Федор ТЕРЕБКОВ,
начальник департамента заимствований на рынках капитала, Газпромбанк

Закон эволюции

БАЗОВЫЕ СТАВКИ В РОССИЙСКИХ ОБЛИГАЦИЯХ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ ИЛИ ИНДЕКСИРУЕМЫМ НОМИНАЛОМ

На российском рынке сложился значительный по объему сегмент облигаций с плавающими ставками или индексируемым номиналом (флоатеры). Однако большинство выпусков флоатеров являются низколиквидными, а зачастую по ним вообще отсутствуют торговые обороты. Отсутствие ликвидности не позволяет корпоративным эмитентам использовать этот сегмент в качестве устойчивого рыночного источника привлечения фондирования на первичном рынке: эмитенту нечем верифицировать свои ожидания по стоимости привлечения. При этом сегмент флоатеров отличается крайним разнообразием базовых ставок и способов привязки к ним. Попробуем разобраться, откуда оно возникло, как влияет на ликвидность инструментов и каким образом набор базовых ставок может меняться в дальнейшем, чтобы обеспечить оптимальное развитие этого рынка.

РАЗМЕРЫ И ДИНАМИКА РЫНКА

Находящиеся в обращении на внутреннем рынке флоатеры[1] достигли внушительного совокупного объема в 4.5 трлн руб. и $5 млрд. Если говорить о рублевом сегменте, это более чем четверть внутреннего рынка. Правда, ликвидная его часть гораздо более узкая и представлена лишь ОФЗ и отдельными удачными корпоративными и банковскими бумагами, при этом большая часть выпусков лишена ликвидности. Столь масштабные объемы выпуска флоатеров были достигнуты за последние пять лет, в период суровой макроэкономической конъюнктуры. Подавляющее большинство бумаг с плавающей ставкой или индексируемым номиналом, выпущен-

[1] Облигации с плавающей ставкой или индексируемым номиналом, а также дополнительным купонным доходом, если он исчисляется на базе простых ставок денежного рынка или инфляции методом начисления. Здесь и далее: структурные продукты с привязкой купона к ценам торгуемых активов, если такая привязка представляет собой встроенный деривативв с коэффициентом участия, к флоатерам не относятся.

Рисунок 1
Виды базовых ставок и привязки

ных за всю историю рынка, в настоящий момент находится в обращении. [1]

Динамика спредов ОФЗ-ПК к RUONIA и объемы торгов в этом наиболее ликвидном сегменте флоатеров за первую половину 2017 года свидетельствуют о том, что эти инструменты не утратили своей фундаментальной привлекательности, и участники рынка вполне освоились с ними. Следовало бы ожидать и роста интереса к похожим инструментам корпоративных заемщиков.

Предлагаю подробнее рассмотреть существующие формы плавающих ставок, или индексируемого номинала, связанные со структурой выпусков и влияющие на дальнейшее развития сектора флоатеров.

ВИДОВОЕ РАЗНООБРАЗИЕ И ЕГО ПРЕДПОСЫЛКИ

Набор используемых базовых ставок в российских флоатерах напоминает животный мир планеты Пандора, причем одновременно в интерпретации братьев Стругацких и Джеймса Кэмерона. В обращающихся на рынке рублевых инструментах существует 12 типов базовых ставок и несколько смешанных форм, когда в формулу расчета купона зашито несколько базовых ставок одновременно, а для некоторых типов — несколько различных способов привязки к базовой ставке купона или номинала. При этом можно с уверенностью утверждать, что со временем за ненадобностью перестанет существовать лишь ставка рефинансирования ЦБ.

Такое разнообразие, очевидно, связано с теми задачами, которые решали эмитенты при выпуске инструментов — от обслуживания фондирования, привлекаемого у третьих источников под залог выпущенного инструмента, до передачи денежных потоков по концессионным контрактам и удовлетворения инвестиционных деклараций конкретных инвесторов. В большей части выпусков облигации фактически позволили в удобной форме структурировать частную сделку, которая обладает дополнительными опциями (возможность рефинансирования, удовлетворение требованиям большинства категорий инвесторов к активам для инвестирования). Задачу построить рынок ликвидных и торгуемых инструментов, интересных широкому кругу инвесторов, почти никто из эмитентов, кроме Минфина России, перед собой не ставил.

Следует отдельно отметить, что в долларовом сегменте сложился лаконичный

Таблица 1
Базисы по основным потенциально ликвидным типам корпоративных флоатеров и торгуемым бенчмаркам

	Инфляция	Ставки денежного рынка
Бенчмарк	ОФЗ–ИН, 150 млрд руб. Индексация номинала + фиксированный купон	ОФЗ–ПК, 1.9 трлн руб. 6M MA RUONIA
Корпоративные флоатеры	Выплата ИПЦ в купоне со спредом Во многих выпусках установлен максимальный уровень ставки 12 эмитентов, 41 выпуск на 550 млрд руб.	Ключевая ставка ЦБ РФ, 24 эмитента с 53 выпусками на 1.65 трлн руб.; G–Curve, 8 эмитентов с 8 выпусками на 56 млрд руб.; ROISFIX6M, 1 эмитент с 5 выпусками на 50 млрд руб.

[1] По данным Cbonds, из 204 выпусков 90 эмитентов, выпущенных за всю историю рынка, в обращении находятся 160 выпусков 67 эмитентов.

Ставки денежного рынка			
	6M MA RUONIA	Ключевая ставка ЦБ РФ	ROISFIX6M
Для эмитента — Минфина РФ	«+» В базе расчета лежит верифицированная Банком России ставка овернайт, рассчитываемая на основе данных реальных сделок широкого круга провайдеров	«–» Использование ставки Банка России в реальных заимствованиях создает потенциальный конфликт интересов между Правительством и формально независимым от него Центробанком «–» В период подавления макроэкономических шоков жесткой ДКП* со стороны ЦБ РФ стоимость заимствований может превышать обоснованную величину	«–» Узкий круг провайдеров «–» Ставка не верифицируется госорганами «–» Ставка не рассчитывается на основе данных реальных сделок
Для эмитента — юридического лица	«–» Постоянное запаздывание стоимости фондирования на полгода относительно денежного рынка «–» невозможность хеджироваться в фикс в значительном объеме и как следствие гибко управлять позицией процентного риска	«–» В период структурного профицита ликвидности банковской системы не отражает реальной рыночной стоимости фондирования (завышена)	«+» Легко разворачивается в ставку овернайт, как и хеджируется в фиксированную ставку на среднем сроке
Для инвестора	«–» Разница в базисах препятствует реализации стратегии кэрри с фондированием на денежном рынке	«+» Обеспечение положительного кэрри при фондировании на аукционах в Банке России**	«–» Непривычный инструмент, трудно соотнести с бенчмарком

Инфляция		
	Индексация номинала	Выплата в купоне
Для эмитента — Минфина РФ	«+» Минимальные платежи в ходе жизни бумаги	«–» В терминах реального долга и реальной доходности – бумага с непредсказуемым графиком амортизации, причем амортизация ускоряется при росте инфляции
Для эмитента — юридического лица	«–» Банки не могут выпускать индексируемые облигации	
Для инвестора	«+» Защита капитала в терминах реальной доходности	

* ДКП — денежно-кредитная политика

** Утрачивает актуальность в связи с ограниченным предложением ликвидности от Банка России

Таблица 2
Преимущества и недостатки различных базовых ставок для разных категорий эмитентов и инвесторов

НАБОР ИСПОЛЬЗУЕМЫХ БАЗОВЫХ СТАВОК В РОССИЙСКИХ ФЛОАТЕРАХ НАПОМИНАЕТ ЖИВОТНЫЙ МИР ПЛАНЕТЫ ПАНДОРА

набор из общепринятых базовых ставок, а именно Libor 6M для денежного рынка и CPI[1] для инфляции, однако ожидать в этих бумагах ликвидности не приходится ввиду того, что они были выпущены целевым образом в рамках крупных частно-государственных транзакций.

ОГРАНИЧЕНИЯ ДЛЯ РЫНКА

Вследствие хаотичного развития рынка, происходившего в основном за счет частных сделок, сложилось серьезное расхождение базисов по основным потенциально ликвидным типам корпоративных флоатеров и торгуемым бенчмаркам в виде ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН.

Необходимо отметить, что IRS свопы на инфляцию и ключевую ставку Банка России в принципе отсутствуют в значимых объемах, а IRS свопы из 6M MA RUONIA в ROISFIX6M появились лишь недавно, и их потенциальный объем несопоставим с объемами уже обращающихся инструментов. Таким образом, стратегия получения инвестором кредитного спреда без разницы в базисах с бенчмарком на практике нереализуема. Это будет серьезно ограничивать переток ликвидности из бенчмарка в корпоративные бонды.

[1] Индекс потребительских цен, ИПЦ.

В ПОИСКАХ ОБЩЕГО БАЗИСА

Очевидно, что по мере увеличения ликвидности в бенчмарках корпоративные эмитенты будут все больше заинтересованы в том, чтобы ею воспользоваться. Для этого придется выработать ограниченный набор базовых ставок для каждого случая, чтобы обеспечить возможность сравнения с бенчмарком и максимальную ликвидность новых инструментов. В Таблице 2 приведено сравнение некоторых преимуществ и недостатков различных базовых ставок для различных категорий эмитентов и инвесторов.

В целях развития рынка бумаг с привязкой к инфляции корпоративным эмитентам имеет смысл рассмотреть возможность присоединиться к Минфину России в выпуске бумаг с индексируемым номиналом, как это уже успешно сделала Почта России. При этом банки не смогут последовать этим путем, но объективной потребности в фондировании под инфляцию у финансовых институтов нет, как нет и натурального хеджа от инфляции, чего не скажешь об основных эмитентах этого кластера — инфраструктурных компаниях.

Что касается базовой ставки денежного рынка для облигаций, то оптимально было бы выработать новое решение на базе RUONIA, которое сгладило бы недостатки для каждой из сторон. Причем желательно, чтобы это решение было простым

и базировалось на самой RUONIA без лишних промежуточных звеньев. Представляется, что таким решением мог бы стать купон, рассчитываемый исходя из RUONIA предыдущего дня в режиме онлайн внутри текущего купонного периода (также ежедневно необходимо будет обновлять НКД). Альтернативным способом является создание бумаги с 365 купонными периодами, где купоны накапливаются и выплачиваются несколько раз в год. Первый вариант потребует независимого расчетного агента, чьи данные будут тут же оказываться в торговой системе. Очевидно, что с этой ролью лучше всего может справиться Группа Московской Биржи. Второй вариант также потребует интенсивной загрузки на биржу для корректного обращения бумаг со множеством начисленных, но не выплаченных купонов.

Возможности ключевого девелопера инфраструктуры нашего рынка и в том, и в другом варианте остаются пока непознанными.

КОММЕНТАРИЙ

Павел ЛУКЬЯНОВ,
руководитель направления по работе с участниками вторичного рынка облигаций, управление продаж на долговом рынке, Московская Биржа

– Готова ли группа Московской Биржи к расчету НКД, параметров РЕПО и иных показателей инструментов с плавающей ставкой?

– Технические возможности Московской Биржи позволяют осуществлять расчет параметров самых сложных инструментов в режиме реального времени. Основная задача биржи в данном случае состоит в том, чтобы подход к расчету показателей был прозрачным и корректным. В настоящее время в финансовом сообществе идет дискуссия о подходах к оценке ОФЗ-ПК, купоны которых привязаны к ставке RUONIA (флоатеров). Биржа заинтересована в консенсусе по данному вопросу, и как только участники рынка выработают единый подход к определению аналитических показателей флоатеров, биржа готова будет внести коррективы в используемые методики расчетов, если таковые потребуются.

Для расчета параметров флоатеров, вероятно, наиболее правильным будет начать с построения OIS-кривой. Концептуально мы считаем правильным следующий подход к ее расчету и практическому применению. На участке до одного года OIS-кривая рассчитывается по ставкам денежного рынка. Предлагается продлять OIS-кривую далее срока в один год таким образом, чтобы кривая выступала в качестве прогнозирующей для форвардных ставок RUONIA, исходя из рыночных цен самих флоатеров. Ближайший неизвестный купон для каждого флоатера получается усреднением исторических ставок RUONIA за соответствующий период, известных на момент расчета, и будущих форвардных ставок, определяемых по OIS-кривой (плюс маржа). Остальные купоны получаются усреднением форвардных ставок по OIS-кривой. Дисконтирование купонных выплат по флоатерам осуществляется по G-кривой. OIS-кривую необходимо калибровать таким образом, чтобы теоретические цены совпадали с фактическими ценами флоатеров. После калибровки OIS-кривой возникает возможность рассчитывать различные аналитические показатели флоатеров (купоны, дюрации, теоретические цены неликвидных и вновь размещаемых выпусков).

Уже сейчас можно говорить о том, что в даты, приближенные к купонным выплатам и, соответственно, к установлению новых ставок купона по ОФЗ-ПК, объем торгов по этим инструментам снижается по сравнению с государственными облигациями, у которых структура выплат определена до погашения. Это обстоятельство косвенным образом подтверждает потребность рынка в понимании прогнозных значений ставки купона в неизвестном купонном периоде.

Стоит отметить, что в свое время на бирже была реализована возможность расчета параметров некоторых нестандартных инструментов. В частности, для облигаций с индексируемым номиналом, где график индексации и НКД передается эмитентом заранее для текущего купонного периода (например, для ОФЗ-ИН). В декабре 2016 года был запущен расчет и публикация на сайте Московской Биржи обновленной G-кривой.

– Что мешает взять на себя функцию расчетного агента по инструментам со сложной формулой расчета купона?

– В настоящее время биржа рассчитывает доходность ОФЗ-ПК, экстраполируя значение ближайшего (известного) купона на будущие купоны. Возможны также иные подходы к расчету доходности облигаций с плавающими параметрами. Переход на расчеты с использованием упомянутой выше OIS-кривой потребует обсуждения с участниками рынка и выработки согласованного подхода. В группе Московской Биржи функции расчетного агента могут быть отнесены к компетенции ценового центра НРД. В частности, экспертный совет НРД по ценам на заседании 20 июня 2017 года утвердил и рекомендовал к внедрению новую методику расчета стоимости рублевых облигаций с фиксированным купоном. В планах дальнейшего развития методик ценового центра НРД — расчеты показателей флоатеров.

– Как на сегодняшний день биржа «узнает» ставку купона флоатеров?

Данные об изменениях параметров ценных бумаг поступают на Московскую Биржу от НРД на ежедневной основе до начала торгов. Информация по флоатерам также содержится в этом пакете данных (в том числе новые купоны). Что касается расчета кривой OIS — данные могут обновляться на ежеминутной основе.