Николай ЮКОВИЧ,
управляющий директор управления торговли и продаж долговых инструментов, Газпромбанк

Об оценке справедливой стоимости ОФЗ–ПК с привязкой к RUONIA

Появление ОФЗ-ПК с привязкой к RUONIA в январе 2015 года стало настоящим откровением для российского облигационного рынка. В условиях роста процентных ставок и неопределенности будущей траектории политики ЦБ только защитные инструменты с плавающим купоном могли предоставить инвесторам хоть какую-то гарантию инвестиционного дохода. Однако после того как рублевый рынок снова начал функционировать и ЦБ перешел к смягчению денежно-кредитной политики, ОФЗ-ПК, привлекательные на фоне роста ставок, не только не потеряли приверженцев из числа инвесторов, но и до сих пор пользуются высоким спросом. В условиях ожидания дальнейшего снижения ставок это выглядит парадоксально для неискушенного инвестора.

ЧЕМ ПОЛЮБИЛИСЬ РЫНКУ ОФЗ С ПРИВЯЗКОЙ К RUONIA?

Во-первых, ОФЗ-ПК крайне непростой «гибридный» инструмент, который связывает два рынка краткосрочных процентных ставок: РЕПО (краткосрочных ОФЗ) и межбанковских депозитов (RUONIA). Несмотря на то что оба показателя довольно сильно коррелируют между собой, в экстремальных ситуациях спред между ними демонстрирует заметное отклонение от долгосрочных средних значений. Это происходит из-за различий в обеспеченности займов, а также из-за действий ЦБ, которые ограничивают резкие отклонения ставки РЕПО в случае роста процентных ставок и резкие отклонения депозитных ставок в случае падения процентных ставок. В момент выпуска первых ОФЗ-ПК наблюдалась как раз такая ситуация: в условиях резкого ослабления национальной валюты ставки заимствования на межбанковском рынке заметно превышали ставки межбанковского РЕПО на фоне предоставления ликвидности со стороны ЦБ через механизмы краткосрочного кредитования под залог ценных бумаг. Несмотря на то что сейчас наблюдается обратная ситуация — ставки РЕПО несколько выше депозитных ставок, и нет видимых предпосылок для реализации резко негативного сценария в обозримой перспективе — похоже, что воспоминания о 2014–2015 годах заставляют отдельных инвесторов оценивать возможность повторения кризиса как весьма вероятную.

Во-вторых, структура ОФЗ-ПК включает в себя фиксированный спред над ставкой RUONIA, что в определенной степени делает бумаги чувствительными к изменениям общего уровня процентных ставок ОФЗ-ПД (бумаг с фиксированным купоном). Более того, долгосрочные инструменты были выпущены с фиксированным спредом, который варьируется от 1.2% до 1.6%. В условиях снижения процентных

ставок это еще больше приближает их к инструментам с фиксированным купоном и положительно отражается на их стоимости.

В-третьих, ОФЗ-ПК структурированы в виде инструмента «с памятью»: купон рассчитывается как шестимесячная плавающая средняя. На фоне цикла понижения ставок возникает оптическое ощущение высокой текущей доходности.

Пожалуй, самое главное — это то, что для флоатеров характерна низкая волатильность. С точки зрения доходности с учетом влияния на капитал (RAROC) это дает им заметное преимущество над другими классами облигаций, в частности ОФЗ-ПД.

Однако есть в ОФЗ-ПК и одна неявная сложность, которая существенно влияет на их ценообразование: купоны ОФЗ-ПК рассчитываются как простая средняя известных значений RUONIA. В то же самое время при фондировании бумаг, а также при сравнении их стоимости с бенчмарками инвестор неизбежно имеет дело со сложным процентом. Эта особенность важна для определения стоимости ОФЗ-ПК и сильно затрудняет использование упрощенных формул расчета спреда к RUONIA.

ДОСТОИНСТВА ОФЗ-ПК ПЕРЕОЦЕНЕНЫ?

Принимая во внимание все известные особенности данного класса бумаг, самый простой способ оценить привлекательность вложений в них — определить разницу между ожидаемыми ставками RUONIA и предельными ставками финансирования этих вложений, рассчитанными до погашения. В самой простой интерпретации это и будет являться спредом к ставке RUONIA. Для целей расчета этого спреда выбор модели оценки будущих ставок RUONIA не так важен. Однако чтобы избежать избыточного влияния фиксированных компонентов ОФЗ-ПК на оценку спреда, имеет смысл использовать кривую ОФЗ-ПД для расчета вмененных ставок RUONIA. В данном случае алгоритм расчета спреда к RUONIA следующий:

- Рассчитать вмененные ставки средней RUONIA, при которых дисконтированная (по бескупонной кривой ОФЗ) сумма денежных потоков будет равняться рыночной цене каждой бумаги.
- Считать сумму будущих денежных потоков за вычетом текущей грязной цены, равной максимально возможным расходам на финансирование покупки бумаги и удержания ее до погашения.
- Из полученной суммы расходов рассчитать среднюю ставку безубыточного финансирования с учетом реинвестирования.
- Разница между вмененной RUONIA и ставкой безубыточного финансирования представляет собой базисный спред к RUONIA. В частности, для инвесторов, финансирующих свои активы через рынок РЕПО, эта разница представляет собой вмененный базисный спред между ставками RUONIA и ставками однодневного РЕПО. Результаты вычислений приведены в Таблице 1.

Несмотря на свою логическую простоту, такой подход может быть несколько неточным. Как видно, расчетные ставки минимального безубыточного фондирования сходны для всех выпусков ОФЗ-ПК. Фактически они представляют собой средние значения простых мгновенных ставок овернайт, вмененных в кривую ОФЗ-ПД (фиксированный купон), которая сейчас имеет практически плоскую форму на участке до семи лет (см. Рисунок 1). Предположение о том, что кривая ОФЗ адекватно прогнозирует будущие краткосрочные процентные ставки, безусловно, достойно суровой теоретической критики. К тому же, ввиду наличия фиксированных составляющих в будущих денежных потоках ОФЗ-ПК, произведенные расчеты чувствительны к абсолютному уровню ожидаемых процентных ставок. Однако для анализа спреда между ставками RUONIA и ставками безубыточного финансирования этот подход на данном этапе вполне оправдан.

Главный вывод из полученных результатов следующий: текущее ценообразование ОФЗ-ПК подразумевает сохранение в долгосрочной перспективе значимого разрыва между ставками межбанковского кредитования (RUONIA) и приемлемыми ставками фондирования портфелей ценных бумаг. Так, очевидно, что при финансировании позиций в бумагах через рынок РЕПО вложения в эти бумаги по текущим уровням имеют смысл только при наличии стойких девальвационных ожиданий. Именно при таком сценарии в условиях предоставления финансирования от ЦБ через рынок РЕПО ставки межбанковского кредитования могут значительно превышать сравнимые ставки РЕПО. Однако, как показывает опыт, в трудный период конца 2014 года, несмотря на краткосрочный взлет

ДЛЯ ВСЕХ ГРУПП ИНВЕСТОРОВ НАЛИЧИЕ ЗНАЧИМОГО СПРЕДА К RUONIA, К ПРИМЕРУ, БОЛЬШЕ 50 Б.П. В ТУ ИЛИ ДРУГУЮ СТОРОНУ, ДОЛЖНО ЯВЛЯТЬСЯ СЕРЬЕЗНЫМ ПОВОДОМ ДЛЯ ПЕРЕСМОТРА ВЛОЖЕНИЙ В ОФЗ-ПК

Таблица 1
Вмененный базисный спред между ставками RUONIA и ставками однодневного РЕПО

Выпуск	Чистая цена	Вмененная средняя RUONIA	Средняя ставка максимального безубыточного фондирования	Спред (б.п.)
24019	102.44	8.60%	7.72%	–88
29011	104.39	8.71%	7.74%	–97
29012	103.59	8.14%	7.71%	–43
29006	109.4	8.23%	7.71%	–52

Источники: исходные рыночные данные — moex.com, Bloomberg, расчеты автора

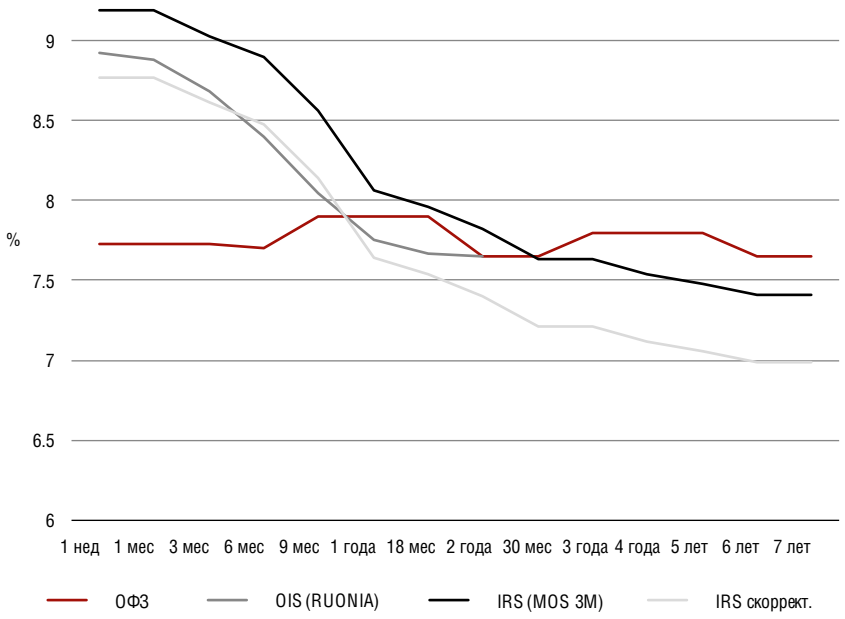


Рисунок 1
Мгновенные простые ставки овернайт

ставок межбанковского кредитования, средний шестимесячный спред с ноября 2014 года по март 2015 года практически не отличался от долгосрочных средних значений (около 20 б.п.). При сохранении спреда на этом уровне и при финансировании бумаг через рынок РЕПО инвестор в ОФЗ-ПК к моменту погашения, скорее всего, получит убыток.

В таком случае, кому может быть интересен подобный инструмент? Можно предположить, что это прежде всего финансовые институты, формирующие буфер ликвидности из низковолатильных высоколиквидных активов, а также имеющие низкую планку стоимости заемных средств, что может компенсировать общую низкую доходность этих бумаг. Во вторую очередь это, конечно, охотники за текущей высокой доходностью, которые делают основную ставку на продолжение роста ценового тренда ОФЗ-ПК, что в купе с достаточно высокими текущими купонами может компенсировать возможный убыток от дорогостоящего финансирования позиции. Недостаток такого подхода — неизбежная остановка и разворот растущего ценового тренда. При таком сценарии с учетом дорогостоящего финансирования инвестиции в этот инструмент будут заметно уступать вложениям в любые другие активы.

Таблица 2
Расчет относительной стоимости ОФЗ-ПК с использованием ставок, вмененных из кривых процентных свопов

Выпуск	Чистая цена	Спред к RUONIA	G-spread к ОФЗ (RUONIA, вмененная из свопов)	G-spread к ОФЗ (в терминах текущей цены)
24019	102.44	–57	–45	–0.89%
29011	104.39	–72	–58	–1.27%
29012	103.59	–59	–54	–2.27%
29006	109.4	–85	–77	–4.37%

Источники: исходные рыночные данные — moex.com, Bloomberg, расчеты автора

Текущая ситуация ажиотажного спроса на ОФЗ-ПК не является типичной. Так, в конце 2016 — начале 2017 года, на фоне избыточного иностранного спроса на инструменты с фиксированным купоном и, как следствие, ярковыраженного ценового роста в этих инструментах, ОФЗ-ПК находились на периферии внимания рынка. Наблюдалась ситуация, когда бумаги (особенно краткосрочные) торговались с ярко выраженным положительным спредом к ставкам RUONIA. В абсолютном выражении эти показатели приближались к текущим негативным значениям. Ретроспективно, с точки зрения реализованной доходности, вложения в ОФЗ-ПК были предпочтительнее вложений в ОФЗ-ПД, а также в облигации ряда корпоративных эмитентов, что в принципе тоже было аномальной ситуацией.

О ЧЕМ МОЛЧИТ РЫНОК ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ?

Как уже отмечалось ранее, при расчете спредов к ожидаемой RUONIA мы исходили из предположения о том, что кривая ОФЗ-ПД может быть использована для прогнозирования будущих краткосрочных ставок фондирования. Многие исследования указывают на сложности с этим предположением, начиная от фрагментированности кривой (что довольно характерно для рублевого рынка) и заканчивая премией за ликвидность, риск и другие факторы, заложенные в доходности облигаций. Более того, даже если игнорировать эти сложности, кривая ОФЗ в лучшем случае будет подходить для прогнозирования будущих ставок РЕПО, которые, как уже отмечалось, однозначно имеют определенный базисный спред к ставкам денежного рынка. К счастью, в нашем распоряжении есть рынок процентных свопов.

Несмотря на то что использование кривых OIS (overnight index swap) на ставку RUONIA и IRS (interest rate swap) на ставку MosPrime полностью не устраняют всех теоретических сложностей моделирования будущей структуры процентных ставок, инструменты процентных свопов могут быть использованы для конструирования безрисковых (или почти безрисковых) портфелей, которые синтетически повторяют денежные потоки ОФЗ-ПК. Так, длинная позиция в ОФЗ-ПК может быть синтетически получена как короткая позиция в ОФЗ-ПД и receiver позиция в процентном свопе.

Идеальный инструмент для подобных стратегий — OIS на ставку RUONIA, однако в силу краткосрочного характера фиксинга

максимальный срок свопов на рынке составляет два года. Очевидно, что как минимум половина торгуемых ОФЗ-ПК имеют структуру плавающих процентных ставок, превышающих этот срок. Для них можно использовать процентные свопы на ставку трехмесячного MosPrime, котировки которых доступны на рынке на срок до десяти лет. Естественно, что значения трехмесячной ставки MosPrime и ставки RUONIA отличаются. Во-первых, сроком: в текущий момент трехмесячные ставки стабильно превышают однодневные. Эта ситуация может радикально изменится в случае преобладания негативной рыночной конъюнктуры. Во-вторых, MosPrime — ставка предложения ликвидности, в то время как RUONIA — индикатор, рассчитанный на основе фактических сделок. В связи с этим фиксинг трехмесячного MosPrime будет при прочих равных выше индикатора RUONIA. Для того чтобы использовать ставки MosPrime для оценки ОФЗ-ПК, необходимо сделать допущения относительно базисного спреда между этими двумя показателями. В реальности на продолжительных отрезках времени этот спред довольно устойчив и имеет среднее значение в пределах 40–50 б.п.

На сроках до девяти месяцев вмененные из кривой ОФЗ будущие ставки овернайт заметно ниже ставок рынка свопов. Это может быть связано с большой концентрацией краткосрочных ОФЗ с погашением через шесть–девять месяцев и с заметным спросом на краткосрочные инструменты как альтернативу депозитному рынку у локальных инвесторов. В то же время дальнейшая динамика рынка свопов и бондов кардинально меняется: вмененные ставки овернайт инструментов денежного рынка становятся заметно ниже аналогичных ставок ОФЗ. Этот феномен иллюстрирует ожидания нормализации денежно-кредитной политики ЦБ на горизонте двух лет, а также комфортные уровни краткосрочной ликвидности, при которых ставки денежного рынка опускаются ниже ставок РЕПО/краткосрочных ОФЗ. Такой сценарий, очевидно, негативен для ОФЗ-ПК.

В Таблице 2 представлены результаты расчетов относительной стоимости ОФЗ-ПК с использованием ставок, вмененных из кривых процентных свопов: спреды к RUONIA, спреды к кривой ОФЗ в годовом исчислении, а также эквивалент спреда к ОФЗ в терминах текущих цен облигаций.

Оценив уровень спреда к RUONIA для разных выпусков ОФЗ-ПК, нам остается ответить на вопросы: насколько он мал или велик и какие стратегии могут помочь инвестору его монетизировать.

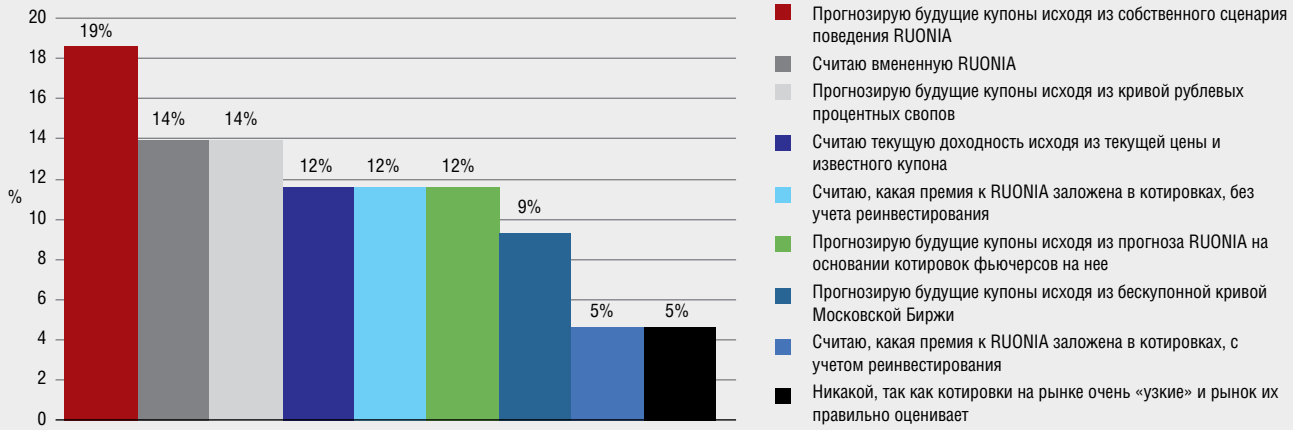
Как часто бывает, однозначных ответов не существует. Степень привлекательности инвестиций в ОФЗ-ПК будет различна для разных групп инвесторов:

- Для кредитных организаций этот класс бумаг может быть интересен с точки зрения формирования буфера высоколиквидных активов (ВЛА). Предельный спред к RUONIA в данном случае будет определяться степенью потребности в ВЛА, а также уровнем фондирования портфеля.
- Для инвесторов, имеющих доступ к рынку свопов, определяющим фактором для оценки привлекательности спреда будет величина сопутствующих расходов для создания длинных или коротких синтетических позиций (комиссии на рынке РЕПО, кредитные надбавки при заключении сделок своп и проч.). На практике в нормальной рыночной ситуации 25–30 б.п. перекрывают возможные расходы на создание подобных синтетических позиций. Естественно, при негативной рыночной конъюнктуре, а также сложностях с займом бумаг на рынке РЕПО эти расходы могут существенно возрастать.
- С точки зрения спекулятивных вложений помимо абсолютного значения спреда крайне важен вопрос срока удержания позиции. Так, очевидно, что в данный момент вложения в ОФЗ-ПК до погашения в ситуации, когда инвестор вынужден финансировать бумаги на рынке РЕПО, будут убыточны. Однако в ситуации, которая была характерна для рынка в начале 2017 года, приемлемый срок удержания подобных позиций был заметно длиннее.
- Для long-only инвесторов определяющее значение, скорее всего, будет иметь соотношение величины спреда к RUONIA и оценки ожидаемых процентных рисков. Так, при реализации негативного сценария вложения в ОФЗ-ПК с точки зрения RAROC могут быть существенно привлекательнее вложений в другие классы бумаг, даже при наличии текущего существенного негативного спреда к RUONIA.

Однако, с моей точки зрения, для всех групп инвесторов наличие значимого спреда к RUONIA (к примеру, больше 50 б.п. в ту или другую сторону) в любом случае должно являться серьезным поводом для пересмотра текущих и потенциальных вложений в ОФЗ-ПК.

ОПРОС УЧАСТНИКОВ РЫНКА*

Какой метод оценки облигаций с плавающей ставкой вы используете?



* Опрос проводился на сайте Cbonds совместно с Московской Биржей