Дмитрий ХАРЛАМПИЕВ,
к. э. н., начальник управления исследования рынка, департамент инвестиционных портфелей, банк «Открытие»

Хеджирование базовых ставок с помощью флоатеров и линкеров: работает ли это в России?

Волатильность цен финансовых активов из-за изменения процентных ставок — один из ключевых рыночных рисков для инвесторов. В связи с этим наличие на рынке инструментов, частично снижающих такие риски, формирует оправданный интерес к ним со стороны инвестиционного сообщества. На российском рынке обращаются выпуски Минфина ОФЗ-ПК (флоатеры) с привязкой к ставке RUONIA и ОФЗ-ИН (линкеры), привязанные к индексу потребительских цен. Оба инструмента активно используются российскими участниками рынка для хеджирования базовых ставок. Купонные доходы (доходы от индексации номинала) по ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН в большей или меньшей степени отражают текущую ситуацию в денежно-кредитной сфере. Как следствие, отсутствует необходимость корректировки цены в отличие от классических облигаций с постоянным купонным доходом.

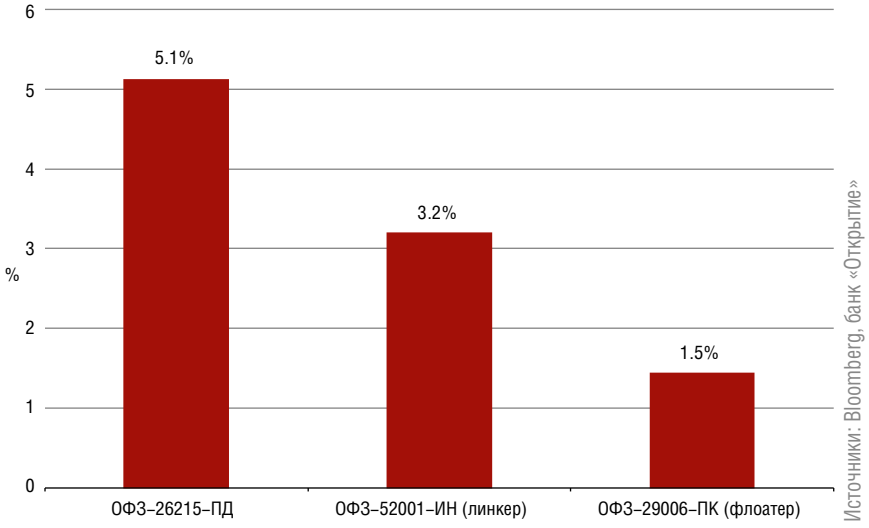
Облигации федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) являются одним из инструментов хеджирования базовых ставок. С начала 2015 года Минфин РФ разместил на рынке девять выпусков облигаций ОФЗ-ПК (флоатеров) с переменным купоном, который определяется на основе исторических значений индикатора RUONIA, на общую сумму около 1.8 трлн руб. Однако объем реально рыночных (то есть активно торгующихся на бирже) выпусков составляет около 1 трлн руб.

С момента появления на рынке популярность ОФЗ-ПК значительно выросла. По данным ЦБ России, их доля в структуре внутреннего долга была 0% по состоянию на 1 января 2013 года. Однако на 1 января 2017 года доля этих облигаций составила уже 28%. Флоатеры стали вторыми по популярности после ОФЗ с постоянным доходом. Причина очевидна: инвесторы стремились застраховаться от резких изменений процентных ставок. Если руководствоваться термином «волатильность» для оценки рыночного риска этого инструмента, то отметим, что годовая волатильность флоатеров оказалась более чем в три раза ниже волатильности классической ОФЗ с постоянным доходом (ОФЗ-ПД) — 1.5% против 5.1% соответственно. Другими словами, инвестор,

выбирая флоатер из числа инструментов со схожим кредитным качеством, может в значительной степени снизить рыночный риск портфеля, так как эластичность изменения цены инструмента по изменению процентных ставок в экономике условно ниже, чем в случае классических ОФЗ.

Однако необходимо отметить некоторые важные особенности ценообразования флоатеров на российском рынке. Дело в том, что доходность, показанная в стакане (котировальном окне торгового терминала), рассчитана на основе экстраполяции последней известной ставки купона облигации до конца всего срока обращения инструмента. Это совершенно некорректно с точки зрения идеи флоатеров — изменения ставки купона в зависимости от индикатора. Наши расчеты показывают, что фактические доходности до погашения значительно ниже, то есть ближе к доходностям ОФЗ с фиксированным купоном при пересчете через IRS (Interest Rate Swap), и в основном ниже RUONIA при расчете реального спреда к бенчмарку с учетом текущей цены облигации. На сегодняшний день на фоне усиления рыночных ожиданий относительно продолжения смягчения денежно-кредитной политики ЦБ объем накопленного дохода по ОФЗ с фиксированным купоном начинает опережать соответствующий показатель по флоатерам как за счет роста цены первых, так и за счет снижения купонного дохода по вторым. Однако этот факт не умаляет преимущества флоатеров перед другими облигациями, а именно объективной способности более эффективно нивелировать волатильность цены, вызванную изменением процентных ставок в долгосрочной перспективе.

Примечателен, на наш взгляд, также результат сравнения доходов от инвестирования в линкер и в другие финансовые активы на относительно длительны временной период, а также сравнение с результатами управления пенсионными накоплениями. За последние десять лет в России только инвестиции в золото принесли значительно превосходящий инфляцию доход. Однако с точки зрения портфельного управления инвестиции в золото со стопроцентной аллокацией средств невозможны в силу высокой ценовой волатильности данного актива. Инвестирование в индексируемую на инфляцию ОФЗ-ИН (синтетический инструмент) с купоном 2.5% принесло бы второй по величине после золота накопленный доход, превышающий инфляцию. Доходность инвестиции в такие инструменты, как ОФЗ-ПД, индекс ММВБ и сырьевой индекс Bloomberg, не покрыла инфляцию за соответствующий период. При этом необходимо отметить несопоставимо высокие уровни волатильности и, следственно, более существенные рыночные риски по всем инструментам в сравнении с ОФЗ-ИН. Бытует мнение, что поскольку купон по ОФЗ-ИН составляет только 2.5%, то по этой бумаге присутствует отрицательный кэрри, то есть доход по инструменту ниже стоимости фондирования. Мы считаем, что это миф, связанный с недопониманием реальной доходности по линкеру. На Рисунке 2 представлена динамика накопленного дохода (Total Return) по ОФЗ-ИН и по обычной ОФЗ-26215 с купоном 7% с момента размещения ОФЗ-52001 17 июля 2015 года. Как можно заметить, вплоть до июня 2016 года накопленный доход по ОФЗ-52001 уверенно превосходил доход по обычной ОФЗ на фоне относительно высокой инфляции в рамках периода.



* На базе данных за последние 12 месяцев.

Рисунок 1
Годовая волатильность* (%)

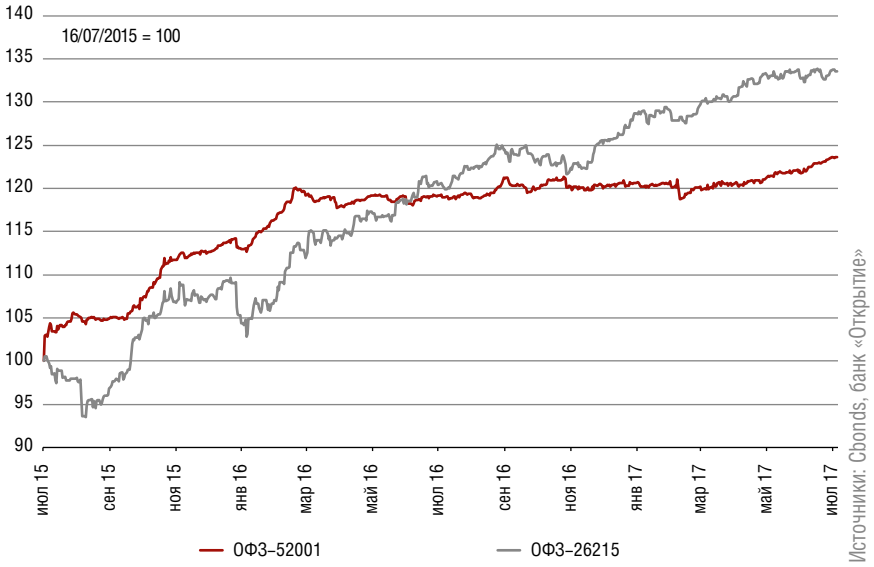


Рисунок 2
Сравнение инструментов по накопленному доходу