Unidad de Fomento

Владимир ЦУПРОВ,
советник генерального директора,
Благотворительный фонд Владимира Потанина

Современный портфель облигаций состоит не только из множества инструментов, выпущенных разными эмитентами, не только из облигаций с разной срочностью, но и из облигаций с разными способами начисления купонов.

Возникает вопрос: как оценить сводные параметры риска и доходности для такого портфеля, как рассчитать прогнозную доходность, сделать вывод о качестве сформированного управляющим портфеля? Мы это делаем через приведение всех расчетов доходностей к погашению (YTM[1]) к **«реальной доходности»,** а дюрацию инструментов корректируем на их чувствительность к рыночному риску[2].

Реальная доходность рассчитывается как разница между обычной доходностью инструмента (депозит, облигация) и прогнозной инфляции. Это удобный универсальный инструмент, помогающий принимать не только инвестиционные решения в рублевом портфеле, но и решения об аллокации инвестиций в мультивалютном инвестиционном портфеле. Оценка реальной доходности позволяет оценить привлекательность облигаций в разных валютах. Что лучше: реальная доходность в 0.5% в евро или 2.6% в долларе; реальная доходность 3.9% в рубле или 3.6% в чилийском песо (Рисунок 1, динамика реальной доходности по странам)? В первом случае мы, очевидно, должны выбрать доллар, во втором для ответа нам не хватает оценки уровня риска — как странового риска, так и риска непредсказуемости макроэкономической ситуации. Если предположить, что риски экономики Чили ниже, то лучше выбрать инвестиции в песо. Этот подход к инвестированию в облигации локальных валют интересен тем, что он не предполагает гадания на кофейной гуще относительно курсов валют. Подход построен на одной фундаментальной предпосылке — долгосрочная динамика валюты зависит от инфляции. В той стране, где выше инфляция, там будет слабее валюта. Защищаясь от инфляции через инвестирование в реальную доходность, мы частично купируем валютный риск.

Где выше инфляция, там слабее валюта

РЕАЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ И ФИЛОСОФИЯ

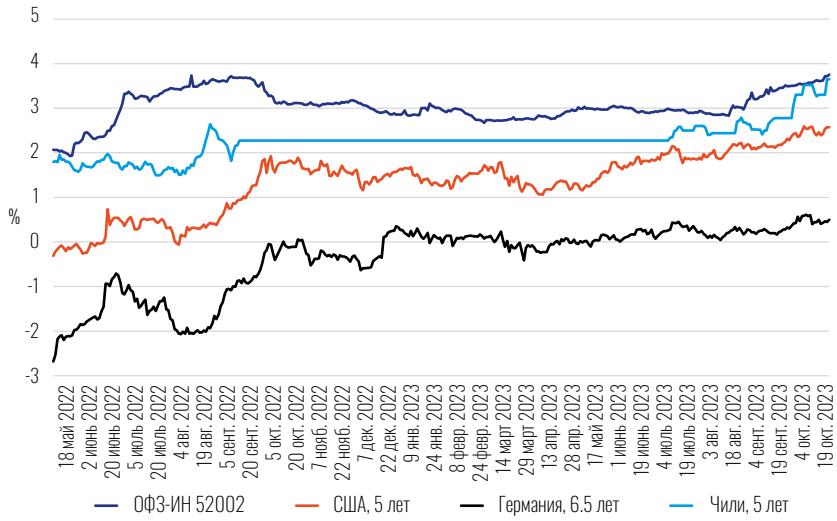
Десятилетия монетарного стимулирования привели к избытку сбережений и огромному количеству консервативных инвесторов. Наличие положительной реальной доходности в долларе и евро означает, что, ничем не рискуя, можно сохранять сбережения от инфляции и даже получать небольшой процент сверху. С моей точки зрения, это не может продлиться долго, так как решение проблемы

[1] YTM — yield to maturity, способ расчета доходности к погашению облигации, при котором все будущие потоки по облигации дисконтируются на величину доходности.

[2] Рыночный риск — под рыночным обычно понимается любой риск, не связанный напрямую с событиями вокруг эмитента облигации, то есть общий риск = рыночный риск + кредитный риск эмитента.

Рисунок 1
Доходность среднесрочных инфляционных линкеров

Источники: Мосбиржа, FRED, Boerse Frankfurt, Banco Central Chile



растущих долгов экономик США и ЕС на фоне хронических дефицитов их бюджетов может быть только одним — консервативные инвесторы в облигации должны будут терять реальную стоимость своих сбережений. Поэтому странно видеть высокую доходность по американским TIPs[1], я бы ожидал там увидеть околонулевые значения — как это было в Германии до конца 2022 года и в США до мая 2022 года (Рисунок 1).

ИСТОРИЯ ВОПРОСА ДЛЯ ВНУТРЕННЕГО ПОТРЕБЛЕНИЯ

Начало СВО изменило в том числе и экономические условия развития страны: растет доля ВПК в экономике и в расходах бюджета; падает прозрачность и предсказуемость валютного курса и пр. В 2023 году для защиты макроэкономической стабильности ЦБ пришлось резко поднимать ключевую ставку. Но не многие обратили внимание, что на заседании СД в июле ЦБ повысил диапазон **реальной нейтральной ставки** на 0.5% — до 1.5–2.5%. Эта та ставка, которую ЦБ прибавляет к расчетной прогнозной инфляции для определения ключевой ставки. Например, если ЦБ видит риск роста текущей инфляции до 11%, то при проведении жесткой ДКП ключевая ставка должна составить 11% + 2.5% = 13.5%. В такой ситуации ставки денежного рынка (колеблющиеся около ключевой ставки) будут давать реальную доходность в 2.5%, то есть давать доходность к текущей прогнозной инфляции +2.5%.

Однако так было в июле. Выход инфляции из-под контроля ЦБ, планы Минфина увеличить расходы бюджета в 2024 году еще на 20%, а также падающий рубль потребовали от ЦБ еще более жестких мер. ЦБ решил задушить инфляцию супержесткой денежно-кредитной политикой (ДКП). 27 октября ЦБ повысил ключевую ставку до 15% и обновил среднесрочный прогноз (ЦБ РФ, 2023)[2], из которого следуют весьма интересные выводы:

- ЦБ прогнозирует среднюю ключевую ставку в 2024 году 12.5–14.5%, а инфляцию — в 5.8–6.5%. Это значит, что ключевая ставка в 2024 году будет более чем на 6% превышать инфляцию.
- Для 2025 года это же соотношение — 7–9% против 4%, то есть реальная нейтральная ставка будет 3–5%.

Любопытно, что итоги торгов ОФЗ-ИН нам позволяют оценить, как глубоко рынок не согласен с данными оценками ЦБ:

- Доходность ОФЗ-ИН 52002 составляет 3.9%. Если «верить» ЦБ, то доходность ОФЗ-ИН должна стремительно двигаться в сторону 6%, так как сейчас выгодно продать ОФЗ-ИН и купить ОФЗ-ПК с купоном, привязанным к RUONIA[3].
- Вмененная инфляция (спред между ОФЗ с фиксированным купоном и ОФЗ-ИН) составляет 8.6%, то есть рынок категорически не верит в замедление инфляции к концу 2024 года до 4%.

Тем не менее в данной ситуации один очевидный вывод напрашивается сходу — процентные ставки будут существенно выше инфляции, а инструменты, чей купон привязан к текущим процентным ставкам (например, облигации с купоном, привязанным к RUONIA), при околонулевом рыночным риске дадут очень хорошую доходность, как в номинальном выражении, так и в реальном.

Десятилетия монетарного стимулирования привели к избытку сбережений

[1] TIPs — американские гособлигации с индексацией номинала на инфляцию (инфляционный линкер).

[2] https://cbr.ru/Collection/Collection/File/46535/forecast_231027.pdf

[3] RUONIA — эталонная процентная ставка, представляющая собой взвешенную процентную ставку по межбанковским депозитам в рублях на условиях «овернайт».

ISIN	Инструмент сокр.	Штук	Объем	Тип	Плавающий купон	S (премия)	Погашение/оферта	Доходность (YTM)	Дюрация
RU000A1042W6	ВЭБР-31	10 000	10 150 100	флоатер	RUONIA	1.55	18.10.28		
RU000A0ZYZ26	ОФЗ 52002	7000	9 465 824	линкер			02.02.28	3.98 %	1475
RU000A0JXQK2	Роснфт1Р4	6000	5 869 380				25.04.24	13.91 %	178
RU000A0JQ7Z2	РЖД-19	5500	5 455 945				08.07.24	13.22 %	245
Итого			**30 941 249**						

Таблица 1
Состав портфеля на 27.10.2023

29 сентября глава ВТБ заявил, что они регулярно участвуют в аукционах Минфина, акцентировав, что «мы просто всегда говорили Минфину, что мы берем только флоатеры[1], (Интерфакс, 2023[2]). На фоне резкого роста процентных ставок эмитенты не могут привлекать новый долг под фиксированную ставку, инвесторы требуют премию за риск. Выходом из ситуации стало резкое увеличение предложения облигаций с плавающим купоном как государством, так и частными компаниями. Первые верят, что ставки пойдут вниз и по будущим купонам придется платить меньше, вторые — просто не хотят брать долгосрочный процентный риск. Теперь каждый уважающий себя инвестор имеет в своем портфеле флоатеры и линкеры[3] (проверьте отчет своего управляющего).

Теперь каждый уважающий себя инвестор имеет в своем портфеле флоатеры и линкеры

КАК СОЕДИНИТЬ МУХИ С КОТЛЕТАМИ

Ваш управляющий прислал вам отчет ДУ[4], в котором куплены облигации с фиксированным купоном, с плавающим купоном, с индексацией номинала. Нынешние отчеты доверительных управляющих построены по принципу «отчитался, ну и молодец», поэтому вы не только не сможете увидеть там общие метрики своего портфеля, но и даже понять, сколько там флоатеров и линкеров. Следующая часть данной статьи написана для тех, кто все-таки считает важным в этом разбираться, хочет знать, какой уровень доходности сможет сгенерировать портфель облигаций и как правильно оценить рыночный риск такого портфеля.

Итак, в лучшем случае управляющий нам прислал отчет, приведенный на примере в Таблице 1. Здесь мы видим не просто список облигаций, а тут даже указаны типы облигаций (скорее всего в вашем отчете даже этого не будет). Проблема такого отчета не в наличии дополнительных деталей эмиссии облигаций (уверен, многим клиентам это и не сильно интересно), проблема этого отчета в отсутствии рассчитанных агрегатов по портфелю. См. поле «Итого» — кроме данных о стоимости портфеля, нет рассчитанных агрегатов (доходность и дюрация) по портфелю. Текущая практика такова, что в отчетах управляющего этот расчет или отсутствует (99 % случаев), или посчитан неправильно (1 % случаев). Поясним простыми словами: вы, клиент, передали средства в управление, на которые были куплены некие облигации, но из отчета управляющего вы не знаете, под какую доходность они размещены, какой процентный риск в вашем портфеле.

РЕШЕНИЕ ЗАДАЧИ

Сразу оговорюсь: для любого финансового инструмента, чей будущий денежный поток не предопределен в момент покупки, нет идеального безошибочного метода прогнозирования. При расчете метрики доходности по портфелю, где представлены

[1] Флоатер — облигация с переменным, плавающим купоном. У всех ОФЗ-ПК купоны привязаны к ставке RUONIA. Среди корпоративных облигаций встречаются разные варианты, чаще всего купон привязан к ключевой ставке ЦБ или RUONIA.

[2] https://www.interfax.ru/business/923334

[3] Линкер — облигация, у которой номинал («тело») индексируется на некоторый показатель. У инфляционных линкеров номинал индексируется на индекс инфляции.

[4] Отчет ДУ — отчет доверительного управляющего, предоставляемого по утвержденной форме УК своему клиенту. Обычно содержит много букв и цифр, но малополезен без дополнительной обработки. Управляющий отчитывается о состоянии портфеля на дату, иногда о совершенных сделках. В отчете также могут содержаться данные о доходности портфеля за разные промежутки времени.

Таблица 2. Состав портфеля на 27.10.2023

ISIN	Инструмент сокр.	Штук	Объем	Тип	Плавающий купон	S (премия)	Погашение/оферта	Доходность (YTM)	Дюрация	Доходность (YTM)	Дюрация скоррект.	Реальная доходность
RU000A1042W6	ВЭБР-31	10 000	10 150 100	флоатер	RUONIA	1.55	18.10.28			1.56 %	90.9	5.06 %
RU000A0ZYZ26	ОФЗ 52002	7000	9 465 824	линкер			02.02.28	3.98 %	1475	3.98 %	590	3.98 %
RU000A0JXQK2	Роснфт1Р4	6000	5 869 380				25.04.24	13.91 %	178	13.91 %	178	5.41 %
RU000A0JQ7Z2	РЖД-19	5500	5 455 945				08.07.24	13.22 %	245	13.22 %	245	4.72 %
Итого			**30 941 249**								**287**	**4.74 %**

Примечание. Вводные для расчета: вмененная инфляция = 8.5 %, оценка реальной нейтральной ставки = 3.5 %

облигации с индексацией тела и купона, наша задача — выбрать такой метод, который содержит наименьшую вмененную ошибку, такой метод, который облегчает принятие решений. Мы будем приводить доходность нашего портфеля к реальной доходности, а дюрацию корректировать на чувствительность инструмента на изменение номинальных процентных ставок.

Разбираем наш пример-портфель из Таблицы 1, добавив к нему три дополнительных аналитических столбца — Таблица 2. Просчитываем по каждому инструменту дополнительные аналитические показатели.

С ОФЗ-ИН всё просто — ее доходность к погашению и есть реальная доходность.

Линкеры, ВЭБ-31, с купоном, привязанным к RUONIA. Сначала рассчитаем его добавочную доходность к погашению к ставке RUONIA. Для этого за купон принимаем ставку S (премия к RUONIA), считаем YTM. Получаем 1.56 % годовых. Для того чтобы эту доходность привести к реальной, нужно оценить спред между RUONIA и будущей инфляцией. Можно было бы этот спред взять из сценария ЦБ, упомянутого выше, но мы доказали, что там данные не отражают реальности. ЦБ явно занижает оценки будущей инфляции. Какие опорные точки для самостоятельного расчета этого спреда мы имеем:

– вмененная инфляция 8.5 % минус прогноз средней ключевой ставки ЦБ на 2024–2025 годы в размере около 11 % — получаем 3.5 %;

– заниженная оценка ЦБ реальной нейтральной ключевой ставки в 2.5 % и завышенная оценка спреда ставки к инфляции в >6 % в 2024 году и 3–5 % в 2025-м.

Итого, кажется разумным использовать **значение в 3.5 %.** Тогда покупка флоатера ВЭБ-31, вероятно, принесет нам реальную доходность 1.56 % + 3.5 % = 5.06 %.

• Для облигаций с фиксированным купоном для расчета реальной доходности, наверное, нет лучшего способа, как использовать рыночные оценки инфляции, называемые «вмененной инфляцией». Тогда из номинальной YTM этих облигаций нужно просто вычесть вмененную инфляцию[1].

• Дюрацию мы будем корректировать следующим образом. Дюрация для нас — это мера чувствительности облигации к изменению процентных ставок. То есть нам нужно такое значение дюрации, которое отражает волатильность облигации. Для простых облигаций дюрацию, естественно, никак не корректируем. Скорректированная дюрация для флоатеров с рейтингом выше AA фактически равна нулю, но мы подстрахуемся (при расчете рисков если интуиция говорит, что надо подстраховаться, то надо обязательно так и сделать) и возьмем срочность облигации в днях, умноженную на 5 %. Для линкера ОФЗ-ИН мы берем 40 % от «номинальной» дюрации на основе эмпирически посчитанного коэффициента.

А теперь изучим всю Таблицу 2. Во-первых, наш пример-портфель стал содержать более осмысленное представление, во-вторых, мы получили агрегаты по всему портфелю. Что мы можем сказать о таком портфеле:

• его ожидаемая доходность сверх инфляции (очищенная от инфляции) = 4.74 %. В РФ рынок облигаций за счет консервативных инструментов давно не обеспечивал такой высоченной реальной доходности;

• скорректированная дюрация = 287 дням, или 0.8 года, это значит, что при общем росте процентных ставок на 1 % портфель упадет в цене не более чем на 0.8 %.

Многие институциональные клиенты, мечтавшие, чтобы их портфель обгонял инфляцию на 2–3 %, должны быть счастливы с таким портфелем. А ведь чтобы испытать это счастье, я уверен, вам не хватало всего несколько условий:

• рассчитанного таким способом портфеля;

• портфеля с хорошей долей флоатеров и линкеров (приведенные в таблице инструменты не являются инвестиционной рекомендацией и служат для демонстрации примера);

• отсутствия убытка по портфелю в 2023 году за счет купленных ранее (в первом полугодии) длинных облигаций с фиксированным купоном.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В Чили официально утверждена виртуальная расчетная валюта — Unidad de Fomento (UF). Она имеет статус расчетной единицы (не является платежным средством), в которой может быть осуществлена эмиссия облигаций, она используется в экономике для выражения цен и фиксации обязательств. По сути, это знакомая нашему уху «у. е.», условная единица. Только в РФ у. е. — это всегда какая-то из валют (доллар, евро), в Чили — это индексируемое на инфляцию песо. Таким образом, облигация, эмитированная в UF, — это и есть инфляционный линкер, то есть аналог нашей ОФЗ-ИН или американского TIPs. UF — это способ выражать все экономические показатели с очисткой на инфляцию.

Отчеты доверительных управляющих построены по принципу «отчитался, ну и молодец»

[1] Вмененная инфляция для данной статьи рассчитывается как разница в доходности к погашению ОФЗ-ПД 26212 и ОФЗ-ИН 52002.