



◀ **Александр ЕРМАК,**
главный аналитик
долговых рынков,
БК «РЕГИОН»

Можно ли считать ОФЗ–ПК безрисковым инструментом?

Правильный выбор базового актива для привязки ставок будущих купонов (ставки RUONIA, имеющей абсолютно рыночный характер), правила расчета, наличие дополнительной премии (вес которой будет расти по мере снижения общего уровня процентных ставок), а также осторожная политика Банка России по изменению ключевой ставки — все это факторы существенного снижения риска инвестиций в ОФЗ–ПК.

В начале 2015 года на ФБ ММВБ стартовало размещение и вторичное обращение облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ–ПК). В настоящее время можно выделить две группы ОФЗ–ПК. К первой группе можно отнести пять выпусков (серии 29006–29010), которые были выпущены Минфином РФ 31 декабря 2014 года. Половина каждого из выпусков (по 200 млрд руб.) на общую сумму 1 трлн руб. была передана АСВ в качестве имущественного взноса для дофинансирования банков-

ской системы. Вторую часть облигаций на общую сумму 1 трлн руб. планировалось разместить в рынок. К настоящему моменту полностью (в объеме 200 млрд руб.) размещен только один, самый короткий, выпуск ОФЗ–ПК серии 29006.

Ко второй группе полностью рыночных займов можно отнести четыре выпуска облигаций. Два из них начали размещаться в конце января 2015 года, завершилось размещение во второй половине 2016 года. Еще два выпуска ОФЗ–ПК начали размещаться в конце ноября 2016 года, на текущий момент их объем в обращении составляет более 254 млрд руб. Таким образом, за два с половиной года объем ОФЗ–ПК в обращении вырос до 1 904.3 млрд руб., или 30.3% от общего объема ОФЗ. Быстрый рост свидетельствует о высоком спросе на данные ценные бумаги со стороны широкого круга инвесторов, в том числе банков, НПФ и УК. Это связано с рядом особенностей ОФЗ с переменным купоном, которые

Таблица 1
Установленные ставки
купонов ОФЗ–ПК

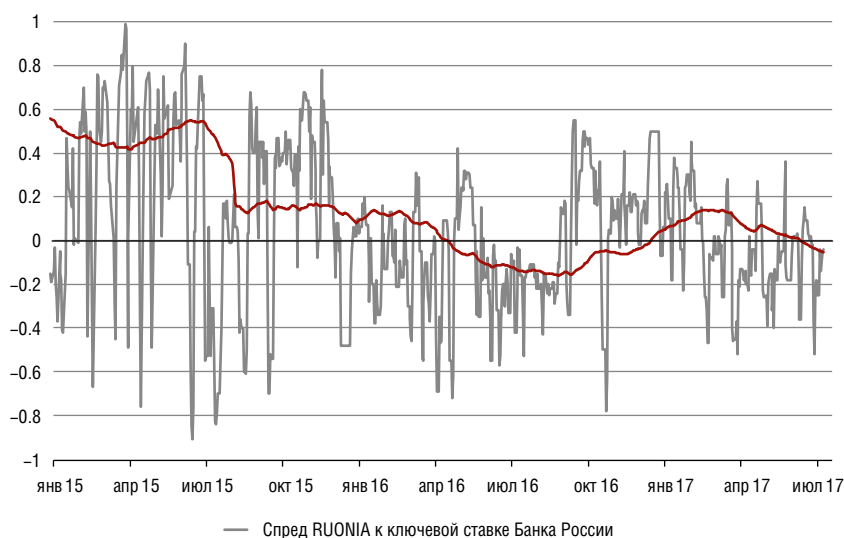
Выпуск	Премия к RUONIA, %	Ставка купонов, % годовых					
		1-й	2-й	3-й	4-й	5-й	6-й
29006	1.20	10.55	12.66	14.48	12.32	11.90	11.41
29007	1.30	10.65	14.21	13.80	12.43	11.90	11.45
29008	1.40	10.75	15.53	13.28	12.46	11.88	11.45
29009	1.50	10.85	16.40	13.00	12.44	11.84	11.42
29010	1.60	10.95	16.13	12.84	12.44	11.81	11.32
29011	0.97	11.12	14.42	12.08	11.70	11.18	-
29012	0.40	10.74	10.32	-	-	-	-
24018	0.74	10.89	15.27	11.98	11.58	10.95	10.46
24019	0.30	10.64	10.35	-	-	-	-

позволяют рассматривать данный вид облигаций в качестве привлекательного инструмента на фоне снижения процентных ставок и в качестве своеобразного «защитного» актива в случае роста процентных ставок на рынке.

Основной особенностью обращения выпусков ОФЗ-ПК является порядок определения ставок второго и последующих купонов, которые на момент начала обращения неизвестны и устанавливаются в ходе обращения облигаций. Ставка неизвестных купонов определяется как среднее арифметическое значений ставок RUONIA за шесть предшествующих началу купонного периода месяцев, увеличенное на определенную для каждого выпуска величину, которая устанавливается эмитентом до начала обращения. Премия к средним ставкам RUONIA по выпускам ОФЗ-ПК серий 29006–29010 установлена эмитентом в пределах 1.20–1.60 п.п., для выпусков серий ОФЗ-ПК 24018 и 29011 — на уровне 0.74 и 0.97 п.п. соответственно. Премии по двум последним выпускам были существенно снижены — до 0.3 и 0.4 п.п. для серий 24019 и 29012 соответственно (см. Таблицу 1).

Использование усредненной ставки RUONIA в качестве базового актива для расчета купонных ставок для ОФЗ с переменным купоном стало одним из факторов привлекательности данных облигаций для банков, учитывая адекватную, прозрачную оценку уровня процентных ставок на рынке и рыночный характер, подтвержденный определенными объемами совершаемых по ним сделок. В 2016 году объем операций составил более 37.427 трлн руб., за первые шесть месяцев 2017 года — более 14.314 трлн руб.

Заметна высокая корреляция между ключевой ставкой Банка России и ставкой RUONIA, которая, правда, может более существенно реагировать на ситуацию с ликвидностью банковского сектора в отдельные дни. В 2015 и в 2016 годах диапазон спреда между этими ставками составлял от -0.91 до +0.99 п.п. и от -0.78 до +0.52 п.п. соответственно, а в среднем за год +0.19 п.п. и -0.06 п.п. соответственно. В первой половине 2017 года средний спред между ставкой RUONIA и ключевой ставкой Банка России находился в пределах от -0.5 до +0.5 п.п., а в среднем снизился до +0.02 п.п. (см. Рисунок 1). В начале августа начинаются новые купонные периоды



Источники: www.guopla.ru, Банк России, расчеты автора

Рисунок 1

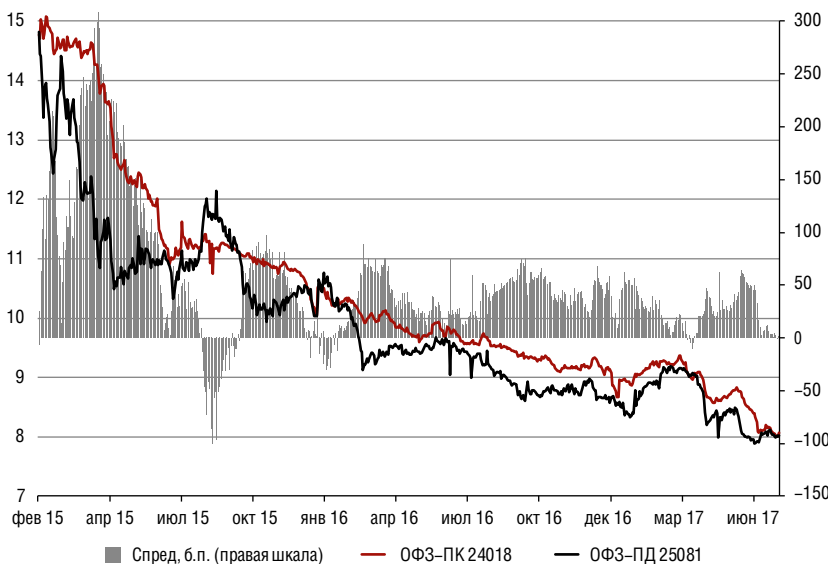
Отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России в 2015–2017 годах

по ОФЗ-ПК серий 29011 и 29006. На текущий момент средние значения ставки RUONIA для бумаг этих серий составляют 9.48% и 9.46% соответственно, что позволяет оценить следующие купоны на уровне порядка 10.4% и 10.66% годовых для серий 29011 и 29006 соответственно.

Одной из главных проблем при вложении в ОФЗ-ПК является невозможность рассчитать доходность к погашению и адекватно оценить справедливую стоимость данных облигаций. На рынке существуют разные подходы к решению этой задачи, однако выбор метода оценки остается за каждым инвестором. Тем не менее на текущий момент известны все ставки купонов по одному самому короткому выпуску ОФЗ-ПК — 24018 с погашением в декабре 2017 года. Это позволило сделать ретроспективные расчеты доходности облигаций с начала их обращения и сравнить результаты расчетов

Рисунок 2

Доходность ОФЗ-ПК 24018 и ОФЗ-ПД 25081



Источники: moex.com, расчеты автора

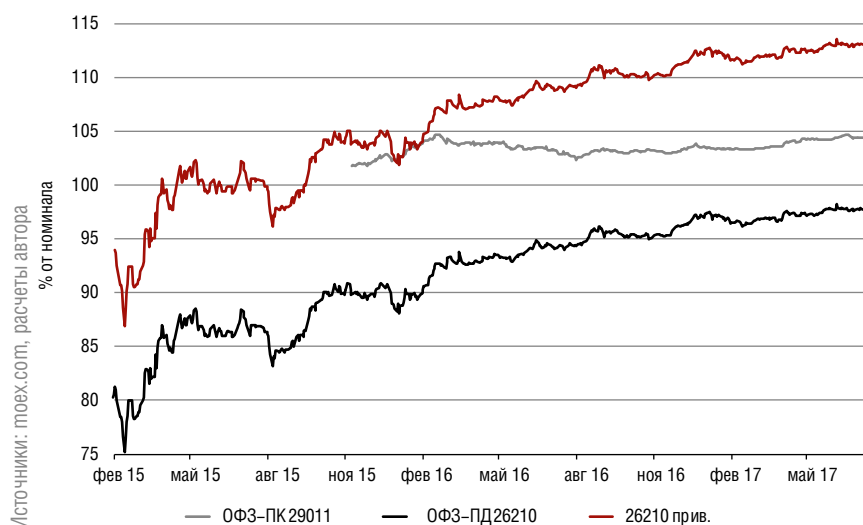
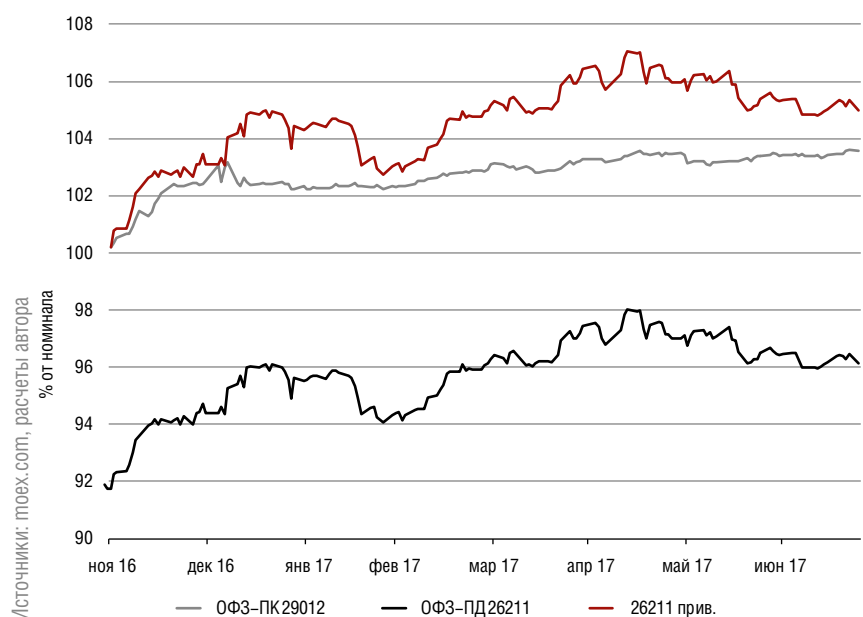


Рисунок 3
Средневзвешенные
цены ОФЗ-ПК 29011
и ОФЗ-ПД 26210

с доходностью выпуска ОФЗ-ПД 25081 с погашением в январе 2018 года (см. Рисунок 2). Как видно на графике, торги по облигациям ОФЗ-ПК 24018 начинались при наличии существенной премии к ОФЗ-ПД, которая достигала 200–300 б.п. В дальнейшем в течение длительного периода времени премия сохранялась, снизившись при этом до 30–50 б.п.

Интересно посмотреть на динамику цен ОФЗ-ПК. У первых двух рыночных выпусков, которые размещались в 2015 году, цены нашли свое равновесное состояние через полгода, ближе к началу второго купонного периода, когда ставка определялась по формуле в зависимости от ставки RUONIA. Рост цены выпуска ОФЗ-ПК 29006 продолжался в течение полутора лет, по мере повышения ставок

Рисунок 4
Средневзвешенные
цены ОФЗ-ПК 29012
и ОФЗ-ПД 26211



■ ■ ■
ОСНОВНЫМ РИСКОМ ПРИ
ВЛОЖЕНИИ В ОФЗ-ПК ТЕОРЕТИЧЕСКИ
МОЖЕТ СТАТЬ УТРАТА РЫНОЧНОГО
ХАРАКТЕРА БАЗОВОГО АКТИВА,
ИСПОЛЬЗУЕМОГО ДЛЯ РАСЧЕТА
СТАВОК БУДУЩИХ КУПОНОВ

купонов. Цены относительно новых выпусков ОФЗ-ПК — 24019 и 29012 — вышли на рыночный уровень практически в течение одного месяца после начала торгов. Характерной особенностью динамики цен на вторичном рынке всех ОФЗ-ПК стала их относительная стабильность и устойчивость к ухудшению конъюнктуры. ОФЗ-ПД с сопоставимыми сроками погашения реагировали на эти факторы существенно более резкими колебаниями цен (см. Рисунки 3 и 4).

Основным риском при вложении в ОФЗ-ПК теоретически может стать утрата рыночного характера базового актива, используемого для расчета ставок будущих купонов. Это может быть связано с существенным изменением методики или состава банков — участников расчета ставки RUONIA, что нам кажется маловероятным в ближайшее время. Второй опасностью для инвесторов в ОФЗ-ПК может стать краткосрочный рост доходности средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД под влиянием, например, геополитических факторов (уход с рынка инвесторов-нерезидентов, существенное ослабление рубля, рост инфляционных ожиданий). Однако, учитывая относительно короткий срок до погашения большей части ОФЗ-ПК, влияние этих факторов может быть ограниченным.

Таким образом, рыночный характер базового актива — ставки RUONIA, осторожная политика Банка России по изменению ключевой ставки и наличие премии при формировании следующих ставок купонного дохода по ОФЗ-ПК — основные факторы, которые снижают риски инвестиций в данные активы.