



ГАЗПРОМБАНК

Облигации с плавающей ставкой

Материалы для конференции
«XIV Российский облигационный конгресс»

Декабрь, 2016



Достоинства облигаций с плавающей ставкой

Инвестирование в облигации с плавающей ставкой позволяет:

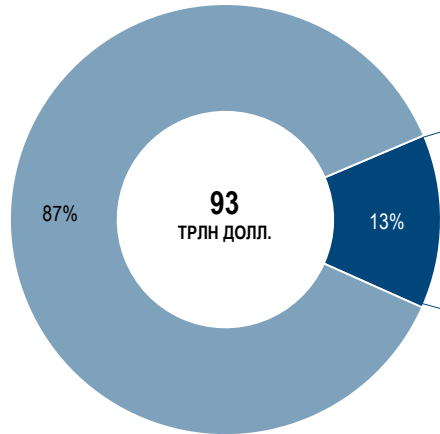
- ▶ Диверсифицировать инвестиционный портфель за счет низкой корреляции между облигациями с плавающей ставкой и прочими классами активов
- ▶ Приобрести бумагу с более низкой волатильностью по сравнению с другими активами
- ▶ Не брать риск на макросреду (инфляция, денежно-кредитная политика Центральных Банков)

Эмитент облигаций с плавающей ставкой приобретает возможность по сравнению с бумагами с фиксированным купоном расширить круг инвесторов и произвести заимствования по потенциально более низкой стоимости в настоящем или ожидаемо – в будущем, в зависимости от текущей конъюнктуры, принимая риск неблагоприятного изменения ставок на себя.

Участники рынка получают больше возможностей для инвестиционных стратегий и стратегий заимствования на рынках капитала

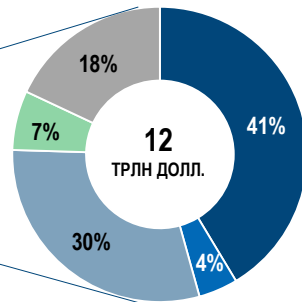


ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ



■ ПЛАВАЮЩАЯ ■ ФИКСИРОВАННАЯ/НУЛЕВАЯ

ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК ФЛОАТЕРОВ



■ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА
■ ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП
■ ИНФЛЯЦИЯ
■ ДОХОДНОСТЬ ГОС.ОБЛИГАЦИЙ
■ ПРОЧИЕ

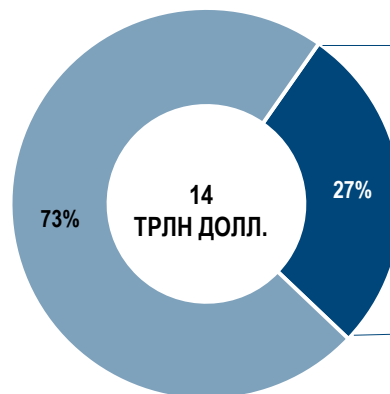
МЕСТО ОБЛИГАЦИЙ С ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКОЙ НА РЫНКАХ ОБЛИГАЦИЙ СТРАН РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН**

ОБЛИГАЦИИ В ТВЕРДЫХ ВАЛЮТАХ

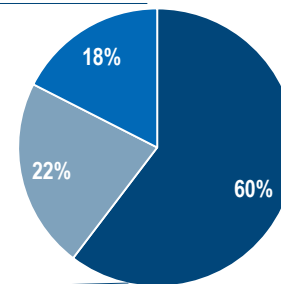


■ ПЛАВАЮЩАЯ
■ ФИКСИРОВАННАЯ/НУЛЕВАЯ

В ЛОКАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ



СТРУКТУРА ЭМИТЕНТОВ ФЛОАТЕРОВ В ЛОКАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН**



■ СУВЕРЕНЫ
■ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ
■ ПРОЧИЕ

* Анализ мировых рынков основан на выборке существенных по размеру инструментов, исключая данные по России

** Китай, Индия, Турция, ЮАР, Индонезия, Бразилия, Мексика, Казахстан

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И СВОПОВ (ГЛОБАЛЬНАЯ ДОЛЯ 45%)

Позволяют хеджировать риски изменения процентных ставок

ИНФЛЯЦИЯ (ГЛОБАЛЬНАЯ ДОЛЯ 30%)

Позволяет хеджировать инфляционный риск, что особенно актуально для стран с высоким непрогнозируемым риском инфляции

Привязка основного долга

Купонная привязка
«возвращает» инфляцию каждый купон

В терминах реальной доходности

фиксирует «реальную» доходность при неизменной структуре погашения

«плавающая» структура погашения => непрогнозируемый денежный поток

ПРОЧИЕ (ГЛОБАЛЬНАЯ ДОЛЯ 25%)

Ключевые ставки регуляторов, доходности на кривой гособлигаций (7%), ставки РЕПО, обменный курс валют, комбинации бенчмарков

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ВЫБОР РЕФЕРЕНСНОЙ СТАВКИ

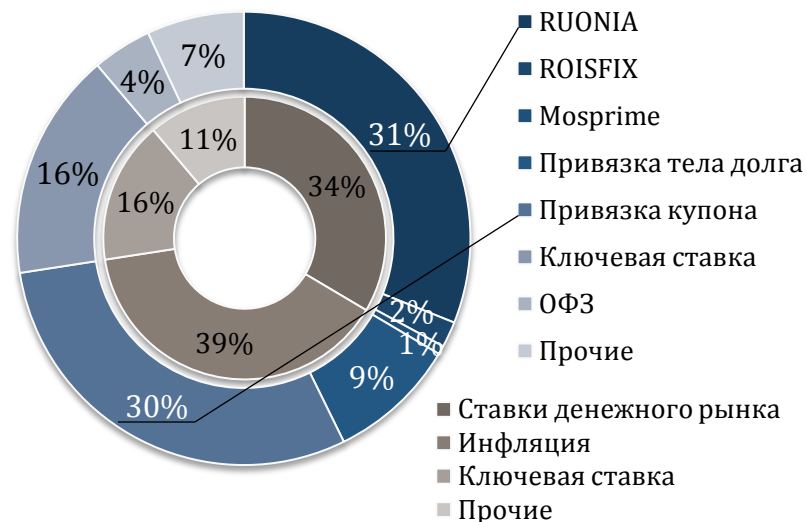
- ✓ «Натуральный хедж» в денежном потоке или активах эмитента
- ✓ Макроэкономическая конъюнктура
- ✓ Денежно-кредитная политика Центральных Банков
- ✓ Прозрачность ценообразования референсной ставки
- ✓ Потенциальная возможность свопа в фиксированную ставку
- ✓ Ликвидность референсной ставки

Структура российского рынка облигаций отличается от развивающихся рынков

Сегмент рынка	Класс бенчмарка	Размер рынка, млрд руб.	Средний размер выпуска, млрд руб.
Инфляция	Привязка к телу купона	150	150,2
	Привязка купона	486	13,5
Макро ставки	Ключевая ставка ЦБ	265	29,5
	Доходность ОФЗ	69	7,7
	РЕПО	15	15,0
Ставки межбанковского рынка	RUONIA	506	72,3
	ROISFIX	30	10,0
Прочие	MosPrime	10	5,0
	Комбинация MosPrime и РЕПО	4	4,4
	Комбинация ВВП и инфляции	84	12,0
	Комбинация инфляции и ключевой ставки ЦБ	11	2,2
	Курс USD/RUB	0,35	0,1
Итого		1629	

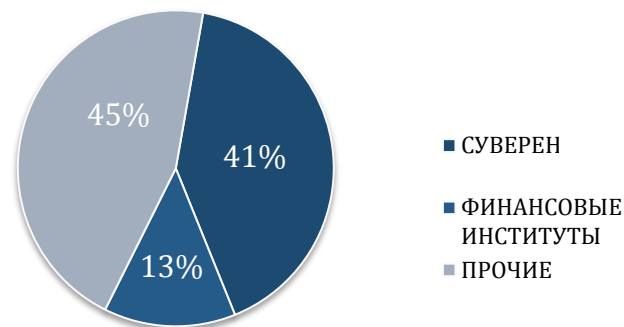
По состоянию на 1П 2016г.

СТРУКТУРА РУБЛЕВЫХ ВЫПУСКОВ ЛОКАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКОЙ: ФОКУС НА ИНФЛЯЦИЮ



Источник: Cbonds, Газпромбанк

СТРУКТУРА РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ ОБЛИГАЦИЙ С ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКОЙ В ЛОКАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ: «КОРПОРАТЫ» - В ЛИДЕРАХ

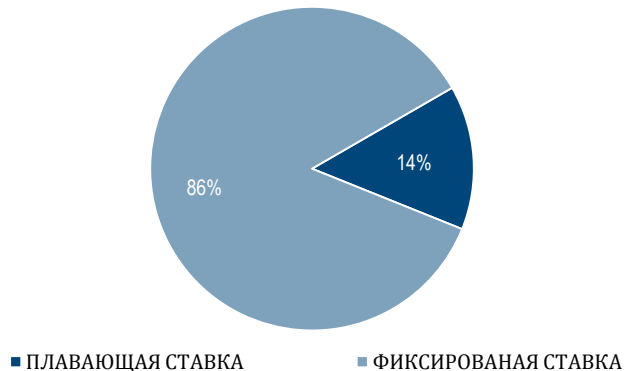


Источник: Cbonds, Газпромбанк

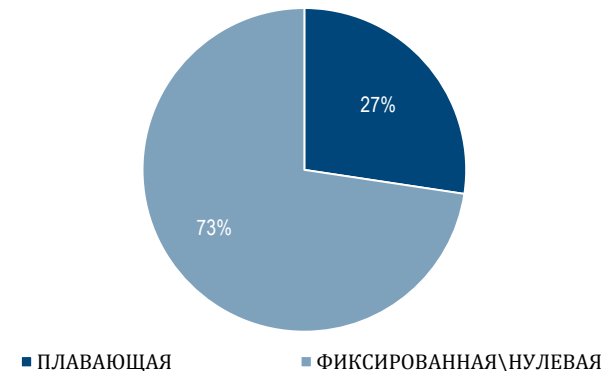


СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ МОЖЕТ СТРЕМИТЬСЯ К СТРУКТУРЕ ДРУГИХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

РОССИЙСКИЙ РЫНОК



РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ*



* Китай, Индия, Турция, ЮАР, Индонезия, Бразилия, Мексика, Казахстан

Источник: Bloomberg, Cbonds

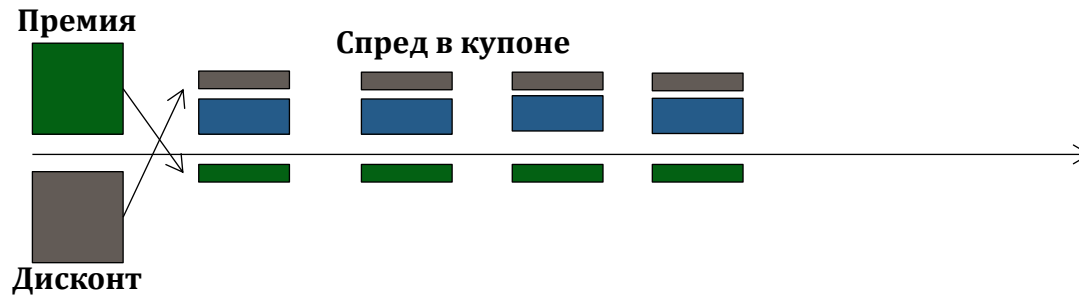
- ▶ Доля облигаций с плавающей ставкой в России ниже, чем в сопоставимых развивающихся странах (14% против 27%). При этом из-за инфраструктурных облигаций реальная доля «рыночных» бумаг такого типа в структуре всего рынка облигаций еще ниже.
- ▶ Доля суверенных облигаций с плавающей ставкой на российском рынке в целом ниже, чем на прочих рынках развивающихся стран. Соответственно можно ожидать, что в располагающих обстоятельствах государство продолжит определять рост этого рынка. Более того, этому будет способствовать планируемое в проекте Бюджета РФ увеличение объема чистых заимствований Минфином РФ на внутреннем рынке с 300 млрд руб. в 2016 году до 1,29 трлн руб. в 2017 году

Что мешает развитию рынка?

- Разнообразие референсных ставок и способов их расчета дезориентирует рынок
- Нет четкого понимания как оценивать инструменты с плавающей ставкой



1. ТОРГУЕМ СПРЕДОМ



«Раскладываем» премию или дисконт в купоне

1-ый способ:

Простой- арифметический.

Делим премию на срок и раскладываем.

2-ой способ:

«Правильный».

1. Делаем предпосылку о значениях референсной ставки
2. Создаем денежный поток с такой же эффективной доходностью, но без премии/дисконта, с измененным спредом в купоне.

2. ТОРГУЕМ БАЗИСОМ (РЕФЕРЕНСНОЙ СТАВКОЙ)

1. Исчисляем «вмененную референсную ставку» из паритета с аналогичным по кредитному качеству и дюрации инструментом с фиксированной ставкой
2. Соотносим «вмененный референс» со своими ожиданиями по референсу. В зависимости от соотношения – покупаем или продаем.

Основные моменты

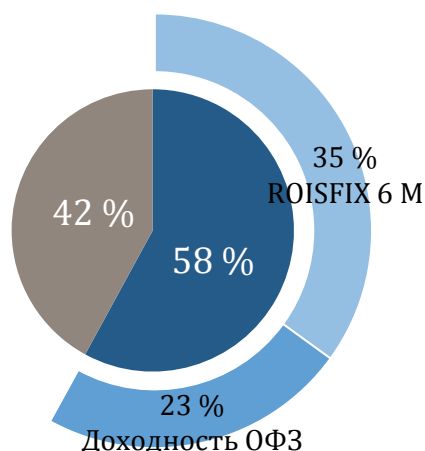
- В качестве референсной ставки выбраны ROISFIX 6М, индексы доходности ОФЗ 6М и ОФЗ 1Г

Серия	Номинальный объем, млрд руб.	Формула определения купона	Купонный период, мес.	Срок до погашения/оферты, в годах	Дата погашения/оферты	ISIN
БО-08	10,0	ROISFIX 6М + 0,1%	6	0,47	23.05.17	RU000A0JUMH3
БО-09	10,0	OFZ 6М + 1,0%	6	0,56	27.06.17	RU000A0JUQ39
БО-10	10,0	ROISFIX 6М + 0,35%	6	0,81	26.09.17	RU000A0JUV08
11	10,0	ROISFIX 6М + 0,35%	6	1,35	16.04.18	RU000A0JT6G1
2-ИП	15,0	OFZ 1Y + 1,0%	3*	4,21	19.02.21	RU000A0JW5K0

* - для 2-ИП пересмотр ставки производится 1 раз в год

Характеристика портфеля заимствований Газпромбанка на локальном облигационном рынке

- Доля портфеля облигаций с плавающей ставкой достигла 58%
- Структуры держателей облигаций с плавающим и фиксированным купоном идентичны. Это финансовые институты, УК, НПФ, СК и физические лица
- Заимствования по плавающей ставке в основном сформированы при прохождении оферт («переключением» из фиксированной ставки)



- Облигации с плавающим купоном
- Облигации с фиксированным купоном

	Объем, млрд руб.	Доля в портфеле	Срочность к оферте
Портфель рублевых облигаций Банка, в том числе	79,0	100%	1,74
Облигации с фиксированным купоном	33,2	42%	1,73
Облигации с плавающим купоном	45,8	58%	1,76
ROISFIX 6M	27,9	35%	1,30
Доходность ОФЗ	17,9	23%	2,76

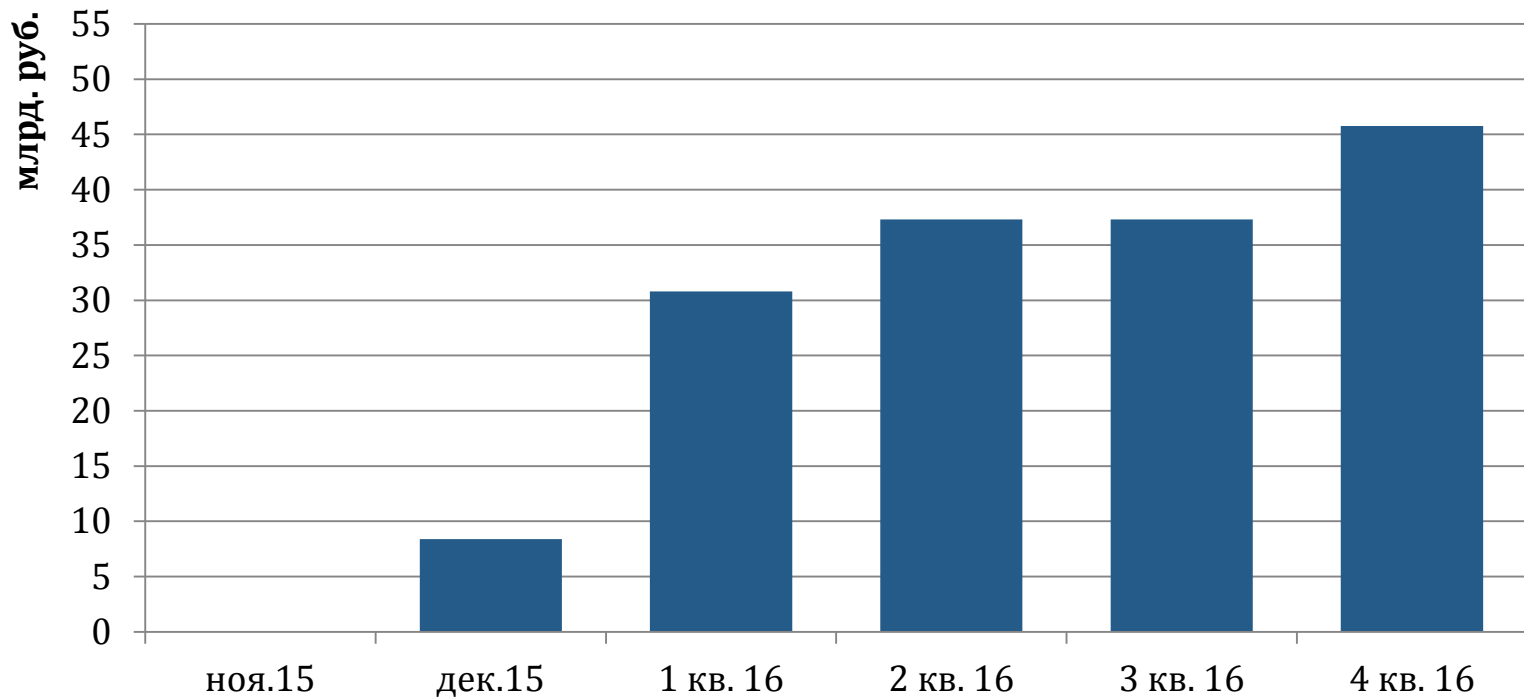
Цель эмитента: обеспечить нейтральность портфеля заимствований к изменению ставок на денежном и кредитном рынке при комфортном графике погашения

	Дек.15	Дек.16
Объем портфеля, млрд руб.	94,0	79,0
Срочность к оферте, в годах	0,57	1,74



Рост объема портфеля облигаций с плавающей ставкой

- Газпромбанк приступил к формированию портфеля облигаций с плавающей ставкой в декабре 2015 года. По состоянию на 1 декабря 2016 года объем портфеля составил 45,8 млрд руб.
- Облигации с плавающей ставкой размещаются на первичном и вторичном рынках, а также плавающая ставка по облигациям устанавливается при прохождении оферт





Приложение



ОБЛИГАЦИИ С ИНДЕКСАЦИЕЙ НОМИНАЛА

- ▶ Предоставляет почти «полную» защиту от инфляции
- ▶ В конце срока обращения инвестор получает проиндексированный на инфляцию номинал
- ▶ Представлены преимущественно ОФЗ-ИН (52001, погашение в 2023 г.) объемом 150 млрд руб. (8% рынка инструментов с плавающей ставкой). В апреле Минфин зарегистрировал новый выпуск ОФЗ-ИН (51002), объем которого также составил 150 млрд руб.
- ▶ Оценка основывается на определении ожидаемой рынком (вмененной) инфляции (Breakeven inflation, BEI) – и ее сравнении с инфляцией, ожидаемой инвестором
- ▶
$$BEI = \frac{1 + \text{номинальная безрисковая доходность}}{1 + \text{реальная доходность инфляционной бумаги}} - 1$$
- ▶ Если BEI ниже ожидаемой инвестором инфляции, облигация «недооценена» и интересна для приобретения, и наоборот

КУПОНЫ, ПРИВЯЗАННЫЕ К ИНФЛЯЦИИ

- ▶ От инфляционного риска защищает купон, а не номинал
- ▶ Купон, как правило, устанавливается по схеме: ИПЦ за определенный прошедший период + %
- ▶ Подавляющее большинство выпусков такого типа в России являются ограниченно ликвидными. Большую часть составляют инфраструктурные облигации РЖД и ФСК на 598 млрд руб. Достаточная ликвидность присутствует в двух выпусках – РЖД-32 и ФСК-22
- ▶ С учетом прогнозируемой инфляции рассчитываются будущие купоны.
- ▶ Из купонов и рыночной цены облигации рассчитывается «справедливая» доходность
- ▶ Потенциал роста / снижения цены облигации – разница между справедливой и номинальной доходностью (доходность сравнимого по дюрации «традиционного» инструмента)
- ▶ Ставка, по которой крупные российские банки** с минимальным кредитным риском выдают однодневные кредиты overnight (по состоянию на 20 сентября составляет 10,18%).
- ▶ Достаточно предсказуема и обычно находится в районе ключевой ставки ЦБ, а также является рыночным индикатором текущего уровня ставок
- ▶ В нашем базовом сценарии ставки будут падать вслед за инфляцией и ключевой ставкой ЦБ. К концу 2018 г. мы ожидаем RUONIA на уровне 6,0-6,5%
- ▶ Оценка базируется на подсчете вмененной RUONIA и ее сопоставлении с рыночными ожиданиями
- ▶ Подсчет вмененной RUONIA производится на основании текущей цены и ставки дисконтирования, за которую принимается доходность сравнимой по сроку традиционной ОФЗ
- ▶ Если вмененная RUONIA выше ожиданий инвестора за период обращения инструмента, облигацию считают переоцененной и ее целесообразно продавать.

* Прогноз Газпромбанка

** По данным НФА, их 35 <http://www.ruonia.ru/>



Спасибо за внимание!



ГАЗПРОМБАНК

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. **Офис:** ул. Балчуг, 7

Департамент заимствований на рынках капитала

НАЧАЛЬНИК ДЕПАРТАМЕНТА

ТЕРЕБКОВ ФЕДОР

+7 (495) 983-1910

Fedor.Terebkov@Gazprombank.ru

Copyright © 2003 – 2016. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — «Банк ГПБ (АО)») на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако «Банк ГПБ (АО)» не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение «Банка ГПБ (АО)» может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. «Банк ГПБ (АО)» не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни «Банк ГПБ (АО)» не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. «Банк ГПБ (АО)» и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете. Действия «Банка ГПБ (АО)» в дальнейшем не должны рассматриваться как стимулирующие или побуждающие инвестировать средства или иным образом участвовать в каких-либо сделках, участие в которых запрещено законодательством или прочими нормативно-правовыми актами, а равно как посреднические действия или действия, способствующие участию в таких сделках. Инвесторы должны самостоятельно оценивать законность сделок, совершаемых после ознакомления с материалами «Банка ГПБ (АО)», в соответствии с законодательством об экономических санкциях или прочими нормативно-правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность.
