

ПОЧТИ АРБИТРАЖНАЯ ВОЗМОЖНОСТЬ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

ПЛАВАЮЩИЙ РЕПО-КУПОН ИДЕАЛЕН ДЛЯ ЛЕВЕРЕДЖА

Мы обращаем внимание инвесторов на выпуски облигаций со ставкой купона, привязанной к ставке РЕПО ЦБ. Эти бумаги позволяют получить финансовое плечо при игре на снижение процентных ставок при невысоких рыночных рисках в сравнении с длинными бумагами с фиксированной ставкой купона. Мы ожидаем, что в I полугодии нынешнего года ЦБ РФ продолжит снижение ставок и опустит их на 50-100 б.п., а во II полугодии года возможно ужесточение денежно-кредитной политики. Исходя из наших представлений о развитии событий на денежном рынке, мы рекомендуем удерживать относительно высокое плечо (1:4) в выпусках **РЖД-15**, **РЖД-17**, **РЖД-18** до II квартала, а затем следует сократить его перед началом повышения ставок ЦБ. Для получения плеча мы рекомендуем использовать РЕПО в ЦБ сроком от одного до семи дней. Наиболее пассивным инвесторам мы рекомендуем выпуски Атомэнергопрома, для которых доступно годовое РЕПО в ЦБ.

РЕПО-купон лучше, чем MosPrime-купон. В ответ на изменившуюся рыночную конъюнктуру в обращении появился целый ряд выпусков рублевых облигаций с плавающей ставкой купона (линейно зависящей от ставки MosPrime или РЕПО ЦБ). Ставка купона, привязанная к ставке MosPrime, позволяет эффективно хеджировать процентный риск, фондируя позицию за счет РЕПО, однако имеет и существенный недостаток: в период напряженности на денежном рынке возрастает стоимость риска контрагентов, что ведет к расширению спреда между ставками MosPrime и РЕПО и, соответственно, нереализованным потерям для держателя бумаги. Очевидно, указанного недостатка лишены бумаги со ставкой купона, привязанной к ставке РЕПО ЦБ.

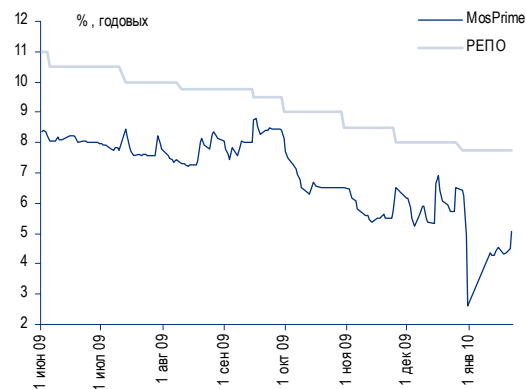
Ценообразование выпуска с РЕПО-купоном зависит от ставки MosPrime. Следует отметить, что при прочих равных условиях в дату выплаты ставки купона справедливая (предполагающая отсутствие арбитража) цена бумаг с годовым РЕПО-купоном равна 100% плюс разница между ставками РЕПО ЦБ и MosPrime соответствующей срочности. Как правило, ставки MosPrime находятся ниже или на уровне ставок РЕПО ЦБ. Кроме того, цена бумаги с РЕПО-купоном зависит от изменения кредитных характеристик эмитента, которые в дату размещения выпуска учитываются величиной спреда к ставке РЕПО. В купонный период изменение цены в основном следует за динамикой ставок денежного рынка. Обращаем внимание инвесторов на то, что абсолютно некорректной является оценка доходностей выпусков с плавающим купоном на основе нерыночных предположений (то есть сделанных не на основе котировок фьючерсных/форвардных контрактов) относительно будущего поведения ставок денежного рынка. В то же время корректным является получение предполагаемой рынком вероятности того или иного сценария поведения ставок на основе цен облигаций с плавающим купоном. Поскольку для выпусков с плавающим купоном не определено понятие доходности к погашению/оферте, то их прямое сравнение с бумагами фиксированной доходности лишено смысла.

Параметры бумаг и рекомендуемой позиции

Параметры выпусков РЖД с РЕПО-ставками					
Выпуск	РЖД-13	РЖД-14	РЖД-15	РЖД-17	РЖД-18
Номинал, млрд руб.	15	15	15	15	15
Марка купона над ставкой недельного РЕПО ЦБ, б.п.	300	300	375	405	425
Ставка текущего купона, % годовых	13,88	15	12,84	13,02	13,22
Купонный период, дней	182	182	182	182	182
Дата завершения текущего купонного периода	11 мар 10	13 апр 10	28 июн 10	26 июл 10	26 июл 10
Рыночная цена выпуска без НКД, % от номинала	101,85	101,80	103,30	104,50	104,00
Справедливая цена, % от номинала	101,20	102,30	103,60	104,30	104,40
Параметры позиции с плечом					
Размер плеча позиции	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
? позиции от ставки MosPrime	0,62	1,07	2,11	2,49	2,49
Возврат на капитал, % годовых	22,75	22,75	26,5	28,0	29,0

Источник: ММВБ, оценки УРАЛСИБа

Динамика ставок MosPrime и РЕПО ЦБ сроком на неделю



Источник: Reuters, ЦБ РФ

Справедливая цена выпуска с годовым РЕПО-купоном =

100% + (ставка РЕПО ЦБ – ставка MosPrime)

ПЛАВАЮЩИИ РЕПО-КУПОН ИДЕАЛЕН ДЛЯ ЛЕВЕРЕДЖА

Ценообразование на примере выпуска РЖД-17. Исходя из текущей недельной ставки MosPrime, которая находится на уровне 4,5% годовых, справедливая цена облигаций **РЖД-17** составляет 104,3% от номинала, что близко к их рыночным котировкам, находящимся в диапазоне 104,5% от номинала. Некоторое расхождение между справедливой и рыночной ценами обусловлено низкой ликвидностью бумаги. Таким образом, выпуски РЖД с плавающей ставкой купона представляются нам справедливо оцененными, что, тем не менее, не означает отсутствия у них инвестиционной привлекательности при использовании нашей стратегии.

1:4 – комфортное плечо в игре на снижение ставок MosPrime. Из формулы ценообразования облигаций с РЕПО-купоном следует их ценовой рост в период снижения процентных ставок. Эффект от снижения процентных ставок может быть усилен путем формирования позиции с плечом. На наш взгляд, вероятность роста среднесрочных ставок денежного рынка более чем на 6 п.п. с текущего уровня в I полугодии близка к нулю. Исходя из нашего предположения комфортным является формирование позиции в бумагах **РЖД-15, РЖД-17** и **РЖД-18** с плечом 1:4 (то есть на каждый вложенный рубль привлекается четыре заемных на рынке РЕПО). При таком уровне плеча максимальная просадка капитала составит 15,12%, если среднесрочные ставки денежного рынка не превысят 10,5% годовых. С другой стороны, компенсация за риск (образующаяся за счет разницы между купонными платежами и стоимостью фондирования) превышает 26% годовых для бумаг, имеющих купон на 4 п.п. выше ставок РЕПО ЦБ. Еще порядка 2,5 п.п. к позиции принесет возможное снижение ставки MosPrime на 1 п.п. Следует отметить, что использование такого же уровня плеча при формировании позиции в длинных выпусках с фиксированной ставкой купона дает в несколько раз более высокую дельту (чувствительности позиции от изменения процентных ставок). Именно поэтому выпуски РЖД с плавающей ставкой купона предлагают почти арбитражные возможности.

Ставка на выпуски РЖД-15,17,18, имеющие наибольшую дюрацию. По причине низкой дюрации бумаг **РЖД-13** и **РЖД-14** (которая определяется сроком, оставшимся до даты выплаты купона), мы считаем их менее привлекательными среди выпусков РЖД с плавающим купоном для игры на снижение процентных ставок. Сейчас, когда потенциал снижения ставок денежного рынка еще не исчерпан, лучше покупать бумаги с наиболее длинной дюрацией, то есть облигации **РЖД-15, РЖД-17** и **РЖД-18**. Кроме того, ближе ко II полугодью дюрация этих выпусков РЖД сократится естественным образом, снизив размер рыночного риска.

Длинный купонный период – основной фактор рыночного риска для облигаций с РЕПО-купоном... В идеальной ситуации, при которой ставка РЕПО-купона устанавливается каждый торговый день, держатель может сохранять максимально возможное плечо (определяемое размером дисконта при операции РЕПО в ЦБ) сколько угодно долго, не подвергая себя рыночным рискам. В реальности купонный период составляет полгода для выпусков РЖД, что означает для держателя облигаций потери внутри купонного периода в условиях повышения процентных ставок. Так, при повышении ставок РЕПО ЦБ на 2 п.п. произойдет аналогичный рост ставок MosPrime, что приведет к отрицательной переоценке позиции в облигациях **РЖД-17** с плечом 1:4 в размере 5%, а также сокращению маржи над ставкой РЕПО ЦБ на 10 п.п. (которая восстановится только в следующем купонном периоде). Сокращения маржи можно избежать, если использовать РЕПО в ЦБ на максимально возможный срок (120 дней для бумаг РЖД), однако в этом случае также исчезает положительный эффект от позиции в период снижения процентных ставок. Кстати говоря, бумаги Атомэнергопрома, ставка купона которых определяется как спред в размере 235 б.п. к ставке годового РЕПО ЦБ, подходят для

Выпуски РЖД с плавающей ставкой купона справедливо оценены, то есть арбитража с денежным рынком не существует

Позиция с плечом имеет более низкие рыночные риски для бумаг с РЕПО-купоном, чем для бумаг с фиксированным купоном

В игре на понижение процентных ставок наибольший возврат принесут бумаги с РЕПО-купоном, имеющие наибольшую дюрацию

Отрицательная переоценка длинной позиции в облигации с РЕПО-купоном возникает при росте ставки MosPrime внутри купонного периода

Удержание выпусков Атомэнергопрома не требует управления рыночными рисками

ПЛАВАЮЩИИ РЕПО-КУПОН ИДЕАЛЕН ДЛЯ ЛЕВЕРЕДЖА

пассивной стратегии (buy & hold), поскольку не требуют управления рыночным риском.

...который компенсируется сокращением «рычага». Наиболее комфортным представляется использование ликвидности, полученной от залога облигаций в ЦБ, для размещения на рынке МБК. В этом случае возможные убытки от позиции в облигациях будут компенсированы за счет роста ставок МБК. Кроме того, в период повышения ставок цена выпуска с РЕПО-купоном довольно часто может находиться ниже ее справедливой цены (100% + РЕПО - MosPrime), что создает возможность для формирования позиции при завершении этапа повышения ставок ЦБ.

В период повышения ставок денежного рынка пирамиду в облигациях с РЕПО-купоном следует сократить

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Екатерина Губина, gubinaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность
Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

**Телекоммуникации/Медиа/
Информационные технологии**
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт
Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость
Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010