



САМОРЕГУЛИРУЕМАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ
НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ
НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ
ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ

(НАПФ)
ПРЕЗИДЕНТ

123022, г Москва, ул. 2-ая Звенигородская, д.13, стр.42,
эт.4, пом.1, комн.1
тел./факс (495) 287-85-78, e-mail: info@napf.ru, www.napf.ru

« 29 » апреля 2021 г. № 89

Банк России
Директору Департамента
инвестиционных финансовых
посредников
Пронину К.В.

Личный кабинет
Без досылки бумажного экземпляра

Уважаемый Кирилл Валерьевич!

Саморегулируемая организация Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов (НАПФ) выражает Вам свое почтение и обращается с просьбой рассмотреть предложения в отношении порядка оценки облигаций, купонные ставки которых зависят от значений RUONIA, предусмотренного методологией стресс-тестирования.

Ассоциация заранее признательна за рассмотрение данного обращения и просит уведомить о результатах рассмотрения в любой удобной форме.

Приложение № 1: Предложения НАПФ в отношении порядка оценки облигаций, купонные ставки которых зависят от значений RUONIA, на 6 л. в 1 экз.

Приложение № 2: Результаты анализа зависимости цен облигаций, купонные ставки которых зависят от значений RUONIA, от изменений процентных ставок, и пример расчета стоимости ОФЗ 29010RMFS с учетом предлагаемого алгоритма (лист «Example», файл «Анализ изменения цен.xlsm»)

К.С. Угрюмов

Исп.: Комаров А.К.,
8-495-287-85-78

Текущая методология стресс-тестирования предусматривает переоценку стоимости Флоатеров RUONIA с учетом прогноза динамики фактических значений ставок RUONIA. Анализируя исторические данные в отношении динамики цен Флоатеров RUONIA, можно отметить, что стоимость облигаций формируется на основе ожиданий рынка в отношении будущего поведения ставок RUONIA, значения которых в большей степени определяются значениями КБД, а не фактическим значением RUONIA на дату расчета. Данная особенность в том числе способствует проявлению защитных свойств указанных облигаций в периоды наличия неопределённости на фондовом рынке.

К примеру, рассмотрим динамику средней вмененной RUONIA выпусков ОФЗ.

Представим формулу цены Флоатера RUONIA в следующем виде:

$$P = \sum \frac{(RUONIA + FIX) * N * 182 / 365}{(1 + КБД_i)^{T_i}} + \frac{N}{(1 + КБД_M)^{T_M}} \quad (1)$$

Откуда получаем значение RUONIA:

$$RUONIA = \frac{P - \frac{N}{(1 + КБД_M)^{T_M}}}{N * \frac{182}{365} * \sum \frac{1}{(1 + КБД_i)^{T_i}}} - FIX \quad (2)$$

где

P – стоимость j -го выпуска ОФЗ;

T_M – срок до погашения соответствующего выпуска облигаций (в годах);

T_i – срок до выплаты соответствующего i -го купона;

N – номинал;

$RUONIA$ – ожидания рынка в отношении средней ставки RUONIA на интервале обращения выпуска (*принимается постоянным на всем интервале*);

FIX – надбавка к ставке $RUONIA$ соответствующего выпуска, предусмотренная условиями определения размера купонного платежа;

$КБД_i$ – значение кривой бескупонной доходности в точке равной сроку от расчетной даты до даты соответствующего потока.

Учитывая высокую ликвидность ОФЗ, можно предположить, что значения вмененных RUONIA будут достаточно точно отражать ожидания рынка в отношении будущих средних ставок RUONIA на горизонте обращения соответствующих выпусков.

Рисунок № 1: Динамика ставок RUONIA, вмененной RUONIA трех выпусков ОФЗ, а также значений КБД в точке 2 года и 5 лет (для наглядности на рисунке отражены средние значения за каждые 10 торговых дней)



На Рисунке № 1 можно видеть, что на отдельных временных промежутках в цене облигаций рынок закладывает более высокие значения вмененных RUONIA (сопоставимые со значениями КБД), чем фактические значения. Текущей методологией стресс-тестирования не предусматривается формирование цены Фолатеров RUONIA с учетом указанной разницы, что может приводить к значительной отрицательной переоценке данных облигаций в первый расчетный квартал (в особенности в отношении длинных облигаций, обладающих большей разницей между вмененной RUONIA и фактическим значением на дату).

Таблица № 1: сравнение фактической цены ОФЗ 29010 (WAPRICE) и приведенной стоимости денежного потока, рассчитанного на основе предположения равенства будущих прогнозных значений RUONIA фактическому значению на дату

Дата	RUONIA фактическая	RUONIA вмененная ОФЗ 29010	Цена ОФЗ 29010 фактическая	DCF ОФЗ 29010 (прогнозные значения RUONIA в потоке купонных выплат равны фактическому значению на дату)
31.03.2021	4,45%	6,55%	1 104,95	924,90

31.03.2020	6,24%	6,22%	1 121,73	1 123,93
29.03.2019	7,81%	7,85%	1 121,13	1 117,42
30.03.2018	7,19%	7,39%	1 191,99	1 173,24

На Рисунке № 1 также прослеживается достаточно сильная зависимость вмененных RUONIA и значений КБД, которая позволяет частично компенсировать влияние роста ставок на стоимость Флоатеров RUONIA и определяет их более низкую подверженность процентному риску по сравнению с облигациями с фиксированным купоном сопоставимого срока обращения.

Применение при оценке стоимости Флоатеров RUONIA вместо вмененной ставки RUONIA, близкой к значениям КБД фактического, значения RUONIA на всем горизонте обращения облигаций приводит к завышению показателя чувствительности данных облигаций (к утрате защитных свойств Флоатеров RUONIA в модели стресс-тестирования).

Таблица № 2: показатели чувствительности изменения цены ОФЗ 29010 (WAPRICE) к изменению значений ставки КБД в точке 5 лет (дневные изменения)

Наименование показателя	Интервал расчета				
	Всего 2018-2020	2018	2019	2020	2021 (с 01.01.2021 по 31.03.2021)
Корреляция между изменениями цены ОФЗ 29010 и ставкой КБД в точке 5 лет (ориентир по уровню чувствительности цены ОФЗ)	-1,42	-0,67	-2,51	-1,61	-0,10
Дюрация ОФЗ 29010, определенная с учетом действующей методологии стресс-тестирования и Сценариев на 31.03.2021					9,39

Поскольку инвестиционная стратегия фондов в силу положений Указания Банка России от 04.07.2016 № 4060-У в том числе должна учитывать необходимость обеспечения фондами прохождения стресс-тестирования, подобная недооценка защитных свойств Флоатеров RUONIA в стресс-тестировании может приводить к установлению

дополнительных ограничений, необоснованных с позиции реальной чувствительности данных инструментов.

С учетом вышеизложенного предлагается в модели стресс-тестирования предусмотреть новый алгоритм переоценки стоимости Флоатеров RUONIA, который позволит в большей степени отражать реальную динамику Флоатеров RUONIA в периоды неопределённости и неблагоприятных изменений рыночной конъюнктуры.

Для этих целей проанализируем разницу между КБД в точке каждого купонного платежа и будущими значениями RUONIA, которые закладывает рынок в соответствующие потоки (далее – вмененная разница между КБД и будущими значениями RUONIA).

Представим формулу цены Флоатера RUONIA в следующем виде:

$$P = \sum \frac{(КБД_i + del + FIX) * N * 182 / 365}{(1 + КБД_i)^{T_i}} + \frac{N}{(1 + КБД_M)^{T_M}} \quad (3)$$

Откуда получаем вмененную разницу между КБД и будущими значениями RUONIA:

$$del = \frac{P - \frac{N}{(1 + КБД_M)^{T_M}} - N * \frac{182}{365} * \sum \frac{(КБД_i + FIX)}{(1 + КБД_i)^{T_i}}}{N * \frac{182}{365} * \sum \frac{1}{(1 + КБД_i)^{T_i}}} \quad (4)$$

P – стоимость рассматриваемого выпуска ОФЗ;

T_M – срок до погашения соответствующего выпуска облигаций (в годах);

T_i – срок до выплаты соответствующего i -го купона;

N – номинал;

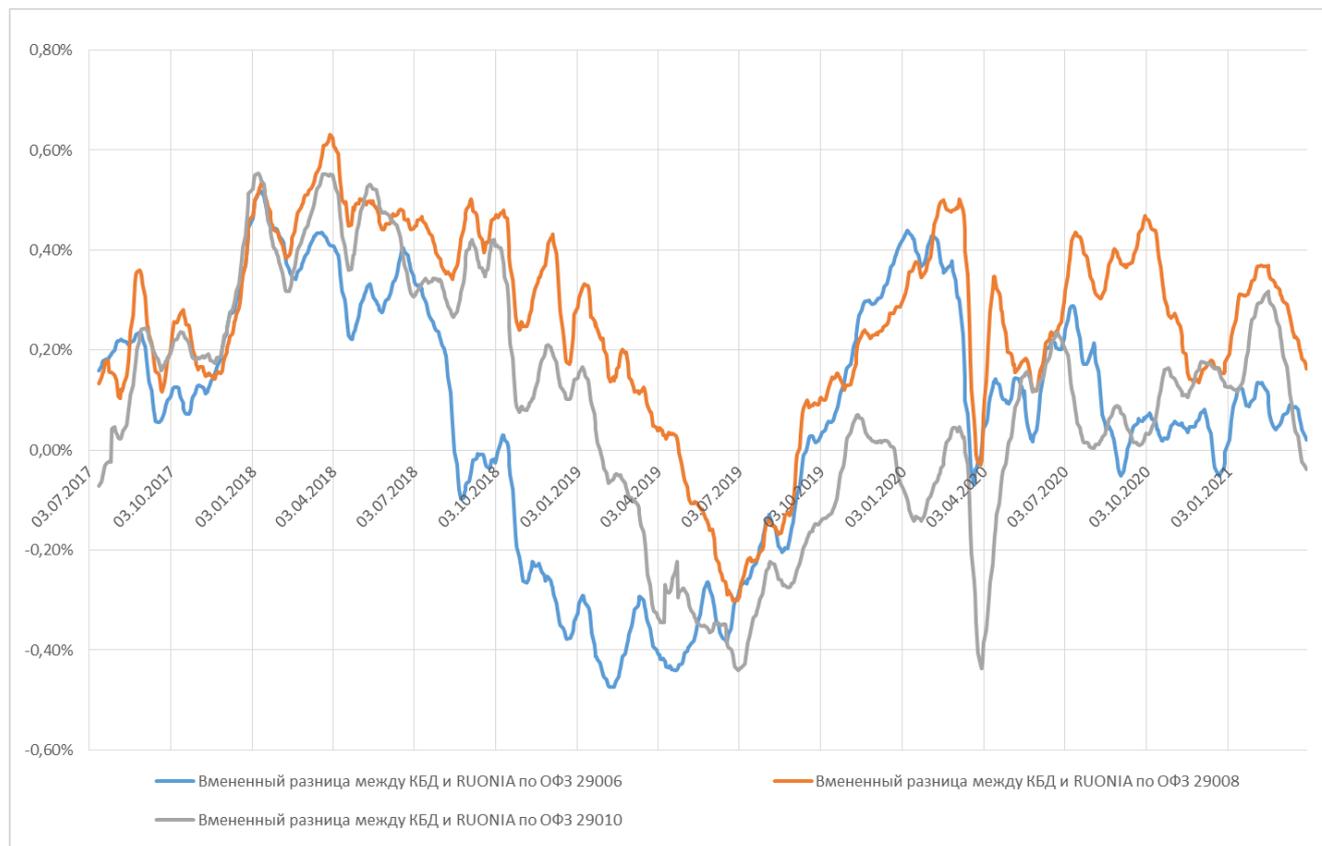
del – вмененная разница между КБД и будущими значениями RUONIA принимается постоянной на всем интервале обращения рассматриваемого выпуска;

FIX – надбавка к ставке RUONIA соответствующего выпуска, предусмотренная условиями определения размера купонного платежа;

$КБД_i$ – значение кривой бескупонной доходности в точке равной сроку от расчетной даты до даты соответствующего потока.

Построим вмененную разницу между КБД и будущими значениями RUONIA для выпусков ОФЗ. Учитывая высокую ликвидность ОФЗ, можно предположить, что значения вмененной разницы между КБД и будущими значениями RUONIA будут достаточно точно отражать ожидания рынка в отношении будущих значений RUONIA на горизонте обращения соответствующих выпусков.

Рисунок №2: Динамика вмененной разницы между КБД и будущими значениями RUONIA, определенная для трех выпусков ОФЗ (для наглядности на рисунке отражены средние значения за каждые 10 торговых дней)



На Рисунке № 2 видно, что для рассматриваемых выпусков ОФЗ вмененная разница между КБД и будущими значениями RUONIA находилась в интервале $[-0,47\%;0,63\%]$, что свидетельствует о достаточно устойчивом поведении данного показателя и о справедливости предположения существенной зависимости вмененных RUONIA от значений КБД на дату соответствующих потоков.

Для целей стресс-тестирования и унификации вышеописанного подхода вмененная разница между КБД и будущими значениями RUONIA можно применять равной нижней границы интервала $-0,5\%$ для всех Флоатеров RUONIA.

С учетом вышеизложенного, предлагаются следующие корректировки методологии стресс-тестирования:

- Поток фактических поступлений по купонным платежам в отношении Флоатеров RUONIA оценивать с учетом Сценариев поведения фактической ставки RUONIA;

- Для целей определения ежеквартальной стоимости Флоатеров RUONIA использовать ожидаемые ставки RUONIA, полученные исходя из прогнозных значений доходности ОФЗ, скорректированных на коэффициент, установленный сценариями (см. пример расчета на листе «Example» файла «Анализ изменений цен.xlsx»).