Плавающая ставка: поиск возможностей для эмитентов и инвесторов

Олег КОРНИЛОВ,
начальник отдела по организации облигационных займов, Райффайзенбанк

Работает в Райффайзенбанке с 2002 года. Участвовал в более чем 100 сделках на рынке рублевых облигаций, еврооблигаций и реструктуризации на общую сумму свыше 500 млрд руб.

В 2002 году окончил Финансовую академию при Правительстве РФ по специальности «Финансовый менеджмент».

Дмитрий РУМЯНЦЕВ,
заместитель начальника отдела по организации облигационных займов, Райффайзенбанк

Работает в Райффайзенбанке с 2003 года. Принимал участие в более чем 100 сделках на рынке рублевых облигаций, еврооблигаций и реструктуризации на общую сумму свыше 500 млрд руб.

В 2005 году окончил Финансовую академию при Правительстве РФ по специальности «Финансы и кредит».

Облигации с плавающей ставкой представляют собой интересный и гибкий инструмент, который позволяет удлинить сроки заимствования, сократить премию за рыночный риск и диверсифицировать кредитный портфель. Выпуск FRN пока не получил широкого распространения, но, учитывая имеющиеся потребности со стороны заемщиков и инвестиционного сообщества, мы ожидаем рост данного сегмента рынка в ближайшие годы.

В 2011 году объем российского рынка облигаций превысил 3.3 трлн руб., средний размер займа, по нашим расчетам, вырос практически вдвое по сравнению с 2010 годом, а индекс средневзвешенной доходности корпоративных бондов, рассчитываемый Cbonds, достиг исторических минимумов.

Избыточная ликвидность банковской системы способствовала существенному сужению кредитных спредов и удлинению новых выпусков, так как инвесторы вынуждены компенсировать падающую чистую маржу операций за счет более высоких абсолютных значений ставок купонов.

Это означает, что пока основная часть инвесторов продолжает фондировать портфель облигаций за счет коротких инструментов денежного рынка, спекулятивный спрос по-прежнему играет главную роль, а общая нестабильность в системе возрастает. Подобная ситуация, безусловно, должна подстегнуть интерес инвесторов к облигациям с переменной ставкой как механизму снижения процентного риска и управления им.

За всю историю российского долгового рынка на нем предлагалось несколько видов облигаций с плавающей ставкой:

– облигации с плавающей ставкой, привязанной к уровню инфляции;

– облигации с плавающей ставкой, привязанной к ставке рефинансирования или ставке прямого РЕПО ЦБ;

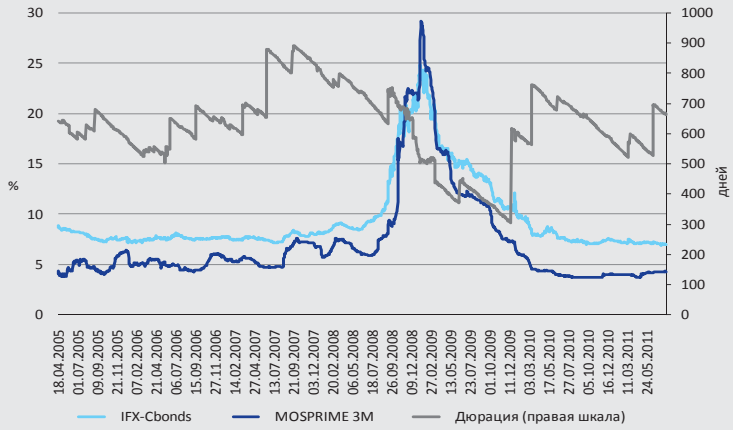

Рисунок 1

Динамика индекса IFX-Cbonds и ставки MOSPRIME 3M

Источники: Cbonds.ru, Bloomberg

– облигации с плавающей ставкой, привязанной к ставке MOSPRIME.

Облигации с плавающей ставкой, привязанной к уровню инфляции, представляют собой несколько экзотический инструмент, так как для обеих сторон сделки возможности прогнозирования реальной динамики такой референц-ставки достаточно ограничены. Единственным примером подобного корпоративного выпуска были облигации ОАО «ВБД ПП», размещенные еще в 2003 году.

Облигации со ставками, привязанными к ставке рефинансирования или ставке прямого РЕПО ЦБ РФ, нужно рассматривать в первую очередь как защитный инструмент, используемый только в условиях кризисных ситуации на рынке, когда средства Центрального банка являются единственным возможным источником фондирования участников. Примером таких размещений служат выпуски ОАО «РЖД», ОАО АК «Транснефть» и ОАО «АИЖК», размещенные в 2009 году.

Важным фактором, ограничивающим использование описанных выше разновидностей FRN, является практически полное отсутствие возможности для эмитента захеджировать ставку, которая является базой расчетов, а для инвесторов, соответственно, обоснованно оценивать справедливую доходность такой облигации.

Наиболее широкое распространение на рынке получили облигации, привязанные к ставке MOSPRIME.

Во-первых, MOSPRIME является ликвидным и рыночным индикативом процентных ставок для первого круга финансовых институтов, рассчитываемым с апреля 2005 года. В настоящий момент ставку на сроках овернайт (6 месяцев) котируют 13 крупнейших российских банков.

Во-вторых, ежедневный пересмотр MOSPRIME позволяет максимально эффективно отразить рыночное движение ставок.

Несмотря на то что бумаги с плавающей ставкой, привязанной к индексу MOSPRIME, пользуются интересом со стороны инвестиционного сообщества, эмитенты пока неактивно используют данный источник фондирования, хотя в рамках традиционного кредитования применение MOSPRIME достаточно распространено.

Как нам кажется, эмитенты незаслуженно обходят вниманием интересный и гибкий инструмент финансирования, который предлагает заемщику целый ряд преимуществ.

Прежде всего, облигации с плавающей ставкой позволяют заемщику диверсифицировать кредитный портфель и сэкономить на процентных выплатах.

Для примера, премия к ставке MOSPRIME по докризисным сделкам не превышала 2.2% годовых (ЗАО КБ «ДельтаКредит» — 0.3%, ОАО «Лебедянский» — 1.43%, ОАО «Северо-Западный Телеком» — 2.12% годовых). В апреле и июне 2009 года ЕБРР смог разместить облигации даже с дисконтом к MOSPRIME (25 и 55 б.п. соответственно).

Для сравнения, среднее значение ставки MOSRPIME составляет около 7.1% годовых (с апреля 2005 года), а среднее значение индекса эффективной доходности IFX-Cbonds за аналогичный период — 9.6% годовых.

Кроме того, использование переменной ставки позволяет эмитенту ежеквартально в дату выплаты купона предусмотреть возможность досрочного погашения облигаций и, в отличие от облигаций с фиксированной доходностью, стоимость такого колл-опциона является минимальной.

Так, премия за досрочное погашение по выпуску облигаций ОАО «Лебедянский», организованному Райффайзенбанком, была предусмотрена в размере 0.25% от номинальной

стоимости займа, и эмитент мог в дату любого квартального купона реализовать свое право, что и было сделано в марте 2009 года, когда ставка MOSPRIME достигала 20% годовых.

Помимо прочего, в условиях сильно волатильного и/или падающего рынка размещения по плавающей ставке могут оказаться единственной эффективной возможностью разместиться на относительно длинные сроки.

Основным существенным недостатком FRN является риск повышения ставки. В 2008–2009 годах максимальное значение ставки MOSPRIME 3M достигало 29.17% годовых, что способствовало существенному снижению интереса заемщиков к данному инструменту и переориентации на финансирование исключительно по фиксированной ставке.

При этом в ходе размещения бумаг с плавающей ставкой эмитент существенно экономит на премии за рыночный риск, которая отсутствует при выпуске floater.

Так, несмотря на то что фиксированная ставка позволяет эффективно планировать денежные потоки на будущее, при таком размещении эмитентам приходится значительно переплачивать по займам с тем, чтобы компенсировать инвесторам рыночный риск изменения процентных ставок. В условиях сильной волатильности такая премия может, по нашим оценкам, достигать 100–200 б.п. годовых в зависимости от степени наклона кривой доходности. Как видно на Рисунке 1, динамика индекса доходности корпоративных облигаций IFX-Cbonds в значительной степени повторяла динамику индекса MOSPRIME. Это говорит о том, что инвесторы перекладывают риски повышения ставок на эмитентов.

Нужно также учитывать, что установленная «завышенная» ставка купона по облигациям на относительно длинный срок может быть недостаточно комфортной для эмитента, так как после стабилизации денежных рынков (это, как правило, происходит достаточно быстро) переплата оказывается значительной.

Хотелось бы отдельно отметить, что вероятность реализации в будущем роста ставки MOSPRIME по сценарию 2008–2009 годов, на наш взгляд, является невысокой по следующим причинам:

1) Переход ЦБ РФ к таргетированию инфляции от таргетирования валютного курса. Это привело к снижению волатильности ставок денежного рынка в рамках сужающегося спреда между депозитной ставкой и ставкой прямого РЕПО ЦБ РФ. Как видно на Рисунке 1, за исключением кризисного периода ставка MOSRPIME была достаточно стабильной и ее среднее значение находилось в районе 5.5–6% годовых, а за последние два года — меньше 4% годовых.

2) По мере реализации политики снижения уровня инфляции ставки денежного рынка будут также уменьшаться.

Кроме того, в настоящий момент существует ряд действенных инструментов для целей минимизации и контроля риска повышения процентных ставок:

1) Установление предельного уровня процентных ставок (cap) на весь срок обращения облигаций. Данный механизм определения процентных ставок дважды применялся на рынке при размещении уже упоминавшихся выпусков ЗАО КБ «ДельтаКредит» и ОАО «Северо-Западный Телеком» (8.5% и 15% годовых соответственно), что позволило значительно сэкономить на платежах в течение последнего финансового кризиса.

Данная опция может быть прямо не прописана в эмиссионных документах, в то же время заемщик и банк-партнер могут в любое время заключить соответствующую хеджирующую сделку на весь заем или его часть. По нашему опыту, зачастую лучше развести данные сделки во времени.

2) Для целей хеджирования процентных рисков заемщик может использовать процентные свопы, позволяющие полностью перевести плавающую ставку в фиксированную, тем самым синтетически получив «классическую» облигацию.

Принимая во внимание, что при размещении облигаций с плавающей ставкой премия за рыночный риск отсутствует, эмитент может получить ставку ниже «справедливой» фиксированной. Так, по итогам размещения трехлетних облигаций «ИНГ Банк Евразия» (ЗАО) плавающая процентная ставка сложилась на уровне MOSPRIME 3M + 75 б.п.

В дату размещения соответствующий процентный своп на три года, по нашим оценкам, составлял 5.85–6% годовых. Таким образом, полученная плавающая ставка соответствовала фиксированной ставке купона в размере 6.6–6.75% годовых, что как минимум на 40–50 б.п. ниже доходности банковских бумаг первого эшелона на трехлетнем сроке на вторичном рынке.

Рынок FRN является достаточно ликвидным и объемным, при этом сроки подобных сделок могут достигать пяти-семи лет.

Потребность в облигациях будет постепенно расти как со стороны эмитентов, так и со стороны инвесторов, которые будут диверсифицировать свои портфели долговых инструментов в поисках баланса между фиксированными и плавающими процентными ставками.