Бумаги с плавающей ставкой в условиях ужесточающейся ДКП

Дмитрий БОРИСОВ,
заместитель начальника департамента финансовых рынков, Локо-Банк

Смена риторики Банка России и, как следствие, вектора его денежно-кредитной политики для большинства инвесторов в облигации оказалась неприятным сюрпризом. И если негативные движения конца прошлого года в основном терзали владельцев долгосрочных облигаций, то с началом 2021-го волна роста доходности добралась и до, казалось бы, защитных бумаг с дюрацией 1–3 года.

Основная причина очевидна — инфляция. С ноября прошлого года по март этого включительно рост потребительских цен составил 3.8% в абсолютных цифрах, или больше 9.3% годовых. Даже в аналогичный период 2018–2019, когда был повышен НДС, темпы роста были ниже.

Выходившие цифры апрельской статистики подлили масла в огонь, что окончательно предопределило исход прошедшего

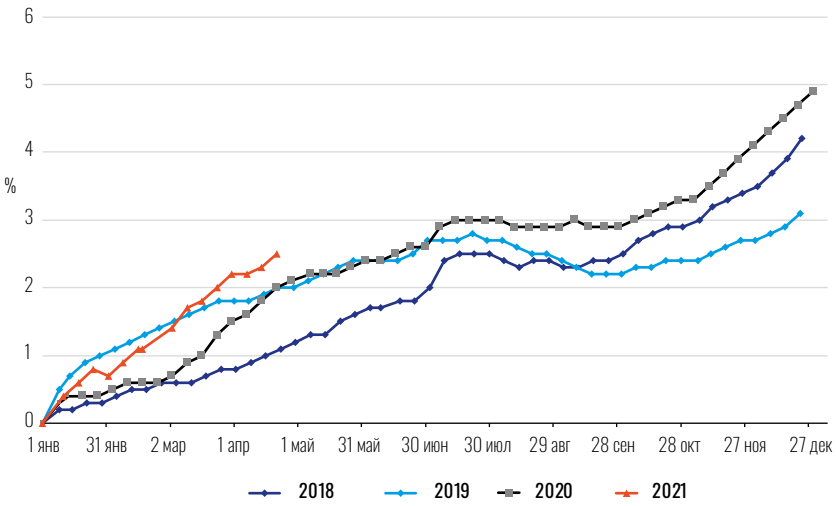


Рисунок 1
Динамика инфляции внутри года (2018–2021)

Источник: Bloomberg

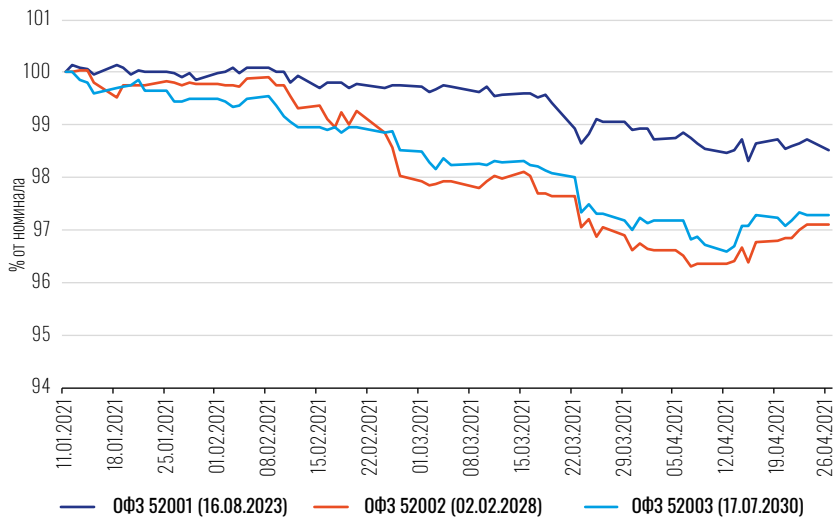


Рисунок 2
Динамика цены ОФЗ-ИН
Источник: Bloomberg

Бумаги с привязкой к ставкам денежного рынка, которые и должны обеспечивать полную защиту от колебаний, повели себя в полном соответствии с заложенными в них механизмами

заседания Банка России, на котором ключевая ставка была повышена до 5% и, что еще важнее, был послан сигнал о высоковероятном продолжении ужесточения денежно-кредитной политики в дальнейшем.

Согласно представленному среднесрочному прогнозу в рамках базового сценария ключевая ставка на конец этого года в худшем случае может достигнуть 6.5%, в лучшем — остаться на уровне 5%. Видение ЦБ на 2022 и 2023 год пока можно считать лишь стратегическими целями при условно нормальном развитии событий. Когда и если ключевая ставка превысит 6%, возвращение в зону 5% будет выглядеть маловероятным событием в обозримой на тот момент среднесрочной перспективе, так как причины для такого решения будут «напрягать» не только регулятора, но и всех участников рынка.

По общему мнению, котировки долговых бумаг достаточно быстро перекладывают в цены ожидаемые изменения денежно-кредитных условий. В этом же году в силу неожиданности перемен рынок вносил корректировки стремительно, почти по факту, по всем срокам погашений. И если долгосрочные бумаги в целом остаются устойчивыми благодаря вере в «инфляционное таргетирование» на длинном горизонте и на текущих уровнях могут не без оснований считаться привлекательными при ожидаемых 4% по инфляции, 5.5% по ключевой ставке, то для бумаг со сроками погашения до 3 лет турбулентность денежного рынка грозит продолжением роста доходностей и, как следствие, падением котировок.

Даже инфляционные бумаги, которые по логике должны защищать инвестора от негативного развития событий, не устояли перед натиском роста доходностей. Причина — все то же «инфляционное таргетирование», которое де-факто привязывает их к бумагам с фиксированным купоном через уровень цели 4%. В меньшей степени это было заметно в коротком выпуске 52001, более выражено в длинных 52002 и 52003.

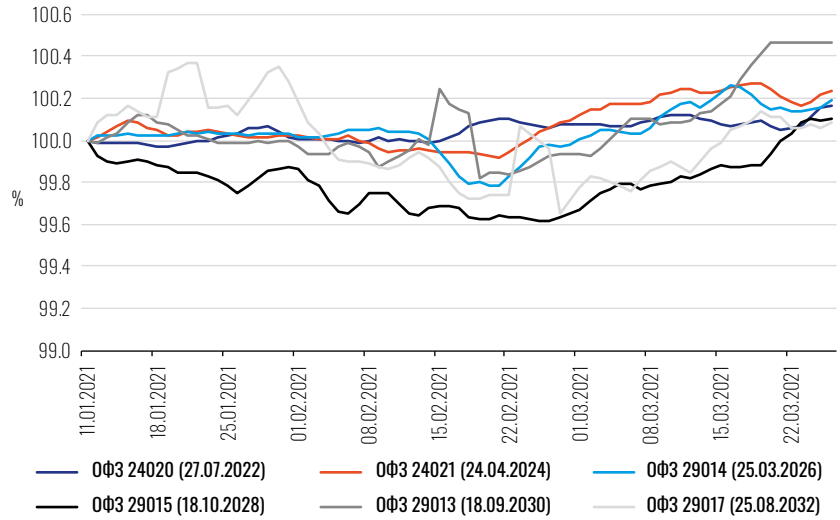


Рисунок 3
Динамика «новых» ОФЗ-ПК
Источник: Bloomberg

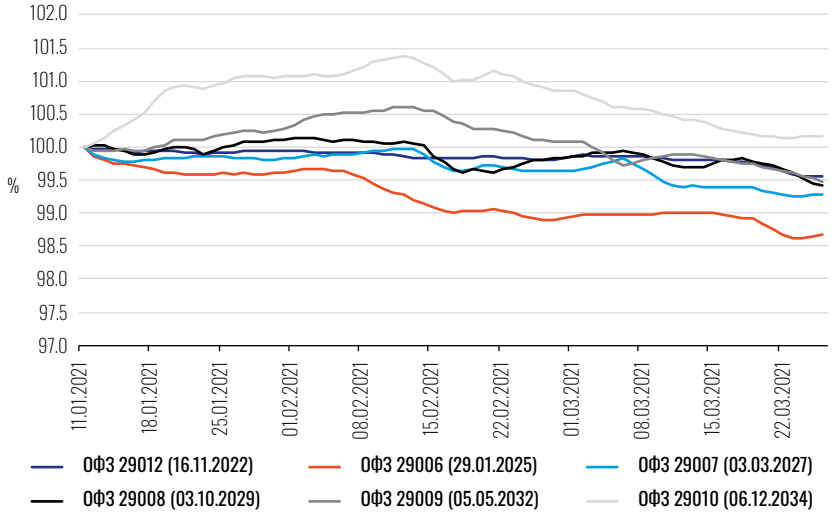


Рисунок 4
Динамика «старых» ОФЗ-ПК

Источник: Bloomberg

«СТАРЫЕ» И «НОВЫЕ» ФЛОАТЕРЫ

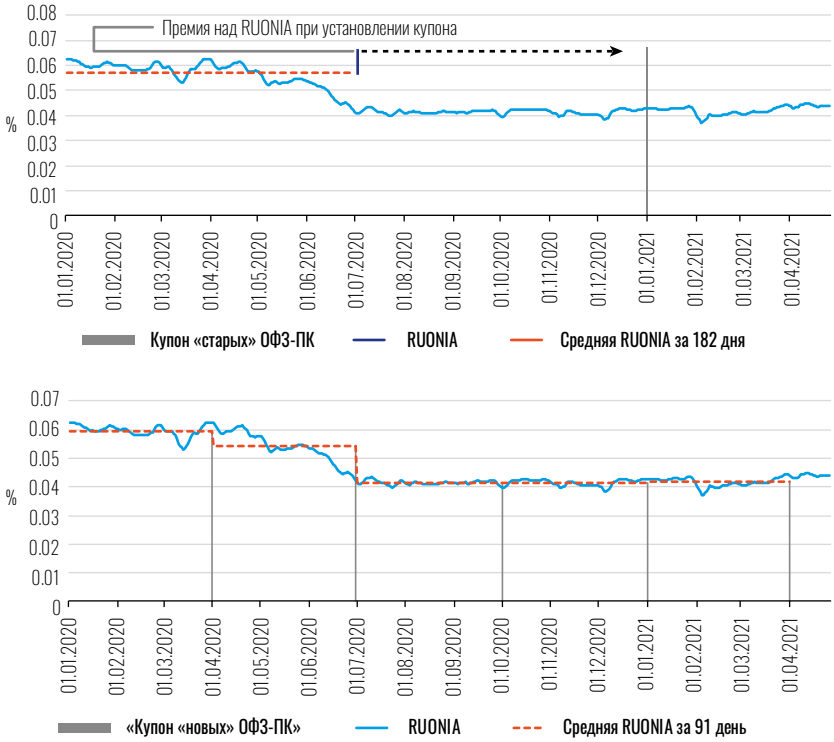
Бумаги с привязкой к ставкам денежного рынка, которые и должны обеспечивать полную защиту от колебаний, повели себя в полном соответствии с заложенными в них механизмами: ОФЗ-ПК «старого» образца понесли определенные потери в силу их «вечной» полугодовой дюрации, а вот «новые» серии, в том числе долгосрочные, выпущенные в конце 2020 года, остались на месте или выросли в цене.

Причина, по которой внешне схожие инструменты с одинаковым названием ОФЗ-ПК ведут себя по-разному, лежит в алгоритме расчета купонного дохода. «Старые» флоатеры имеют лаг 182 дня, что и делает их «вечно» полугодовыми. «Новые» же выпуски запаздывают лишь на 7 дней, что делает их практически минимально чувствительными к процентному риску.

К сожалению, эта прекрасная механика «новых» серий несет в себе один недостаток — трудности в учете. Если по «старым» сериям ближайший купон всегда известен, что делает работу с ними стандартной, то с «новыми» выпусками, равно как и с ОФЗ-ИН, банально не все умеют работать. И это удивительно, ведь выпуски с привязкой к инфляции были выпущены аж в 2015 году, а ОФЗ-ПК без процентного риска — в 2019-м.

Рисунок 5
Механизм определения купона по «старым» и «новым» ОФЗ-ПК

Источник: ЦБ РФ, собственные расчеты Локо-Банка



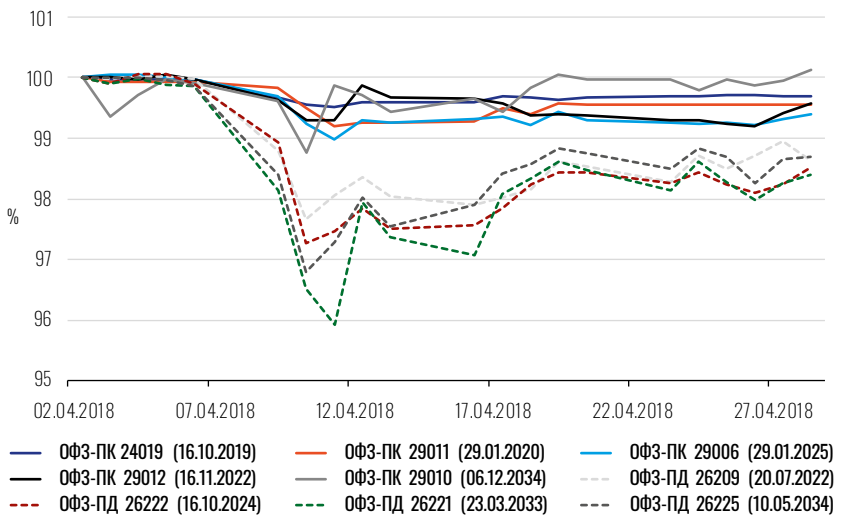


Рисунок 6
Санкционный риск — 2018
Источник: Bloomberg

В спокойные периоды, равно как и в периоды смягчения денежно-кредитных условий, классические облигации будут приносить больший доход именно за счет процентного риска

Тем не менее именно эти бумаги способны наилучшим образом защитить инвестора от возможных неприятных последствий отклонения инфляции от целей Банка России в виде ужесточения денежно-кредитных условий.

ПЛАВАЮЩИЕ VS ОБЫЧНЫЕ

Купонная доходность на текущий момент по большинству выпусков ОФЗ-ПК находится на уровнях около RUONIA+0.35%, что при ожидаемых долгосрочно 5.5% по ключевой ставке составляет 5.85% с минимальным риском отрицательной переоценки.

Опыт минувших кризисов, когда на рынке уже присутствовали ОФЗ-ПК, включает в себя два периода: 2018 и 2020 годы. В обоих из них данные облигации повели себя устойчиво, в особенности «новые» серии, которых не было в фазу введения санкций на РУСАЛ, но уже были в момент сильнейшей коронавирусной паники.

Тем не менее флоатеры не могут служить полноценной заменой портфелям облигаций с фиксированной доходностью. В спокойные периоды, равно как и в периоды смягчения денежно-кредитных условий, классические облигации будут приносить больший доход именно за счет процентного риска, который в себе несут.

Здесь стоит оговориться, что долгосрочно в период 2011–2021 вложения по плавающей однодневной ставке RUONIA даже без премии к ней практически не проиграли вложениям в ОФЗ с фиксированным доходом, что в значительной степени было связано с очень жесткими денежно-кредитными условиями 2014–2017 годов.

Бумаги с плавающей ставкой должны восприниматься как защитный инструмент, который в отдельные периоды времени становится наряду с краткосрочными депозитами наилучшим инструментом для управления процентным риском, так как облигации с короткой дюрацией в ситуациях, подобных той, что мы наблюдаем в начале 2021 года, не способны уберечь инвестора от отрицательной переоценки.

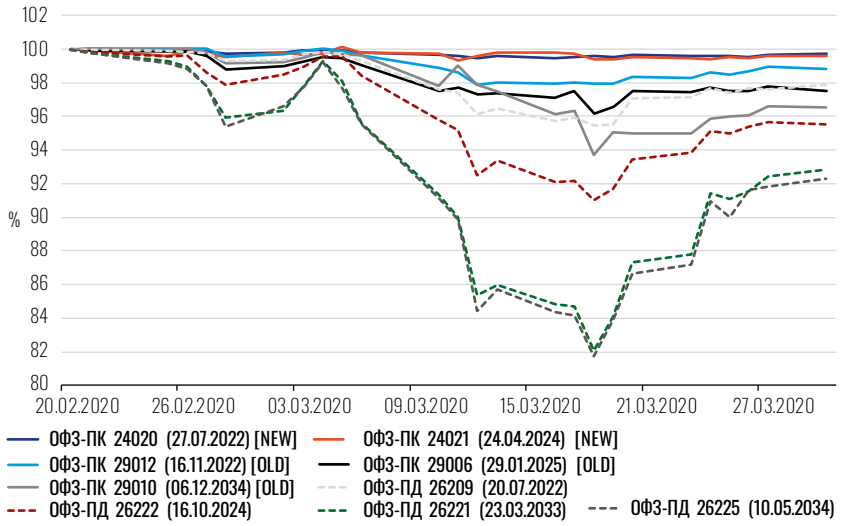


Рисунок 7
Коронавирусный риск — 2020
Источник: Bloomberg

Индекс полной доходности ОФЗ 10 лет (2011–2021)	8.10%
Индекс полной доходности ОФЗ 5 лет (2011–2021)	7.75%
Индекс полной доходности ОФЗ 3 года (2011–2021)	7.54%
Ежедневное инвестирование по ставке RUONIA (2011–2021)	7.32%
Индекс полной доходности ОФЗ 1 год (2011–2021)	6.40%
Инфляция (2011–2021)	6.16%

Таблица 1
Вложения с плавающей ставкой против ОФЗ с фиксированным доходом

Использование таких бумаг в портфелях «до погашения» также способно снизить общую волатильность портфеля, балансируя возможные риски значительных ценовых колебаний бумаг с большой дюрацией. Тем не менее объективным недостатком пока остается невысокая ликвидность ОФЗ-ПК относительно классических ОФЗ-ПД, хотя все равно она гораздо выше, чем у лучших рублевых корпоративных облигаций.

Что касается корпоративных бондов, то на сегодняшний день нет ни одного выпуска с полноценной защитой инвесторов от процентного риска[1], хотя именно они могли бы спровоцировать инвесторов обратить больше внимания на этот сегмент рынка в силу более высоких доходностей в сравнении с аналогичными инструментами Минфина.

На первый взгляд может показаться, что размещение облигаций с плавающей ставкой в период ужесточения ДКП является нелогичным шагом. Тем не менее у такого инструмента есть сразу несколько преимуществ для эмитентов первого и второго эшелона в сложных условиях, когда размещение бумаг с фиксированной ставкой становится затруднительным или дорогим:

1. Расширение круга потенциальных инвесторов, не готовых принимать процентный риск.
2. Возможность привлечь долгосрочное фондирование на сроки 5 лет и выше.
3. Возможность привлечь больший объем фондирования, чем на выпуске с фиксированным купоном.
4. Возможность привлечь пассив даже в очень тяжелой рыночной конъюнктуре.
5. Возможность сэкономить на обслуживании долга в случае снижения процентных ставок.

РЕЗЮМЕ

Бумаги с плавающей ставкой служат на благо и инвестору, и эмитенту в тех случаях, когда их доля как в структуре активов, так и в структуре пассивов адекватна.

Так, например, Минфин РФ видит предельную долю флоатеров в структуре своих пассивов на уровне 25%, но на сложной рыночной конъюнктуре 2020 года был вынужден увеличить ее до 35%, получив взамен возможность в кратчайшие сроки привлечь невероятный объем фондирования.

Для инвесторов же бумаги с плавающей ставкой являются оптимальным инструментом управления процентным риском, а в отдельные периоды турбулентности могут быть той самой «тихой гаванью», в которой можно сберечь стоимость портфеля.

[1] Имеющиеся выпуски с привязкой к бескупонной кривой ОФЗ при видимой защите от изменения денежно-кредитных условий на практике являются низколиквидными в силу субъективности оценки их денежного потока.

Что касается корпоративных бондов, то на сегодняшний день нет ни одного выпуска с полноценной защитой инвесторов от процентного риска

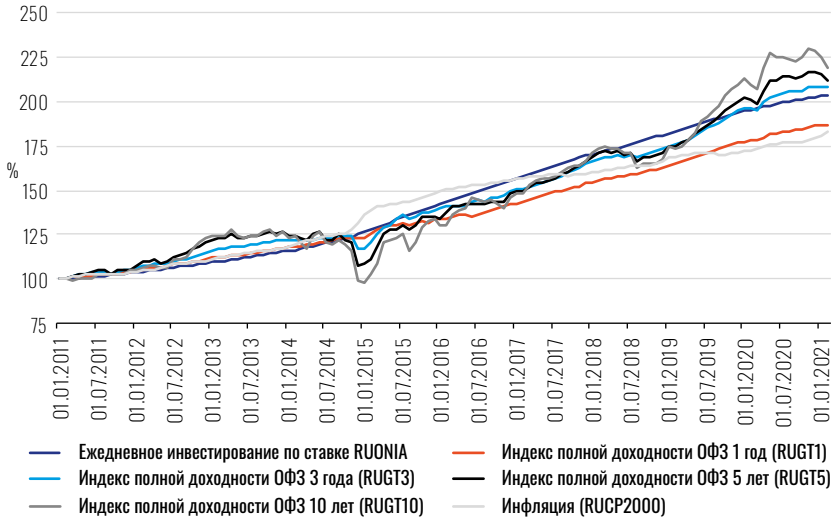


Рисунок 8
Сравнение полной доходности вложений

Источник: Bloomberg, собственные расчеты Локо-Банка