Корпоративные облигации с плавающей ставкой для инвестора и эмитента

Дмитрий БОРИСОВ,
заместитель директора департамента финансовых рынков, ЛОКО-Банк

С момента выхода предыдущей статьи «Бумаги с плавающей ставкой в условиях ужесточающейся ДКП» (Cbonds Review. 2021. № 2) ситуация ожидаемо ухудшилась. Решимость Банка России на фоне опережающего роста инфляции и инфляционных ожиданий нашла отражение в стремительном росте ключевой ставки в направлении двухзначных чисел — возвращение в нейтральный диапазон (5–6%) отложено на неопределенный срок.

В 2021 году большинство облигаций с фиксированным купоном показали отрицательный результат. Бумаги с привязкой к RUONIA, напротив, показали положительную доходность

В такой ситуации за 2021 год подавляющее большинство облигаций с фиксированным купоном показали отрицательный результат. Бумаги с привязкой к RUONIA, напротив, в полном соответствии с механизмом переменного купона показали положительную доходность.

Тем не менее многие профессиональные управляющие даже с учетом стагнации российского облигационного рынка на протяжении полутора лет не готовы всерьез рассматривать долговые бумаги с привязкой купонов к RUONIA. Одна из основных причин такого отношения заключается в ощущении длительной низкой доходности от вложений в эти инструменты, ограничивающейся купонной доходностью на уровне ставок денежного рынка плюс небольшая премия.

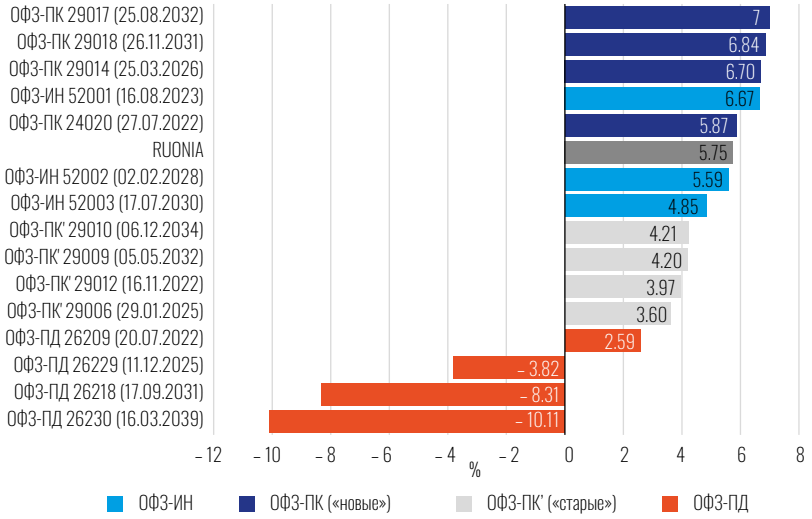
Если посмотреть на более долгосрочную перспективу, окажется, что ставки денежного рынка достигают сопоставимо высоких значений при существенно меньших колебаниях финансового результата. В настоящий момент индекс RUONIA опережает все альтернативы без кредитного риска.

Второй значимой причиной неиспользования флоутеров было отсутствие корпоративных заемщиков. Наличие кредитного риска эмитента в облигации обеспечивает прибавку к доходности в зависимости от его величины, а в бумагах с привязкой к RUONIA единственным эмитентом долгое время оставался не имеющий такой премии Минфин РФ.

В ноябре 2021 года ситуация поменялась: на рынок вышел Внешэкономбанк, выпустил облигации со сроком погашения 7 лет, с плавающей ставкой квартального купона, равной средней RUONIA за купонный период, увеличенной на 1.55%. Объем выпуска составил 50 млрд рублей при совокупном спросе на первичном размещении более 90 млрд рублей. В декабре 2021 года сегмент корпоративных облигаций с плавающей ставкой снова пополнился: «РЕСО-Лизинг» привлек 7 млрд рублей

Рисунок 1
Полная доходность различных типов ОФЗ за 2021 год

Источники: Bloomberg, собственные расчеты ЛОКО-Банка



на 4 года по ставке, равной средней RUONIA за полгода, увеличенной на 2.20%. И первый и второй выпуски являются стандартными облигациями с плавающей ставкой: в расчете купона используются значения RUONIA этого же, а не прошедшего купонного периода.

Таким образом, инвесторы получили долговые инструменты с минимальным процентным риском, способные генерировать повышенную доходность. Так, текущая доходность облигаций ВЭБ при RUONIA, равной 8.3%, составляет около 9.8%, а по облигациям «РЕСО-Лизинг» — около 10.5%.

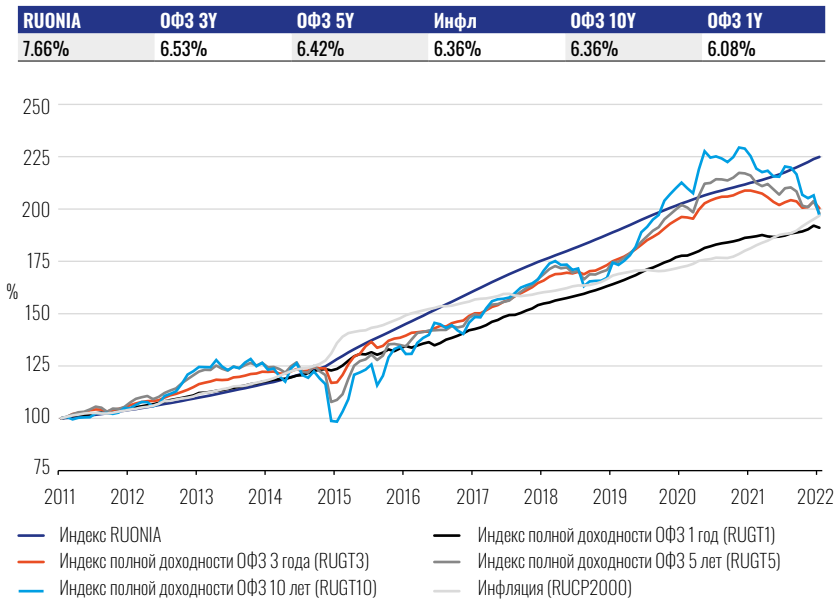
Если с точки зрения инвестора такой инструмент имеет очевидные плюсы, то для эмитента он, на первый взгляд, выглядит как несущий повышенные риски. Действительно, привлечение заемных средств с не определенной заранее ставкой купона создает процентный риск на стороне заемщика. Впрочем, и долг по фиксированной ставке, если он не бессрочный, рано или поздно нужно рефинансировать. Срок такого пересмотра зависит как от внутренних факторов (баланса срочности и стоимости), так и от внешних (оценки кредитного риска эмитента и желания инвесторов принимать процентный риск).

Для анализа срочности рефинансирования 3 года можно сравнить историческую доходность ОФЗ за 3 года со срочной 3-летней RUONIA из индекса RUONIA. Доходность государственных облигаций в данном случае является базой для оценки стоимости фиксированных заимствований, а срочная ставка RUONIA — для оценки итоговой стоимости привлечения по плавающей ставке.

На Рисунке 3 невооруженным глазом видны периоды превосходства одной формы заимствования над другой. В среднем же с начала 2010-го по начало 2019 года эта разница составила всего лишь 0.15% в пользу

Рисунок 2
Полная доходность ОФЗ, индекс RUONIA и инфляция с 2011-го по 2022 год

Источники: Bloomberg, собственные расчеты ЛОКО-Банка



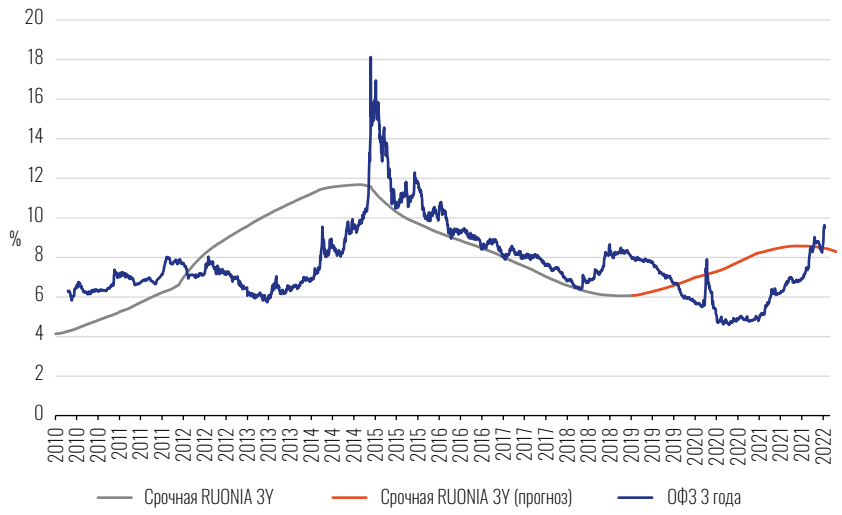


Рисунок 3
Сравнение бескупонной доходности ОФЗ на 3 года и срочной RUONIA на 3 года

Источники: Bloomberg, собственные расчеты ЛОКО-Банка

фиксированных заимствований. При этом основное преимущество было сформировано за счет сильного роста ставок в 2014 году, когда де-факто возможности привлечь фондирование на три года практически не было, а заимствования на один год с учетом необходимости рефинансировать их по еще более высоким ставкам в 2015 году все равно обошлись бы дороже. Дополнительное негативное влияние тогда оказывало расширение корпоративных спредов как следствие роста кредитных рисков, общей неопределенности и падения ликвидности вторичного рынка.

Даже с учетом роста ключевой ставки до 17% срочная 3-летняя RUONIA не превысила 11.7%, которые на сегодня можно считать «потолком» базы для заимствований по плавающей ставке на 3 года, если что-то снова пойдет не так. А для заимствований по RUONIA на 5 лет эта цифра еще меньше — около 10%, хотя в отдельных купонных периодах ставка будет выше этих средних в соответствии с величиной срочной RUONIA за квартал или полугодие.

Чтобы оценить, насколько выгодным для эмитента является выпуск облигаций с плавающей ставкой, нужно посмотреть на текущую форму кривой классических ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК с привязкой к RUONIA. Последняя может быть построена только на базе ожиданий по ключевой ставке.

С учетом сохраняющихся рыночных ожиданий относительно скорого завершения цикла ужесточения денежно-кредитной политики (Рисунок 4) заимствования по плавающей ставке выглядят привлекательнее уже начиная со срока два года и далее. Кривые заимствований балансируются при сохранении ключевой ставки на уровне 8.75–9% (Рисунок 5) в течение длительного периода. Долгосрочное пребывание выше этих уровней сделает итоговую стоимость заимствований по плавающей ставке дороже, ниже — дешевле.

Важными аспектами облигационных заимствований, помимо базисного (ОФЗ или RUONIA), являются величина кредитного спреда при размещении, объем выпуска и его

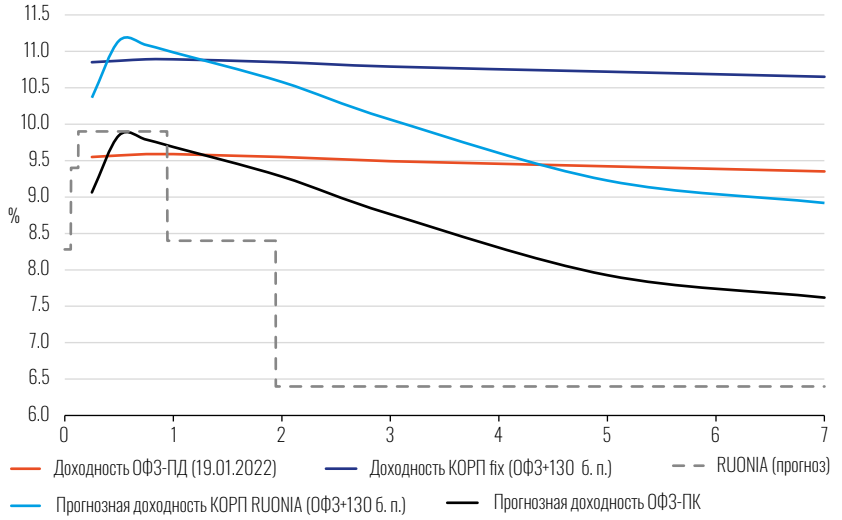
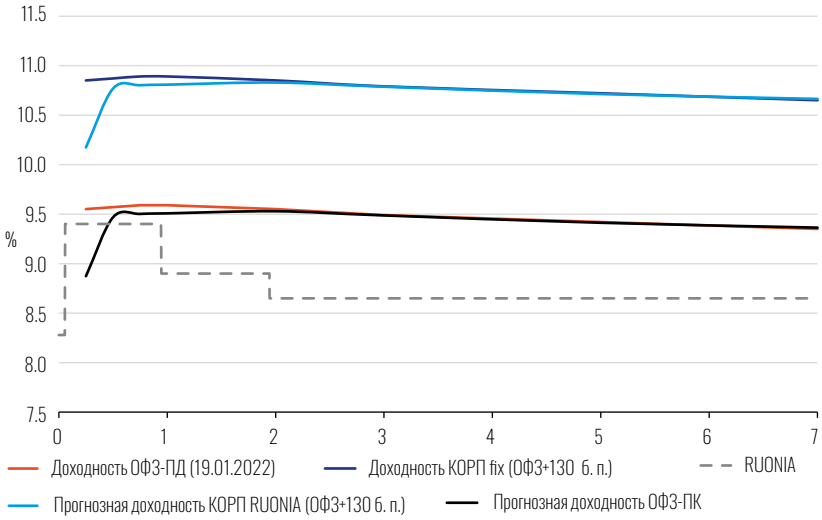


Рисунок 4
Сравнение стоимости заимствований по фиксированной и плавающей ставкам

Источники: Bloomberg, собственные расчеты ЛОКО-Банка

Рисунок 5
Балансирующий уровень ключевой ставки для заимствований по фиксированной и плавающей ставкам

Источники: Bloomberg, собственные расчеты ЛОКО-Банка



срочность. С одной стороны, фактор «дебютности» RUONIA-облигаций вынуждает давать повышенную премию. С другой стороны, за счет отсутствия процентного риска объем и срочность выпуска облигаций будут радикально отличаться от условий привлечения «длинных денег» по фиксированной ставке.

Даже в текущей непростой ситуации, по нашим оценкам, эмитенты первого эшелона могут рассчитывать на выпуск RUONIA-облигаций со сроками погашения от 3 до 5 лет в объемах от 30 млрд рублей, второго эшелона — от 10 млрд рублей на срок от 2 до 4 лет. По мере выпуска таких облигаций премии над ставкой RUONIA будут снижаться следом за ростом активности на первичном и вторичном рынках.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ ESG

В июне 2022 выйдет дебютный сборник «Энциклопедия ESG» группы компаний Cbonds, посвященный экологическому, социальному и корпоративному управлению.

ПРИГЛАШАЕМ ВАС ВОЙТИ В ЧИСЛО ПАРТНЕРОВ ПРОЕКТА ИЛИ СТАТЬ ОДНИМ ИЗ АВТОРОВ ИЗДАНИЯ

Мария Беляева
e-mail: mb@cbonds.info
тел. +7 (812) 336-97-21 * 111

Реклама