Александр ЕРМАК,
начальник аналитического управления, БК РЕГИОН

Новые перспективы «старых» инструментов на рынке корпоративного долга

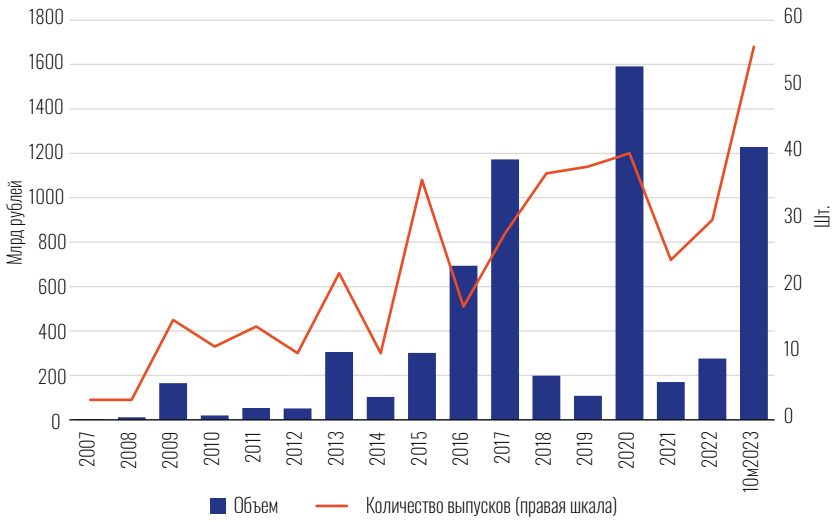
На вопросы Cbonds о новых трендах, текущем состоянии и перспективах рынка корпоративных облигаций с плавающим купоном ответил главный аналитик по долговым рынкам, начальник аналитического управления БК РЕГИОН Александр Ермак.

— На рынке корпоративных облигаций в текущем году растет число выпусков с плавающим купоном. Это действительно новый тренд и чем он обусловлен?

— Безусловно, это можно признать новым трендом текущего года на рынке корпоративных облигаций. Об этом свидетельствует, прежде всего, статистика первичных размещений: по итогам 10 месяцев 2023 года было размещено 56 выпусков облигаций с плавающим купоном на общую сумму более 1228.7 млрд рублей, что на 87% выше по количеству выпусков и в 4.5 раза больше по объему размещения за полный 2022 год. Кроме того, нельзя не отметить, что в текущем году на первичный рынок облигаций с плавающим купоном стали выходить крупнейшие корпоративные заемщики первого эшелона с большими объемами выпусков в пределах 20–60 млрд рублей, на долю 23 выпусков которых пришлось более 85% от общего объема размещения облигаций с плавающей ставкой (Рисунок 1). В то же время мы видели размещения облигаций корпоративных эмитентов второго и третьего эшелонов. Причиной этой активности является фактическое «закрытие» рынка первичных размещений облигаций с фиксированной ставкой для качественных эмитентов на фоне ужесточения с середины текущего года денежно-кредитной политики Банка России.

Рисунок 1
Объем и количество выпусков корпоративных облигаций с плавающей ставкой

Источники: Cbonds.ru, расчеты БК РЕГИОН



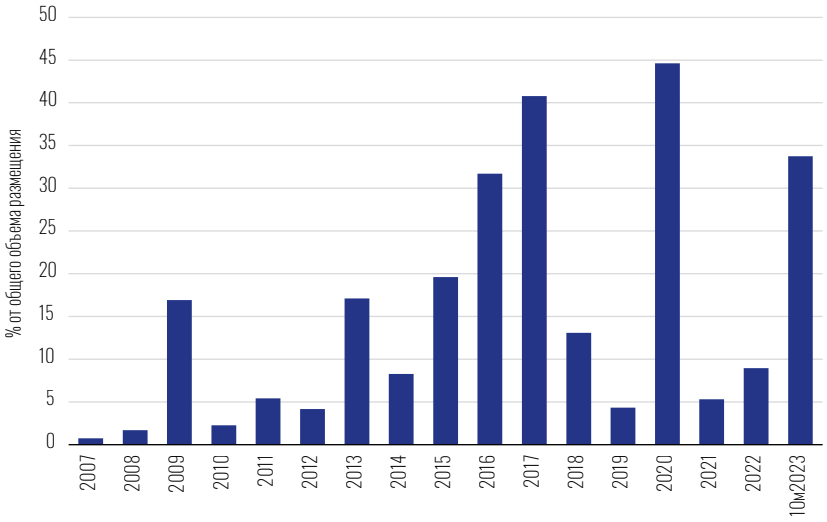
— Как долго на рынке корпоративного долга присутствуют облигации с плавающим купоном? Как можно оценивать их роль на облигационном рынке?

— Первые выпуски корпоративных облигаций с плавающим купоном появились на долговом рынке в конце 1990-х — начале 2000-х годов, однако это были единичные сделки (в пределах 1–4 сделок в год) объемом от нескольких десятков тысяч до нескольких сотен миллионов рублей. При этом впервые объем размещения облигаций с плавающим купоном превысил 10 млрд рублей в «кризисный» 2008 год, а на следующий год объем размещения 15 выпусков достиг почти 165 млрд рублей, или 16.9% от общего объема размещения корпоративных облигаций. Следующий рост активности в данном сегменте наблюдался в 2015–2017 годах (после резкого повышения ключевой ставки в декабре 2014 года), который, правда, был связан преимущественно с финансированием крупных предприятий за счет средств ФНБ. Так, например, из максимально размещенного в 2017 году объема в 1.172 трлн рублей более 85% пришлось на размещения нерыночного характера. По тем же причинам очередной рост активности был зафиксирован в 2020 году, когда объем размещения облигаций с плавающей ставкой купона достиг 1.591 трлн рублей (Рисунок 2).

В результате высокой активности первичных размещений в 2015–2017 годах объем корпоративных облигаций с плавающей ставкой в обращении на начало 2018 года превысил 2.912 трлн рублей, а их доля в общем объеме корпоративных облигаций в обращении достигла своего максимума на уровне 43.4%. В дальнейшем, несмотря на рост в абсолютных показателях, доля облигаций с плавающей ставкой постоянно снижалась, достигнув 26.2% к началу текущего года. По итогам 10 месяцев 2023 года был зафиксирован рост данного сегмента до 5433.9 млрд рублей, или до 27.8% от общего объема в обращении (Рисунки 3 и 4). Нельзя не отметить, что, по данным Банка России, доля кредитов с плавающей ставкой в корпоративном

Рисунок 2
Доля облигаций с плавающей ставкой в общем объеме размещения

Источники: Cbonds.ru, расчеты БК РЕГИОН



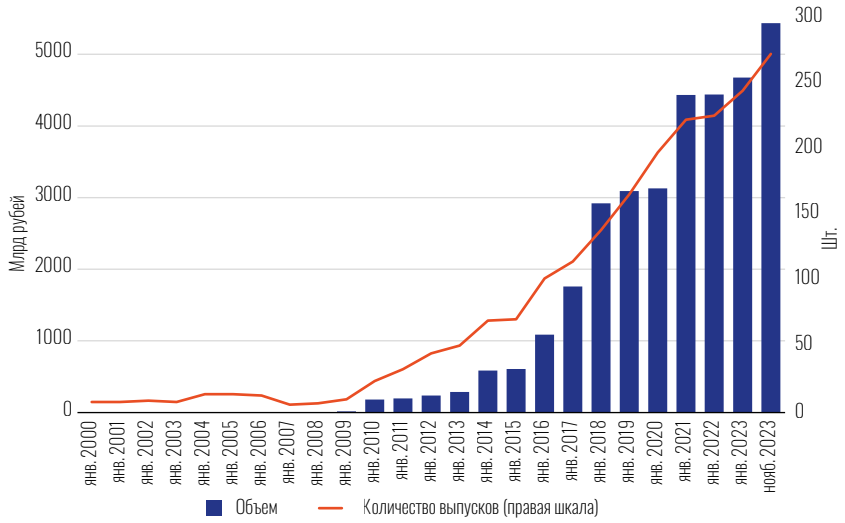


Рисунок 3
Объем и количество выпусков корпоративных облигаций с плавающей ставкой в обращении

Источник: Cbonds.ru, расчеты БК РЕГИОН

портфеле в июле 2023 года достигла максимума на уровне почти 42% с начала 2019 года, когда доля таких кредитов была ниже на 30%. А на рынке государственных облигаций доля ОФЗ-ПК на настоящий момент составляет 39.5% против 38.06% на начало года.

— Какие базовые активы использовались для привязки купона и почему?

— В качестве базового актива для определения ставки купонных доходов за всю историю долгового корпоративного рынка был использован широкий круг финансовых показателей и инструментов, общее число которых составило более 20. При этом самым первым и наиболее часто используемым базовым активом была ставка рефинансирования, а в дальнейшем ключевая ставка Банка России, которые были использованы при организации 197 выпусков (47.9% от общего количества) на сумму 3821.42 млрд рублей, или 68.1% от общего объема выпущенных корпоративных облигаций с плавающим купоном. Ставка RUONIA стала вторым базовым активом по объему размещения облигаций, который составил 916.9 млрд рублей, или 16.3% от общего объема. С 2021 года по текущий момент было размещено всего 30 выпусков (7.3% от общего количества). Инфляция стала третьим базовым активом по объему, но вторым по количеству размещенных выпусков с результатом 715.4 млрд рублей и 114 выпусков (12.7% и 27.7%) соответственно (Рисунок 5). Использование инфляции в качестве базового актива началось в 2003 году. С 1998 года и с 2015 года в качестве базового актива использовались ставки доходности ГКО и G-кривой ОФЗ, с которыми было размещено 25 выпусков (6.1% от общего количества) на общую сумму около 471.55 млрд рублей (8.4% от общего объема). При размещении 12 выпусков облигаций в иностранной валюте (на общую сумму, эквивалентную 352.4 млрд рублей) в качестве базового актива использовались ставки Центральных банков (Federal Funds Effective Rate US, China Loan Prime Rate 1Y), кредитные ставки (6M LIBOR USD, 6M EURIBOR), ИПЦ США и др. По 8 выпускам (по 2.0% от общего количества) облигаций было размещено

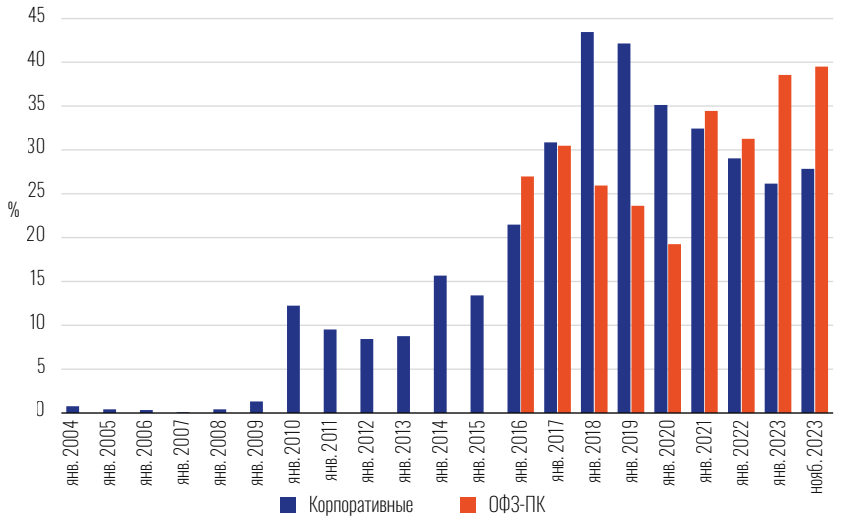


Рисунок 4
Доля облигаций с плавающим купоном в общем объеме обращающихся облигаций

Источник: расчеты БК РЕГИОН

Таблица 1
Выпуски корпоративных облигаций с плавающим купоном

Источник: расчеты БК РЕГИОН

Базовый актив	Объем выпусков, млрд RUB	Количество выпусков	Доля от общего объема, %	Доля от общего количества, %	Год начала применения
Ставка рефинансирования / Ключевая ставка ЦБ РФ	3821.42	197	68.1	47.9	1997
RUONIA	916.90	30	16.3	7.3	2021
Инфляция	715.39	114	12.7	27.7	2003
Ставка ГКО / G Curve (ОФЗ)	471.55	25	8.4	6.1	1998/2015
Ставки облигаций в иностранной валюте (официальные ставки ЦБ, кредитные)	352.40	12	6.3	2.9	2017
Ставки РЕПО ЦБР	95.04	8	1.7	1.9	2014
Ставки MosPrime, ROSFIX	46.50	8	0.8	1.9	2007
Индекс РТС, индекс ММВБ	6.37	4	0.1	1.0	2009
Курс доллара	1.35	8	0.0	1.9	1997
Золото	0.05	1	0.0	0.2	2007
Прочие	216.05	4	3.9	1.0	2000
Всего:	**5611.07**	**411**	**100.0**	**100.0**	

с привязкой к ставкам РЕПО ЦБР на сумму 95.04 млрд рублей (1.7% от общего объема) и к ставкам денежного рынка (MosPrime, ROSFIX) на сумму 46.5 млрд рублей (0.8%). Для рублевых облигаций в качестве базового актива выбирались индексы РТС и ММВБ, курс доллара, золото и прочие активы, суммарная доля которых составила около 4.0% от общего объема (Таблица 1).

— Как вы оцениваете текущее состояние рынка корпоративных облигаций с плавающим купоном с точки зрения базового актива и используемого механизма «привязки»?

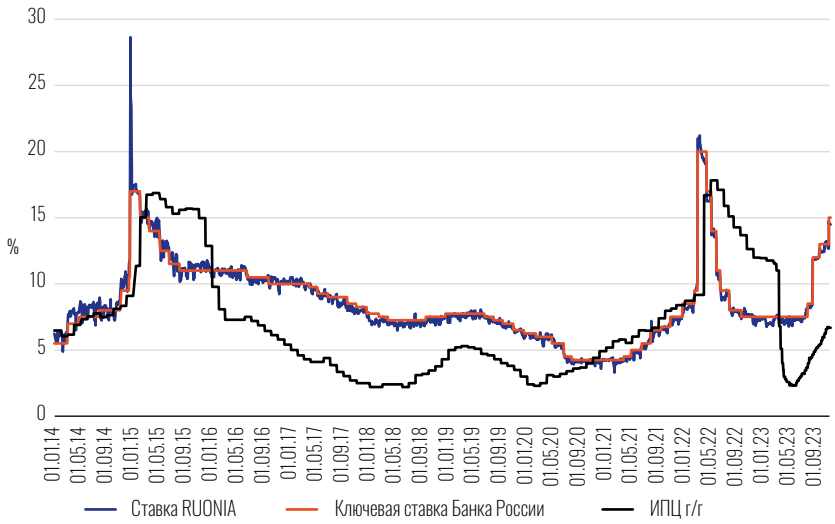
— В настоящее время на рынке обращается 273 выпуска с плавающим купоном на общую сумму 5432.4 млрд рублей, основную долю из которых (59.7% по объему и 44.7% по количеству выпусков) занимают облигации, купон которых привязан к ключевой ставке Банка России. Около 916.9 млрд рублей, или 17% от общего объема, занимают 30 выпусков, ставка купонов по которым привязана к ставке RUONIA. Облигации, купон по которым привязан к инфляции, представлены 86 выпусками (31.5% от общего количества) объемом 432.4 млрд рублей (8.0%). Около 410.8 млрд рублей (7.6% от общего объема) составляет объем 22 выпусков облигаций, ставка по которым привязана к G-кривой доходности ОФЗ. По 4.0% по объему и количеству облигаций составляет доля облигаций в иностранной валюте, ставки которых привязаны к различным ставкам зарубежных рынков (Рисунок 6).

— Как выбрать выпуски облигаций с плавающим купоном, оценить их инвестиционную привлекательность, в том числе в зависимости от формулы расчета купона и конъюнктуры рынка?

— Наиболее распространенной формулой расчета купонного дохода является формула, где купон на следующий купонный период устанавливается равным значению базового актива, которое установлено или действует за определенное количество рабочих дней до начала купонного периода. Такая формула преимущественно используется при выборе

Рисунок 5
Ключевая ставка Банка России, RUONIA и ИПЦ — основные базовые активы

Источники: Росстат, Банк России, расчеты БК РЕГИОН



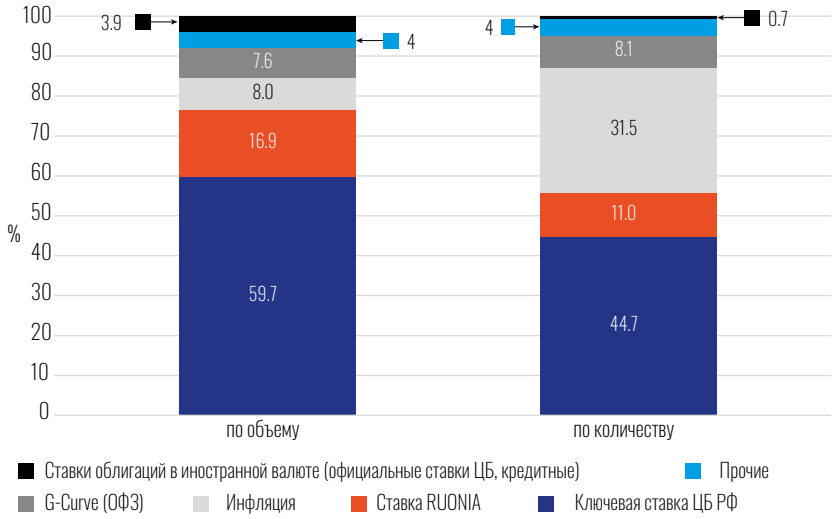


Рисунок 6
Структура рынка корпоративных облигаций с плавающим купоном

Источник: расчеты БК РЕГИОН

в качестве базового актива: показателя инфляции (в годовом выражении), значения G-кривой доходности ОФЗ, ставок зарубежных рынков, ключевой ставки Банка России. Купонный период традиционно может длиться 3 или 6 месяцев, редко он может быть годовым. При такой формуле расчета ставка купона менее чувствительна к изменению базового актива и, соответственно, к изменению конъюнктуры рынка. Таким образом, в период роста базового актива инвесторы в данные облигации могут получить доход меньше базового актива. И наоборот, в период снижения базового актива плавающий купон может принести доход выше значения базового актива. При использовании ключевой ставки Банка России в качестве базового актива может быть использована формула, по которой купонная ставка меняется одновременно с изменением базового актива. Таким образом, купонный доход будет зависеть от поведения базового актива (в данном случае от решений по ключевой ставке регулятора) и может быть точно установлен только по итогам завершения купонного периода. Эта формула позволяет более гибко отражать изменения ситуации на рынке.

Первая формула расчета купона применяется и при использовании базового актива ставки RUONIA, но очень редко, так как значения данной ставки ежедневно меняются в зависимости от рыночной конъюнктуры, и в механизм установления ставки купона закладывается определенная доля случайности. При использовании ставки RUONIA в качестве базового актива как основа используются два типа формул, которые изначально применялись Минфином РФ при расчете купонного дохода для ОФЗ-ПК. По формуле для ОФЗ-ПК так называемого первого типа ставки купонов на следующий купонный период определяются за два рабочих дня до даты выплаты текущего купона как среднее арифметическое значений ставок RUONIA за шесть месяцев до даты определения процентной ставки по следующему купону, увеличенное на определенную «премию», установленную индивидуально для каждого купона. Главным отличием этой формулы является полугодовое отставание купонной ставки от текущих рыночных ставок, что является минусом в период длительного повышения базовой ставки и плюсом в период ее длительного снижения.

По формуле второго типа купонный доход рассчитывается, исходя из среднего значения ставок RUONIA за текущий купонный период с временным лагом в семь календарных дней. Таким образом, ставка купона определяется в конце текущего купонного периода и гибко реагирует на изменения базового актива в течение текущего купонного периода, в том числе за счет сокращения последнего до трех месяцев (против 6 месяцев по ранним бумагам). На рынке корпоративных облигаций, где размещения выпусков облигаций с плавающим купоном, привязанным к ставке RUONIA, существенно увеличились в последнее время, используются обе формулы с различной модификацией.

Формулы расчета купонного дохода и купонной ставки с привязкой к ставке RUONIA на рынке корпоративных облигаций:

- Купонный доход по облигациям рассчитывается, исходя из среднего значения ставок RUONIA за текущий купонный период с временным лагом в 7 календарных дней, увеличенного на значение «премии», определяемой по итогам сбора книги заявок инвесторов.
- Ставка купона определяется как среднее арифметическое значение ставок RUONIA за предыдущий купонный период, начинающийся за 7 дней до даты его начала и заканчивающийся за 7 дней до даты его окончания, увеличенное на «премию», определяемую по итогам сбора книги заявок инвесторов. При этом купонный период может быть сокращен до 1 месяца.
- Ставка купона устанавливается как ставка RUONIA за 7-й день, предшествующий каждой дате начала купонного периода, увеличенная на «премию», определяемую по итогам сбора книги заявок инвесторов.

Источники: эмиссионные документы, БК РЕГИОН

Один из самых главных и, вероятно, сложных вопросов, однозначный ответ на который на российском долговом рынке пока не найден, это оценка инвестиционной привлекательности облигаций с плавающей ставкой (особенно для бумаг с привязкой к рыночной базовой ставке), сравнение флоутеров между собой и с облигациями с фиксированной ставкой. В настоящее время есть много разных подходов к такой оценке, среди которых можно отметить: расчет дисконтной маржи к базовому активу, оценка денежных потоков в зависимости от динамики базовой ставки, оценка доходности к погашению на основе текущих расчетных ставок купонов и будущих ставок купонов на основании последних значений базовой ставки и др. Но это вопрос для отдельных исследований и обсуждений для всего финансового сообщества.