Корпоративные флоатеры: компромисс между эмитентами и инвесторами в период неопределенности

Андрей КУЛАКОВ,
CFA, FRM, заместитель начальника департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк

Юрий ГОЛБАН,
старший аналитик, Газпромбанк

На российском рынке корпоративные облигации с плавающим купоном появились в конце 90-х и преимущественно были представлены выпусками для финансирования инфраструктурных проектов

На фоне роста ключевой ставки и удорожания долга повысился интерес к инструментам, позволяющим инвесторам и эмитентам найти компромисс относительно оптимальной стоимости заимствований. Одним из таких инструментов являются флоатеры — облигации с плавающей ставкой купона, которая привязана к определенному бенчмарку. В настоящей статье мы рассматриваем рынок корпоративных флоатеров, а также оцениваем, насколько они привлекательны для эмитентов и инвесторов в текущих рыночных условиях.

ПОВЫШЕНИЕ РЫНОЧНЫХ СТАВОК СПОСОБСТВОВАЛО РОСТУ ПОПУЛЯРНОСТИ ИНСТРУМЕНТОВ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ

С июля 2023 года ЦБ РФ повысил ключевую ставку с 7.50 % до 16.00 %. На этом фоне наблюдался повсеместный рост рыночных ставок: доходности ОФЗ сейчас превосходят уровни начала 2023 года на ~200 б. п. на дальнем участке кривой и на ~500 б. п. — на ближнем ее отрезке.

На рынке корпоративного долга наблюдалась схожая тенденция — доходности облигаций выросли не менее чем на 400 б. п., а кредитные премии расширились. Так, в 2П23 средние премии при размещении облигаций первого эшелона (рейтинговая категория «ААА») находились на уровне ~130–190 б. п. в зависимости от срока обращения, по сравнению со ~100 б. п. в 1П23. В то же время в докризисном 2021 году они составляли 60–90 б. п.

Однако рост стоимости заимствований не отразился на объеме корпоративных размещений, который в 2023 году составил 3.3 трлн рублей против 1.3 трлн рублей в 2022 году и 1.9 трлн рублей в 2021 году. При этом повышение ставок

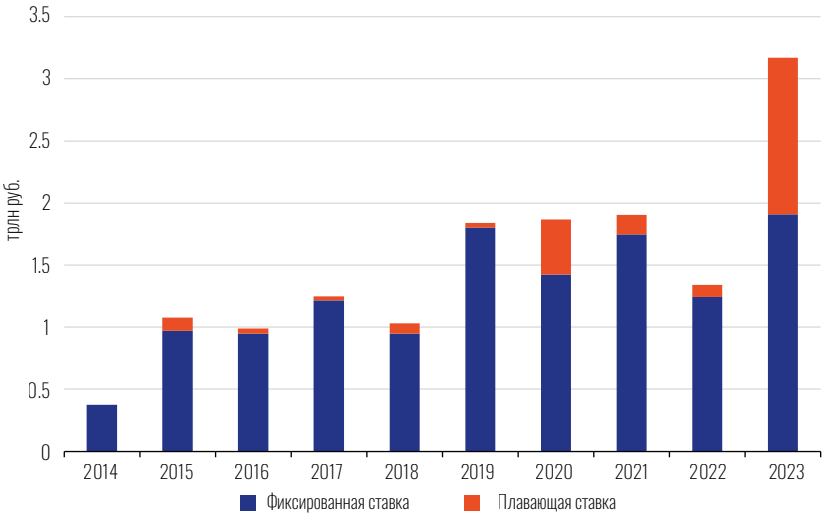


Рисунок 1
Динамика размещений корпоративных облигаций

Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

привело к изменению структуры заимствований: на долю выпусков с плавающей ставкой (флоатеров) в 2023 году пришлось 40% против ~5% в среднем за предыдущие пять лет (Рисунок 1).

ЧТО ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ФЛОАТЕРОВ

Флоатеры — это облигации, купон по которым привязан к динамике определенного бенчмарка с установленной при размещении премией, которая отражает оценку рынком уровня кредитного риска эмитента.

Наиболее часто в качестве бенчмарков корпоративных флоатеров используются ставка RUONIA и ключевая ставка ЦБ РФ (КС ЦБ РФ), реже — доходность ОФЗ и ИПЦ (Рисунок 2).

На российском рынке корпоративные облигации с плавающим купоном появились в конце 90-х и преимущественно были представлены выпусками для финансирования инфраструктурных проектов (ВСМ, «Скоростные магистрали»). Однако до второй половины 2010-х такие инструменты большой популярностью не пользовались.

После очередного всплеска интереса к корпоративным флоатерам их объем в обращении к февралю 2024 года достиг примерно 20% от общего размера рынка корпоративных облигаций.

Наибольшей популярностью они пользуются у эмитентов высоких рейтинговых категорий. Среди наиболее крупных эмитентов, представленных на рынке, — Газпром, РЖД, ВЭБ.

РЫНОЧНАЯ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ ПОВЫШАЕТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ФЛОАТЕРОВ

Интерес к флоатерам ярче проявляется в периоды ожидания роста ставок и долгого их пребывания на высоком уровне, а также при расхождении ожиданий участников рынка относительно дальнейшей ДКП. Похожие ситуации наблюдались на рынке, например, в 2014–2015 годах, в начале 2021 года, в 2022 году и сейчас.

Напомним, что в конце 2014 года КС ЦБ РФ выросла с 8.00% до 17.00%, а первичный рынок корпоративных заимствований фактически замер до апреля 2015 года. Учитывая, что ЦБ РФ приступил к снижению ставок достаточно быстро (спустя ~1.5 месяца, в феврале 2015 года), то к моменту «открытия» рыночного окна в апреле как у инвесторов, так и у эмитентов уже сформировались схожие ожидания относительно дальнейшего смягчения монетарной политики. В этих условиях привлекательность флоатеров не казалась высокой, эмитенты, вынужденные размещаться под высокие ставки, укорачивали эффективный срок бумаг за счет оферт.

В 2022 году, после резкого повышения ставки, ЦБ приступил к ее снижению достаточно быстро, до открытия «рыночного»

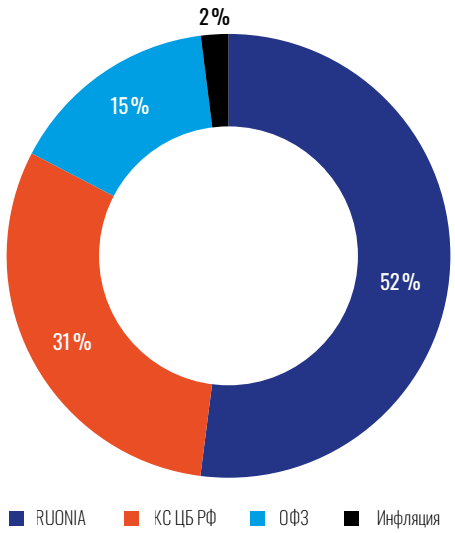


Рисунок 2
Объем флоатеров в обращении по типу бенчмарка

Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

окна, а значит, к моменту возобновления корпоративных размещений ожидания инвесторов и эмитентов сравнялись.

В 2П23 ситуация развивалась иначе: повышение ставки было относительно постепенным, и участники рынка по-разному оценивали уровень ее пикового значения в текущем цикле ужесточения. Расхождение взглядов инвесторов и эмитентов и предопределило установление рекорда по размещению флоатеров: первые надеялись защититься от дальнейшего роста ставок, вторые — не хотели фиксировать высокие ставки надолго.

Несмотря на то что к февралю 2024 года ожидания инвестиционного сообщества начали смещаться в пользу предстоящего разворота денежно-кредитной политики, оценки участников относительно точки старта, скорости и глубины предстоящего снижения ставок расходятся (Рисунок 3).

Разберемся, в чем состоит привлекательность такого инструмента, как корпоративный флоатер, для эмитентов и инвесторов в текущих макроэкономических условиях.

С точки зрения инвестора, привлекательность флоатеров заключается в возможности защиты от риска дальнейшего роста ставок

ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ ФЛОАТЕРЫ — ВОЗМОЖНОСТЬ ЗАНИМАТЬ В ПЕРИОДЫ ВЫСОКИХ СТАВОК

Для эмитентов флоатеры — это возможность занимать в период высоких ставок с расчетом на то, что на горизонте срока обращения инструмента рыночные ставки, а значит, и ставка купона снизятся. Очевидно, что на второй чаше весов — риск того, что ставки продолжат расти либо останутся высокими более продолжительный период времени, чем предполагалось изначально.

В текущих рыночных условиях важно учитывать существенный дифференциал ключевой ставки / RUONIA и ставок, которые предлагает рынок классических облигаций с фиксированным купоном.

Так как рыночные доходности являются опережающим индикатором, то в них уже заложены определенные ожидания по дальнейшей траектории ставки. Так, несмотря на уровень ключевой ставки в 16 %, доходности ОФЗ на сроке обращения более двух лет консолидируются вблизи отметки 12 %, а размещения большинства корпоративных эмитентов первого эшелона с фиксированным купоном в последнее время проходили при средней ставке не выше 12.8–12.9 %.

На фоне ожидаемого начала цикла снижения КС ЦБ РФ в 2024 году рассмотрим, какой тип инструмента может быть выгоднее для эмитента — флоатер, купон по которому сейчас будет выше купонов классических облигаций, но на горизонте обращения выпуска будет плавно снижаться, или облигация с фиксированной ставкой купона, которая заметно ниже КС, но останется неизменной на горизонте обращения.

Ответ на этот вопрос будет зависеть от ожиданий эмитента по траектории ключевой ставки и срока обращения выпуска, на который рассчитывает эмитент.

Очевидно, что для выпуска с фиксированным купоном эффективная стоимость долга для компании останется неизменной на всем горизонте обращения и будет соответствовать ставке купона в момент размещения. Для целей нашего расчета за такую ставку мы приняли середину указанного ранее диапазона — 12.85 %.

В случае флоатера мы приводим два расчета: в одном мы используем собственный прогноз траектории ключевой ставки, а в другом — консенсус рынка, который является более консервативным.

Для расчета мы используем модельный выпуск с квартальной ставкой купона, в качестве бенчмарка — ключевую ставку ЦБ РФ, а в качестве кредитной

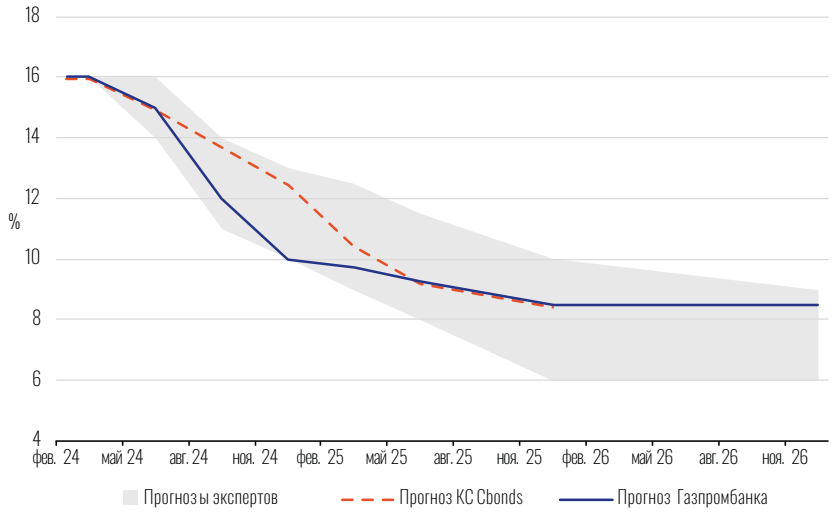
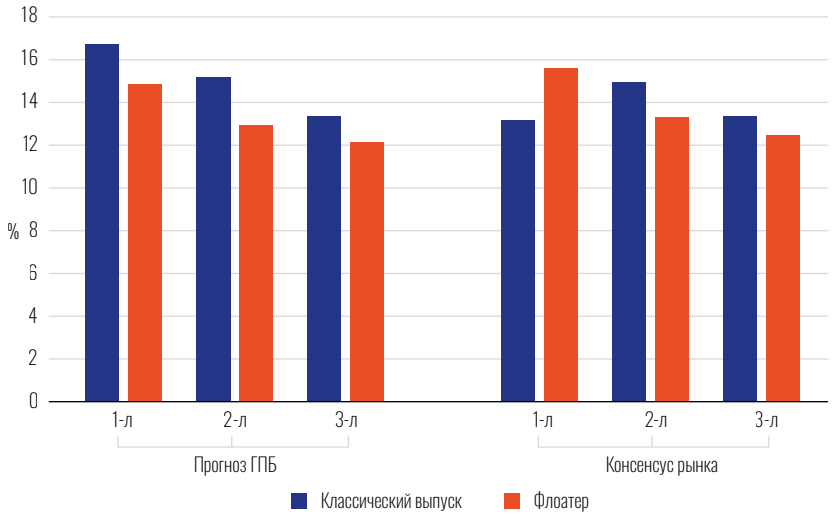


Рисунок 3
Ожидания рынка по ключевой ставке ЦБ РФ

Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

Рисунок 4
Динамика размещений корпоративных облигаций

Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка



маржи — середину диапазона премий (130–140 б. п.), наблюдавшихся в ходе последних размещений эмитентов 1-го эшелона (поправку на разницу премий между ключевой ставкой и ставкой RUONIA не применяем).

Согласно расчетам (Таблица 1), при траектории снижения ключевой ставки в соответствии с нашим прогнозом средняя стоимость долга при срочности выпуска два года и более для эмитента будет ниже по флоатерам.

При расчете в соответствии с консенсус-прогнозом среднегодовая ставка по флоатеру будет ниже при срочности выпуска от ~2.5 лет. При увеличении срочности выпуска дифференциал стоимости двух типов инструментов продолжит расширяться.

ЗАЧЕМ ИНВЕСТОРАМ ПОКУПАТЬ ОБЛИГАЦИИ С ПЕРЕМЕННЫМ КУПОНОМ?

С точки зрения инвестора, привлекательность флоатеров заключается в возможности защиты от риска дальнейшего роста ставок или, что более актуально в текущих условиях, риска их нахождения на высоком уровне более продолжительный период времени.

Дополнительным преимуществом таких бумаг для инвесторов, чувствительных к переоценке портфеля, является существенно более низкая волатильность их цен за счет регулярной «подстройки» купона под рыночные ставки.

Если задаться тем же вопросом, что мы ставили перед эмитентом, — какой инструмент в текущих условиях выгоднее, то ответ на него будет зеркальным в том случае, если инвестор будет удерживать бумагу до погашения.

Однако достаточно вероятна ситуация, когда инвестор продает бумагу спустя некоторое время после покупки, а значит, он принимает на себя процентный риск (кредитный риск мы оставляем за скобками данного исследования).

На основании вышеописанных предпосылок мы смоделировали оценку среднегодового совокупного дохода инвестора (Total Return — TR) от вложений в оба класса бумаг (для расчетов использовался выпуск срочностью три года) при горизонте инвестирования до конца 2024 года и 2025 года, а также «до погашения». Мы также учли постепенное сужение корпоративных спредов с текущих уровней до средних, как это наблюдалось в предыдущие периоды снижения ставок.

Как следует из Рисунка 4, совокупный доход по выпускам с фиксированным купоном превосходит флоатер в большинстве случаев, так как и прогноз ГПБ, и консенсус рынка предполагают заметное снижение ставок (пусть и с разной скоростью), которое приведет к положительной переоценке бумаг с фиксированным купоном и снижению дохода от флоатера. При использовании консенсус-прогноза: на сравнительно коротком сроке инвестирования доход от флоатера будет выше, так как такой прогноз закладывает менее агрессивное, по сравнению с нашими ожиданиями, снижение ставок в 2024 году.

При этом стоит отметить, что разрыв между двумя классами бумаг не разителен и в «худших» случаях не превышает 1.0–1.7 п. п. Более того, оба использованных прогноза сравнительно оптимистичны и не учитывают возможности роста ставок или их сохранения на текущем уровне надолго. Напомним, что в начале 2023 года рынок также не ждал ужесточения монетарной политики, которое по факту стало одним из сильнейших за последнее десятилетие. Очевидно, что в случае развития событий по негативному сценарию флоатер покажет существенно больший доход.

РЕЗЮМЕ

В условиях высокой рыночной неопределенности флоатеры дают как эмитентам, так и инвесторам возможность находить компромисс по стоимости заимствований, исходя из различных ожиданий по дальнейшей траектории ставок. Мы полагаем, что далее рост популярности флоатеров будет усиливаться в периоды, аналогичные 2023 году.

При этом отметим, что в текущем году, по мере конвергенции ожиданий участников рынка относительно траектории ставок, объем эмиссии флоатеров может сократиться. Их место, по аналогии с 2015 годом, могут занять классические бумаги с более коротким сроком обращения и/или встроенными колл-опционами.

Таблица 1
Расчет средней годовой ставки купона для облигаций с фиксированной и плавающей ставкой в зависимости от срочности выпуска

Источник: оценки Газпромбанка

Срок обращения выпуска	1 год	2 года	3 года	4 года	5 лет
Плавающий купон КС + 135 б. п. (прогноз ГПБ)	14.97 %	12.70 %	11.75 %	11.27 %	10.99 %
Плавающий купон КС + 135 б. п. (консенсус-прогноз)	15.44 %	13.15 %	12.05 %	11.50 %	11.17 %
Фиксированный купон 12.85 %	12.85 %	12.85 %	12.85 %	12.85 %	12.85 %