Флоатеры: мимолетный тренд или новый стандарт инвестиций?

Екатерина МАЛЕЕВА,
директор, управление по работе с эмитентами на долговых рынках, ПАО «Совкомбанк»

В периоды нестабильности капитал ищет тихую гавань. Флоатеры стали для инвесторов убежищем, в котором можно переждать волатильность ставок на рынке. Исчезнут ли облигации с плавающим купоном после возвращения рынка в равновесие, или этот инструмент останется с нами надолго?

По итогам 2024 года объем рыночных размещений флоатеров увеличился в 2.5 раза по сравнению с результатами 2023 года

ДЕРЖИМ ПОРТФЕЛИ НА ПЛАВУ

Когда инвесторы сталкиваются с пятью этапами повышения ключевой ставки в течение одного полугодия, они начинают искать способы защититься от процентного риска. Традиционные облигации с фиксированным купоном теряют привлекательность в условиях резкого ужесточения денежно-кредитной политики (ДКП). Именно поэтому предложенная эмитентами альтернатива в виде облигаций с плавающим купоном (флоатеров) быстро нашла положительный отклик у различных групп рыночных инвесторов.

Флоатеры позволяют защитить вложения от процентного риска. Их купонные выплаты растут вместе с базовым индикатором, которым выступает ключевая ставка ЦБ РФ или ставка RUONIA. Это делает инструмент особенно актуальным в периоды повышенной неопределенности. Тем не менее турбулентность не может длиться вечно, когда-то настанет цикл смягчения ДКП. На этом фоне у многих инвесторов возникает вопрос: флоатеры — лишь временная мера для того, чтобы пережить период жесткой ДКП, или новый класс инвестиций, которому найдется применение на любом рынке?

ВАМ ВЫПУСК К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ ИЛИ К RUONIA? А МОЖЕТ, И ТО, И ТО?

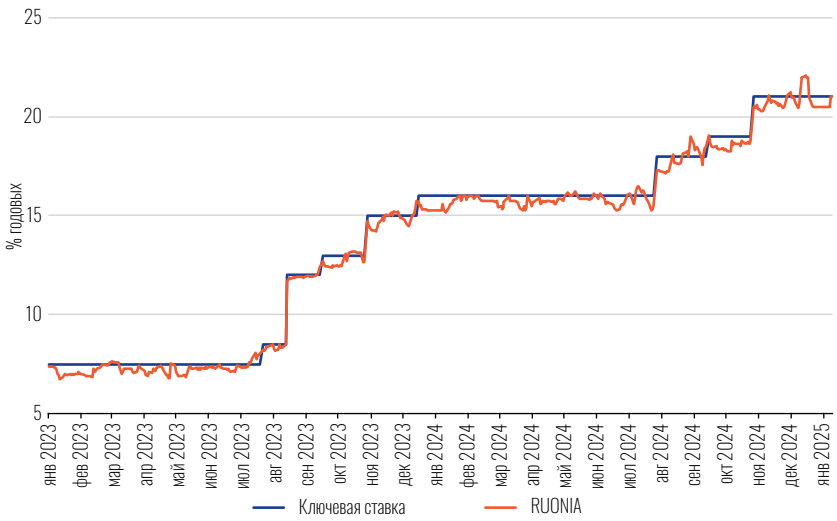
По данным Cbonds[1], в 2023 году объем рыночных размещений к RUONIA в 4 раза превысил объем размещений к ключевой ставке. Стоит отметить, что тогда в выпусках массово участвовали банки, у которых эта ставка лучше соотносится с базой пассивов. Тем не менее, согласно статистике Банка России, отраженной на Рисунке 1, видно, что в течение 2023–2024 годов RUONIA находится ниже уровня ключевой ставки, поэтому для максимизации рыночного спроса эмитенты выбирали более предсказуемую и менее волатильную ключевую ставку.

По итогам 2024 года объем рыночных размещений флоатеров увеличился в 2.5 раза

[1] По данным выгрузки с сайта https://cbonds.ru/bonds, рыночные размещения облигаций с плавающей ставкой без учета краткосрочных и коммерческих, нерыночных и структурных выпусков; Россия; рубли; размещение после 01.01.2023.

Рисунок 1
Динамика изменений ключевой ставки и ставки RUONIA

Источник: данные официального сайта Банка России



по сравнению с результатами 2023 года, при этом объем выпусков к RUONIA остался неизменным — 1 трлн рублей. Таким образом, объем рыночных размещений к ключевой ставке за 2024 год вырос в 8 раз. Структура рыночных размещений отражена на Рисунке 2.

КТО И ЧТО РАЗМЕЩАЛ?

Больше 90% объема рыночных выпусков к RUONIA было размещено эмитентами первого эшелона, рейтинговая структура обращающихся выпусков представлена на Рисунке 3. Чаще других с размещениями к RUONIA на рынок выходили компании из нефтегазового и финансового секторов. Выпуски эмитентов с рейтингом A+ и ниже к этой базисной ставке практически отсутствуют.

По профилю эмитентов несложно определить основных инвесторов в таких сделках — как правило, это управляющие и страховые компании, НПФ и банки. Среди широкого круга частных инвесторов RUONIA не была популярна, так как многие не знали, что собой представляет этот индикатор и как прогнозировать его изменения.

Рейтинговый срез выпусков флоатеров к ключевой ставке более разнообразен, и, хотя 80% объема по-прежнему занимают крупнейшие компании РФ с рейтингом AA– и выше, по количеству выпусков 3–4-й эшелоны уже не уступают компаниям с более высоким кредитным рейтингом.

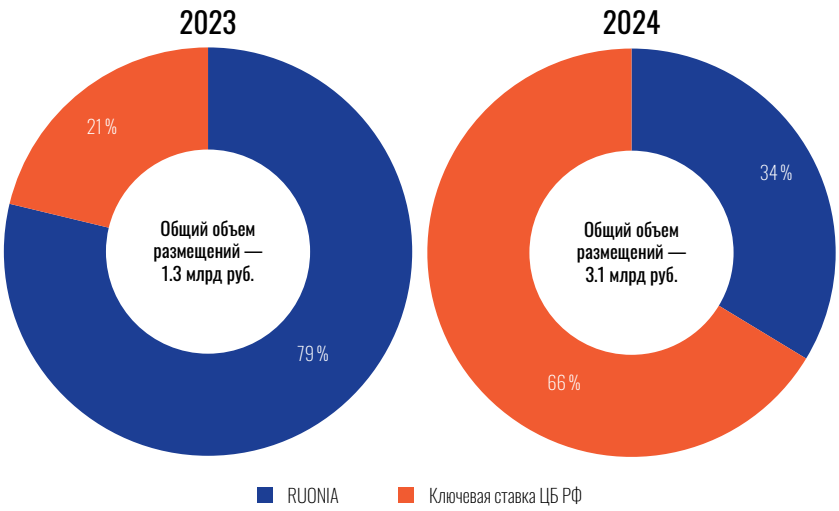
ВЫБОР БЕЗ ВЫБОРА. КАК ФЛОАТЕРЫ ПРИШЛИ В 3–4-Й ЭШЕЛОНЫ

Долгое время флоатеры оставались преимущественно структурой для эмитентов первого эшелона. Это отчетливо видно на Рисунке 4, демонстрирующем рейтинговую структуру с 2023 года по кварталам.

Вплоть до середины марта 2024 года разрыв между доходностями двух- и трехлетних ОФЗ и значением ключевой ставки превышал 3% годовых. На этом фоне наблюдался всплеск интереса к облигациям с фиксированным купоном, особенно со стороны эмитентов 3–4-го эшелонов

Рисунок 2
Структура размещений флоатеров в 2023–2024 гг.

Источник: Cbonds



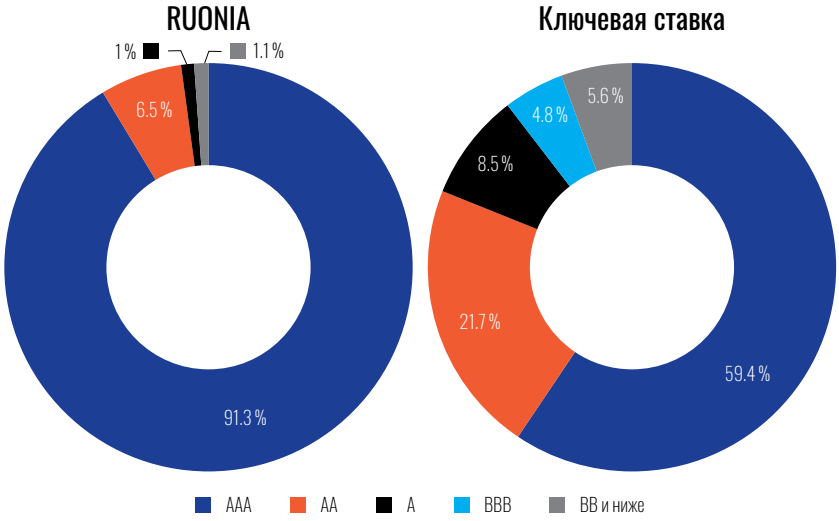


Рисунок 3
Рейтинговая структура флоатеров в 2023–2024 гг.

Источник: Cbonds

и розничных инвесторов. С учетом более высокого риска рейтинговой группы доходности по инструментам с фиксированным купоном были больше, чем прогнозируемые доходности по флоатерам на том же сроке, и, в отличие от последних, не требовали наличия статуса квалифицированного инвестора для покупки.

После пересмотра консенсус-прогноза в апреле 2024 года, на фоне ухудшения макроэкономических показателей и вновь возросшей неопределенности кривая доходности гособлигаций стала очень волатильной. Первичные размещения облигаций с фиксированным купоном прекратились. Плавающая ставка купона стала безальтернативной структурой для первичных размещений корпоративных облигаций.

НУЖНО ЛИ МАРКЕТИРОВАТЬ РАЗМЕЩЕНИЯ СРЕДИ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ?

Следом за эмитентами с рейтингом A+ и ниже на рынок пришли розничные инвесторы, традиционно поддерживающие размещения компаний этого сегмента. Институциональные инвесторы ограничены регуляторными требованиями, поэтому менее крупные эмитенты в своих выпусках делают ставку на банки и частных инвесторов.

На рынке существует ряд компаний, сделки которых исторически собирают значительный розничный спрос в своих размещениях благодаря активному маркетингу. ГК Самолет, Делимобиль, ВУШ, Азбука вкуса, М-Видео и другие хорошо знакомые частным инвесторам имена — эти эмитенты собирают миллиарды, а иногда и десятки миллиардов спроса от физических лиц. Благодаря работе с инвесторами они в своих размещениях добиваются снижения купонного спреда и увеличения объемов размещений.

Объем розницы в книге играет важную роль в последующем обращении выпуска на вторичном рынке. Частные инвесторы покупают, продают и, самое главное, делятся результатами своих операций друг с другом. Позитивное подкрепление инвесторского

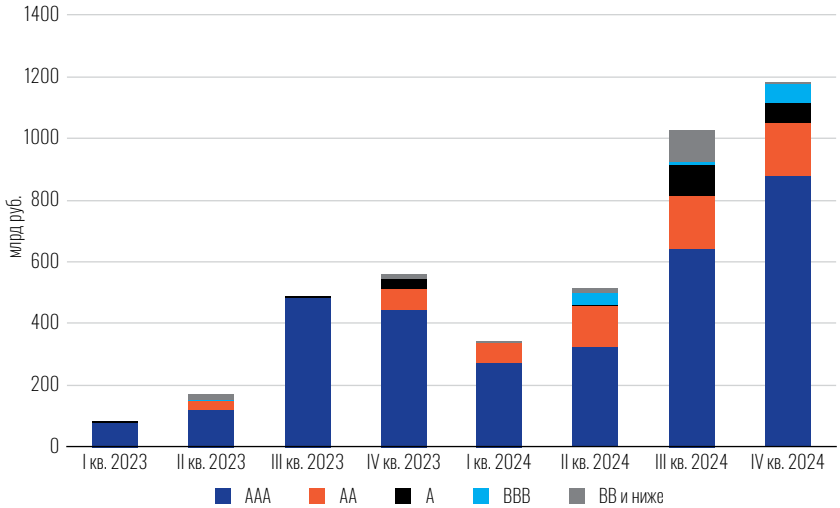
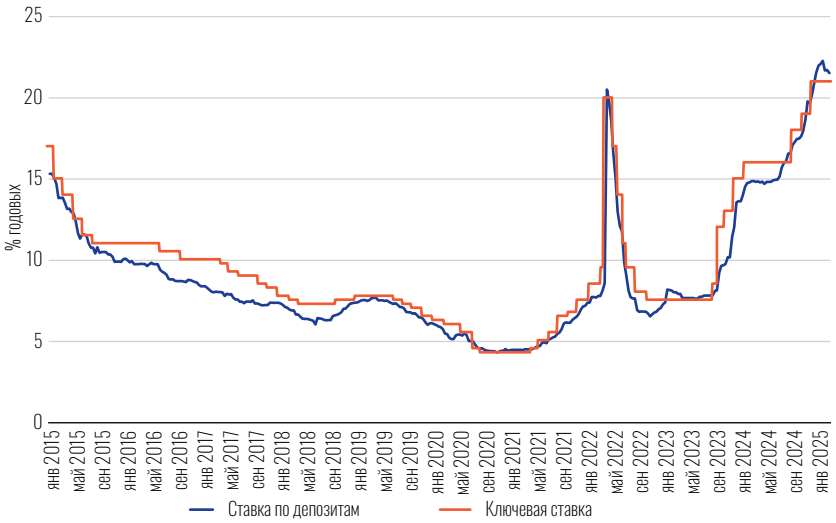


Рисунок 4
Объем размещений эмитентов по рейтинговым группам

Источник: Cbonds

Рисунок 5
Динамика ключевой ставки Банка России и максимальной ставки по депозитам для физических лиц

Источник: статистика с сайта Банка России



опыта и открытая коммуникация оказывают значительный положительный эффект на эмитента в дальнейшей деятельности на публичном рынке.

Во время размещения выпуска Совкомбанк Лизинг (рейтинг АА–), хорошо известный среди институциональных инвесторов, принял решение провести ряд маркетинговых активностей среди частных инвесторов. В результате розничный спрос во флоатере компании превысил 2 млрд рублей, что составляет ~35% от объема выпуска.

ГРАЖДАНЕ, ХРАНИТЕ (НЕ ВСЕ) ДЕНЬГИ В СБЕРЕГАТЕЛЬНОЙ КАССЕ

Популяризация инвестиций и финансовая грамотность привели к росту числа частных инвесторов на рынке облигаций, но депозиты остаются основным инструментом сбережений.

У депозитов есть свои плюсы: они не предполагают активного вовлечения в процесс инвестирования или принятия высокого риска потери вложений, но есть и минусы: потеря накопленных процентов при досрочном закрытии депозита, ухудшение условий при частичном пополнении или снятии средств. У депозитов для физических лиц чаще всего фиксированная ставка, так что они тоже не защищены от процентного риска.

Если целью инвестора является максимизация доходности в совокупности с нежеланием брать на себя высокий риск, ему стоит обратить внимание на облигации с плавающей ставкой. На Рисунке 5 представлена динамика максимальной процентной ставки по депозитам физических лиц вместе с динамикой изменений ключевой ставки с 2015 года.

На протяжении всего рассматриваемого периода депозиты находятся ниже уровня ключевой ставки. В то же время на основании данных Cbonds по рыночным выпускам флоатеров к ключевой ставке средневзвешенный спред по купону в размещениях компаний с рейтингом AAA составляет 133 б. п. Получается, что с 2023 года инвестор, купивший по номинальной стоимости флоатер эмитента первого эшелона к ключевой ставке, получал бóльшую доходность, чем любой инвестор, разместивший свои деньги на депозите в течение всего этого времени. При этом держатель облигаций мог увеличить или уменьшить объем вложений без ухудшения условий для всего портфеля, продать бумагу на вторичном рынке, в том числе выше номинала, получив дополнительный доход.

ПЛАВАЮЩИЕ КУПОНЫ ОСТАНУТСЯ С НАМИ НАДОЛГО

При снижении ключевой ставки купонные выплаты по флоатерам уменьшатся, но при плавном смягчении ДКП купонный доход будет снижаться незначительно.

Для институциональных инвесторов облигации с плавающей ставкой могут стать хорошей альтернативой вкладам. Депозиты чувствительны к изменению конъюнктуры, и их доходность при переходе к снижению ключевой ставки вряд ли превысит доходность флоатеров, поэтому навеса продаж от этой категории инвесторов ожидать не стоит.

Облигации с плавающим купоном демонстрируют свою эффективность как инструмент для защиты от процентного риска и сохранения доходности в условиях цикла повышения ключевой ставки. Хотя их популярность значительно выросла на фоне ужесточения ДКП, нельзя рассматривать их исключительно как временное решение.

В долгосрочной перспективе флоатеры способны занять устойчивое место в инвестиционных портфелях благодаря своей гибкости, привязке к рыночным условиям и способности адаптироваться к изменяющимся экономическим реалиям.

При снижении ключевой ставки купонные выплаты по флоатерам уменьшатся, но при плавном смягчении ДКП купонный доход будет снижаться незначительно