SBER CIB

Долговые бумаги

Облигации с плавающим купоном: вопросы и ответы

19 СЕНТЯБРЯ 2023

Игорь Рапохин, CFA

Екатерина Сидорова, CFA

Рынок флоутеров (облигаций с плавающим купоном) активно рос в последние годы, и сейчас на его долю приходится 39% всего рынка ОФЗ (7,6 трлн руб.) и 21% рынка корпоративных облигаций в России (4,7 трлн руб.). Вместе с тем флоутеры в основном остаются инструментом инвестирования для банков. Мы видим, что этот сегмент рынка вызывает у инвесторов сложности, связанные со структурой бумаг (отсутствует единый подход к определению купонов) и ценообразованием. В нашем обзоре мы рассказываем об основных особенностях этого класса активов и объясняем, почему сейчас стоит обратить на него внимание.

- **Флоутеры – защитный инструмент, который приносит более высокий доход при росте процентных ставок** (в отличие от облигаций с фиксированным купоном) и отличается более низкой ценовой волатильностью. При проведении жесткой монетарной политики (как это происходит в России после перехода к инфляционному таргетированию в 2014 года) инвестиции во флоутеры позволяют стабильно получать доход выше инфляции.
- **Не только тактический инструмент, но и часть стратегического портфеля инвестора в России.** Флоутеры наиболее привлекательны в периоды высокой неопределенности и (или) переоцененности облигаций с постоянным доходом. Однако в условиях российского рынка, где у ставок высокая волатильность, флоутеры могут быть и постоянной частью портфеля, что подтверждают результаты последних лет (с 2020 года средний годовой доход по ОФЗ-ПК был на 5 п. п. выше, чем по индексу RGBI)
- **При выборе флоутера важно изучить ликвидность выпуска (она значительно ниже, чем у классических облигаций) и механизм купонных выплат.** Мы предпочитаем флоутеры, купонная структура которых повторяет структуру ОФЗ с плавающим купоном нового типа с ежедневным начислением ставки денежного рынка, которые обеспечивают лучшее хеджирование процентного риска.
- **Флоутеры сейчас более привлекательны, чем облигации с фиксированным купоном, с точки зрения соотношения риска и потенциального дохода.** Инвестиции в ОФЗ с плавающим купоном могут принести доходность от 10% до 15,5% за год, в зависимости от движения ставок. При неблагоприятных сценариях они обеспечивают результаты лучше, чем ОФЗ с фиксированным купоном. Доход по флоутерам, взвешенный с учетом вероятности сценариев (12,8%), на 130 б. п. выше, чем по портфелю ОФЗ средней дюрации.
- Мы считаем наиболее привлекательными ОФЗ-ПК серий 29020, 29024 и 29015, а также корпоративные выпуски Газпром Капитал 07, Норильский никель БО-09 и ВЭБ РФ-002Р-36.

Что представляют собой облигации с плавающим купоном и в чем их преимущества

Как устроены облигации с плавающим купоном на российском рынке? В чем их преимущества по сравнению с выпусками с фиксированным купоном и депозитами для частного инвестора?

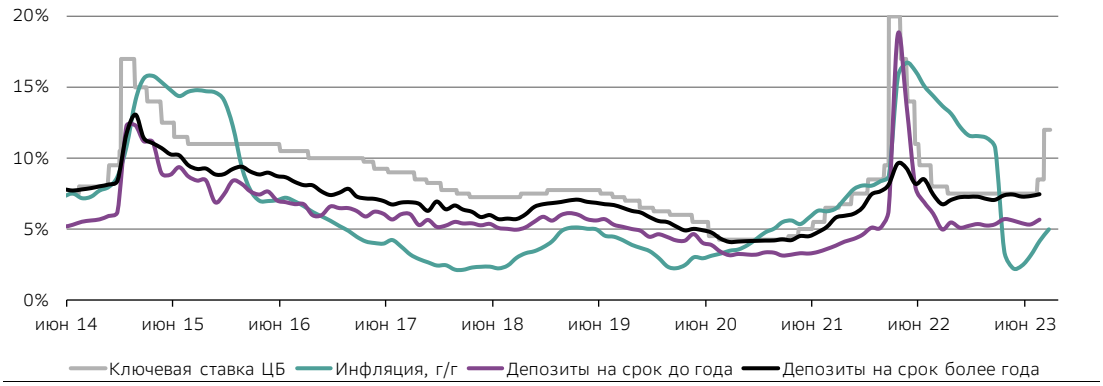
Это облигации, купонные платежи по которым привязаны к ставке ЦБ РФ или к ставкам денежного рынка, чувствительным к изменению ключевой ставки. Такие инструменты защищают портфель инвестора от риска повышения процентных ставок (в отличие от облигаций с фиксированным купоном, цена которых снижается при росте требуемой доходности, у флоутеров при повышении рыночных ставок растет и купон). Поскольку центральные банки обычно повышают процентные ставки при ускорении инфляции, этот инструмент также защищает портфель от инфляционных рисков. Цены флоутеров на вторичном рынке, как правило, значительно менее волатильны, чем у бумаг с фиксированным купоном. По сравнению с депозитами они, как правило, предлагают более высокую доходность, а также большую гибкость в управлении сроками инвестирования (при наличии высоколиквидного вторичного рынка).

Флоутеры традиционно становятся наиболее привлекательными в периоды высокой неопределенности и (или) переоцененности облигаций с постоянным доходом. На развитых рынках они, как правило, используются как защитный инструмент для тактической ребалансировки портфеля. Однако в условиях российского рынка, который отличается более высокой волатильностью ставок, облигации с плавающим купоном, на наш взгляд, могут быть и частью стратегического портфеля инвестора. Это подтверждают результаты инвестирования во флоутеры на российском рынке в последние годы (см. ниже).

Насколько облигации с плавающим купоном защищают от инфляции в России?

При инвестировании во флоутеры (с привязкой к текущей ставке денежного рынка) доходы обычно сопоставимы с уровнем ключевой ставки за соответствующий период. ЦБ с момента перехода к инфляционному таргетированию в 2014 году, как правило, проводил умеренно жесткую политику, то есть ключевая ставка в реальном выражении (за вычетом инфляции) была преимущественно положительной. В среднем за период с 2015 по 2022 реальная ключевая ставка (средневзвешенная ключевая ставка за год минус инфляция в соответствующем году) составила 1,5 п. п. Мы ожидаем, что по итогам 2023 года реальная ключевая ставка может составить 3 п. п., а в 2024 – 5–6 п. п.

Инфляция, ключевая ставка и ставки по депозитам физлиц



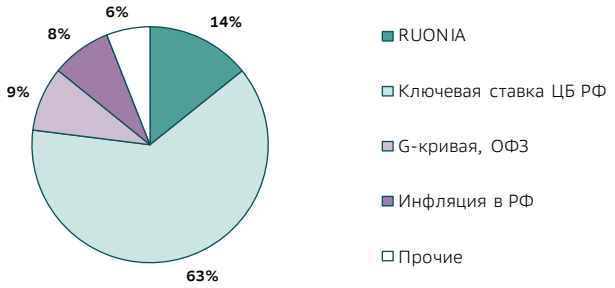
Источник: ЦБ РФ, Росстат

Как устроены купонные платежи по флоутерам

К каким индикаторам чаще всего привязаны купоны по облигациям с плавающим купоном?

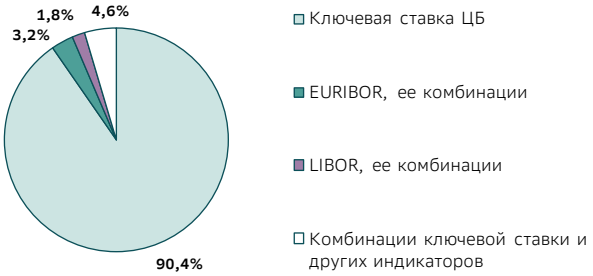
Наиболее популярные индикаторы на российском рынке – это ставка рынка RUONIA (к ней привязаны все ОФЗ с плавающим купоном), ключевая ставка ЦБ и инфляция, но есть и другие ориентиры. В сегменте корпоративных флоутеров преобладает привязка к ключевой ставке ЦБ: на такие выпуски приходится почти 3 трлн руб. из 4,7 трлн руб. всех обращающихся корпоративных облигаций с плавающим купоном, а на облигации с купонами, привязанными к RUONIA, – почти 0,7 трлн руб. Среди банковских кредитов с плавающей ставкой, выданных компаниям, также преобладает привязка к ключевой ставке (их доля на начало 2023 года составляла 84,5%).

Индикаторы, к которым привязаны купоны корпоративных флоутеров



Источник: Cbonds, SberCIB Investment Research

Индикаторы, к которым привязаны плавающие ставки по кредитам



Источник: ЦБ РФ

Как обычно устроена привязка купона к перечисленным индикаторам?

В сегменте ОФЗ выделяют два типа бумаг с плавающим купоном по типу привязки: флоутеры старого типа, размещавшиеся с 2014 до 2020 года (в обращении пять выпусков общим объемом 1,2 трлн руб.) и нового типа, которые размещались с 2020 года (выпущено 13 выпусков на 6,4 трлн руб.). По старым флоутерам купон выплачивается раз в полгода, по новым – ежеквартально. Купон старых флоутеров рассчитывается как среднее ежедневное значение RUONIA за период, начинающийся за 12 месяцев и заканчивающийся за 6 месяцев до соответствующей купонной выплаты плюс фиксированный спред (от 1,2 п. п. до 1,6 п. п., в зависимости от выпуска). При этом в структуре нового типа флоутеров премии к ставке денежного рынка не предусмотрено, но купон определяется как среднее ежедневное значение RUONIA за текущий трехмесячный купонный период с техническим лагом в 7 дней. Новый тип флоутеров более удобен основным участникам рынка – банкам, так как он хеджирует процентный риск лучше, чем старый тип (у нового типа нет проблемы отставания купонов от текущих ставок денежного рынка). Поэтому далее в нашем отчете мы сфокусируемся именно на них.

Примечательно, что среди обращающихся на российском рынке корпоративных флоутеров довольно много типов купонных структур: как с привязкой к текущей средней ключевой ставке или RUONIA (аналог нового типа флоутеров ОФЗ, и, на наш взгляд, они наиболее предпочтительны с точки зрения структуры), так и с привязкой к RUONIA или ключевой ставке с лагом в несколько месяцев (в последнем случае очередной купон, как правило, определяется как среднее значение индикатора, к которому он привязан, за предыдущий купонный период). Иногда купон привязывается к единственному значению индикатора на определенный день. В таком случае уровень купона зависит от конкретной даты изменения ставки, и, следовательно, становится менее предсказуемым

для инвестора. При этом корпоративные флоутеры, как правило, предлагают фиксированную премию к индикатору (для рыночных выпусков она составляет от 0,7 п. п. до 9,0 п. п., в зависимости от уровня кредитного риска).

Что представляет собой ставка RUONIA, к которой привязано большинство выпущенных флоутеров?

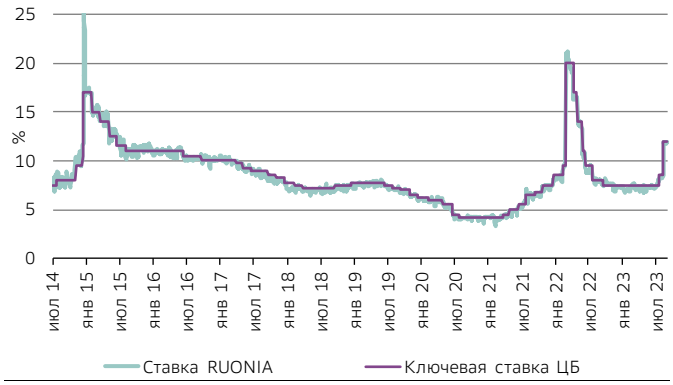
RUONIA – процентная ставка, по которой крупные кредитные организации предоставляют друг другу необеспеченные кредиты в рублях сроком на один рабочий день. RUONIA главным образом зависит от уровня ключевой ставки ЦБ. Операционной целью денежно-кредитной политики Банка России является удержание процентных ставок межбанковского рынка вблизи ключевой ставки. Центробанк проводит операции на денежном рынке (абсорбирования и предоставления ликвидности) так, чтобы спред между RUONIA и ключевой ставкой был небольшим.

От чего зависит спред между RUONIA и ключевой ставкой и в каком диапазоне он может находиться?

Положение RUONIA относительно ключевой ставки определяется в первую очередь тем, находится ли банковский сектор в состоянии структурного профицита или дефицита ликвидности (то есть от наличия устойчивой потребности в размещении свободной ликвидности в ЦБ или в привлечении ликвидности у ЦБ). В первом случае RUONIA почти все время находится ниже ключевой ставки, во втором случае – выше. Сама величина структурного профицита или дефицита ликвидности существенно не влияет на размер спреда, но значительные колебания ликвидности могут временно приводить к сильному изменению спреда в течение 1-2 месяцев. ЦБ при этом допускает ограниченные колебания спреда во время ежемесячного периода усреднения в зависимости от ситуации с ликвидностью (например, притока ликвидности в начале периода усреднения на фоне регулярных трат бюджета и оттока ликвидности ближе к концу периода усреднения на фоне налоговых платежей). При этом спред практически никогда не выходит за пределы диапазона от минус 100 б. п. до 100 б. п., что соответствует коридору процентных ставок ЦБ.

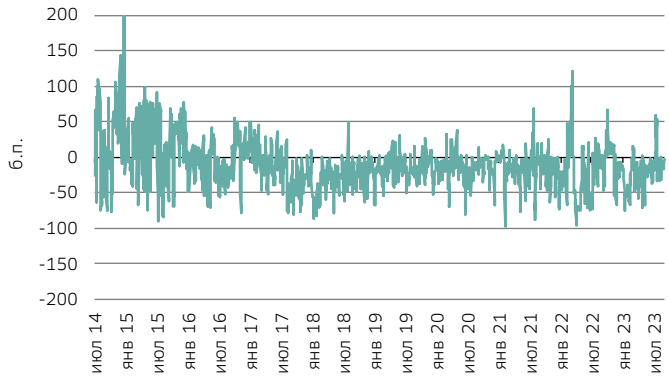
Средний спред между RUONIA и ключевой ставкой с 2016 года по 1К23 составил минус 17 б. п. за ежемесячный период усреднения, а его волатильность за тот же период (два стандартных отклонения) была на уровне 25 б. п. (что не превышает стандартного шага повышения ключевой ставки: 25 б. п.).

Динамика ключевой ставки и RUONIA



Источник: ЦБ РФ

Спред между ключевой ставкой и RUONIA



Источник: ЦБ РФ

Что будет происходить дальше со ставкой RUONIA?

Мы ожидаем, что в ближайшие месяцы ЦБ будет удерживать ключевую ставку на уровне 12% и постепенно снизит ее до 8,5% в конце 2024 года. По прогнозам Центробанка, в банковском секторе сохранится структурный профицит ликвидности, который может составить 1,3-2,2 трлн руб. по итогам 2023. На наш взгляд, на этом фоне средний спред RUONIA к ключевой ставке в ближайшие месяцы может в среднем составлять минус 20 б. п.

Кто является эмитентами и держателями флоутеров на российском рынке?

Кто основной эмитент флоутеров на российском рынке?

Самый крупный эмитент облигаций с плавающим купоном в РФ – Минфин. Общий объем ОФЗ с плавающим купоном (ОФЗ-ПК) в обращении на рынке на данный момент достигает 7,6 трлн руб., это почти 40% от объема ОФЗ в обращении. Объем флоутеров, выпущенных корпоративными эмитентами, составляет 4,7 трлн руб., или 21% от всех выпущенных корпоративных облигаций. При этом, в отличие от госбумаг, у значительной части корпоративных флоутеров сильно ограничена ликвидность на вторичном рынке. В частности, агентство Cbonds.ru маркирует «рыночные» выпуски (т. е. размещенные среди широкого круга инвесторов) только на 1,6 трлн руб. (около 100 выпусков облигаций), тогда как общий объем корпоративных флоутеров достигает 4,7 трлн руб. (около 250 выпусков). При этом только часть из «рыночных» выпусков можно назвать достаточно ликвидными.

Кто основные держатели флоутеров?

Облигации с плавающим купоном в основном покупают коммерческие банки, поскольку этот инструмент может приносить предсказуемый доход при относительно низкой нагрузке на капитал (у этих бумаг нет процентного риска, а может быть только кредитный – в случае корпоративных флоутеров). Купоны по облигациям с плавающим купоном, как правило, привязаны к индикаторам, которые хорошо отражают стоимость фондирования для банков, и довольно высокая доля флоутеров на рынке обусловлена тем, что крупнейшие инвесторы на российском рынке облигаций – это банки. Управляющие компании и другие институциональные инвесторы могут тактически инвестировать во флоутеры для управления процентным риском в период повышенной неопределенности ставок, но на длительных горизонтах инвестирования они, как правило, предпочитают инструменты с фиксированной ставкой.

В каком случае спрос на флоутеры может снизиться, что приведет к резкому падению цен?

Это возможно, например, при реализации инфраструктурных рисков (длительная приостановка торгов) или если у инвесторов появятся сомнения в способности и (или) желании Минфина обслуживать долг (что в текущий момент представляется маловероятным). С учетом низкой нагрузки на капитал у банков, как правило, сохраняется высокий интерес к флоутерам даже при ухудшении ситуации с ликвидностью в банковском секторе. В таком случае банки могут привлечь ликвидность у ЦБ по ставке, близкой к ключевой, а в крайнем случае – через инструмент предоставления ликвидности постоянного действия (ключевая ставка плюс 100 б. п.).

Как Минфин подходит к управлению процентным риском?

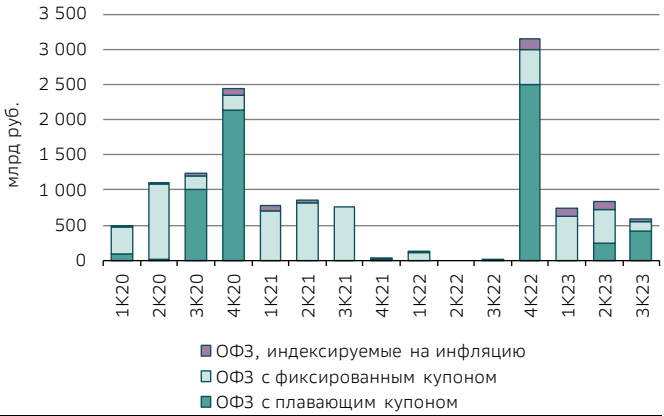
Значительная доля текущего объема ОФЗ-ПК была размещена Минфином в третьем и четвертом кварталах 2020 года и в четвертом квартале 2022 года на фоне высокой потребности бюджета в быстром привлечении средств. В результате размещений в 2022 году доля флоутеров в портфеле Минфина достигла исторического максимума – 38,2%. По мнению ведомства, такая доля ОФЗ-ПК избыточна с точки зрения процентного риска для бюджета. В предыдущие годы представители Минфина и Счетной палаты называли предпочтительной долю флоутеров в пределах 15–25% от всего объема облигаций Минфина. На этом фоне в начале 2023 года ведомство перешло к размещению ОФЗ-ПД.

Тем не менее в условиях увеличения стоимости заимствований за счет длинных ОФЗ-ПД Минфин в мае этого года возобновил размещение флоутеров и с тех пор разместил их (а именно ОФЗ-29024) на 670 млрд руб. (предельный объем этого выпуска в обращении – 750 млрд руб.). На фоне резкого повышения ключевой ставки Минфин, вероятно, в ближайшее время сместит акцент на выпуск ОФЗ с постоянным доходом, но высока вероятность, что ему вновь придется нарастить размещение облигаций с плавающим купоном в 4К23 по аналогии с 2020 и 2022 годами из-за значительной программы заимствований.

Доля ОФЗ с плавающим купоном и индексацией на инфляцию

Источник: Минфин, SberCIB Investment Research

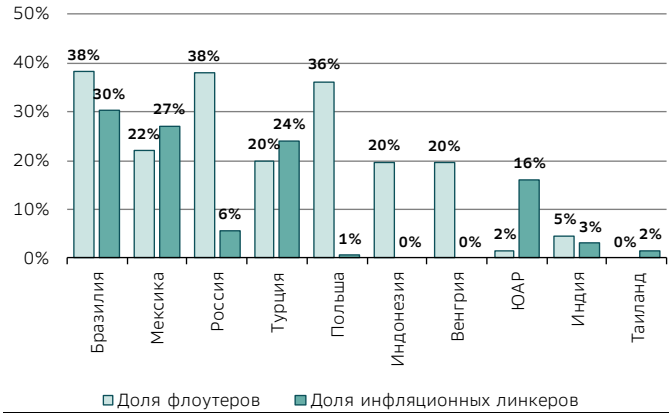
Размещение ОФЗ по типу инструмента



Источник: Минфин, SberCIB Investment Research

Мы видим возможность для умеренного наращивания Минфином портфеля бумаг с плавающим купоном. По доле флоутеров на внутреннем рынке госдолга (с купонами, привязанными к ставкам денежного рынка, ключевой ставке ЦБ и т. д.) Россия на начало 2023 года была среди лидеров наряду с Бразилией (38%) и Польшей (36%). Однако абсолютный объем ОФЗ с плавающим купоном был сравнительно небольшим с учетом невысокого уровня госдолга РФ в процентах от ВВП (17%). Более подробно мы писали про это в обзоре от 1 февраля «Возможность для роста доли флоутеров сохраняется».

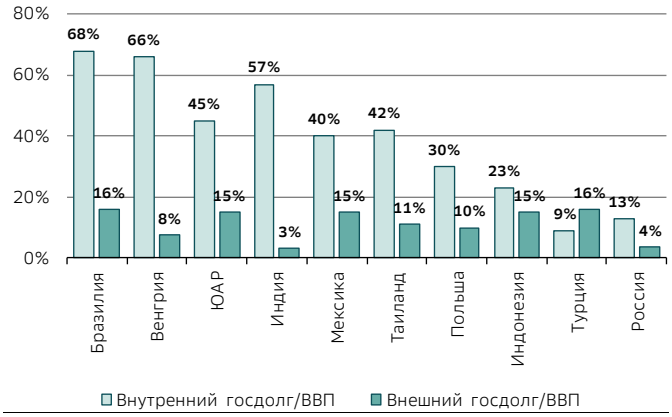
Доли облигаций с переменными выплатами на рынках госдолга развивающихся экономик



Примечание. Данные на начало 2023 года

Источник: сайты министерств финансов и центральных банков соответствующих стран, SberCIB Investment Research

Уровни госдолга в странах с развивающейся экономикой



Примечание. Данные на начало 2023 года

Источник: CEIC, сайты министерств финансов и центральных банков соответствующих стран, SberCIB Investment Research

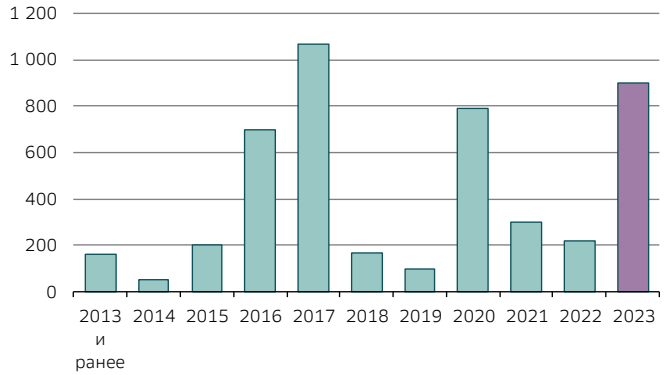
Каковы преимущества размещения флоутеров для корпоративных заемщиков?

Как правило, операционный денежный поток компаний реального сектора не зависит от изменений процентных ставок, поэтому привлечение долга с фиксированной ставкой обеспечит более высокую предсказуемость будущего денежного потока для эмитента. Вместе с тем при стабильном уровне ставок или их снижении в течение срока обращения флоутеров процентные расходы эмитента окажутся ниже, чем в случае выпуска классических облигаций: экономия достигается в том числе за счет нивелирования премии за срочность (поскольку заемщик будет выплачивать только краткосрочный бенчмарк ставки плюс фиксированную премию). В частности, в 1П23 угол наклона кривой доходности ОФЗ оказался достаточно большим, в результате премия за срочность и для корпоративных заемщиков на рынке облигаций была высокой, что, в свою очередь, мотивировало компании размещать облигации с купонами, привязанными к краткосрочным ставкам денежного рынка.

Рынок корпоративных флоутеров заметно вырос с начала 2023 года. Какой прогноз по росту этого сегмента рынка в будущем?

С начала 2023 года объем размещения корпоративных флоутеров заметно увеличился (было размещено бумаг почти на 900 млрд руб., что сопоставимо с пиковыми 2017 и 2020 годами), и в ближайшие три-шесть месяцев мы ожидаем снижения активности в этом сегменте первичного рынка. Текущий уровень процентных расходов, скорее всего, скажется на тактике корпоративных заемщиков – после повышения процентной ставки в августе флоутеры сейчас проигрывают облигациям с фиксированным купоном. Вместе с тем мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе российские инвесторы в целом будут проявлять больше интереса к облигациям с плавающей ставкой для хеджирования процентного риска, поэтому доля корпоративных облигаций с плавающей ставкой может вырасти с текущего уровня 21%. Для сравнения, доля корпоративных рублевых кредитов по плавающей ставке составляет 48% (на конец 1К23).

Размещение корпоративных флоутеров в год



Источник: SberCIB Investment Research

Какие риски при инвестировании в корпоративные флоутеры по сравнению с флоутерами ОФЗ?

Инвестиции во флоутеры являются частью стратегии по снижению процентного риска. При этом инвесторам не стоит забывать, что у корпоративных флоутеров, как и у классических корпоративных облигаций, есть риск дефолта. В случае непредвиденного роста процентных ставок компания с большим объемом долга по плавающей ставке может столкнуться со сложностями в его обслуживании (в таком случае процентный риск трансформируется в кредитный риск). По этой причине в защитных стратегиях мы рекомендуем ограничиться инвестициями во флоутеры компаний первого эшелона. Кроме того, поскольку инвестиции во флоутеры часто носят тактический характер, необходимо наличие достаточно глубокого вторичного рынка, чтобы снизить транзакционные издержки при продаже флоутеров. Отметим, что корпоративные флоутеры заметно уступают в ликвидности аналогичным суверенным выпускам, поэтому при выборе корпоративных бумаг мы рекомендуем изучить ликвидность конкретного выпуска. Наконец, как мы уже отмечали выше, инвесторам важно изучить механизм определения купонных ставок, которые сильно различаются в сегменте корпоративных флоутеров.

Подходы к оценке флоутеров

Как сравнивать флоутеры?

Для флоутеров нового типа можно рассчитать маржу дисконтирования (вмененный спред к бенчмарку) по методологии МосБиржи, которая широко применяется при оценке облигаций с плавающей ставкой. По сути, маржа дисконтирования представляет собой дополнительный доход (в базисных пунктах), который можно получить за время обращения флоутера (при его покупке по текущей цене на рынке), по сравнению с размещением денег по ставке RUONIA.

Есть и другие подходы – например, моделирование денежных потоков по флоутерам в разных сценариях динамики ставок денежного рынка или расчет эквивалента доходности к погашению при допущении о сохранении купонной ставки на текущем уровне. Ниже мы приводим результаты моделирования в разных сценариях движения ставок.

Как сравнивать флоутеры с облигациями с фиксированным купоном?

На развитых рынках традиционным подходом является пересчет спреда по флоутерам к бенчмарку в фиксированную доходность с учетом котировок процентных свопов (согла-

шение, которое предполагает обмен плавающей ставки на фиксированную) на соответствующий срок. Например, при размещении нового корпоративного флоутера справедливым спредом к бенчмарку можно считать спред обращающихся классических облигаций этого эмитента к ставке свопов на соответствующий срок. Однако важное условие для такого расчета – это достаточная ликвидность инструментов. По нашему мнению, российский рынок процентных свопов в настоящее время вполне отвечает этому требованию. Однако в случае корпоративных облигаций ограничивающим фактором может быть низкая ликвидность (что приводит к низкой репрезентативности их котировок).

Альтернативным подходом может быть сравнение маржи дисконтирования по корпоративным флоутерам и ОФЗ-ПК и G-спредов по бумагам с фиксированным купоном. Так, маржа дисконтирования по флоутерам Газпром Капитал-07 и Норникель БО-09 на 60–70 б. п. выше, чем по ОФЗ-ПК, тогда как спреды по облигациям этих эмитентов с фиксированным купоном к ОФЗ в настоящий момент в среднем почти нулевые.

Примечательно, что размещения корпоративных флоутеров компаниями с рейтингом «ААА» в 1П23 проходили в довольно узком диапазоне маржи купона (во всех выпусках она была близка к 130 б. п.) без дифференциации оценки, которую можно наблюдать на рынке классических облигаций.

Отдельные выпуски корпоративных облигаций с плавающей ставкой

Выпуск	Рейтинг эмитента (АКРА/Эксперт РА/НКР)	Дата выпуска	Дата погашения	Объем выпуска, млрд руб.	Периодичность выплаты купона, раз в год	Купон	Маржа купона: первоначальный ориентир при размещении облигаций, б. п.	Маржа купона, б. п.	Спред облигаций с фиксированной ставкой в дату размещения флоутеров (к кривой ОФЗ, б. п.)
ГМК Норильский никель, БО-09	- / ruAAA / -	24.05.2023	17.05.2028	60	4	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней) плюс 1,3%	140	130	105
ВЭБ.РФ, ПБО-002Р-36	AAA / - / -	16.03.2023	18.09.2030	50	4	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней) плюс 1,7%	200	170	125
ВЭБ.РФ, ПБО-002Р-37	AAA / - / -	25.07.2023	25.08.2032	40	4	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней) плюс 1,8%	180	180	65
Газпром Капитал, 07	AAA / ruAAA / -	12.04.2023	05.04.2028	40	4	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней) плюс 1,3%	145-155	130	80
РЖД, 001Р-26R	AAA / ruAAA / -	17.07.2023	19.07.2028	30	12	1-й купон – 8,6%, последующие купоны – среднее значение RUONIA за предыдущий купонный период с лагом 7 дней плюс 1,3%	135	130	60
Россельхозбанк, БО-02-002Р	AA / - / AA+	19.05.2023	08.05.2026	25	12	1-й купон – 8,66%, последующие купоны – среднее значение RUONIA за предыдущий купонный период с лагом 7 дней плюс 1,5%	165	150	120

Источник: Cbonds, SberCIB Investment Research

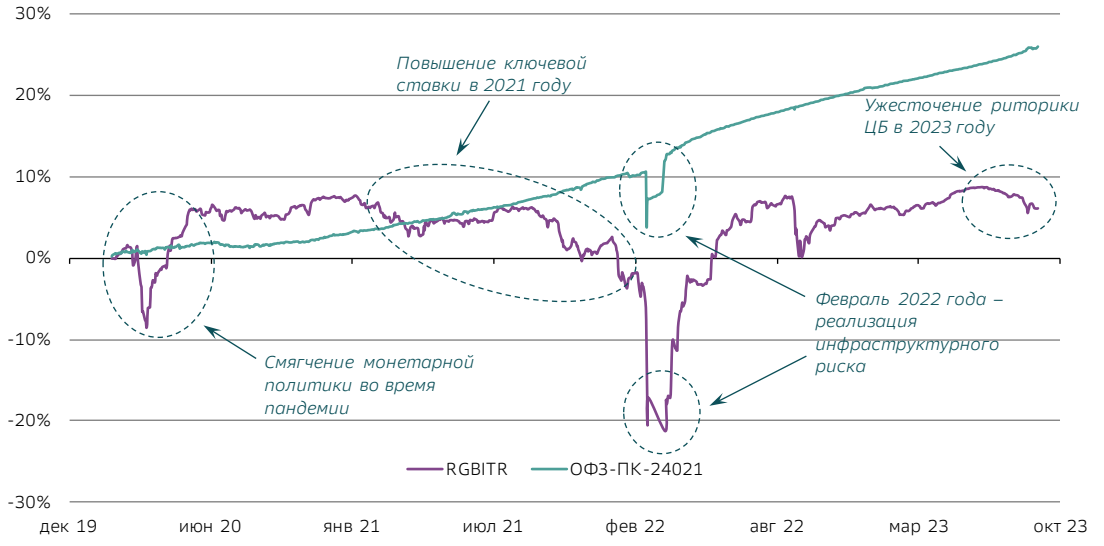
Исторические результаты инвестиций во флоутеры

Какой результат показали ОФЗ с плавающим купоном (ОФЗ-ПК) по сравнению с выпусками с фиксированным купонам (ОФЗ-ПД) за последние годы?

При расчете мы будем сравнивать совокупный доход по самому старому ОФЗ флоутеру нового типа серии ОФЗ-24021 и индекс совокупного дохода RGBI (он включает наиболее ликвидные ОФЗ-ПД с дюрацией более одного года) за период с 2020 года (начало обращения выпуска ОФЗ-24021) по август 2023. Инвестиционный результат по выпуску

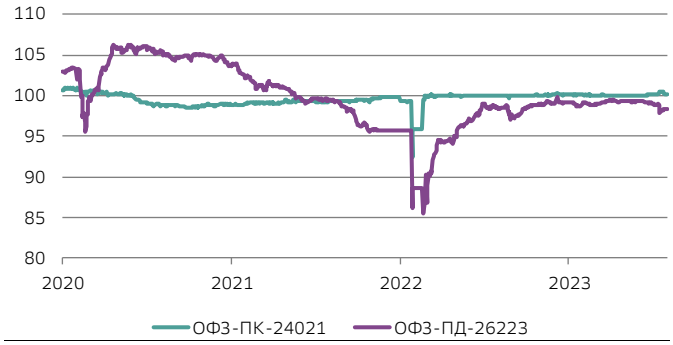
ОФЗ-24021 составил 26% (или средний годовой доход 6,7%), тогда как индекс RGBI вырос на 6,2% (1,7% в среднем за год). При этом волатильность показателя накопленного дохода по флоутеру значительно ниже, чем по индексу RGBI.

Накопленный совокупный доход при инвестировании во флоутер ОФЗ-24021 и индекс полного дохода RGBI, 30 янв. 2020 = 0



Источник: МосБиржа, SberCIB Investment Research

Динамика цены ОФЗ-ПК-24021 и сопоставимого по сроку до погашения ОФЗ-ПД-26223

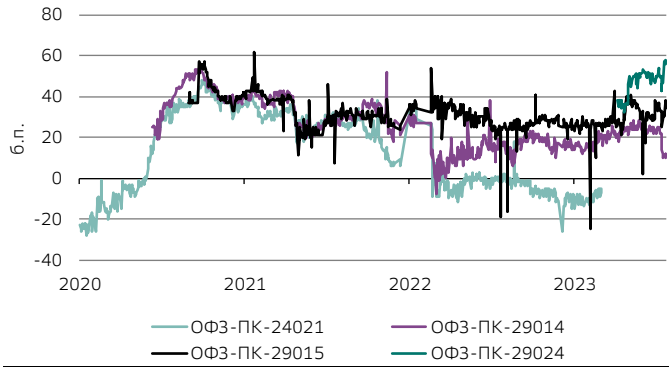


Источник: МосБиржа

Насколько высока волатильность цен ОФЗ с плавающим купоном на вторичном рынке?

Флоутеры старого типа относительно более волатильны из-за лага между фиксацией RUONIA и датой выплаты купона. Флоутеры нового типа отличаются низкой волатильностью. Например, цена ОФЗ-24021, одного из наиболее старых выпусков нового типа, колебалась в диапазоне от 98,5% до 101% от номинала, за исключением периода в конце февраля 2022 года, когда приостанавливались торги на Московской бирже. Вмененный спред к RUONIA (маржа дисконтирования) по выпуску держится в диапазоне от минус 28 б. п. до 30 б. п.

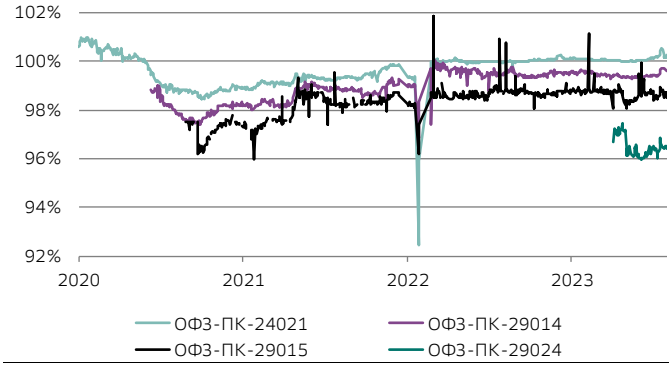
Динамика спредов к RUONIA по некоторым ОФЗ-ПК нового типа



Примечание. График вмененного спреда к RUONIA выпуска ОФЗ-24021 ограничен апрелем 2023 года, когда до погашения остается 1 год.

Источник: МосБиржа, SberCIB Investment Research

Динамика цен некоторых ОФЗ-ПК нового типа



Источник: МосБиржа, SberCIB Investment Research

Наиболее интересные для покупки флоутеры на данный момент

Почему сейчас могут быть интересны облигации с плавающим купоном?

Облигации с плавающим купоном представляются сейчас наиболее привлекательными с точки зрения соотношения потенциального дохода и риска по сравнению с выпусками с фиксированным купоном и бумагами с привязкой к инфляции. Флоутеры сейчас не уступают по текущей доходности (соотношение величины купона и цены) ОФЗ-ПД с сопоставимым сроком до погашения. Кривая ОФЗ-ПД, которая находится в диапазоне от 11,4% в коротких выпусках до 11,7% в длинных, на наш взгляд, может не полностью учитывать риск продолжительного удержания ключевой ставки на текущем уровне. Дополнительным фактором, ограничивающим потенциал снижения доходностей длинных ОФЗ-ПД, является вероятное увеличение предложения таких бумаг Минфином на аукционах. Кроме того, флоутеры смогут лучше защитить портфель инвестора в случае реализации рисков, которые могут привести к дополнительному повышению ключевой ставки.

Какие флоутеры наиболее интересны для покупки в текущий момент?

Среди ОФЗ с плавающим купоном мы считаем наиболее привлекательными выпуски нового типа – в частности, ОФЗ серий 29020, 29015 и 29024, которые торгуются со спредом 30–55 б. п. к RUONIA. В корпоративном сегменте наиболее привлекательны, на наш взгляд, Газпром Капитал-07 и Норильский никель БО-09 (их маржа дисконтирования в среднем составляет 100 б. п.) – они отличаются высокой ликвидностью и купонной структурой, сопоставимой с ОФЗ-ПК нового типа, которую мы считаем наиболее эффективной для хеджирования процентного риска. Инвесторы, готовые к чуть большему кредитному риску, также могут рассмотреть покупку выпуска ВЭБ РФ-002Р-36 (спред к RUONIA – 145 б. п.).

Облигации с плавающей ставкой

ISIN	Выпуск	Дата выпуска	Дата погашения	Объем выпуска, млрд руб.	Купон	Периодичность выплаты купона	Текущий спред к RUONIA (маржа дисконтирования, б. п.)	Текущая цена
SU29020RMFS3	ОФЗ 29020	11.11.2020	22.09.2027	450	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней)	4 раза в год	30	99,0
SU29024RMFS5	ОФЗ 29024	03.05.2023	18.04.2035	750	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней)	4 раза в год	55	96,6
SU29015RMFS3	ОФЗ 29015	23.09.2020	18.10.2028	450	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней)	4 раза в год	30	98,8
RU000A106375	Газпром Капитал, 07	12.04.2023	05.04.2028	40	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней) плюс 1,3%	4 раза в год	105	101
RU000A1069N8	ГМК Норильский никель, БО-09	24.05.2023	17.05.2028	60	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней) плюс 1,3%	4 раза в год	97	101,1
RU000A105YH8	ВЭБ.РФ, ПБО-002Р-36	16.03.2023	18.09.2030	50	Текущая RUONIA (с техническим лагом 7 дней) плюс 1,7%	4 раза в год	145	101,1

Источник: МосБиржа, SberCIB Investment Research

Какой доход могут принести флоутеры нового типа при инвестировании на горизонте один год?

Мы смоделировали несколько сценариев динамики ключевой ставки. Результаты нашего анализа представлены в таблицах ниже. Мы сделали расчеты по четырем сценариям:

- базовый (сценарий A) – сохранение ставки на текущем уровне 12% до марта 2024 года с последующим поэтапным снижением до 9,5% в сентябре 2024 года,
- рисковый (B) – еще одно экстренное повышение ставки в октябре 2023 года до 17% с последующим снижением до 14% в июле 2024 года,
- оптимистичный (C) – постепенное снижение ставки с октября 2023 года до 8,5% к сентябрю 2024 года,
- дополнительный рисковый (D) – повышение ставки до 13% в сентябре 2023 года и сохранение ее неизменной на горизонте одного года.

С целью определения оптимального инструмента для инвестирования мы присвоили этим сценариям вероятности соответственно 40%, 30%, 15% и 15% с учетом нашего консервативного взгляда на текущий баланс рисков.

ОФЗ-ПД всех сроков приносят более значительный доход при базовом и оптимистичном сценариях (A и C). Однако взвешенный по вероятностям всех сценариев доход по флоутерам оказался выше, чем по портфелю ОФЗ-ПД, составленному в равных долях из двух-, пяти- и десятилетних облигаций: 12,8% против 11,5%. Это объясняется гораздо более высокими результатами по флоутерам в рисковых сценариях B и D по сравнению с ОФЗ-ПД. Отметим, что доход по флоутерам в худшем для них сценарии C составляет 10%, в то время как доход по длинным и среднесрочным ОФЗ-ПД в худших для классических облигаций сценариях B и D опускается до 4–7%.

Оценки совокупного дохода по разным типам ОФЗ на горизонте один год, %

Сценарий/тип ОФЗ	ОФЗ, флоутеры	ОФЗ-ПД, 2 года	ОФЗ-ПД, 5 лет	ОФЗ-ПД, 10 лет
A	11,5-12%	12,8%	14,8%	16,1%
B	14,9-15,4%	9,8%	5,8%	4,3%
C	10,1-10,6%	14%	18%	17,7%
D	13,1-13,6%	10,5%	7,2%	4,3%

Примечание. В оценки дохода по ОФЗ с плавающим купоном заложена предпосылка о сохранении спреда к RUONIA на текущем уровне.

Источник: SberCIB Investment Research

Сценарии динамики ключевой ставки по заседаниям ЦБ РФ

Сценарий (уровень ключевой ставки)	A	B	C	D
сен 23	12,0%	12,0%	12,0%	13,0%
окт 23	12,0%	17,0%	11,0%	13,0%
дек 23	12,0%	17,0%	10,0%	13,0%
фев 24	12,0%	15,0%	10,0%	13,0%
мар 24	11,5%	15,0%	10,0%	13,0%
апр 24	11,0%	14,0%	9,0%	13,0%
июн 24	10,5%	14,0%	9,0%	13,0%
июл 24	10,0%	14,0%	8,5%	13,0%
сен 24	9,5%	12,0%	8,5%	13,0%
Вероятность реализации	**40%**	**30%**	**15%**	**15%**

Источник: SberCIB Investment Research

Доходности к погашению по выпускам ОФЗ-ПД через год в разных сценариях

Сценарий (прогноз доходности)	ОФЗ-ПД, 2 года	ОФЗ-ПД, 5 лет	ОФЗ-ПД, 10 лет
A	10,00%	10,50%	10,75%
B	13,75%	13,50%	13,00%
C	8,50%	9,50%	10,50%
D	13,00%	13,00%	13,00%

Источник: SberCIB Investment Research

Игорь Рапохин, CFA

Екатерина Сидорова, CFA

Ограничение ответственности