

Михаил НИКОНОВ,
ведущий аналитик
по корпоративным и суверенным
рейтингам, «Эксперт РА»

Филипп МУРАДЯН,
младший директор
по корпоративным и суверенным
рейтингам, «Эксперт РА»



Тенденции рынка облигаций — 2019: взгляд рейтингового агентства

В 2019 году смягчение монетарной политики Банка России транслировалось в снижение процентных ставок по всему долговому рынку, за исключением сегмента высокодоходных облигаций (ВДО). Объемы рыночных размещений выросли почти в 1.5 раза, при этом в структуре размещений выросла доля эмитентов с более низкими кредитными рейтингами и эмитентов без рейтинга. Активное вовлечение розничных инвесторов во вложения в ВДО без рейтинга чревато возникновением проблем как для самих инвесторов, так и для эмитентов этого сектора. При этом ограничение перечня доступных для инвестиций инструментов для неквалифицированных инвесторов 1-м и 2-м котировальными списками может поставить под угрозу функционирование сектора ВДО в принципе. Наличие объективной независимой оценки кредитного риска эмитента в виде кредитного рейтинга любого уровня позволит даже неквалифицированным инвесторам произвести взвешенное, осознанное решение о вложениях в те или иные бумаги.

2019 ГОД НЕОЖИДАННО СТАЛ ГОДОМ РАЛЛИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Российские корпоративные эмитенты облигаций вступили в 2019 год с рядом проблем. С одной стороны, ужесточение риторики Банка России относительно проводимой денежно-кредитной политики на фоне роста инфляционных ожиданий из-за повышения ставки НДС с 18% до 20%. С другой стороны — заявления лидеров монетарной политики США и ЕС относительно сворачивания политик количественного смягчения и отрицательных процентных ставок. Более того, на протяжении всего 2018 года российский рынок капитала находился в высокой степени неопределенности из-за наличия геополитических рисков, реализация худших из которых, по ожиданиям участников рынка, могла коснуться возможностей владения облигациями федерального займа (далее — ОФЗ) иностранными инвесторами. Все эти факторы оказали существенное давление на доходности государственных и корпоративных обли-

гаций на вторичном рынке и свели к минимуму активность на первичном рынке.

К счастью, худшие опасения участников рынка относительно введения запрета на инвестирование в ОФЗ не реализовались, а монетарные власти развитых стран, напротив, приняли решение продолжить смягчать свою денежно-кредитную политику ввиду отсутствия иных весомых стимулов экономического роста. Позднее примеру развитых стран последовал и Банк России. В результате сегмент ОФЗ, а вместе с ним и рынок корпоративных облигаций приступили к восстановлению и ралли с апреля 2019 года. С этого момента российские корпоративные эмитенты активно начали выходить на рынок, при этом спрос со стороны инвесторов был настолько велик, что в ходе букбилдинга они нередко увеличивали объемы привлекаемых средств в 1.5–2 раза по ставке купона ниже объявленной в ходе премаркетинга.

Для иллюстрации поступательного снижения стоимости размещения облигаций на первичном рынке ярким примером может послужить ПАО МТС, который как раз проводил букбилдинг в январе, апреле, июне и октябре 2019 года, что позволяет сделать срез по динамике ставок корпоративных облигаций на каждый квартал текущего года.

Таблица 1 иллюстрирует, что стоимость привлечения заемного финансирования существенно снизилась; если в апреле для размещения 5 млрд рублей на 3.5 года инвесторы требовали купон на уровне 8,40%, то уже к октябрю ставка купона на больший срок и больший объем размещения опустилась до 6.85%.

СМЯГЧЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ ТРАНСЛИРОВАЛОСЬ В СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО ВСЕМУ РЫНКУ, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ СЕГМЕНТА HIGH YIELD

За I квартал 2019 года кривая доходностей ОФЗ снизилась на 35–45 б.п. на участке 3–5 лет и до 50 б.п. на долгосрочном участке кривой. К концу июня 2019 года, когда Банк России опустил ставку впервые в 2019 году, попутно озвучив мягкую риторику относительно дальнейшего направления денежно-кредитной политики, доходности снизились еще на 65–75 б.п. и 80 б.п. соответственно. Похожая динамика повторялась на протяжении последующих кварталов, и

Выпуск	Дата размещения	Объем размещения, млн руб.	Срок, лет	Ставка купона, %	Доходность, %
МТС, 001Р-07	29.01.2019	10 000	5.0	8.70	8.99
МТС, 001Р-08	22.04.2019	5000	3.5	8.40	8.67
МТС, 001Р-09	22.04.2019	7500	5.5	8.60	8.88
МТС, 001Р-10	03.07.2019	15 000	6.0	8.00	8.25
МТС, 001Р-12	31.10.2019	15 000	4.0	6.85	7.03

Источник: Cbonds, Эксперт РА

Таблица 1
Рыночные размещения ПАО МТС в 2019 году

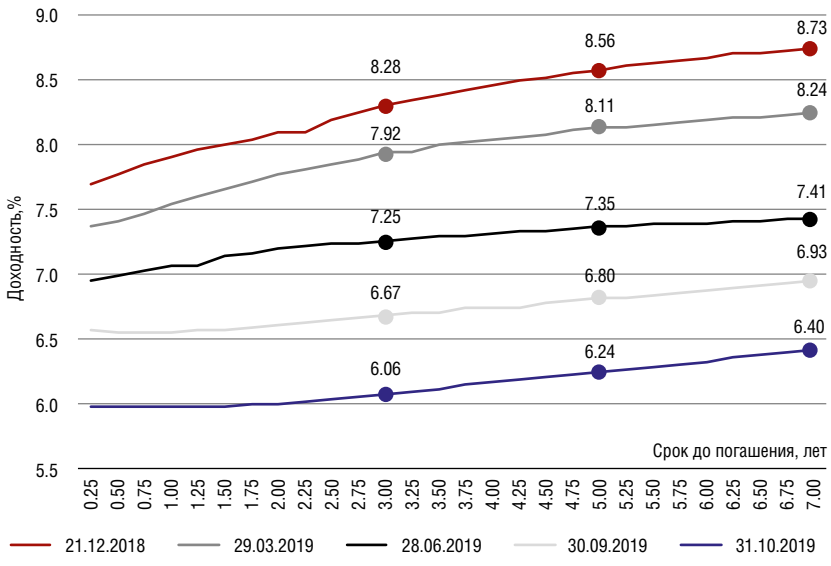
в результате с конца декабря 2018 года до конца октября 2019 года кривая безрисковой процентной ставки продемонстрировала смещение вниз на 230 б.п. на участке 3–7 лет, опередив при этом динамику снижения ключевой ставки (на 07.11.2019 — снижение на 125 б.п. с начала года).

Снижение кривой доходностей ОФЗ, будучи основным бенчмарком определения справедливых уровней доходностей российского рынка капитала, неминуемо привело к снижению доходностей корпоративных облигаций, что можно наблюдать по динамике индекса агрегированных доходностей Cbonds-CBI.

Рисунок 2 иллюстрирует, что процентные ставки по корпоративным облигациям активно снижались вслед за доходностями ОФЗ: явный понижательный тренд демонстрировали облигации с рейтингами по национальной шкале в диапазонах AAA — AA- (черный график) и A+ — BBB (серый график). Примечательно, что индексы показывают сужение кредитных спредов в доходностях между эмитентами высокого и умеренно высокого кредитного качества, в то время как сегмент высокодоходных облигаций (далее — ВДО, красный график) на протяжении последнего года демонстрировал смешанную динамику, сохранив повышенный уровень премии к эмитентам с кредитным рейтингом по национальной шкале уровня BBB и выше.

В НЕКОТОРЫХ ОТРАСЛЯХ, ОРИЕНТИРОВАННЫХ НА ВНУТРЕННИЙ РЫНОК, СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПОЗВОЛЯЕТ ЧАСТИЧНО НИВЕЛИРОВАТЬ СТРУКТУРНЫЕ НЕГАТИВНЫЕ ШОКИ

Рисунок 1
Кривая доходностей ОФЗ по датам



Источник: Московская Биржа, Эксперт РА

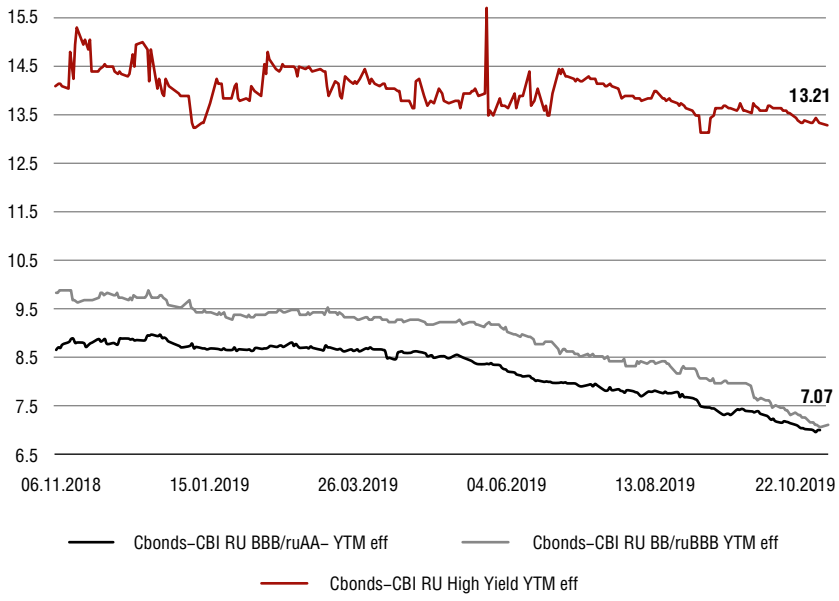


Рисунок 2
Динамика индекса доходностей Cbonds-CBI

САМОГО ФАКТА НАЛИЧИЯ У ЭМИТЕНТА КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА ДОЛЖНО БЫТЬ ДОСТАТОЧНО ДЛЯ ЗАЩИТЫ ИНТЕРЕСОВ НЕКВАЛИФИЦИРОВАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

В СТРУКТУРЕ РАЗМЕЩЕНИЙ РАСТЕТ ДОЛЯ ЭМИТЕНТОВ С БОЛЕЕ НИЗКИМИ КРЕДИТНЫМИ РЕЙТИНГАМИ И ДОЛЯ ЭМИТЕНТОВ БЕЗ РЕЙТИНГА

Общий тренд на снижение ставок в 2019 году вернул фокус внимания корпоративных эмитентов на привлечение долга посредством размещения облигаций. Объем рыночных сделок за 10 месяцев 2019 года превысил показатель 2018 года примерно в 1.5 раза, достигнув около 1.6 трлн рублей. Наибольшие объемы по-прежнему размещают эмитенты наиболее высокого кредитного качества с рейтингом по национальной шкале в диапазоне AAA — AA-. Текущий год примечателен тем, что рыночная доля AAA эмитентов постепенно переходит в пользу эмитентов категорий AA и A, что во многом обусловлено сложной рыночной конъюнктурой 2018 года, при которой в условиях повышенных рыночных рисков интерес инвесторов был направлен в пользу компаний с максимальным уровнем кредитоспособности.

Несмотря на то что эмитенты рейтингового класса ниже категории A по национальной шкале по-прежнему занимают минимальную часть общего объема рыночных размещений облигаций (2% в 2018 году и 3% за 10 месяцев 2019 года), по количеству проведенных сделок можно наблюдать несколько иную картину. На Рисунке 4 видно, что доля сделок эмитентов с рейтингом ниже уровня A выросла с 11% до 32%, при этом из них 25% эмитентов не имеют кредитного рейтинга ни от одного из аккредитованных российских рейтинговых агентств.

Резюмируя общую картину рынка капитала за 2019 год, можно отметить, что сложившаяся конъюнктура в целом достаточно позитивна, что подтверждается обновлениями исторических максимумов индекса ММВБ и серией успешных аукционов ОФЗ, которые также достигали рекордных объемов в течение 2019 года. В моменте банковский сектор характеризуется структурным профицитом ликвидности, траектория проводимой денежно-кредитной политики Банка России транслируется в снижение стоимости фондирования на рынке облигаций.

Тем не менее на фоне всеобщего позитива мы наблюдаем рост количества рыночных сделок сегмента высокодоходных облигаций, объем которых на фоне общего объема корпоративных размещений хоть и не столь значителен, однако по количеству прошедших сделок демонстрирует существенный рост. В текущих рыночных реалиях, когда эмитенты с высоким уровнем кредитного рейтинга занимают средства на рынке по всё более низким процентным ставкам, а значения кредитных спредов между эмитентами 1-го и 2-го эшелонов становятся всё менее существенными, сегмент высокодоходных облигаций выглядит особо привлекательным для инвесторов. При этом, на наш взгляд, низкое покрытие этого сегмента кредитными рейтингами, а также низкая информационная прозрачность самих эмитентов могут привести к существенной недооценке риска. Это усугубляется тем, что интерес к подобным инвестициям особенно высок у розничных инвесторов, возможности адекватной оценки кредитных рисков долговых инструментов которых сильно ограничены.

ОБЗОР РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ ЗА ПОСЛЕДНИЙ ГОД

Снижение процентных ставок в экономике позитивно отразилось на некоторых кредитных рейтингах нефинансовых компаний, покрываемых агентством «Эксперт РА». Наиболее сильный эффект наблюдался у компаний с высоким уровнем долговой нагрузки. Достигнутая экономия на процентных расходах у таких компаний позволила им опережающим темпом сокращать абсолютный размер задолженности, что отразилось на соответствующих долговых метриках. Кроме того, само по себе снижение объема процент-

ных расходов у компаний привело к более комфортным для кредиторов значениям метрики «EBITDA / %», облегчая доступ к рефинансированию и улучшению структуры долга. Некоторые компании преднамеренно держали короткий кредитный портфель, не решаясь фиксировать дорогие ставки заимствования на годы вперед. Замещение таких кредитов по более низким ставкам с удлинением сроков погашения улучшило текущую долговую нагрузку компаний и их прогнозную ликвидность, оказав позитивное влияние на рейтинги.

Снижение стоимости заимствований позитивно повлияло на решения некоторых компаний по осуществлению капитальных затрат на расширение производства. Часть компаний имеет значительный запас прочности по допустимому уровню долговой нагрузки, их инвестиционная программа растянута во времени или проекты характеризуются короткими сроками окупаемости. Кредитные рейтинги подобных компаний не претерпели изменений. Однако некоторые компании заявили более агрессивные планы по расширению бизнеса, которые потребовали привлечения дополнительного долгового финансирования. Средние прогнозные долговые метрики по таким компаниям были пересмотрены в сторону повышения, что негативно сказалось на рейтингах.

В сырьевых отраслях, ориентированных на экспорт, мы наблюдали выборочные повышения кредитных рейтингов, связанные в том числе с тем, что компании воспользовались периодом высоких цен на commodities при относительно стабильном курсе рубля и снизили свою долговую нагрузку.

В ФОКУСЕ: ОТРАСЛЬ ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА

В некоторых отраслях, ориентированных исключительно на внутренний рынок, снижение процентных ставок позволяет частично нивелировать структурные негативные шоки. Примером может послужить реформа в сфере жилищного строительства. С 1 июля 2019 года застройщикам запрещается работать напрямую с денежными средствами, поступающими по договорам долевого строительства; они должны депонироваться на счетах-эскроу. Ранее средства дольщиков были основным и бесплатным источником финансирования строительных проектов в России. Сейчас для финансирования новых проектов застройщикам приходится привлекать проектные кредиты в банках. Финансирование, привлекаемое под залог имеющихся денежных средств на счетах-эскроу, выдается по льготной процентной ставке, которая ниже ключевой ставки Банка России. Кроме того, для получения проектных кредитов застройщикам необходимо инвестировать в проект не менее 15% собственных средств, которые, в свою очередь, могут быть профинансированы либо собственными средствами, что могут себе позволить, как правило, только крупнейшие застройщики с большим пулом проектов, либо привлечением долга на уровень холдинговой компании.

В новом механизме превышение выборки кредита над суммой поступлений по эскроу-счетам приводит к повышенным процентным расходам по «нельготной» ставке. Практически все застройщики заблаговременно начали готовиться к переходу: аккумулировать ликвидность на балансе, более консервативно подходить к приобретениям проектов, распыляющих капитал. Это в моменте усилило их уровень кредитоспособ-

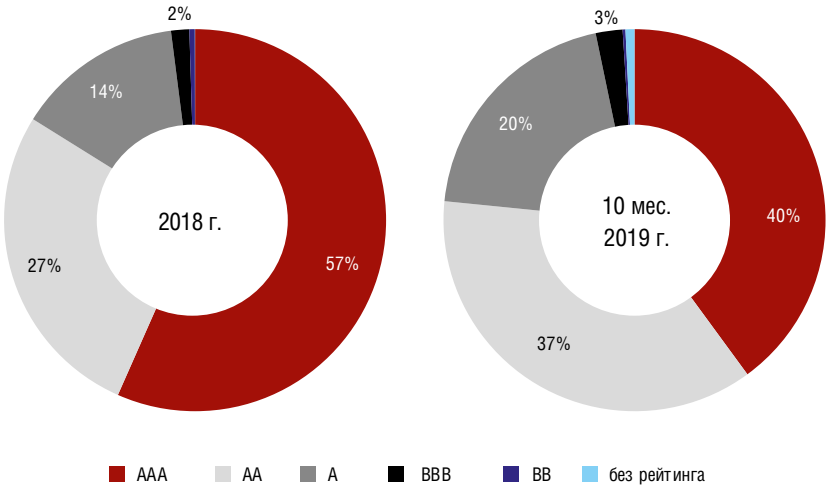
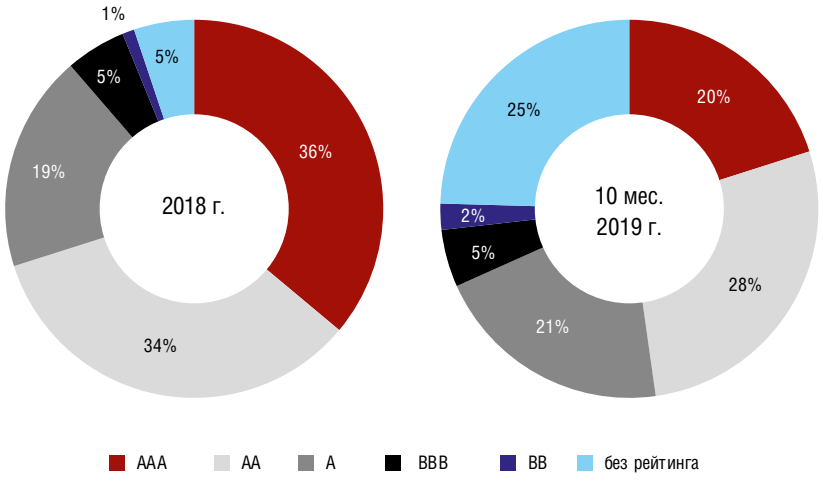


Рисунок 3
Рейтинговый класс рыночных размещений по объему привлекаемого долга

Рисунок 4
Рейтинговый класс рыночных размещений по количеству проведенных сделок



ности, в то время как новые требования только начали понемногу влиять на их финансы. У крупных и средних компаний большая часть проектов продолжает работать по «старым» правилам с прямым привлечением денег дольщиков. Таким образом, сильного стресса по всей системе финансов крупнейших игроков пока не наблюдается. Переход на новую систему будет происходить постепенно: проекты в системе эскроу-счетов должны за несколько лет заместить старые проекты в портфелях застройщиков, поэтому формальное вступление в зону действия новых правил практически никак не отразилось на рейтингах застройщиков. Агентство не провело ни одного понижения рейтинга или ухудшения прогноза, связанного с влиянием реформы по переходу на эскроу-счета. По отдельным компаниям мы наблюдаем повышения рейтингов, обусловленные успешной реализацией их стратегий.

В ФОКУСЕ: ОТРАСЛЬ ПОДРЯДЧИКОВ НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ

За последний год мы наблюдали серьезное давление на рейтинги компаний — подрядчиков нефтегазовой отрасли, связанное преимущественно со структурными особенностями этого сектора. Нефтегазовая отрасль в России характеризуется высокой степенью концентрации: на пять крупнейших компаний приходится более 75% добычи нефти, на три компании приходится около 80% добычи природного газа. Между тем нефтесервисная отрасль, обслуживающая эти компании, фрагментированная и характеризуется высоким уровнем конкуренции. Власть заказчика на этом рынке может выражаться в следующих неблагоприятных для подрядчиков факторах: (1) ценовое давление, (2) ухудшение условий расчетов, (3) повышенная денежная ответственность в нештатных ситуациях (штрафы/неустойки). Выполнение контрактов интегрированного проектного менеджмента на добычных проектах в условиях ограниченной маржи по контракту может принести неожиданные значительные убытки в случае возникновения нештатных ситуаций, так как подрядчик в этом случае несет ответственность за итоговый результат. Это одна из причин, почему в отрасли в последние годы наблюдается сдвиг в сторону выполнения контрактов раздельного сервиса по суточным или метровым ставкам, которые хоть и позволяют меньше зарабатывать, но ограничивают риски ответственности по проекту исключительно своим объемом работ. Ограничения по добыче нефти в соответствии с соглашением ОПЕК+ оказывают сдерживающее влияние на объемы бурения и сопутствующих услуг, что вкупе с программами оптимизации издержек, которые реализуют крупнейшие нефтегазовые компании, сдерживает рост ставок по контрактам для подрядчиков и поставщиков. Наконец, оптимизация расходов у крупнейших заказчиков может влиять и на изменения в худшую сторону по условиям расчетов по контрактам, что может вынуждать подрядчиков привлекать дополнительное кредитное финансирование на пополнение оборотных средств в ущерб своей маржинальности. Противостоять этим неблагоприятным условиям подрядчику могут помочь его большой масштаб деятельности или высокая значимость для конкретного якорного заказчика, хотя бы ограниченная диверсификация контрактной базы по заказчикам, высокая технологичность, востребованность оказываемых услуг и отсутствие значительных потребностей в модернизации основных средств.

Таблица 2
Статистика рейтинговых действий Эксперт РА

Повышено рейтингов за последние 365 дней	11
Понижено рейтингов за последние 365 дней	7
Всего рейтингов нефинансовых компаний на 07.11.2019	**118**

РЕЗЮМЕ

Улучшение ситуации с доступностью долгового финансирования позволяет меньше опасаться за кредитоспособность крупнейших и крупных эмитентов, многие из которых имеют кредитные рейтинги.

Однако покрытие рейтингами компаний меньшего масштаба по-прежнему низкое. Активное вовлечение неквалифицированных инвесторов — физических лиц во вложения в высокодоходные облигации чревато возникновением проблем как для самих инвесторов, так и для эмитентов этого сектора. Компании — эмитенты ВДО зачастую являются непрозрачными, для принятия обоснованного решения об инвестициях в подобные бумаги требуются соответствующая компетенция, а также доступ к инсайдерской информации. Беззалоговый характер кредитования таких компаний физическими лицами через выпуски облигаций повышает риски неблагонадежности. В результате решение о приобретении той или иной облигации сектора ВДО принимается исходя из ставки купона и репутации организатора выпуска. Недостаток информации для анализа приводит к тому, что в первом приближении все эмитенты сектора выглядят одинаково, поэтому дефолт отдельного эмитента в секторе окажет негативное влияние на репутацию других эмитентов сектора, затруднив их рефинансирование, что, в свою очередь, может привести к новым дефолтам.

В настоящий момент регулирование реагирует на эту проблематику посредством усложнения доступа неквалифицированных инвесторов к вложениям повышенного риска. Так, в первом чтении был принят законопроект, в соответствии с которым неквалифицированные инвесторы смогут осуществлять вложения исключительно в облигации 1-го и 2-го котировальных списков биржи. Для того чтобы попасть в эти списки, эмитенту на текущий момент необходимо иметь кредитный рейтинг по национальной шкале не ниже BBB+, что практически исключает вероятность попадания в эти списки эмитентов ВДО. Ввиду того что этот сектор облигаций зависит в первую очередь от спроса розничных инвесторов, его функционирование будет поставлено под угрозу. На наш взгляд, самого факта наличия у эмитента кредитного рейтинга должно быть достаточно для защиты интересов неквалифицированных инвесторов. Запрет на вложения розничных инвесторов в инструменты с более низким рейтингом избыточен. Наличие объективной, достоверной независимой оценки кредитного риска эмитента позволяет даже неквалифицированным инвесторам произвести взвешенное, осознанное решение о вложениях в те или иные бумаги, сопоставляя риск отдельно взятого выпуска ВДО с другими выпусками в секторе, а также с выпусками более крупных эмитентов.