Проблема-2022: борьба за ликвидность ужесточится

Михаил НИКОНОВ,
младший директор
по корпоративным
рейтингам, «Эксперт РА»

Российский облигационный рынок в ближайшем будущем рискует столкнуться с проблемой увеличения количества дефолтов. В первую очередь — по выпускам эмитентов сектора МСП. Это напрямую затрагивает интересы инвесторов — физических лиц, массово вкладывавшихся в высокодоходные облигации на протяжении последних двух лет.

Даже потенциально качественные эмитенты могут оказаться в дефолте из-за нежелания принять изменившиеся правила игры на рынке

В период дешевых денег на рынке в 2019–2021 годах наблюдался бум краткосрочных размещений небанковских эмитентов с рейтингами ruA- и ниже, а также тех, чье кредитное качество неизвестно вовсе (безрейтинговые эмитенты). В связи с этим в 2022–2023 годах ожидается нетипично большое количество оферт и погашений. Однако рыночные условия ухудшаются — ключевая ставка растет вслед за инфляцией, инвесторская база в сегменте может сократиться из-за регуляторных ограничений (контроль допуска физлиц к ряду инструментов, введенный с 1 октября). Крупные эмитенты вдвое сократили активность в 2021 году и ушли в банки, у дебютантов сезона низкой ключевой ставки такой возможности нет. Поэтому их приоритет — сохранение доступа к рыночной ликвидности. У большинства компаний в модели развития заложено рефинансирование долга, а на погашение операционного денежного потока и запаса кеша не хватит. Это значит, что из-за рыночных условий низкорейтинговые и безрейтинговые эмитенты могут оказаться в дефолте, если не начнут готовить подушку ликвидности заранее. Особенно уязвимы эмитенты, не готовые к повышенной прозрачности и раскрытию своих кредитных рисков, ведь инвесторского спроса для них может не хватить — даже с учетом более высокой премии за риск.

Чтобы избежать такого сценария, необходимо бороться с дефицитом рейтингового покрытия. Требование об обязательном наличии кредитного рейтинга при выходе на рынок облигаций создаст равные условия для всех эмитентов в конкуренции за ликвидность: инвесторы получат возможность выбирать, в чью пользу направить свои средства, ориентируясь на понятный индикатор, а не вслепую. Одновременно это будет способствовать и делу защиты инвесторов. В противном случае, потеряв свои средства в дефолтах, они могут разочароваться в рынке облигаций и покинуть его.

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ ДОРОС ДО НЕСТАБИЛЬНОСТИ

С начала 2021 года на рынок корпоративных облигаций вышло более 40 новых

эмитентов и около 5 млн новых инвесторов. Объем рынка локальных облигаций вырос на 3% и достиг 16.8 трлн рублей. Движущей силой рынка по-прежнему выступают малые и средние эмитенты.

При этом сложившуюся на рынке в настоящий момент ситуацию мы расцениваем как нестабильную. В условиях всплеска инфляционных рисков ЦБ РФ был вынужден развернуть денежно-кредитную политику в сторону ужесточения: с начала года ключевая ставка ЦБ РФ поднималась шесть раз — с 4.25 до 7.50% годовых по состоянию на 25 октября. Рост ключевой ставки сопровождался увеличением ставок доходностей на облигационном рынке. За год до октября 2021-го кривая доходности ОФЗ сместилась на 250–300 б. п. на участке до 3 лет, в то время как доходности для более длинного горизонта демонстрировали рост до 200 б. п. (Рисунок 1).

ПЕРВЫЙ ЭШЕЛОН ВЫЖИДАЕТ, ВТОРОЙ И ТРЕТИЙ НАРАЩИВАЮТ ДОЛГ

В условиях волатильного рынка государственных облигаций крупные эмитенты склонны не выходить на облигационный рынок с новыми размещениями. Волатильность цен на государственные бумаги может обусловить премию за риск со стороны инвесторов, опасающихся дальнейшего роста уровня процентных ставок в экономике и падения стоимости облигаций. Периоды нестабильности эмитенты первого и второго эшелонов способны преодолеть и без выхода на рынок публичного долга (Рисунок 2).

Однако компании с кредитным рейтингом ruA- и ниже по-прежнему наращивают свое участие в облигационном рынке, при этом вынуждены давать повышенную премию за риск (Рисунок 3). По расчетам агентства, объемы размещения высокодоходных облигаций по итогу 9 месяцев 2021 года почти на 40% превышают объемы сделок за сопоставимый период 2020-го.

Объемы первичных размещений эмитентов сектора МСП с начала 2021 года вплотную приближаются к объемам за весь 2020 год, в то же время количество вышедших за бондами предприятий уже превысило число участников за прошлый год (Рисунок 4). Принимая во внимание историческую склонность эмитентов наращивать активность на первичном рынке в IV квартале, объем размещений за 2021 год может превысить объемы сделок за 2020-й.

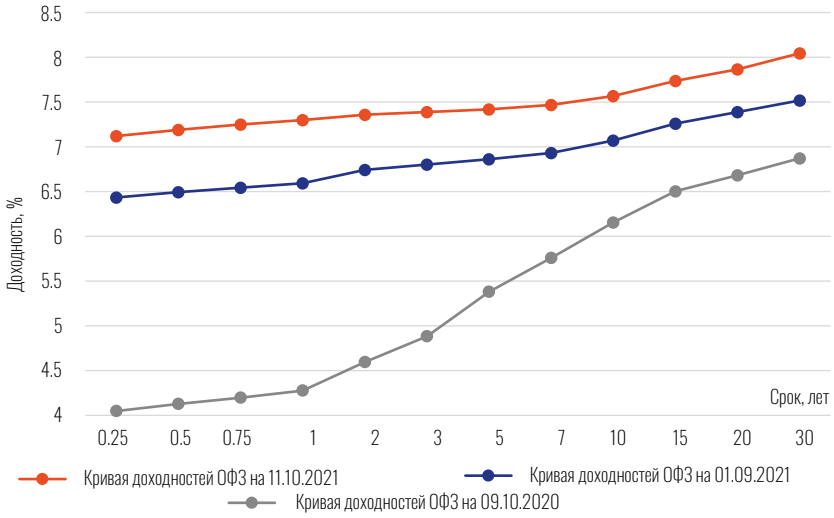
Размещений среди компаний с повышенными рисками в 2021 году было много, потому что эмитенты, уже получившие от ЦБ подтверждение тренда на рост ставок, хотят успеть занять относительно дешево. Особенно это заметно среди компаний без рейтинга и с рейтингом ruA- и ниже, которые в преддверии ограничений на минимальный уровень рейтинга для инвестирования средств неквалифицированных инвесторов спешили занять по старым правилам.

СПРОС НА ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ СОЗДАЮТ РОЗНИЧНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

В 2021 году увеличение числа инвесторов — физических лиц продолжилось, несмотря на разворот ставок и рост доходности депозитов. Число активных клиентов-физлиц на Московской бирже в сентябре достигло рекордного уровня — 2.3 млн человек. 28 октября был перейден очередной рубеж: количество розничных инвесторов, имеющих доступ к рынкам торговой площадки, превысило 15 млн человек.

Доля физлиц на рынке корпоративных облигаций продолжает постепенно расти: с 2% в 2017 году до 18% в 2020 году на первичном

Рисунок 1
Рынок ОФЗ бурно реагирует на ужесточение ДКП
Источник: Московская биржа



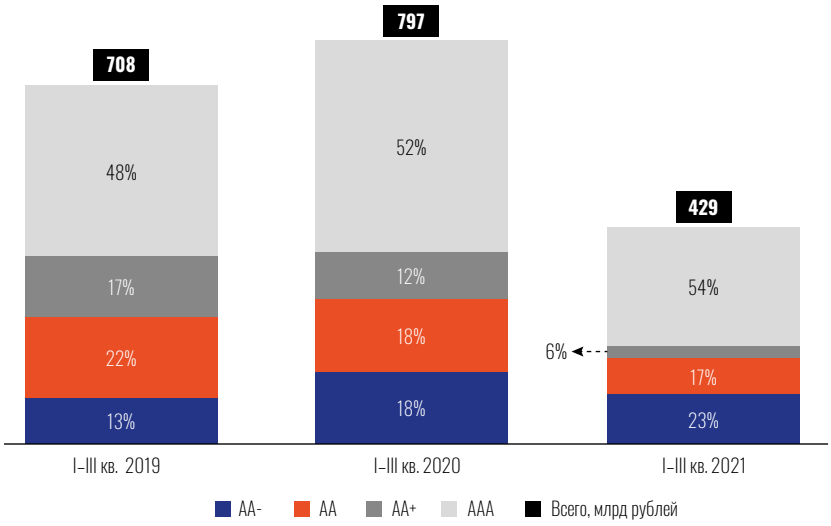


Рисунок 2
Первоклассные эмитенты сократили размещение облигаций

Источник: Cbonds

рынке и с 3 до 12% соответственно — на вторичном. При этом потребности в долговом финансировании «Сектора роста» и «Сектора повышенного инвестиционного риска» — наиболее рискованных сегментов облигаций Московской биржи — практически полностью закрываются за счет денег физических лиц (Таблица 1).

Успех размещения облигаций с рейтингом ruA- и ниже во многом определяется возможностями сформировать конечный спрос на бумаги со стороны физических лиц. Рынок рассматривает такие облигации как бумаги с повышенным уровнем кредитного риска и низкой ликвидностью, поэтому в инвестиционные портфели институциональных инвесторов и крупных банков они, как правило, не приобретаются. Таким образом, доля физлиц в подобных бумагах может достигать 50% и более. При этом чем ниже уровень кредитного рейтинга, тем выше доля участия физических лиц в них. В размещениях с рейтингом в категории ruB доля физических лиц может достигать 90–100%.

ПРОБЛЕМА-2022

Компании, в инвесторской базе которых доминируют физические лица, активно выходили на облигационный рынок в 2019–2021 годах с короткими выпусками. Поэтому уже с 2022 года рынок должен будет пережить этап многих погашений и оферт.

Чтобы оценить масштаб этого явления, мы изучили облигации нефинансовых компаний и небанковских финансовых организаций с рейтингом ruA- и ниже (в том числе без рейтингов), поскольку мы наблюдаем сильное влияние инвесторов — физических лиц в бумагах такой категории кредитного качества. Агентство также учитывало коммерческие облигации по началу торгов такими бумагами на Московской бирже в режиме OTC по наличию возможности купли-продажи этих бумаг у брокеров физическими лицами (Рисунок 5).

Учитывая большой объем исполнений оферт и погашений по бумагам с повышенным инвестиционным риском в ближайшей перспективе, мы допускаем существенную

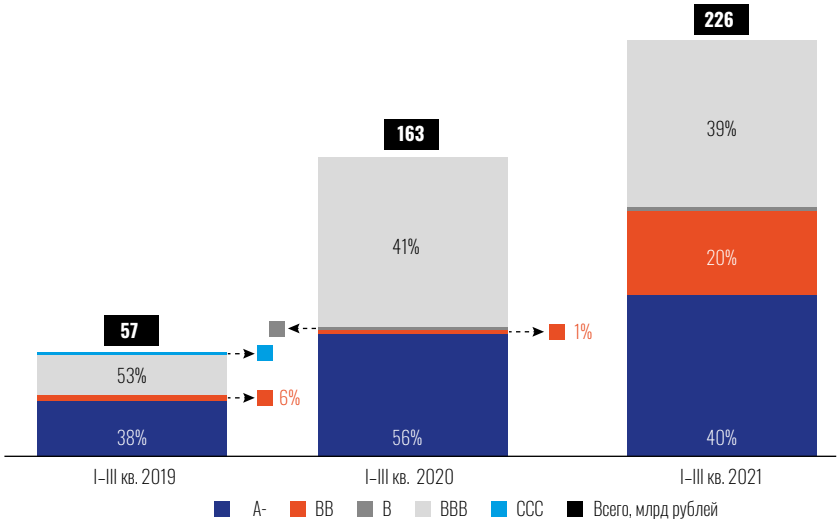


Рисунок 3
Объемы сделок компаний с рейтингом A- и ниже продолжают расти

Источник: Cbonds

Таблица 1
Инвесторы — физические лица на облигационном рынке

Источник: Московская биржа

Тип инвестора / сектор	Сектор роста, %	Сектор ПИР, %	Основной рынок, %
Доверительное управление	2	10	15
Физические лица	77	61	10
Нерезиденты	2	3	15
Дилеры	15	12	59
Юридические лица	4	15	1

вероятность увеличения количества дефолтов по итогу 2021–2024 годов. По данным Cbonds, число дефолтов на российском облигационном рынке достигло максимального уровня в 2020-м, что по времени совпадает с периодом бума частных инвесторов и размещений компаний ВДО на облигационном рынке, наблюдаемого в 2019–2020 годах. По итогу 2020 года индекс количества неисполненных обязательств Cbonds составил 140 единиц, а на 1 октября, по подсчетам «Эксперт РА», — 152 единицы — максимум за последние 9 лет (Рисунок 6). Больше было только в кризисном 2009 году, когда количество дефолтов составило 321 единицу, и в 2010-м — 202. Стоит пояснить, что за 10 месяцев 2021 года 152 дефолтных события было сгенерировано лишь 60 бумагами, то есть один облигационный выпуск допускает более одного дефолтного события в течение года по выплате купонов, исполнению оферт/погашений.

На рассматриваемом горизонте ожидается погашение/прохождение оферт по 352 бумагам в общем объеме около 555 млрд рублей. Среди небанковских корпоративных эмитентов основной пик погашений/оферт приходится на 2022 год, когда ожидается погашение в объеме 172 млрд рублей по 127 выпускам. Исходя из средней исторической годовой частоты дефолтов, мы ожидаем дефолты более чем по семи облигационным выпускам с рассматриваемыми категориями бумаг в 2022-м. В последующие периоды количество бумаг, по которым могут возникнуть проблемы с погашением задолженности, оценивается на уровне не менее четырех единиц в год.

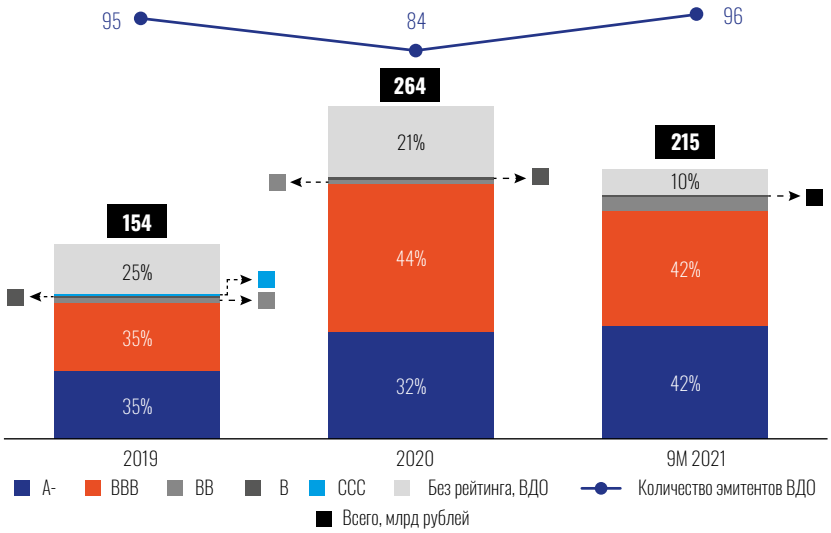
Среди основных категорий эмитентов по числу погашаемых бумаг в перспективе ближайших 3 лет можно выделить облигации без кредитного рейтинга у эмитента/эмиссии (37%), с рейтингом категории ruBBB (23%), категории ruBB (18%). По состоянию на октябрь 2021-го число эмитентов ВДО без дефолта, которые ожидают прохождения оферт и погашения облигаций в ближайшие 3 года, оценивается в 177 единиц в объеме более 550 млрд рублей. Кредитного рейтинга нет почти у половины из этих компаний, что, по нашей оценке, серьезно ограничивает возможности для рефинансирования их задолженности из-за изменения восприятия участниками рынка таких эмитентов. Сейчас брокеры и организаторы неохотно берут на размещение эмитента без рейтинга, а прохождение процедуры KYC на бирже для таких эмитентов может занять больше времени. Это создает предпосылки к тому, что даже потенциально качественные эмитенты могут оказаться в дефолте из-за нежелания принять изменившиеся правила игры на рынке.

Потенциально такая ситуация создает ощутимые риски для нового класса розничных инвесторов, пришедших на рынок в 2020–2021 годах. Согласно недавнему опросу, проведенному ЦБ РФ среди инвесторов-физлиц, примерно пятая часть респондентов не готова к потере на рынке даже части вложений, несмотря на выбор наиболее рискованных инструментов.

По итогу 2020 года индекс количества неисполненных обязательств Cbonds составил 140 единиц, а на 1 октября 2021-го, по подсчетам «Эксперт РА», — 152 единицы

Рисунок 4
Эмитенты из малого и среднего бизнеса штурмуют рынок, несмотря на рост ставок

Источник: Cbonds (без учета размещений следующих компаний: «Деметра Холдинг», «ОТЭКО-Портсервис», «Вересаева 6», «Шушары Холдинг» и др.: в общем объеме около 350 млрд рублей)



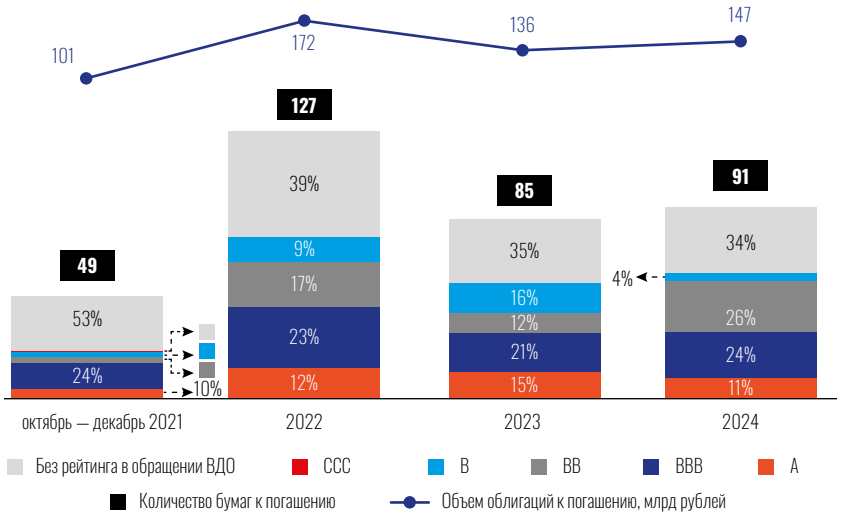


Рисунок 5
Погашение бумаг небанковских корпоративных участников рынка без рейтинга, с рейтингом ruA- и ниже

Повышение частоты дефолтов на долговом рынке может больно ударить по темпам роста спроса на облигации.

ДЕФИЦИТ РЕЙТИНГОВОГО ПОКРЫТИЯ СОЗДАЕТ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ РИСКИ

Банк России предпринял разумные шаги по ограничению доступа розничным инвесторам к инструментам финансового рынка, что отчасти будет препятствовать разочарованию в инвестировании при столкновении с ситуацией потери средств из-за дефолтов эмитентов. Однако ключевой задачей работы с новыми инвесторами остается повышение финансовой грамотности. Мы, как рейтинговое агентство, настоятельно рекомендуем частным инвесторам относиться со всей внимательностью к информации о кредитных рейтингах эмитентов и их облигаций.

К сожалению, в настоящее время среди эмитентов облигаций в обращении неадекватно большую долю занимают эмитенты без кредитных рейтингов. На них приходится 33% от числа эмитентов обращающихся облигаций, что составляет около 530 млрд рублей (по состоянию на октябрь 2021 года). Дефицит рейтингового покрытия на рынке способствует дополнительным рискам как для инвесторов, так и для добросовестных эмитентов, следующих лучшим рыночным практикам взаимодействия с инвесторами. Инвесторы в такие бумаги не смогут соотнести предлагаемую доходность с рыночными аналогами, а также оценить кредитный риск у той или иной компании.

Без полного 100%-ного рейтингового покрытия облигационного рынка с доступными любому инвестору пресс-релизами даже по низким рейтингам, по нашему мнению, будет крайне сложно победить мисселинг при продвижении инструментов, неадекватное ценообразование и введение инвесторов в заблуждение в отношении справедливого уровня риска и доходности по бумагам.

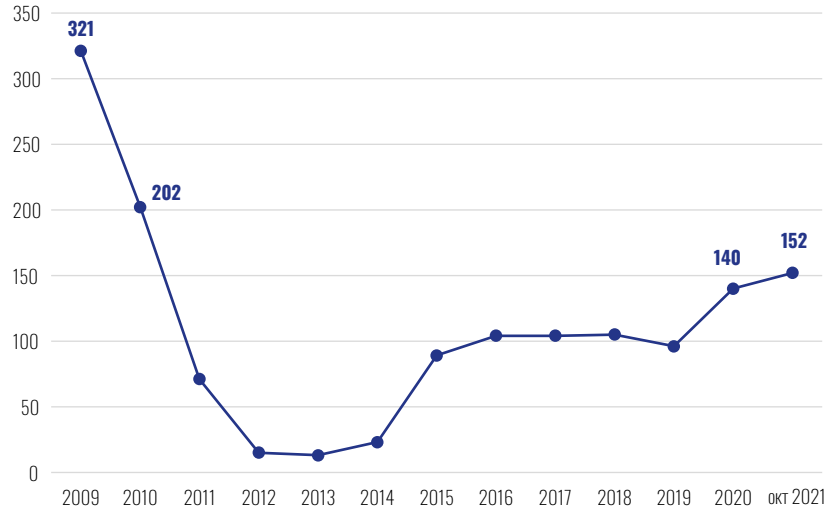


Рисунок 6
Рост индекса количества неисполненных обязательств до многолетних максимумов — тревожный знак для частных инвесторов

Источник: Cbonds, подсчет «Эксперт РА» за 2021 год