Как меняется рынок рублевых облигаций в период роста ставок

Евгений ЖОРНИСТ,
портфельный управляющий,
УК «Альфа-Капитал»

В последние кварталы облигации в рублях показывали не лучшие результаты. На этом фоне наметилось несколько тенденций на рынке рублевого долга. Давайте попробуем посмотреть на них с точки зрения возможностей для инвесторов и эмитентов.

На фоне усиления инфляции реальные доходности держатся в положительной зоне даже по ОФЗ

НА ПОРОГЕ БОЛЬШОЙ РАЗВИЛКИ

Как управляющая компания мы не только наблюдали оттоки из фондов облигаций, но и сами акцентировали внимание на привлекательности сбалансированных фондов и фондов акций, которые должны были показать неплохие доходности в условиях глобальной инфляции. С начала года мы действительно увидели оттоки по фондам облигаций, однако клиенты в основном переводили средства в другие продукты компании.

Ставки по рублевым облигациям уже значительно выросли, как и привлекательность этих бумаг для инвесторов. Причем на фоне усиления инфляции реальные доходности держатся в положительной зоне даже по ОФЗ. В развитых странах картина кардинально иная — там не то что реальные, а зачастую и номинальные доходности облигаций давно отрицательные.

Рублевые облигации дешевеют в связи с ростом инфляции и повышением ключевой ставки. Но многое зависит даже не от нашего Центрального банка: корень проблемы — в беспрецедентных программах фискальной и монетарной помощи развитых стран в ответ на коронакризис. Источник инфляции прежде всего именно там, а также в сбоях в глобальных цепочках поставок различных товаров. И инвесторы должны либо поверить регуляторам, что инфляция имеет временный характер, либо исходить из того, что перспектива намечается незавидная — мы стоим на пороге большой развилки. Регуляторы либо начнут сворачивать программы помощи и повышать ставки (что должно привести к росту доходностей базовых активов), либо попробуют продолжить мягкую политику, но тогда возникает риск ускорения инфляции.

Однозначного ответа на вопрос, по какому пути будут развиваться события, конечно, сейчас нет. При этом мы видим, что разные управляющие активами делают ставку на разные исходы.

СИЛА ЧАСТНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Стремительно растет интерес россиян к инвестициям вообще и к вложениям в облигации в частности. Количество

зарегистрированных брокерских счетов уже приближается к 15 млн, и влияние физических лиц на рынок рублевого долга сложно переоценить.

В этом году в ходе первичных размещений порядка 25% корпоративных выпусков было выкуплено частными инвесторами — это уже сопоставимо с долей банков (28%), хотя и уступает ДУ (34%). В структуре вторичных торгов на физлиц приходится 19%, на банки и ДУ — 39% и 21% соответственно. Нерезиденты присутствуют в корпоративном сегменте очень ограниченно.

Судя по всему, приток средств физических лиц на рынок корпоративного долга сохранится. Доходности по многим облигациям выглядят заметно привлекательнее ставок по вкладам, а налог при суммах свыше миллиона рублей теперь нужно платить и там и там.

В сегменте рублевых гособлигаций структура покупателей, конечно, другая. Здесь доминируют российские банки (72% на первичном рынке и 51% на вторичном), существенная доля у нерезидентов (16% и 28% соответственно), а вклад остальных участников относительно скромен.

В этом году в ходе первичных размещений порядка 25% корпоративных выпусков выкупили частные инвесторы, что сопоставимо с долей банков (28%)

ДЕВЕЛОПЕРЫ ВМЕСТО НЕФТЯНИКОВ

Санкции в отношении валютных заимствований крупных госкорпораций и самой России внесли коррективы в стратегии этих эмитентов. В связи с невозможностью привлекать средства в долларах они стали занимать в рублях. В результате мы наблюдаем очень существенный рост объема ОФЗ и рублевых корпоративных облигаций в обращении.

Меньше размещений стали проводить субъекты Федерации, почти исчезли с рынка муниципальные заемщики. Но и в составе корпоративных эмитентов есть изменения.

Многие сырьевые компании сократили долговую нагрузку благодаря благоприятной внешней конъюнктуре, поэтому у них уменьшилась потребность в долговом финансировании. При этом на рынок выходят новые привлекательные эмитенты: например, в связи с поправками в законодательстве о жилищном строительстве массово размещать облигации стали девелоперы. Качество таких заемщиков значительно улучшилось, в то же время они зачастую предлагают довольно привлекательные доходности. Появляются интересные новые эмитенты и из других отраслей, таких как машиностроение, энергетика, торговля, инфраструктура.

При формировании портфелей мы фокусируемся именно на облигациях из второго-третьего эшелонов — возможность заработать смещается в более рискованный сегмент. Стараемся смотреть на довольно широкий спектр компаний.

Конечно, чем хуже известен эмитент и чем меньше его бизнес, тем тщательнее инвестору необходимо проверять всю информацию. В последнее время нередки случаи, когда компании не платят по долгам, поэтому приходится скрупулезно анализировать кредитоспособность новых заемщиков. При принятии инвестиционного решения мы общаемся с менеджментом, изучаем отчетность, новостной поток. Оценки рейтинговых агентств могут помочь, но подавляющая доля активов под нашим управлением не имеют ограничений с точки зрения рейтингов. Мы учитываем эти оценки как дополнительную информацию, но полагаемся на собственную экспертизу.

ПАРАЛЛЕЛЬНЫЕ КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ

Заметно сместился фокус инвесторов с точки зрения дюрации. Если весь 2019-й и первую половину 2020 года она составляла около 3 лет у самых востребованных выпусков, то теперь — немногим более 1 года. А вот управляющие ПИФами порой делают ставку на снижение доходностей облигаций в будущем, открывая позиции в длинных ОФЗ.

Невозможность покупки ОФЗ американскими инвесторами на первичном рынке привела к тому, что Минфин решил не доразмещать старые выпуски, а предлагать только новые. Логичным следствием стало возникновение премий по ним. Однако причина — не столько санкции, сколько пока еще небольшие объемы таких выпусков. Из-за этого они, с одной стороны, имеют низкую ликвидность, с другой — не входят в ключевые индексы гособлигаций развивающихся рынков, как следствие, не попадают в портфели индексных фондов. Фактически сейчас сформировались две кривые доходности ОФЗ — по старым бумагам и по новым.

Все чаще хорошие возможности дает инвесторам участие в первичных размещениях корпоративных облигаций. Ряд компаний предлагали премии к доходностям по их бумагам, находящимся в обращении. Второй тип интересных эмитентов — это дебютанты, о которых мы уже упоминали. Когда на рынок выходит компания, которая ранее не проводила размещения, для покупателей это означает

и риск, и больший потенциал. Ключевая задача — определить справедливый уровень доходности и возможность роста или падения цены впоследствии.

НДФЛ И ОБЛИГАЦИОННЫЕ ФОНДЫ

В этом году в России произошло несколько событий, которые могли поразному отразиться на рынке рублевого долга. В частности, это введение с 1 октября обязательного тестирования для неквалифицированных инвесторов, которые захотят купить облигации с рейтингом ниже определенного уровня. На практике данная мера не оказала существенного влияния на ликвидность рынка. Инвесторам, средства которых находятся в ДУ, тестирование не нужно, а клиенты брокеров, судя по опросам, не испытывают особых трудностей при его прохождении.

Другим примечательным событием стало введение налога на купоны по корпоративным облигациям. Честно говоря, мы тоже не особо заметили последствия, тем более что одновременно начал действовать НДФЛ для вкладов свыше 1 млн рублей. Иными словами, ни один из конкурирующих финансовых инструментов не получил существенных преимуществ.

А вот у кого такие преимущества появились, так это у облигационных ПИФов, которые по праву могут считаться наиболее привлекательным способом входа инвесторов на долговой рынок. Операции внутри фонда, в том числе реинвестирование купонов, не требуют уплаты НДФЛ — налог удерживается только при погашении паев. Кроме того, по-прежнему предусмотрен налоговый вычет — на 3 млн рублей в год при вложениях в ПИФ на срок более 3 лет. Причем отсчет этого срока не прерывается в случае обмена на паи другого фонда компании.

Несмотря на все преимущества ПИФов, инвесторы зачастую желают иметь все же собственный портфель облигаций. Такие клиенты либо хотят выводить купонный доход и жить на эти деньги, либо им просто приятнее видеть конкретные бумаги на счете и самостоятельно им управлять.

С введением налога на купонный доход по корпоративным облигациям оголилась, правда, одна нерешенная проблема. При выплате купона удерживается НДФЛ, а зачет уплаченного инвестором НКД происходит лишь при продаже бумаг. В ряде случаев это может приводить к необходимости зачета излишне уплаченного налога или к невозможности таких расчетов.

НА ПОВЕСТКЕ — УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ

ESG-повестка занимает одно из ключевых мест в глобальном мире инвестиций. Россия не остается в стороне и делает довольно много шагов в данном направлении. Это касается и организации инфраструктуры рынка ESG-облигаций, системы сертификации, оценки, контроля и учета.

Тем не менее данный рыночный сегмент находится только в начале своего пути. Ассортимент бумаг в секторе устойчивого развития Мосбиржи не настолько широк, чтобы дать возможность сформировать качественный, диверсифицированный портфель. Поэтому у управляющих компаний ограничен и список продуктов, ориентированных именно на российский рынок устойчивого развития. Можно констатировать, что «зеленость» или «социальность» той или иной облигации — пока лишь дополнительный бонус для инвестора. Целенаправленно покупать такие бумаги с более низкими доходностями, как это происходит за рубежом, люди пока не готовы. Хотя нет никаких сомнений, что у направления ESG-инвестиций большое будущее.

Среди инструментов, которые инвесторам доступны, однако не очень популярны, можно выделить облигации с плавающим купоном и с покрытием. Происходит это, видимо, по причине большей сложности при оценке таких бумаг. При прочих равных обычные облигации пользуются значительно более высоким спросом даже на падающем рынке.

ДАЛЬШЕ — БОЛЬШЕ

Мы ждем дальнейшей популяризации фондового рынка среди россиян. Частные инвесторы будут все активнее инвестировать в облигации и другие ценные бумаги. Переток средств из депозитов идет, но их объем по-прежнему в разы превышает вложения граждан в инвестиционные инструменты. На вкладах физлиц находится почти 33 трлн рублей (79% — на рублевых счетах).

У эмитентов облигационный рынок тоже будет востребован. Ведь облигации имеют ряд преимуществ перед кредитами — они беззалоговые, условия по ним нельзя пересмотреть, они дают компании публичность и четкий стоимостный ориентир по долговым обязательствам. И, безусловно, рынок публичного долга будет играть все более заметную роль в экономике страны.

Мы фокусируемся на облигациях из второго-третьего эшелонов — возможность заработать смещается в более рискованный сегмент