Главные страхи рынка ВДО: дефолт, дефляция и информационный вакуум

Дмитрий АДАМИДОВ,
основатель сообщества
Angry Bonds

Вторая половина прошлого года подарила нам «Проблему-2022». Экспертное сообщество озаботилось надежностью эмитентов облигаций, прежде всего в сегменте ВДО, что вылилось в целую серию комментариев и аналитических материалов, венцом которой стало исследование РА «Эксперт» «Российский рынок корпоративных облигаций: преодолеть нестабильность», опубликованное в октябре 2021 года, в котором, в частности, говорилось:

Сектор МСП пока проходит кризис как минимум не хуже, чем крупный и средний бизнес

«Учитывая большой объем исполнений оферт и погашений по бумагам с повышенным инвестиционным риском в ближайшей перспективе, мы допускаем существенную вероятность увеличения количества дефолтов по итогу 2021–2024 годов. 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 кредитными рейтингами в 2022 году.

По состоянию на октябрь 2021-го число эмитентов ВДО без дефолта, которые ожидают прохождения оферт и погашения облигаций в ближайшие три 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».

Сегодня есть прекрасная возможность сравнить прогнозы с реальностью.

Итак, с 1 января по 24 февраля 2022 года, по данным Cbonds, было зафиксировано 16 дефолтов по рублевым выпускам облигаций, причем в секторе МСП был только один действительно

Над Россией реет призрак дефляции

«свежий» дефолт «Дяди Дёнера», остальное тянулось с более ранних периодов, иногда — с кризиса 2014 года.

После 24 февраля до 30 июня картина складывается следующая. Всего дефолтов российских эмитентов (без учета технических) было зафиксировано 91. Из них 23 — это блокировки выплат еврооблигаций, связанных с санкциями и геополитикой. Непосредственно по рублевым выпускам дефолтов было 68. Но в основном это были «герои» прежних лет: «Открытие Холдинг», «Обувь России» и другие. Непосредственно из сектора МСП «свежих» дефолтников мы получили пять, а дефолтных выпусков — 15:

- «Калита» — 11 дефолтов;
- «Юниметрикс» — 1 дефолт;
- «Кисточки Финанс» — 1 дефолт;
- ИФК «Союз» — 1 дефолт;
- «Инвест-девелопмент» — 1 дефолт.

С одной стороны, это немало, особенно учитывая, что как минимум несколько эмитентов за оставшиеся полгода в данный список точно добавятся.

С другой стороны, если посмотреть на ситуацию шире, то в условиях, когда почти все банки тактично не публикуют свои балансы до октября (что почти со 100 %-ной вероятностью означает огромные «дыры» и плохо совместимые с жизнью убытки), когда кредитные лимиты для предприятий МСП в марте были порезаны до нуля, шесть вошедших в дефолт эмитентов из 177 — это не такой уж и плохой результат, даже если предположить, что к концу года их будет 16. Разумеется, не стоит данному факту излишне радоваться, но очевидно, что сектор МСП пока проходит кризис как минимум не хуже, чем крупный и средний бизнес.

Однако надо помнить, что испытания еще далеко не закончились. В частности, над Россией реет призрак дефляции. Призрак — потому что пока темпы снижения цен достаточно скромные: в пределах 1 % в месяц, что после весеннего роста 20–30–40 % по некоторым товарным позициям выглядит скорее как возврат в нормальное состояние. Но с учетом того, что у торгового и строительного бизнеса за годы слабого рубля сложилась, если можно так выразиться, «инфляционная» модель управления закупками, дефляция или простая остановка роста цен хотя бы на 6–9 месяцев, очевидно, приведет к финансовым проблемам и в ритейле, и в перерабатывающем секторе, и в стройкомплексе, что в свою очередь может вызвать новую волну дефолтов и реструктуризаций.

Дефляции вообще-то принято бояться еще со времен Великой Депрессии, но строго говоря, у нас за последние 200 лет ее почти никогда не было: ни при царе, ни при СССР, ни тем более в 1990-е. Поэтому скорее это модное поветрие, которого в приличном обществе принято бояться вслух, но в глубине души все понимают, что вероятность свалиться в многолетнюю дефляцию по примеру Японии 1990-х у нас сейчас ничтожно мала.

Более серьезным испытанием, по крайней мере для инвестора, на сегодняшний день выглядит растущая информационная закрытость эмитентов, которая в значительной степени была вызвана событиями на Украине. Коллеги из «Делового Петербурга» справедливо отмечают, что

«решение правительства освободить бизнес от публичного раскрытия информации под предлогом рисков санкционного преследования может обернуться кризисом доверия как среди инвесторов (держателей ценных бумаг), так и среди контрагентов (самих российских компаний)».

Меры эти вроде бы не имеют отношения к ВДО (в секторе практически нет предприятий ОПК и тем более стратегических предприятий), но с другой стороны, было бы глупо не воспользоваться открывающимися возможностями, тем более что прямого запрета на сокрытие информации нет, а «окно возможностей» есть. Поэтому многие и закрываются информационно: это, с точки зрения эмитента, и безопаснее, и дешевле. Другой вопрос, что это увеличивает риски инвестора прямо сейчас, а кроме того, закладывает серьезную мину под будущее восстановление рынка.

Вообще хорошие времена в ВДО, как правило, настают с началом циклического подъема в экономике. Более того, я полагаю, что такой подъем начнется буквально сразу же после снятия основных геополитических рисков (завершения СВО, смягчения санкций и т. д.). Однако, чтобы сегмент ВДО среагировал правильным образом и дал путевку в жизнь новым качественным эмитентам, необходима донастройка административных процедур, прежде всего связанных с допуском эмитентов к листингу и раскрытию ими информации.

Хорошие времена в ВДО, как правило, настают с началом циклического подъема в экономике