«Ужасы» нашего городка

Владимир МАЛИНОВСКИЙ,
начальник отдела анализа долгового рынка, «Открытие Инвестиции»

Александр ШУРАКОВ,
ведущий аналитик отдела анализа долгового рынка, «Открытие Инвестиции»

Весной 2022 года после начала СВО и введения нескольких волн антироссийских санкций реальность для многих российских компаний, среди которых находились и эмитенты локальных облигаций, изменилась. В тот момент прогнозы дальнейшего развития событий колебались в диапазоне от просто «плохого» до «ужасного». Однако в итоге «черт» и правда оказался «не так страшен, как его малюют». Как бы то ни было, 2022 год выдался крайне непростым как для российского фондового рынка в целом, так и для рынка облигаций в частности. Давайте рассмотрим, какие риски считались весной основными для эмитентов долгового рынка, какие из них реализовались, какие нет и какие риски появились или остались на ближайший 2023 год.

Российские компании в течение года активно искали замену рынкам сбыта, фокусируясь в основном на азиатских странах, а также пытаясь перераспределить продажи на внутренний рынок

РИСК ПОТЕРИ ЗАРУБЕЖНЫХ РЫНКОВ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ТОВАРОВ

Наличие экспортной выручки у компании традиционно воспринималось как позитивный фактор и признак ее глобальной конкурентоспособности. Для крупных российских корпораций национальная экономика была недостаточно «глубокой», поэтому выход за рубеж считался необходимым для устойчивого и продолжительного развития. С одной стороны, данный риск во многом реализовался, во всяком случае с точки зрения продажи российских товаров европейским странам. Можно отметить, что существенное сокращение, в ряде случаев до нуля, произошло по большинству наименований российского экспорта, кроме, пожалуй, нефти и газа (напомним, что статистика по внешней торговле не публикуется с апреля). Впрочем, российские компании в течение года активно искали замену рынкам сбыта, фокусируясь в основном на азиатских странах, а также пытаясь перераспределить продажи на внутренний рынок. Рост цен на продукцию на мировых площадках позволил экспортерам частично компенсировать сокращение операционных показателей и негативный эффект от укрепления рубля. Благоприятная ценовая конъюнктура дала возможность, например, Газпрому и ряду других компаний сохранить кредитные метрики на высоком уровне и даже выплатить промежуточные дивиденды по итогам первого полугодия 2022 года.

Среди эмитентов долгового рынка экспортеры представлены в основном крупными компаниями нефтегазовой отрасли и металлургии, которым накопленная ранее в достаточно «тучные» годы подушка безопасности пока помогает сохранять кредитное качество на достойном уровне.

РИСКИ РАЗРЫВА ЛОГИСТИЧЕСКИХ ЦЕПОЧЕК

Учитывая, что российская экономика в последние десятилетия активно ассимилировалась в глобальную мировую систему, реализация данного риска должна была наиболее чувствительно ударить по российской экономике. Значительная доля зарубежных комплектующих в конечном продукте российских предприятий в какой-то момент действительно привела к снижению объема выпуска некоторых товаров, а, например, падение продаж иностранных автомобилей во II квартале превышало на 80% показатели аналогичного периода предыдущего года. Частично данный риск помогли решить переход на поставщиков из дружественных стран, в первую очередь азиатских, а также легализация параллельного импорта. Впрочем, говорить о том, что проблема полностью решена, мы бы пока не стали, во многих случаях процесс импортозамещения может оказаться не столь простым, быстрым и в принципе возможным.

РИСК ДЕФОЛТА ПО ЕВРООБЛИГАЦИЯМ МИНФИНА РФ И РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

Заморозка части российских валютных резервов оказалась ударом, которого, по-видимому, было не избежать, так как на то резервы и валютные, что должны были диверсифицировать «подушку безопасности» в наиболее безопасных и ликвидных валютах, портфель которых во многом отражал существовавший на тот момент внешний товарооборот. Сложно представить ситуацию, при которой заранее, уже на начало 2022 года, валютная часть российских ЗВР была бы сформирована исключительно в юанях. Формирование же резервов в рублях обесценивает идею безопасных активов, учитывая историю колебаний курса российской валюты. Вместе с тем отметим, что до конца первого полугодия российский бюджет формировался с существенным профицитом, а колебания валютных курсов хоть и были высокими, но в условиях принятых правительством валютных ограничений оказались краткосрочными и не привели к непоправимому расходованию валютных резервов. Во второй половине 2022 года расходы превышали доходы, однако также пока не требовали от финансовых властей опустошения «кубышки». С начала 2022 года, по информации Банка России, золотовалютные резервы сократились на $80.6 млрд до $550 млрд (из них замороженные ЗВР составляют примерно $300 млрд). Свободный объем ЗВР остается достаточным, потому риск дефицита валютных резервов в данный момент не угрожает финансовой стабильности государства.

Принятые недружественными странами ограничения на осуществление платежей российскими суверенными и корпоративными заемщиками по своим публичным долгам в итоге ограничивают права скорее иностранных держателей российского долга, так как многие эмитенты договорились со своими кредиторами на изменение условий выпусков еврооблигаций и перешли на выплаты в рублях. Нельзя исключить, что иски к России и другим российским эмитентам еврооблигаций могут быть поданы в суды зарубежной юрисдикции, однако просчитать возможные решения, а также время, которое может понадобиться для их принятия, пока не можем.

РИСК ВЫСОКИХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И РЕФИНАНСИРОВАНИЯ

Паника на российском фондовом и валютном рынках после начала СВО и последовавших санкций привела к необходимости решительных и жестких шагов со стороны регулятора. Так, на целый месяц были приостановлены торги акциями и облигациями, введены валютные ограничения, резко повышена ключевая ставка Банка России. Таким образом, окно для рефинансирования долга для некоторых эмитентов оказалось на время закрыто полностью, для других возможность привлечения заемных средств сохранилась, но их стоимость существенно возросла. Также, учитывая, что многие компании практиковали получение кредитов под плавающую ставку, привязанную к ключевой, стоимость даже текущих кредитов для них могла критично возрасти. Сохранение таких условий на продолжительное время, особенно вкупе с остальными факторами, могло оказать сильное негативное влияние на кредитное качество многих российских компаний, в том числе и эмитентов облигаций. Однако реализация этого риска имела весьма ограниченный характер — возобновление торгов облигациями при постепенном снижении ключевой ставки привело к снижению доходности как гособлигаций, так и корпоративных займов. Уже осенью это позволило возродить первичный рынок облигаций, хотя пока и более низким, нежели в предыдущем 2021 году, объемом.

Еще одним новым трендом второй половины 2022 года стало формирование локального рынка облигаций, номинированных в китайских юанях. Бумаги пришли на замену еврооблигациям в долларах и евро в условиях роста спроса на китайскую валюту со стороны как физических лиц, так и финансовых институтов, и дефицита инструментов, куда эту валюту можно было бы разместить.

Привлечение средств на рынке облигаций пока остается достаточно дорогим для многих эмитентов, однако мы сомневаемся, что условия банковских кредитов превосходят ставки на рынке, поэтому восстановление предложения на рынке облигаций — скорее вопрос времени и сохранения спроса со стороны инвесторов.

РИСК СНИЖЕНИЯ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОГО СПРОСА НАСЕЛЕНИЯ

Всплеск потребительского спроса после начала СВО на фоне роста курса доллара, опасений ухода с российского рынка иностранных производителей и дефицита продукции сменился его снижением после спада ажиотажа, сокращения реальных доходов населения и понимания, что конфликт с Украиной может затянуться на более длительный срок, нежели предполагалось ранее. Тенденция несколько усилилась с началом частичной мобилизации, так как риск потери дохода для домохозяйств ограничивает желание осуществления крупных покупок и многие семьи переходят на «экономный режим». Также можно отметить, что несмотря на снижение ставок по банковским депозитам, население сохраняет склонность к сбережениям. Позитивным последствием данной тенденции можно считать снижение давления на потребительские цены. Однако негативное влияние данного риска возможно и в среднесрочной перспективе.

РИСК УХУДШЕНИЯ СИТУАЦИИ НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ

Инфляционное давление и ожидания ужесточения денежно-кредитной политики как в США, так и Еврозоне присутствовали и до эскалации российско-украинского конфликта, а с его началом проблемы западных стран стали лишь более очевидны. Сохранение России в глобальном мировом пространстве наверняка привело бы к повторению российскими еврооблигациями динамики изменения ставок по американским

UST и, соответственно, через валютные свопы отразилось бы и на доходности российских локальных облигаций. Можем предположить, что в условиях сохранения прежних связей с глобальным финансовым рынком доходность ОФЗ могла бы оказаться выше текущего уровня. Однако то, что российский фондовый рынок во многом оказался изолирован от глобального, сыграло ему хорошую службу — ценообразование на локальном рынке в отсутствие доступа к зарубежным аналогам формируется исключительно на основании внутренних факторов. Впрочем, снижение экономики в глобальном масштабе еще может сказаться и на российской — в случае затяжного негативного тренда спрос и цены на базовые сырьевые товары, которые являются основным предметом экспорта российских компаний, упадет не только на мировых торговых площадках, но и у текущих зарубежных партнеров России, что может отразиться как на физических объемах продаж, так и на выручке экспортеров.

ЗАМОРОЖЕННЫЕ АКТИВЫ РОССИЙСКИХ ИНВЕСТОРОВ

Одним из объектов антироссийских санкций стал российский депозитарий, что ограничило возможность продажи российскими инвесторами ценных бумаг как местных, так и зарубежных компаний. К сожалению, данная проблема пока остается актуальной и до сих пор не решена.

РИСК ОГРАНИЧЕНИЯ ДОСТУПА К МЕЖДУНАРОДНЫМ ПЛАТЕЖНЫМ СИСТЕМАМ

До его реализации данный риск считался критичным для функционирования российской финансовой системы, однако использование в расчетах российского аналога SWIFT позволяет поддерживать стабильность платежей.

А ЧТО В ИТОГЕ?

Стали ли описанные выше риски «гвоздем в крышке гроба» российского долгового рынка? Очевидно, что нет. В своем прогнозе, опубликованном в октябре 2021-го — еще до эскалации конфликта и кардинального изменения взаимоотношений России и западных стран, агентство «Эксперт РА» допускало возможность увеличения количества дефолтов в 2021–2024 годах. Так, по расчетам агентства, на 2022-й приходился пик погашений/оферт по облигациям эмитентов с рейтингом от «А- и ниже» (либо без рейтинга) в объеме 172 млрд рублей по 127 выпускам. Исходя из средней исторической годовой частоты дефолтов «Эксперт РА» ожидал дефолты более чем по 7 выпускам. По состоянию на середину ноября, с начала 2022 года мы насчитали 9 новых имен в «Книге павших». Таким образом, реальная статистика по дефолтам лишь незначительно превышает прогноз, выполненный на основе исторических данных. То есть влияние развития геополитической ситуации на уровень просрочки на публичном долговом рынке оказалось крайне незначительным.

Мало того, в отличие от рынка акций, который показал к 9 ноября просадку с начала года на 42 % (по индексу Мосбиржи IMOEX), вложения в корпоративные облигации продемонстрировали положительный результат не только по индексу полной доходности (+6.67 % по индексу Мосбиржи RUCBITR), но даже и ценовому (+0.74 % по индексу RUCBICP). То есть те инвесторы, которые сформировали портфель облигаций до начала СВО, к концу года оказались в плюсе.

КАКИЕ РИСКИ ОСТАНУТСЯ АКТУАЛЬНЫМИ НА 2023 ГОД?

Очевидно, что большинство описанных выше рисков так или иначе продолжат оказывать влияние на кредитоспособность эмитентов российских локальных облигаций, а также рыночную конъюнктуру в 2023 году. Среди ключевых мы могли бы выделить:

- усиление геополитической напряженности, расширение антироссийских санкций, подключение к ним новых стран;
- риски снижения российской экономики на фоне потери части зарубежных рынков сбыта и падения цен на мировых торговых площадках ввиду сокращения глобальной экономики;
- риски сокращения производства на фоне снижения внутреннего спроса и разрыва логистических цепочек.

В случае реализации данных рисков возможно снижение операционных и финансовых показателей широкого круга российских предприятий не исключаем различные формы господдержки наиболее уязвимых отраслей.

Среди рисков, которые в меньшей степени рассматривались в текущем году, но могут стать актуальными в следующем, — это потенциальный рост расходов федерального бюджета (проведение СВО, поддержка экономики, восстановление присоединившихся областей) при снижении его доходной части. Дефицит бюджета может потребовать привлечения дополнительного объема заемных средств с внутреннего рынка, что может негативно отразиться на уровне доходности ОФЗ и, как следствие, корпоративных облигаций, а также оказать давление на инфляцию. Причем значение будет иметь не только уровень дефицита, но и тактика, которую Минфин РФ будет использовать при привлечении средств на новых аукционах. Напомним, что в начале ноября размещение ОФЗ с погашением в 2036 году прошло с исторически высокой премией, которая сильно удивила рынок. Вполне возможно, что рост предложения ликвидности со стороны регулятора (ЦБ РФ повысил лимит на аукционе месячного РЕПО со 100 млрд рублей до 1.5 трлн рублей) окажет положительное влияние на аукционы Минфина РФ, которые в дальнейшем будут проходить спокойнее, без таких сюрпризов для рынка.

Согласно свежему октябрьскому прогнозу «Эксперт РА», агентство ожидает в 2023 году дефолт не менее чем у 20–25 компаний. Агентство указывает на предстоящие в 2023 году погашения и оферты эмитентов с рейтингом BBB, BB, B и без рейтинга по 135 выпускам облигаций объемом 183 млрд рублей. Реализация такого прогноза приведет к существенному «обеднению» третьего эшелона облигаций (эмитенты с рейтингами от BBB и ниже), учитывая, что в течение большей части 2022 года рынок был закрыт для компаний данного сегмента, количество размещенных займов существенно сократилось по сравнению с предыдущим годом. Тем не менее если у компаний из проблемных секторов рынка будет сохраняться доступ к внешней ликвидности и, соответственно, будет возможность «купить время» на адаптацию к новым условиям, то заметного роста числа дефолтов можно будет избежать и в следующем году.

Завершая данную статью, мы хотели бы сказать, что так получилось, что в новейшей истории российский облигационный рынок уже неоднократно проходил непростые этапы: взлеты сменялись падениями, за которыми неизбежно следовало восстановление. Эти периоды позволили и эмитентам, и инвесторам, и участникам инфраструктуры укрепиться, стать сильнее и «заматереть». Поэтому мы твердо верим, что впереди наш рынок ждет успешное и светлое будущее.