Тренды прошедшего года в трансформации экономики России

Арсений АВТУХОВ,
аналитик департамента анализа финансовых рынков Совкомбанка

Две тысячи двадцать второй год навсегда изменил жизнь российского общества, что не могло не повлиять на российский облигационный рынок. Трансформация экономики, вызванная санкциями, беспрецедентным политическим и экономическим давлением, не была завершена в 2022 году. Она точно продлится еще несколько лет и в течение следующего десятилетия будет подробно описана в научной литературе. Но уже сейчас мы можем отметить ее тренды. Для этого нужно вспомнить основные события предыдущего года.

В условиях изоляции от внешних рынков были созданы новые финансовые инструменты, а также актуализировались старые, менее популярные

В конце февраля началась СВО, из-за чего рынок «закрылся» — регулятор ограничил торги ради поддержания финансовой стабильности, а на первичном рынке из-за резко возросшей неопределенности сделок не было до конца апреля. Летом интенсивность боевых действий уменьшилась, торги возобновились, уровень ставок в экономике снизился, и рынок начал привыкать к новым условиям (Рисунок 1). Объявленная в сентябре частичная мобилизация вызвала повторный шок, пусть и менее масштабный. К концу года оборот торгов корпоративными облигациями и рынок первичных размещений вернулись к объемам начала года, но полного восстановления оборотов рынка ОФЗ и российских акций пока не наблюдается.

Западные санкции нарушили работу платежной инфраструктуры, из-за чего российские корпорации потеряли возможность расплачиваться со своими кредиторами. Мы видели, как компании искали пути исполнить свои обязательства, но иностранные инвесторы намеренно уходили от них, опасаясь токсичности российских денег.

В условиях изоляции от внешних рынков были созданы новые финансовые инструменты, а также актуализировались старые, менее популярные. Появился новый класс локальных валютных облигаций — юаневые облигации. Этот канал заимствований заменил еврооблигационный рынок эмитентам, которым требовалась валютная ликвидность. Многие экспортеры вышли на этот рынок, в результате чего к текущему моменту он достиг объема 500 млрд рублей (для сравнения: весь рынок корпоративных облигаций составляет почти 20 000 млрд рублей).

Из-за ограничений российского экспорта и импорта валютная структура внешней торговли РФ изменилась, а доля юаня в ней сильно выросла. Юань продолжает оставаться мировой резервной валютой, а его

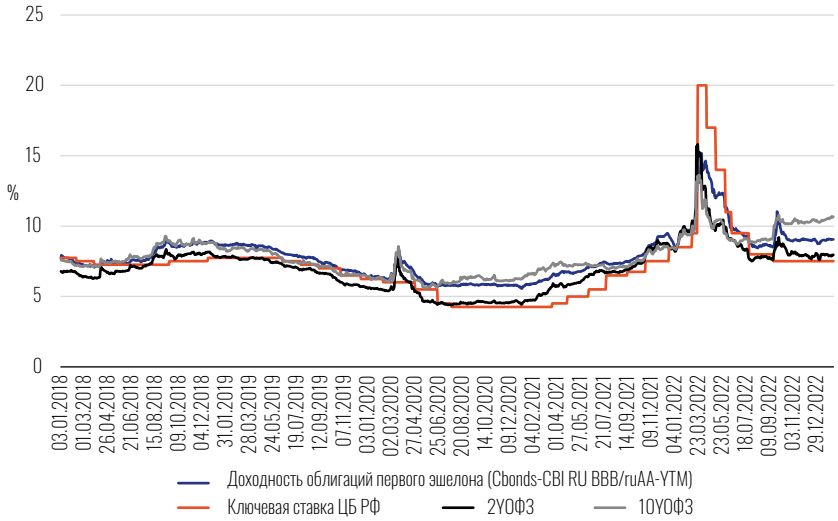


Рисунок 1
Динамика ключевой ставки и доходностей инструментов долгового рынка

Источник: данные портала Cbonds.ru

доля в международных расчетах растет — это определило роль юаня в валютных заимствованиях российских корпораций в 2022 году.

Большинство юаневых бумаг сейчас торгуется ниже номинала — текущие рыночные доходности (Рисунок 2) не соответствуют ожиданиям инвесторов, из-за чего новые выпуски, скорее всего, будут размещаться с премией к текущему рынку. Такая ситуация возникла из-за того, что многие бумаги размещались в момент высокого профицита валютной ликвидности, связанного с дедолларизацией финансового сектора, «бегством» от токсичных на российском рынке валют.

Мы ждем новых размещений в 2023 году, но вряд ли они станут массовыми — скорее всего, их число не превысит показатель 2022 года. Инвестиционные политики многих институциональных инвесторов не адаптированы под наращивание юаневых активов, что вкупе с низкими темпами прироста юаневых пассивов становится сильным ограничивающим фактором. Однако ситуация с пассивами институтов может быстро измениться из-за возобновления действия бюджетного правила.

Другим новым классом облигаций, появившимся в 2022 году, стали замещающие облигации. При помощи этих бумаг компании расплачивались по еврооблигациям преимущественно с российскими держателями, их доля заметно преобладала. На данный момент объем замещенных облигаций превышает 780 млрд рублей, в то время как весь рынок еврооблигаций российских корпораций составляет 5200 млрд рублей.

Сейчас на рынке доминируют бумаги «Газпрома», объем в обращении которых составляет 66 % от общего объема рынка. «Газпром» замещает свои еврооблигации по мере приближения выплат, так что объем замещенных бумаг эмитента продолжит расти. Другие корпорации уже проводят необходимые подготовительные процедуры — по нашим оценкам, объем замещений этими компаниями может достигнуть 300 млрд рублей.

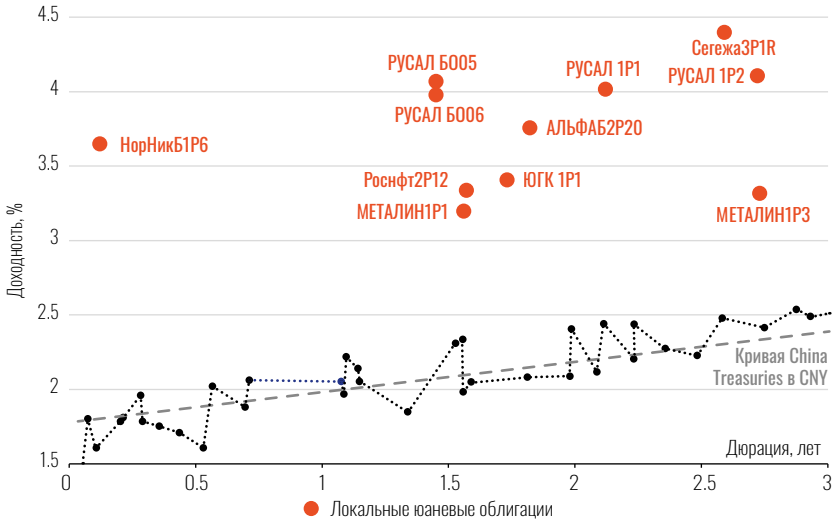


Рисунок 2
Карта рынка юаневых облигаций

Источник: данные MOEX, данные Cbonds.ru, расчеты Совкомбанка

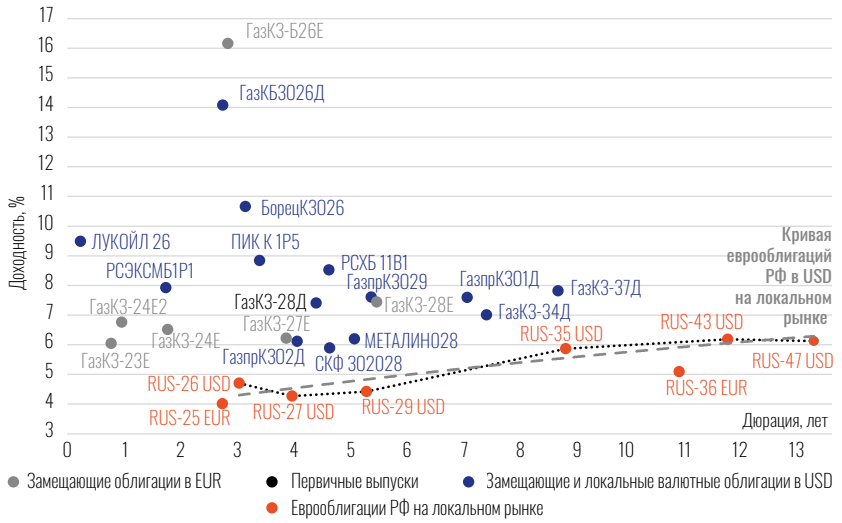


Рисунок 3
Карта рынка замещающих облигаций

Источник: данные MOEX, данные Cbonds.ru, расчеты Совкомбанка

Мы считаем замещающие облигации крайне интересным инвестиционным активом в текущих макроэкономических условиях. Сейчас доходности этих бумаг колеблются преимущественно в диапазоне 6–10 %, а по бессрочным бумагам «Газпрома» можно получить доходность вплоть до 15 % (Рисунок 3). Однако инвесторам следует помнить про повышенный риск бессрочных бумаг: в определенных условиях эмитент может пропускать выплаты купонов или не повышать купон при неисполнении call-опциона, а очередность платежей у инвесторов в такие бумаги сильно ниже, чем у других кредиторов.

Одним из главных трендов 2021 года был рост значимости ESG-повестки для российских корпораций. После начала СВО ESG-повестка в России также начала трансформироваться: климатические и экологические проблемы отошли на второй план, но вопросы социальной политики стали чувствоваться острее.

Из-за ухода иностранных инвесторов с российского рынка и повсеместного эмбарго на импорт российской продукции в западных странах исчез значимый канал давления на российские корпорации — развитие трансграничного углеродного регулирования. Страны ЕС собирались вводить углеродный налог на импортируемую продукцию, а российский экспорт обладает высокой углеродоемкостью. Теперь объем экспорта России в Европу заметно снизился, а ожидаемые от введения ТУР убытки сильно упали. Сейчас в рамках трансформации экономики российский экспорт перенаправляется в азиатские страны, которые отстают от европейских по скорости распространения климатической повестки. Несмотря на это мы прогнозируем, что ТУР в той или иной степени внедрится во многих азиатских странах в течение этого десятилетия, что будет подталкивать российские корпорации к декарбонизации. Внедрение ТУР в странах-партнерах заставит азиатские страны развивать углеродное регулирование — таким образом они переложат издержки ТУР от реэкспорта углеводородов на Россию. Это стимулирует наши корпорации вернуться к оценке переходных рисков.

Мы считаем замещающие облигации крайне интересным инвестиционным активом в текущих макроэкономических условиях

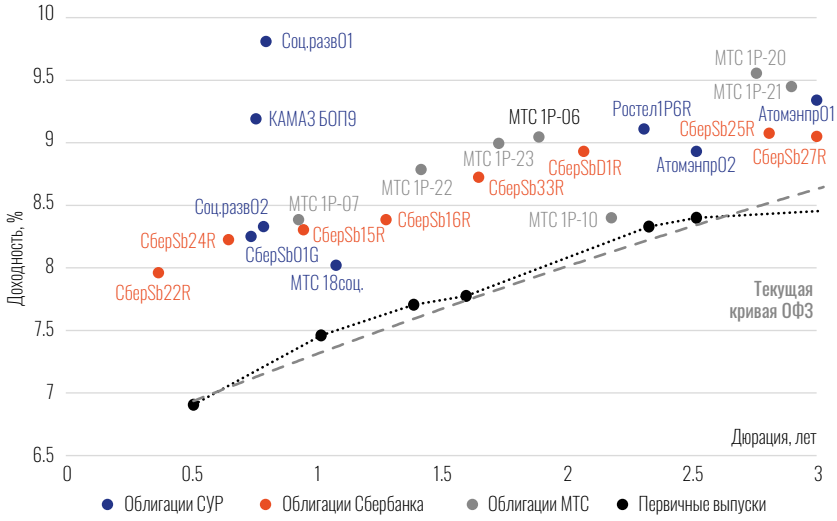
Российский рынок публичного ESG-финансирования изменился в 2022 году, активность размещений резко упала. Этот сегмент рынка (Рисунок 4) представлен Сектором устойчивого развития Московской биржи и состоит из 27 бумаг, 7 из которых было выпущено в 2022 году, в то время как за 2020-й и 2021-й разместилось больше 15 бумаг. Объем рынка составляет около 300 млрд рублей, и он высококонцентрированный — три крупнейших выпуска составляют больше половины рынка.

Мы ожидаем, что в 2023 году этот рынок будет восстанавливаться, а число ESG-размещений вырастет относительно 2022 года, но не за счет размещений реального сектора, а за счет институтов развития. Одна из ключевых текущих тенденций — низкая заинтересованность корпораций и МСП в привлечении рыночного «окрашенного» финансирования, так как пока его стоимость эквивалентна обычным кредитам и облигациям. Отсутствие гриниума (дисконта в стоимости ESG-финансирования) на рынке обусловлено отсутствием дополнительного спроса на этот класс бумаг: в размещениях ESG-облигаций основной круг инвесторов зачастую аналогичен обычным размещениям.

Решением этой проблемы может стать стимулирующее регулирование, которое заключается в субсидировании купонных платежей по таким бумагам или снижением их риск-весов. Стимулирующее регулирование начнется с создания

Рисунок 4
Карта рынка СУР

Источник: данные МОЕХ, расчеты Совкомбанка



нормативно-правовой базы, а этот процесс уже активно идет — регулятор утвердил таксономии зеленых и адаптационных проектов, а текущая, но еще не утвержденная редакция таксономии социальных проектов активно обсуждается рынком и авторами документа.

Мы видим высокую степень координации при обсуждении ESG-вопросов между различными представителями государственного надзора и считаем, что развитие ESG-повестки осознается регулятором как важная задача. Одним из главных событий прошлого года для российского ESG-рынка стала публикация Центральным банком Консультационного доклада «Климатические риски в меняющихся экономических условиях», где регулятор подробно описал свой подход к восприятию климатических рисков и дал рекомендации банковскому сектору по внедрению управления климатическими рисками в свои риск-политики. Этот документ является крайне важным для российского рынка, так как в нем впервые регулятор официально переходит к публичному обсуждению стимулирующего регулирования, тогда как ранее такие инициативы высказывались только финансовыми и нефинансовыми корпорациями.

Помимо стимулирующего регулирования значимым фактором развития ESG-рынков может стать необходимость госкомпаний привлекать целевое финансирование в условиях ограниченных поступлений в федеральный бюджет из-за западных санкций. Мы видели подобные облигационные выпуски и в прошлом году: Атомэнергопром, ВЭБ.РФ и Ростелеком вышли на публичный рынок с подобными бумагами. Несмотря на то что сейчас имиджевая составляющая данных сделок для многих корпораций превалирует над финансовой, мы ждем роста активности эмитентов в этих классах активов по мере смягчения финансовых условий.

На примере рынка ESG-финансирования хорошо видно, насколько разрушительным оказалось влияние западных санкций для российских рынков. Однако рынок локальных валютных облигаций показал, что некоторые агенты смогли воспользоваться этой ситуацией как окном возможностей.

Мы предполагаем, что формирование новых сегментов рынка еще не завершилось. На фоне ухода из России международных страховых компаний одним из новых инструментов локального рынка могут стать Catastrophe Bonds — облигации, событие дефолта по которым привязано к природным катаклизмам. Эти бумаги российские страховые компании смогут использовать для управления своими рисками взамен услуг ушедших из РФ re-insurance компаний. Внедрение этого инструмента позитивно скажется на общей финансовой стабильности российской экономики, поэтому мы не ждем возникновения значимых регуляторных ограничений.

Ограничение экспорта комплектующих и медикаментов в Россию вскрыло проблему недофинансирования фармацевтического и IT-секторов. Для этих сегментов интересными инструментами могут стать Research-Based Bonds — целевые облигации, средства от привлечения которых через специальную структуру будут направляться на финансирование клинических испытаний лекарств или исследований и разработок новых технологий.

Трансформация экономики, начавшаяся в 2022 году, потребует задействовать все имеющиеся материальные и интеллектуальные ресурсы, однако мы верим, что с каждым последующим годом трансформации экономическая активность в России, как и благосостояние ее граждан, будут расти.

Российский рынок публичного ESG-финансирования изменился в 2022 году, активность размещений резко упала