# Российский рынок облигаций 2.0’23

**Анастасия ПУЗАНОВА,**
руководитель проектов
Департамента
корпоративных финансов
«ЦИФРА брокер»
(ООО «ИК «Фридом Финанс»)

**Максим ЧЕРНЕГА,**
руководитель направления
DCM Департамента
корпоративных финансов
«ЦИФРА брокер»
(ООО «ИК «Фридом Финанс»)

Две тысячи двадцать второй год стал самым интересным и неожиданным годом на российском финансовом рынке за последнее время. Казалось бы, чего еще можно ожидать после пандемии, но провидение решило иначе.

Кроме ставших привычными законодательных новшеств, участники рынка сами инициировали и создавали в союзе с регуляторами и инфраструктурой:

- замещающие облигации;
- облигации в юанях;
- «золотые облигации» — как хвост новаций, протянувшийся в 2023 год.

Вот скромный список самых очевидных приобретений, и это не считая «зеленых», «голубых», социальных, инфраструктурных облигаций и прочих видов и способов привлечения средств на фондовом рынке. Хочется верить, что новшества не будут заканчиваться, в среднесрочной перспективе уж точно.

Кто же вдохновил рынок на свершения? Ответ лежит на пересечении кривых спроса и предложения классического экономического закона. Сложившая на российском рынке ситуация является по-настоящему рыночной и соответствует интересам сразу трех групп его участников:

- во-первых, инвесторов, которые заинтересованы в диверсификации и прогнозируемой доходности, в том числе валютной, в отсутствие доллара США и евро и на фоне подорванного доверия к инфраструктуре рынка;
- во-вторых, эмитентов, которым необходимы поддержание сложившейся деловой репутации и изменения в финансовой политике, соответствующие новым условиям рынка;
- в-третьих, инвестиционных банков, которые работают над сохранением репутации и в конечном итоге сохранением своего бизнеса.

**Необходимость решить вопрос с заблокированными в зарубежных депозитариях российскими еврооблигациями привела к появлению рынка замещающих облигаций**

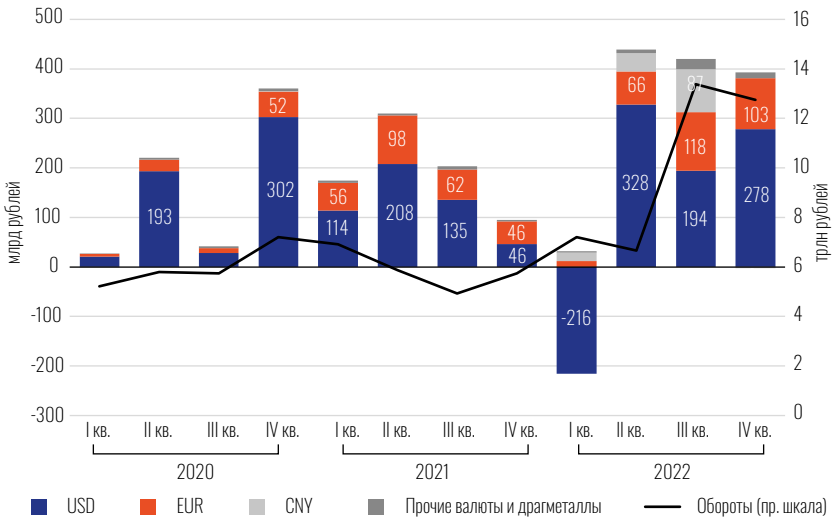
## ИСКУССТВО АДАПТАЦИИ

Необходимость решить вопрос с заблокированными в зарубежных депозитариях российскими еврооблигациями привела к появлению рынка замещающих облигаций. Именно замещающие облигации оказались главными ньюсмейкерами на российском долговом рынке, и именно в этом сегменте зарабатывались и продолжают зарабатываться основные деньги.

По данным Cbonds, на конец первого квартала 2023 года объем рынка замещающих облигаций составляет около 1145 млрд рублей. Но потенциал рынка значительно больше — учитывая весь объем еврооблигаций, которые были выпущены российскими компаниями, этот рынок имеет пятикратный потенциал роста при условии, что все эмитенты

**Рисунок 1**
Нетто-покупки иностранной валюты физическими лицами на биржевом рынке в рамках сделок спот (млрд рублей) и обороты по сделкам (трлн рублей)

Источники: Банк России, Московская биржа




пойдут на замещение. И нужно сказать, юридически эмитентов активно к этому подталкивают.

**Юаневые облигации** заменили собой выпуски в долларах США, евро и других валютах, которые стали «токсичными» на территории России. Товарооборот с Китаем значительно вырос, а доля юаня в ежедневном объеме торгов на валютном рынке Московской биржи вплотную приблизилась к доле доллара США (34 % против 40 % по итогам марта 2023 года) и, скорее всего, обгонит его в ближайшей перспективе. Кроме того, на расчеты с Китаем в юанях перешла не только Россия: многие страны анонсировали подобный шаг, и точечные сделки уже происходят. В этой связи появление выпусков в юанях выглядит логичным шагом — то, о чем долго говорилось в предыдущие годы, наконец получило триггер.

По данным Cbonds, к концу первого квартала 2023 года картина российского долгового рынка в «юаневом» представлении выглядит следующим образом: 14 эмитентов осуществили 27 выпусков общим объемом 76.3 млрд юаней. По курсу Банка России на 31 марта 2023 года (11.1847) это 853.4 млрд рублей, что является величиной, сопоставимой с объемом рынка замещенных облигаций.

До конца 2023 года можно ожидать увеличения количества эмитентов юаневых облигаций, в первую очередь за счет сырьевых компаний: например, нефтедобывающие компании в этом сегменте представлены только Роснефтью — соответственно, будет увеличиваться объем рынка. Также биржевая общественность активно обсуждает появление юаневых ОФЗ, правда, Минфин России сигналов на этот счет не давал, ограничившись общими словами. Прогнозы в абсолютных значениях дать сложно, но предположить удвоение рынка до 150 млрд юаней — вполне реальная перспектива. Необходимо понимать, как будет развиваться тренд: первые выпуски в юанях предлагали среднюю ставку купона на уровне 3.6 %, к концу прошлого года она подросла до 3.9 %, мартовские выпуски этого года размещались уже по 4.6 %. Чем дальше, тем дороже эмитентам обходится привлечение и обслуживание долга в валюте Поднебесной. А в отношении самого юаня довольно много опасений — горячие головы говорят даже о перспективах его девальвации.

Что касается перспектив появления облигаций, номинированных в других валютах, например в индийской рупии или дирхаме ОАЭ, — абсолютно не исключено, но в виде единичных экспериментов:

- во-первых, объемы торговли с Индией и ОАЭ на сегодняшний день меньше, чем с Китаем, а дисбалансов в них больше;
- во-вторых, юань как резервная валюта имеет больше перспектив;
- в-третьих, у отечественных инвесторов нет достаточной практики для анализа такой экзотики, как рупия или дирхам. Доллар и евро традиционно имеют высокий спрос, небольшими объемами интерес вызывает юань (Рисунок 1).

Впрочем, даже юань на сегодняшний день хорошо понятен только профучастникам — об этом говорит отсутствие ажиотажного спроса среди физических лиц: по данным Банка России, доля юаневых облигаций в портфелях физических лиц составила около 1 %.

Много шума наделали планы ПАО «Селигдар» разместить **облигации, номинированные в золоте.** Хотя такой «флоатер», или, точнее сказать,

**Юаневые облигации заменили собой выпуски в долларах США, евро и других валютах, которые стали «токсичными» на территории России**

«структурный продукт», больше походит на оптимизированную PR-кампанию в период повсеместного сокращения соответствующих бюджетов — инструмент крайне необычный даже в мировой практике, но позволяющий инвесторам диверсифицировать свои вложения. Однозначно, более интересный, чем обезличенные металлические счета или покупка физического золота.

К сожалению, потенциал развития «золотого» сегмента ограничен золотодобывающими компаниями первого круга, поэтому вряд ли история станет массовой. Но она может проложить путь для выпуска облигаций с привязкой к другим активам: нефти, промышленным металлам, продовольствию — сложные времена требуют неординарных подходов, решений и новых взглядов.

**Потенциал развития «золотого» сегмента ограничен золотодобывающими компаниями первого круга, поэтому вряд ли история станет массовой**

Важно помнить, что новый взгляд обычно открывается, когда вместо привычного порядка обнаруживается его отсутствие. В силу разных причин беспорядка за один только 2022 год оказалось на облигационном рынке достаточно: приостановка исполнения обязательств по субординированным и вечным облигациям (не путать с дефолтом!), отсутствие доступа к динамике базовых активов из недружественных стран по структурным облигациям.

Впрочем, рынок структурных облигаций адаптировался. Эмитенты в новых выпусках начали использовать российские индикаторы в качестве базового актива. Хотя, принимая во внимание опыт трансформации еврооблигаций, возможно, в 2023 году мы увидим структурные облигации с базовыми активами в виде, например, акций азиатских компаний.

Общее заключение о качестве проделанной работы дал Банк России: помимо того, что регулятор признал по итогам 2022 года движущей силой фондового рынка частных инвесторов, он с присущей ему строгостью отметил снижение спроса на субординированные, структурные и «инвестиционные» облигации (Рисунок 2) из-за низкой доходности по погашенным выпускам. Чуда не случилось (и не случалось за редкими исключениями): средневзвешенная доходность по таким инструментам составляла около 1 % годовых к концу 2022 года.

## ПРОРОЧЕСТВА МЕМОРАНДУМОВ И ПРОСПЕКТОВ

В 2022 году реализовались практически все возможные риски — инфраструктурные, кредитные и рыночные (хотя всегда казалось, что это был формальный и скучный раздел в инвестиционных меморандумах и проспектах, который большинством читался в лучшем случае по диагонали). Среднестатистический частный инвестор постепенно отдал предпочтение ОФЗ, высокодоходным облигациям с небольшим сроком до погашения и ставшим со временем понятными замещающим облигациям. Получив бесценный опыт на, как казалось ранее, безопасных субординированных, вечных и структурных облигациях, инвестор смог оценить смысл и степень риска настоящего high-yield.

Что касается высокодоходных облигаций (ВДО), роль физических лиц в размещениях облигаций третьего эшелона всегда была велика: доля участия во многих выпусках доходила до 100 %, редко опускалась ниже 70 %. С одной стороны, это позитивный фактор: выпуски получают ликвидность на вторичном рынке, тем более что институциональные инвесторы в третий эшелон идут крайне неохотно:

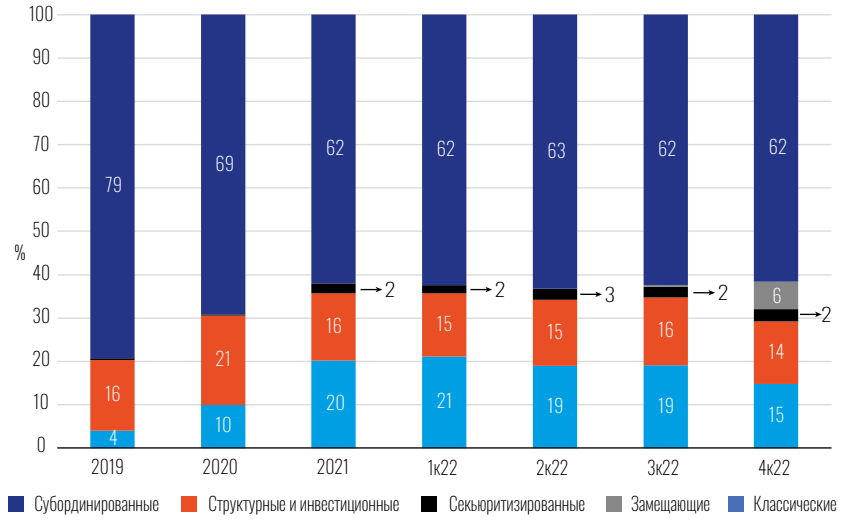



**Рисунок 2**
Структура вложений физических лиц в облигации резидентов по типам (без учета государственных, субфедеральных и муниципальных облигаций)

Источники: Банк России, Московская биржа, НКО АО НРД, Cbonds.ru

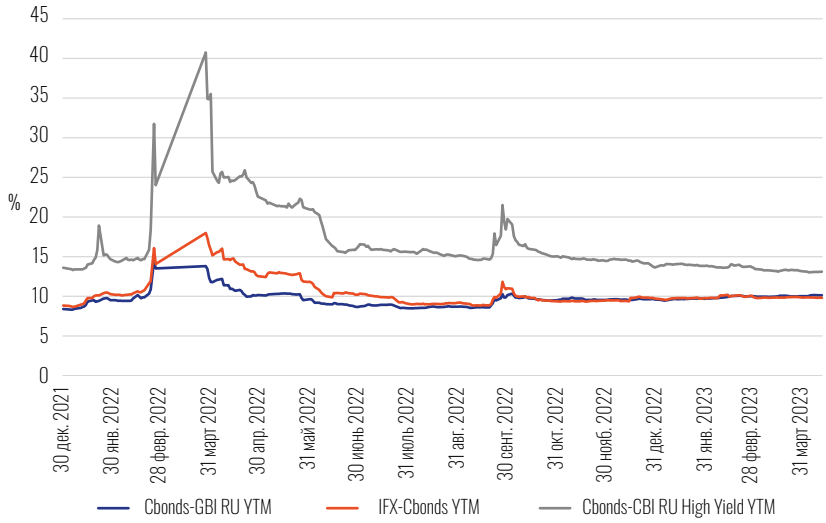



**Рисунок 3**
Динамика доходности облигационных индексов

Источник: Cbonds.ru

отчасти из-за регуляторных ограничений, отчасти из-за незнания сегмента, отчасти «благодаря» риск-менеджменту. С другой стороны, частные инвесторы гораздо больше подвержены изменению настроения и групповым действиям. Особенно ярко это заметно в случае появления плохих новостей (что именно считать таковыми? — вопрос дискуссионный) — панические продажи в сегменте не редкость.

В 2022 году рыночная ликвидность практически полностью перетекла в эмитентов первого и второго эшелона и ОФЗ. В практической плоскости это вылилось в ряд последствий. Во-первых, после открытия рынка в конце марта спред доходности ВДО к государственным облигациям увеличился с 520 б. п. до 2700 б. п., в то время как у высокорейтинговых эмитентов спред вырос с 50 б. п. до 420 б. п. (Рисунок 3).

Примечательно другое: к началу августа высшие эшелоны восстановили уровень спреда до значений начала года, а в ноябре–декабре даже получили лучшие в сравнении с началом года условия. ВДО же отыграли разрыв только к началу ноября из-за ухудшения условий, вызванных событиями сентября. Во-вторых, объем размещений корпоративных облигаций вырос в 2022 году на 19 % с 3.4 трлн до 4.1 трлн рублей (Рисунок 4), не в последнюю очередь благодаря замещающим облигациям, а вот рынок ВДО в 2022 году сократился в два раза: с 44 млрд до 19.5 млрд рублей. Осенью 2022 года розничные инвесторы начали возвращаться на рынок, что тут же вылилось в рост количества размещений и снижение спреда, о чем говорилось ранее. В-третьих, позитивный тренд с возвратом инвесторов вылился в характерное для только зарождающегося рынка требование премии от эмитента при первичном размещении. Причем требование премии распространяется на любую эмиссию, а не только на дебют, как было ранее. Если эмитент премию дает, то это

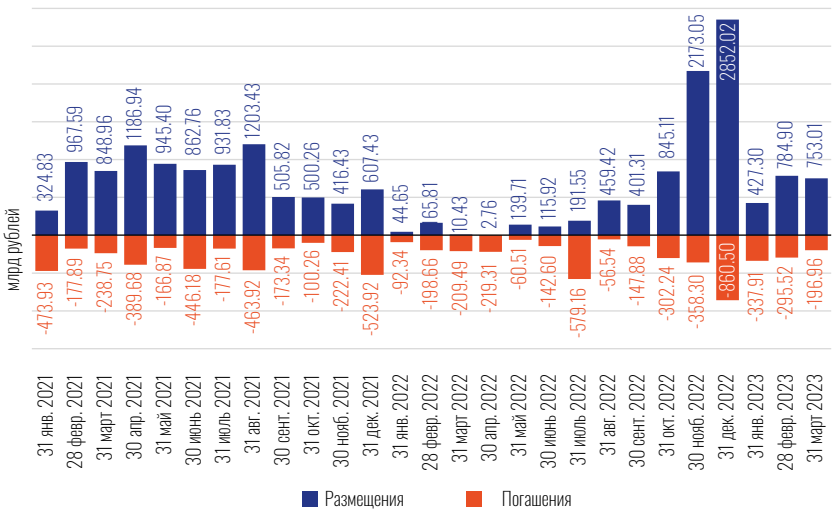



**Рисунок 4**
Совокупные объемы первичных размещений и погашений выпусков на российском долговом рынке

Источники: Московская биржа, Cbonds.ru

тут же выливается в рост цены облигаций, таким образом, многие эмитенты переплачивают до 5% от объема выпуска. Если же эмитент премию не дает, то его размещение может длиться довольно продолжительное время. Что интересно, такие тенденции при размещении облигаций в течение какого-то периода распространились с третьего на второй эшелон, чего раньше представить было нельзя.

## ПАРАДОКС УСТОЙЧИВОСТИ

В завершение темы ВДО хочется вспомнить дискуссию «что есть high-yield в российских реалиях?». Некоторые наши коллеги придерживаются позиции, которая сформировалась мировой практикой: облигации high-yield — это бумаги с низким уровнем рейтинга, соответственно, низким кредитным качеством и высоким уровнем риска, по сути «мусор» (junk). Лингвистический экскурс о том, что слова junk и trash в английском языке имеют разные смысловые оттенки, оставим в стороне и дадим возможность делать выводы, опираясь на то, что в действительности было «отправлено в корзину» в прошедшем году и вряд ли вернется оттуда. Сосредоточимся на особенностях.

В 2022 году рыночная ликвидность практически полностью перетекла в эмитентов первого и второго эшелона и ОФЗ

В силу ряда причин в России произошло смешение понятий ВДО, МСП и даже «третий эшелон». В итоге все субъекты малого и среднего бизнеса оказались записаны в категорию junk, оказавшись «ниже радаров» рейтинговых методологий и, как следствие, вне требований регулятора к качеству активов институциональных инвесторов. Между тем исключения везде и всегда найдутся: эмитенты третьего эшелона могут похвастаться невысокой долговой нагрузкой, стабильной динамикой финансовых показателей, достойной деловой репутацией, открытостью инвесторам. Потому, если кому-то нравится думать о сегменте ВДО как о мусоре, это их выбор, мы предпочитаем видеть в третьем эшелоне сообщество небольших, но крепких бизнесов, которые достойно переживают кризис за кризисом. Хотя исключения есть, и некоторые все еще живут «вопреки».

Любая структурная трансформация финансового рынка влечет за собой изменение портрета эмитента, а именно — ужесточение требований рынка к долговой нагрузке и «буквам» кредитного рейтинга, особое отношение к работоспособности риск-менеджмента и адекватности финансовой модели. Не последнее место занимают даже технические аспекты, среди которых финансовая отчетность, прошедшая надлежащую аудиторскую проверку, исправный сайт и т. п.

Если говорить об отраслевой принадлежности эмитентов, значительное преимущество как в глазах инвестиционных банков, так и в глазах инвесторов будут иметь компании из секторов промышленного и обрабатывающего производства, добычи полезных ископаемых, транспортировки и хранения, сельского хозяйства. Особо следует отметить все, что связано с импортозамещением, — такие предприятия с наибольшей вероятностью окажутся бенефициарами происходящих событий независимо от траектории, по которой эти события будут развиваться.

Впрочем, это все тенденции даже не 2022-го и не 2021 года: тренд на ужесточение требований к эмитентам российского ВДО давно был заметен в действиях регулятора и инфраструктуры. Хорошо это или плохо — вопрос дискуссионный: с одной стороны, такой подход не позволил рынку продемонстрировать кратные темпы роста, с другой — именно жесткость помогла избежать множества дефолтов в 2022 году. Если изучить мнения, то ожидания по дефолтам на 2023 год самые разные: от единичных случаев до массового исхода эмитентов. Пока мрачные прогнозы не сбываются, а мы ожидаем, что количество дефолтов по итогам года ограничится пальцами одной руки. В конце концов, многие опасения о неплатежеспособности эмитентов высказывались уже в конце 2021 года, даже уважаемыми аналитиками.

## КОРНИ

Но вернемся к главному. Облигационный рынок — ресурс для эмитентов, который позволяет привлекать заемные средства на развитие бизнеса, и инструмент для инвесторов, который позволяет зарабатывать доход на росте экономики и отдельных ее субъектов. Экономика эмиссии находится на пересечении ответов на два вопроса: «сколько готов заплатить эмитент?» и «за сколько готов купить инвестор?». Остальное — PR и маркетинг, какими красками ни окрашивай и какими словами ни называй. Регулятор и инфраструктурные организации будут делать все возможное для развития рынка, инвестиционные банки будут искать компромиссы и решения.

Возрождение облигационного рынка 2.0 мы уже видели в 2022 году. Наметившиеся тенденции показывают, что есть все шансы на новый 2.0, но уже в версии ’23. Про 3.0 даже загадывать не хочется…