Новый инвестиционный ландшафт российского долгового рынка

Арсений АВТУХОВ,
аналитик департамента анализа финансовых рынков Совкомбанка

События 2022 года кардинально изменили инвестиционный ландшафт российского долгового рынка. Уход иностранных инвесторов резко сократил свободную ликвидность и вызвал рост доходностей во всех сегментах рынка. Отсутствие иностранного капитала, в свою очередь, стало причиной развития локальных валютных инструментов. Какие сегменты рынка можно назвать привлекательными для инвестирования?

Главными макрофакторами, определяющими рыночную динамику, являются траектория движения ключевой ставки и тактика заимствований Минфина на долговом рынке

Главными макрофакторами, определяющими рыночную динамику, являются траектория движения ключевой ставки и тактика заимствований Минфина на долговом рынке. Решения ЦБ относительно ключевой ставки преимущественно будут опираться на текущие и прогнозируемые данные Росстата по инфляции. Сейчас мы видим стабилизацию инфляции на уровне ниже целевого, несмотря на сильные проинфляционные факторы, такие как ослабление рубля, сокращение профицита текущего счета, повышенный дефицит бюджета и сильный рынок труда. Сейчас росту инфляции препятствует слабый потребительский спрос, однако мы ждем его восстановления, что может привести к росту ключевой ставки во второй половине года. Для долгового рынка это главный сдерживающий фактор в текущей конъюнктуре.

В этих условиях наиболее доступным инвестиционным инструментом могут стать облигации федерального займа (ОФЗ). Мы видим, что в результате рыночных изменений угол наклона кривой ОФЗ сильно вырос относительно конца 2021 года — длинные ОФЗ дают повышенную доходность против короткого конца (Рисунок 1).

Казалось бы, это явление говорит о привлекательности покупки длинных ОФЗ, но мы это утверждение не разделяем. Текущая геополитическая неопределенность и опасения потенциального повышения ключевой ставки делают этот класс инструментов слишком чувствительным к новостному фону и инфляционной статистике. После ухода иностранцев основными инвесторами в длинные ОФЗ стали банки, которые не имеют системного длинного фондирования (из-за природы депозитов), что затруднит нормализацию длинных ставок. Поэтому мы считаем данную стратегию слишком рискованной и полагаем, что окно возможностей для покупки длинных ОФЗ пока закрыто.

На рынке корпоративных облигаций мы видим повышенные доходности в секторе корпоративных ценных бумаг финансового сектора. На долговом рынке представлено несколько частных банков второго-третьего эшелона, обладающих устойчивым кредитным качеством. Такие банки выступят

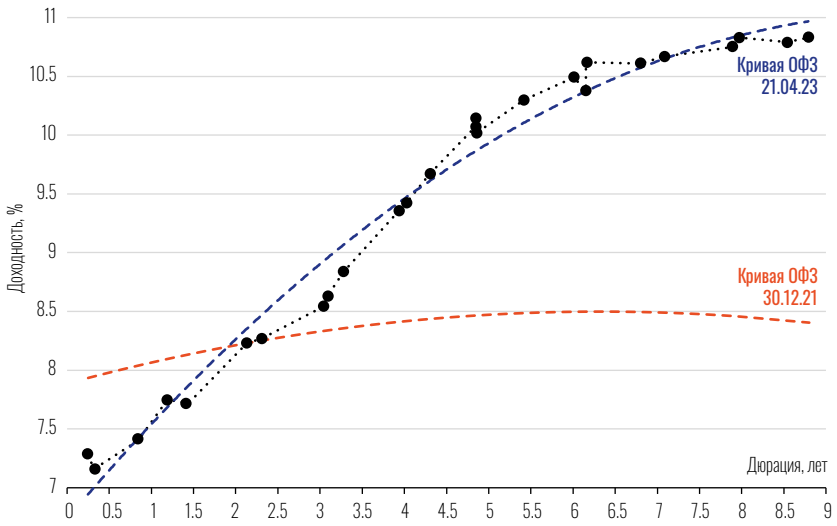


Рисунок 1
Изменение кривых ОФЗ

Источники: данные Московской биржи, расчеты Совкомбанка

бенефициарами потенциального роста инфляции, так как это вызовет рост их процентных доходов. При росте ставок это может вызвать переоценку их долговых портфелей, поэтому при выборе эмитента следует уделять особое внимание оценке его кредитного качества. Спреды финансовых компаний остаются расширенными, произошедшая компрессия спредов не достигла уровня пиков 2021 года. Мы полагаем, что по этой причине при отсутствии роста ставок доходности бумаг финансовых компаний могут снижаться даже при стабильных доходностях кривой ОФЗ.

Похожая ситуация наблюдается и в бумагах компаний строительного сектора. Разница в том, что они более чувствительны к росту ставок. Спрос в строительном секторе напрямую зависит от уровня ставок, поскольку влияет на привлекательность ипотеки: рост ключевой ставки вызовет рост кредитных ставок в экономике, и стоимость ипотеки вырастет. Это отразится на совокупном спросе на жилье: цены жилья снизятся, и это нанесет двойной удар по выручке строительного сектора. Поэтому при подборе бумаг девелоперов мы рекомендуем обращать внимание на компании с фокусом на жилье эконом- или комфорт-класса с низкой долговой нагрузкой. Помимо рыночных ставок, стоит отметить сильное влияние на строительный рынок льготной ипотеки.

Кроме финансового и строительного секторов, перспективной инвестиционной идеей может стать покупка ценных бумаг лизинговых компаний. Главным трендом прошлого года на рынке лизинга, за исключением сегмента авиа, стал повсеместный дефицит машин и оборудования, это стимулировало рост спроса на услуги лизинговых компаний и повысило стоимость их имущественных портфелей.

Событием конца 2022 года стало возвращение на публичный рынок субъектов РФ. Сразу после начала СВО размещения субфедеральных заемщиков приостановились — регионы получили доступ к льготному кредитному финансированию. В 2022 году мы увидели только два размещения: в декабре на рынок вышли Калининградская и Магаданская области. Заемщики размещали бумаги с доходностями 10.70–11.10% на сроки 5 и 7 лет с амортизацией, что было эквивалентно спредам 70–160 б. п. За 4 месяца 2023 года на рынок вышел только один регион — 27 апреля Ульяновская область разместила облигации с квартальным купоном 10.60%. Исторический спред эмитента к кривой ОФЗ на первичном рынке колебался около 170 б. п., однако сейчас эмитент разместился с премией более 250 б. п. к кривой ОФЗ. Мы ожидаем компрессии спреда и считаем эту бумагу привлекательной для инвесторов.

Еще один интересный инструмент в текущей рыночной конъюнктуре — секьюритизация ипотечных и потребительских кредитов. Рынок ипотечных секьюритизаций является производным от рынка ипотечного кредитования, который, как мы помним, в последние годы активно развивался за счет льготных программ. Это сформировало низкие среднерыночные ставки — доля выдач льготных ипотек в 2022 году выросла с 28% до 47%. Стимулирование спроса на ипотеку в прошлом году обеспечило рост объемов выдач, что поддержало рынок ипотечных бумаг — за год было закрыто 16 сделок с совокупным объемом 399 млрд рублей, что чуть ниже объема сделок 2021 года (412 млрд рублей). Ипотечные бумаги предоставляют арбитражную возможность — их доходности дают премию в 150–300 б. п. к кривой ОФЗ. Эта премия нехарактерна для бумаг аналогичного кредитного качества, для сравнения: корпоративные облигации с рейтингом ruAAA дают премию около 75–150 б. п. к кривой ОФЗ.

Одна из главных проблем рынка ипотечных секьюритизаций — отсутствие ликвидности на вторичном рынке. Из-за этого особое внимание уделяется первичному рынку, на котором также имеется системная премия к доходностям крупнейших корпораций (Таблица 1).

Инвестиционный потенциал на рынке неипотечных секьюритизаций ограничен. Сделки секьюритизации — явление редкое и нерегулярное, однако мы видим здесь большие перспективы. В условиях опасения процентного риска доступность «длинных денег» сильно снизилась, но потребность в них растет из-за необходимости финансировать структурную трансформацию экономики.

В этом сегменте рынка наиболее перспективным к секьюритизации классом активов, на наш взгляд, являются ГЧП и концессионные проекты. Растущий бюджетный дефицит снижает доступность государственной поддержки, из-за чего растет роль частного сектора в реализации инфраструктурных проектов и проектов структурной трансформации. Мы считаем, что распространение практики секьюритизации таких проектов экономически выгодно для всех участников: публичный агент получает возможность снизить бюджетную нагрузку от обслуживания проекта за счет грамотно подготовленной структуры; заемщик сможет получить

Таблица 1
Ипотечные и неипотечные секьюритизации, сделанные не на фабрике ДОМ.РФ

Источники: данные Cbonds, расчеты Совкомбанка

	Ориентир премии доходности к кривой ОФЗ	Премия ruAAA корпораций на дату размещения (Cbonds BBB/ruAA- G-Spread)
ИА Титан-3, класс А	150–180	70
СФО ВТБ РКС Эталон, 01	190	90
Ипотечный агент ТБ-1, А	140–160	40
СФО ВТБ РКС-1, 01	180	50

возврат капитала и создать публичную историю на долговом рынке, что в сумме может привести к прямому и косвенному снижению стоимости фондирования; первоначальный инвестор получит возможность разгрузить капитал. В условиях популяризации инструментов секьюритизации растет роль рейтинговых агентств в оценке секьюритизируемых активов и структур сделок.

Важным элементом портфелей большинства инвесторов остаются валютные активы. Мы считаем, что локальные валютные бумаги сейчас являются наиболее подходящими валютными инструментами долгового рынка. Ранее сегмент был представлен исключительно долларовыми бумагами подсанкционных эмитентов, однако в 2022-м и 2023 годах рынок сильно расширился за счет юаневых бумаг и замещающих облигаций. Последние остаются одним из немногих валютных активов, не несущих инфраструктурных рисков, — даже в случае санкций на НКЦ и полного отключения российской финансовой системы от валют недружественных стран клиенты получат выплаты по таким бумагам в рублях по курсу ЦБ, что нивелирует инфраструктурный, но сохраняет валютный риск.

Среди валютных инструментов, безусловно, заслуживают внимания замещающие облигации. Бумаги корпораций первого эшелона предлагают доходность в долларах и евро от 7% до 10%. Мы выделяем две причины повышенных доходностей: на рынке наблюдается навес предложения от инвесторов, стремящихся зафиксировать прибыль от покупки бумаг в Euroclear с большим дисконтом, а готовящийся закон об обязательном замещении еврооблигаций может увеличить инвестиционную вселенную и создаст дополнительное предложение на рынке. Опасения этих рисков не позволяют доходностям замещающих облигаций начать снижаться по аналогии с рублевыми корпоративными и суверенными бумагами.

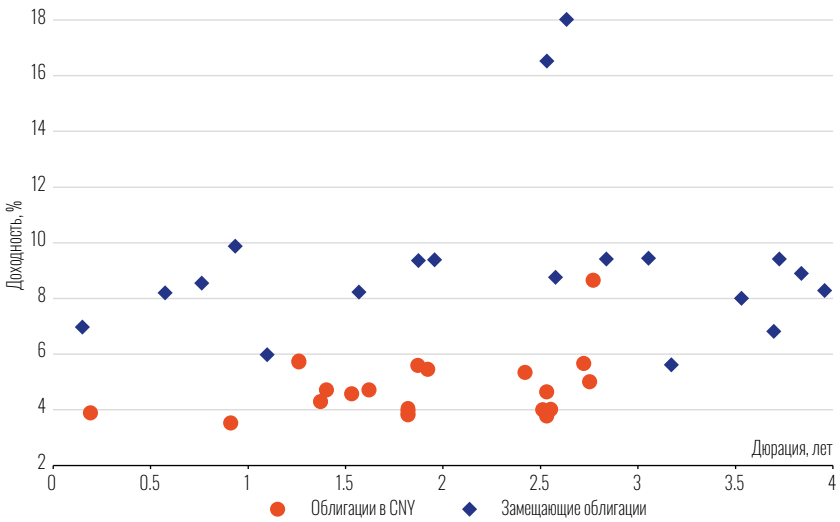
Отдельного упоминания заслуживают бессрочные бумаги Газпрома, которые сейчас торгуются с доходностями 16–18% в долларах и евро. Это субординированные бумаги, которые не имеют конкретного срока погашения, но имеют встроенные call-опционы через каждые пять лет. С каждым неисполненным опционом купонная ставка растет, чтобы стимулировать эмитента не оставлять бумагу в рынке.

Две главные особенности, существенно увеличивающие риски данных бумаг, — потенциальная возможность эмитента отменить выплату и начисление купона, а также субординация перед старшим долгом в праве на погашение обязательств при дефолте. Мы считаем, что премия, которую бессрочные замещающие облигации Газпрома дают по отношению к своим замещающим облигациям, чрезмерна. Доходности рублевых вечных облигаций РЖД и Газпрома дают премию к доходности старшего долга в пределах 5%, до начала СВО эта премия была ниже 1%. Сейчас вечные замещающие облигации Газпрома дают премию к старшему долгу больше 6% — мы считаем, она имеет потенциал к сокращению.

На рынке юаневых облигаций нет настолько привлекательных идей — почти все бумаги торгуются с доходностью в диапазоне 4–6% (Рисунок 2). Дополнительное давление создает необходимость банков сокращать валютную позицию в валютах недружественных стран. Фондирование и инструменты деривативного рынка в этих валютах стали крайне дороги и нестабильны, из-за чего растет использование юаней и юаневых производных инструментов как промежуточных решений.

Мы считаем, что доходности на этом рынке будут расти по мере появления новых выпусков — текущие уровни не позволяют банкам размещать средства с требуемыми ими доходностями, однако эти средства нужны эмитентам-экспортерам, поэтому им придется соглашаться на повышенные купоны.

Таким образом, наиболее привлекательными для инвесторов на рынке рублевых долговых бумаг в настоящий момент являются некоторые корпоративные облигации конкретных отраслей и ипотечные секьюритизации, а среди валютных инструментов — замещающие облигации.

Рисунок 2
Карта рынка корпоративных валютных облигаций

Источники: данные Cbonds и Московской биржи, расчеты Совкомбанка