Российский облигационный рынок: адаптация лучше ожиданий

Игорь СМИРНОВ,
старший директор,
корпоративные, суверенные
и ESG-рейтинги,
«Эксперт РА»

Гульназ ГАЛИЕВА,
управляющий директор,
корпоративные, суверенные
и ESG-рейтинги,
«Эксперт РА»

Рынок публичного долга перевалил за 23 трлн рублей. Рекорду способствовала быстрая адаптация участников рынка к новым условиям. Ключевая ставка сдерживает рост, но бизнес вернулся к реализации инвестпрограмм, и вернулась потребность в новом долге. Фактическая дефолтность лучше расчетной и предыдущих периодов, что подтверждает — рынок свыкся с новыми правилами. Сузившийся спред сегмента ВДО отражает, с одной стороны, несколько чрезмерную веру рынка в силу сектора, а с другой — при правильном подходе позволяет ВДО занимать не по заградительным ставкам. Фундаментальный драйвер роста рынка — розничный спрос. Он заметен во всех сегментах, особенно сейчас, когда ставки высокие и доходность бумаг сильно привлекательнее депозитов. При этом «физик» сохраняет аппетит к риску и позитивно смотрит на вложения в акции. Поэтому можно ожидать, что после длительного перерыва эмитенты начнут активней обращаться к рынку акционерного капитала, а выпуск облигаций будет тестом публичного статуса перед IPO.

Экзистенциальная проблема рынка высокодоходных облигаций — сможет ли эмитент рефинансировать свой заем через год-два — перестает таковой быть

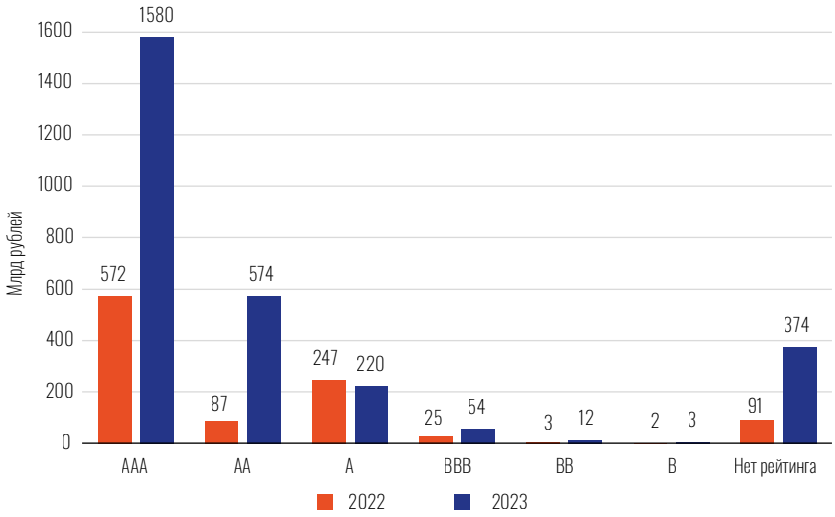
РЕКОРДНЫЙ ОБЪЕМ РЫНКА

Облигационный рынок показал высокую скорость адаптации к новым обстоятельствам его существования. Продемонстрировав по итогам 2022-го новый рекорд в 19.8 трлн рублей, уже в IV квартале 2023 года объем рынка достиг 23.4 трлн рублей и обновил рекорд и объема, и прироста. Нужно отметить, что часть этого прироста обусловлена переоценкой валютных обязательств на фоне рекордно ослабшего курса рубля в III–IV кварталах 2023 года.

За девять месяцев 2023 года рост наблюдался во всех сегментах рынка. Основной движущей силой, конечно, выступает первый эшелон, перед которым теперь стояла задача не только заместить внешние источники фондирования, но и найти средства на развитие на внутреннем рынке. Но и следующие эшелоны также достаточно активно размещались, и к рынку обращались эмитенты-дебютанты из более низких рейтинговых классов. Если в 2022 году многие эмитенты,

Рисунок 1
В объемах доминируют ААА-эмитенты, но следующий эшелон также был активен

Источники: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»



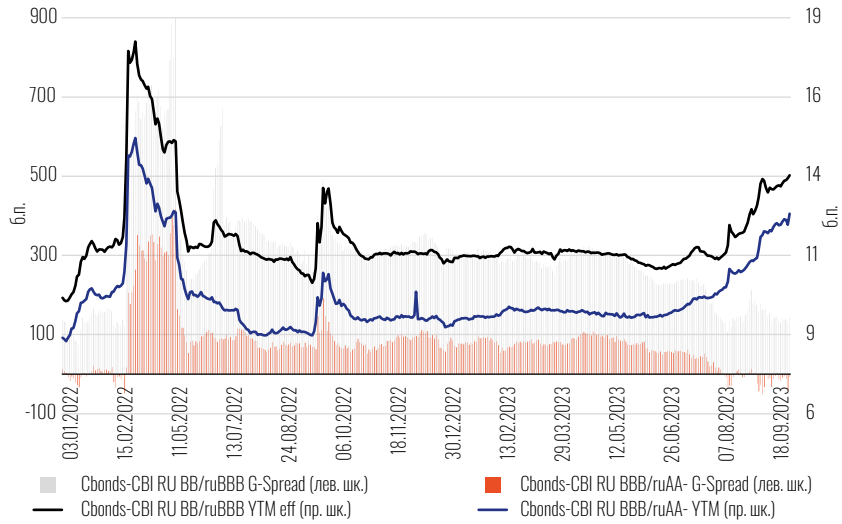
в том числе средних рейтинговых классов, предпочли поставить на паузу инвестиционные программы и связанные с ними облигационные планы, то в 2023-м рынок увидел реализацию многих из этих намерений. Крупнейшие эмитенты вернули хотя бы часть капиталовложений, наиболее требовательных к длине привлекаемых денег, возвращается возможность более уверенного среднесрочного планирования, вновь обсуждаются потенциальные сделки M&A, как всегда, актуальна необходимость в диверсификации финансирования, и банкам нужна диверсификация портфелей. По итогам девяти месяцев 2023 года без учета эмиссии структурных, замещающих бумаг и секьюритизации были выпущены бумаги на 2.8 трлн рублей, из них на сделки эмитентов с наивысшим рейтингом пришлось около 56 %, эмитентов категорий А и АА — 28 % (Рисунок 1).

Ситуация со ставками ОФЗ характеризовалась уже меньшей драматичностью, чем за аналогичный период 2022 года, но тем не менее все еще была волатильной. Стабилизировавшийся к концу 2022-го уровень доходностей ОФЗ болезненно реагировал на повышение ключевой ставки, демонстрируя к началу IV квартала 2023 года инвертированную кривую доходности впервые с лета 2022-го. Волатильность ставок также обострила нежелание крупнейших банков покупать бумаги с фиксированной ставкой.

В 2023 году доходности были практически неизменны вместе с ключевой ставкой. Согласно индексу агрегированных доходностей Cbonds CBI для компаний первого (рейтинг ruAA- и выше) и второго эшелонов (ruBBB — ruA+) средний уровень доходностей до июля 2023 года находился в коридоре 50–100 б. п. и 230–300 б. п. соответственно. Однако с июля в ожидании действия регулятора спреды ощутимо сузились, закрепившись в сентябре в отрицательной зоне для первого эшелона

Рисунок 2
Спреды к ОФЗ высококлассных бумаг сильно сузились

Источник: Cbonds



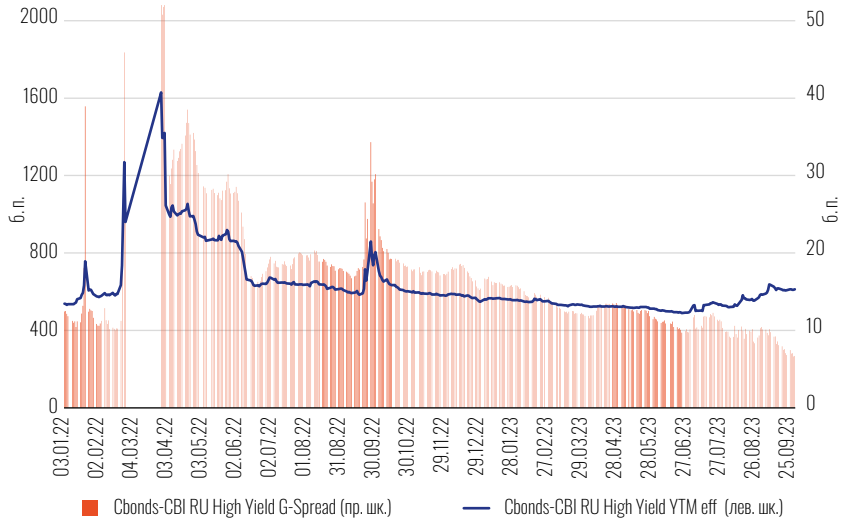


Рисунок 3
Риски в ВДО подверглись существенной переоценке

Источник: Cbonds

и ниже 150 б. п. — для второго (Рисунок 2).

УЗКИЙ СПРЕД СОХРАНИЛ РЫНОК ДЛЯ МСП

Сегмент высокодоходных облигаций двигался в том же векторе, что и более надежные бумаги. Индекс агрегированной доходности Cbonds CBI ВДО показывал достаточно стабильную динамику и не так остро отреагировал на рост ключевой ставки, находясь в коридоре 12–14 % до августа 2023 года и достигнув 15 % в сентябре. Спред стабильно сужался начиная с апреля 2023-го, пройдя путь от 650 б. п. в начале года до 267 б. п. к концу сентября, сильно приблизившись к показателям более качественных инструментов и даже выведя такие инструменты из классического определения ВДО, описывающего их как бумаги с премией свыше 500 б. п. (Рисунок 3).

Экзистенциальная проблема рынка высокодоходных облигаций — сможет ли эмитент рефинансировать свой заем через год-два — перестает таковой быть. Заемщики научились хорошо работать с розничными инвесторами, вовлеченность инвесторов — физических лиц в рынок только растет. В 2024 году через погашение проходят облигации с низкими рейтингами и без них на 76 млрд рублей (из объема без рейтинга исключены дефолтные и не ВДО-эмитенты по критерию размера эмиссии до 1.5 млрд рублей). При адекватной оценке премии при размещении эмитентом и организаторами у заемщика есть все возможности привлечь необходимые средства (Рисунок 4).

ЗАМЕЩАЮЩИЕ ОБЛИГАЦИИ ДОБАВЯТ ОБЪЕМА

Президентский указ об обязательном размещении замещающих облигаций до 1 января 2024 года обеспечит существенный стимул для роста рынка. Указ распространяется на еврооблигации,

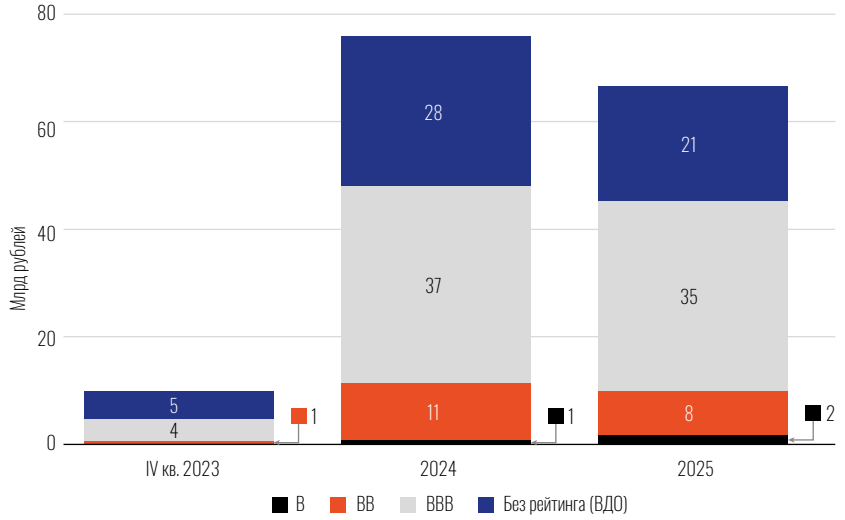
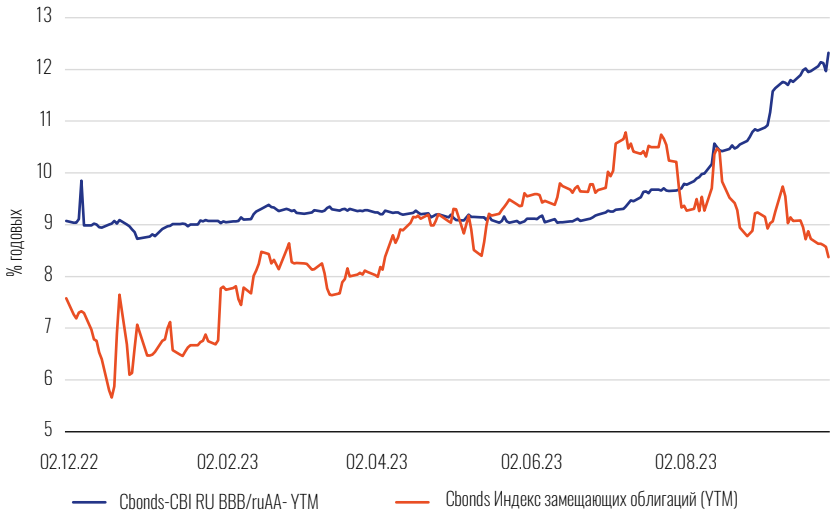


Рисунок 4
Потребности в рефинансировании в ВДО умеренны

Источники: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

Рисунок 5
Летом 2023 года замещающие облигации предлагали очень высокие доходности

Источник: Cbonds

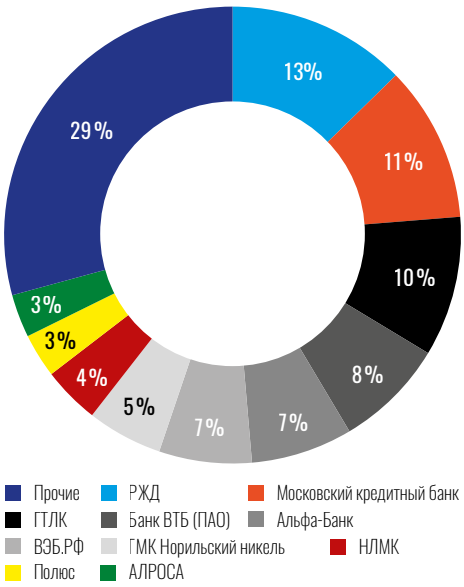


по которым права держателей учитываются отечественными депозитариями. Параметры замещающих бумаг должны быть аналогичны еврооблигациям по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости. До этого у эмитентов был выбор в способах исполнения обязательств — они могли выпускать замещающие облигации или же проводить раздельные платежи в НРД, в западную инфраструктуру. При реализации позитивного сценария объем рынка может вплотную приблизиться к отметке $30 млрд к концу 2023 года, но эта цифра не учитывает неопределенности в отношении фактической доли российских держателей. По расчетам агентства, прошедшие сделки с замещающими облигациями сумели заместить порядка 48 % от первоначальных объемов евробондов. Хотя выпуск замещающих облигаций и не принесет на рынок новых денег, он позволит приблизиться к нормальному функционированию рынка валютного долга с получением регулярных платежей и осуществлением купли-продажи бумаг без инфраструктурных ограничений. Кроме диверсификации, замещающие облигации предлагают держателям достаточно высокие доходности. Если вначале спреды между доходностями бондов эмитентов с рейтингами ruAA- и выше и доходностями замещающих облигаций составляли около 220 б. п., то уже в июле они предлагали на 143 б. п. больше. В 2021-м, до обострения кризисных условий, рублевые облигационные выпуски с максимальным рейтингом кредитоспособности размещались по ставке купона на уровне около 7–8 % годовых, в то время как еврооблигационные займы таких эмитентов размещались по ставке купона на уровне около 1.5–3 % годовых (Рисунки 5 и 6).

РОЗНИЦА ПОДДЕРЖИВАЕТ РОСТ РЫНКА

Розничные инвесторы продолжили выходить на биржу. Хотя и классический способ сбережения — банковские депозиты — показал существенный прирост средств, профицит ликвидности в банковской системе не позволял кредитным организациям давать наивысшие из возможных ставок по вкладам. Как элемент благосостояния домохозяйств депозиты увеличились с января 2022 года на 29 %, до 49.5 трлн рублей, но весомая часть роста пришлась на текущие счета и вклады за рубежом. Несмотря на достаточно

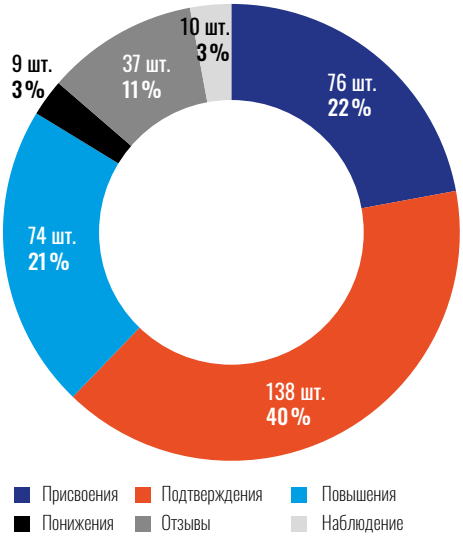
Рисунок 6
В обращении остается $32.8 млрд незамещенных евробондов



Кроме диверсификации, замещающие облигации предлагают держателям достаточно высокие доходности

Рисунок 7
Распределение рейтинговых действий к 18 октября 2023 года

Источники: материалы АКРА, НКР, НРА, расчеты агентства «Эксперт РА»



Несмотря на достаточно свежий в памяти инвесторов эпизод с приостановкой работы биржи и заморозкой части активов, финансовый рынок по-прежнему является притягательным инструментом для роста благосостояния

Аккредитованные национальные рейтинговые агентства также фиксировали хороший темп адаптации рейтингуемых лиц к новым условиям в экономике

свежий в памяти инвесторов эпизод с приостановкой работы биржи и заморозкой части активов, финансовый рынок по-прежнему является притягательным инструментом для роста благосостояния. Розничный спрос, в предыдущие годы лидировавший в размещениях выпусков ВДО, в поисках баланса между риском и доходностями распространил свое внимание и на рейтинговые классы BBB-A. Но, несмотря на рост аппетитов и появление у организаторов опыта работы с таким классом инвесторов, вложения розницы в корпоративные долговые бумаги увеличились всего на 1 трлн рублей — до 3.1, тогда как вложения в акции выросли на 3 трлн рублей — до 11.6.

В таких условиях у нефинансовых компаний, особенно быстро растущих, образуется существенный потенциал привлечения средств в акционерный капитал путем проведения IPO. Классический маршрут публичности, в рамках которого компании сначала предпочитали выйти на облигационный дебют и только потом примеряться к IPO, потенциально может быть упрощен. Участникам рынка стоит обращать внимание на то, что, несмотря на большое количество открытых счетов, наполненность их достаточно низкая. Среднестатистический розничный инвестор совершенно не стремится к частому обращению к рынку и постоянному проведению операций, все еще воспринимая рынок акций как игровой автомат, к которому в Telegram в изобилии продаются рецепты, как обмануть рынок. Если отечественный рынок акций пока не годится для пассивного инвестирования «купил и забыл», то рынок облигаций в условиях высокой ставки может предложить и высокие ставки, и отсутствие необходимости постоянно торговать. Но по сравнению с азартными играми рынка большинству граждан известен куда более простой и очевидный для них путь роста благосостояния, который еще и улучшает качество жизни прямо сейчас, — ипотека, что отражается в 37 % роста задолженности меньше чем за два года.

РЕЙТИНГИ ОЦЕНИЛИ АДАПТАЦИЮ

Аккредитованные национальные рейтинговые агентства также фиксировали хороший темп адаптации рейтингуемых лиц к новым условиям в экономике. К середине октября 22 % всех рейтинговых действий, осуществленных в отношении нефинансовых компаний всеми агентствами, привели к повышению рейтинга или улучшению прогноза. Причины повышений достаточно разнообразны и отражают всю специфику корпоративных заемщиков: изменение корпоративной структуры в ряде сделок слияния и поглощения, выход реализуемых проектов из инвестиционной стадии в операционную, бурный рост отдельных рынков. Но ключевой причиной является планомерная работа эмитентов по реализации умеренной финансовой политики, нацеленной на снижение левереджа и поддержание хороших показателей по рентабельности, ликвидности и запаса средств для обслуживания процентной нагрузки. Также достаточно большая доля новых присвоений рейтингов (22 %) даже в тех случаях, когда эмитент получает рейтинг не впервые, говорит о том, что и в переменчивых условиях рынка новые эмитенты готовятся к выпускам, а уже проводившие эмиссии компании продолжают IR-работу и заботятся о том, как их воспринимает рынок (Рисунок 7).

Создайте ваш индекс вместе с Cbonds

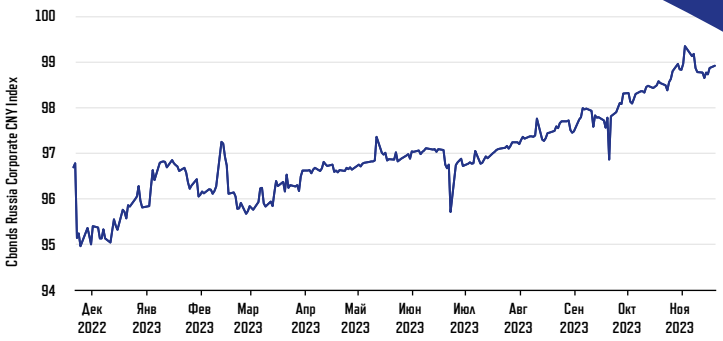
- Для измерения эффективности управления портфелем
- При использовании индексной стратегии управления
- Создание собственного бенчмарка

- Использование гибких методов построения индекса
- Ограничение долей эмитентов в портфеле
- Обновление структуры индекса при перебалансировке портфеля
- Возможность создания ценовых и объемных индексов
- Разработка пользовательской методологии

У вас есть потребность, идеи для построения индекса — свяжитесь с нами

+ 7 (812) 336-97-21 доб. 146
database@cbonds.info

Cbonds Russia Corporate Onshore Index



Cbonds Russia Corporate CNY Index

Cbonds EM Sovereign USD T-spread Index

Индексы:

- полной доходности
- эффективной доходности
- ценовой индекс
- G-спред
- индекс дюрации

Cbonds

Реклама