Великое облигационное переосмысление

Дмитрий АДАМИДОВ,
основатель сообщества
Angry Bonds

Место облигаций на фондовом рынке до последнего времени было стабильно и понятно. Если коротко — основа основ, самый крупный сегмент рынка, наиболее надежный, наименее волатильный. Были, конечно, исключения: ВДО, «падшие ангелы» или испытывающие бюджетные проблемы государства, но в целом облигационный рынок был тем самым китом, на котором покоились мировые финансы. Однако в последние полтора года ситуация стала меняться. Сегодня мир стоит на пороге трансформации мировой финансовой системы, и, если отбросить частности, главная трансформация как раз произойдет на долговых рынках.

Кризис на рынке госдолга США разворачивается прямо сейчас

ОБЛИГАЦИИ БОЛЬШЕ НЕ СИНОНИМ НАДЕЖНОСТИ? ПО КРАЙНЕЙ МЕРЕ, НЕ ВСЕ!

У явления можно выделить два основных контура. Внешний очевиден: кризис на рынке госдолга США разворачивается прямо сейчас, и хорошего исхода для инвесторов там не просматривается. Но это имеет значение и для рынков других стран тоже: динозавры если вымирают, то не по одному. Если потери инвесторов от дефолтов вследствие реструктуризации госдолгов где-то в Африке, на Шри-Ланке или даже на Украине можно списать на мелкие неприятности, то нарастающие проблемы на долговом рынке в США, Европе или КНР заставят переосмыслить очень многое и существенно сократить будущие вложения в госбумаги. А это в свою очередь ведет мировую финансовую систему к совершенно новым испытаниям.

Во-первых, снова ускоряется инфляция по всем валютам, и есть основания полагать, что это надолго: как минимум до 2028–2030 года.

«Люди не хотят держать облигации из-за неопределенных перспектив инфляции» (Лин Грэм-Тейлор, старший стратег по ставкам Rabobank)

Во-вторых, получает новый импульс ползучая деглобализация мирового финансового рынка. Китайские и частично японские инвесторы продают американские активы и выводят деньги из США, американские и отчасти европейские инвесторы делают то же самое с азиатскими активами. Это всё неизбежно сопровождается резкими и мало предсказуемыми колебаниями валютных курсов, изменениями процентных ставок и средней степени хаосом, связанным с изменением сложившихся схем движения капиталов.

«Инвестировать в облигации — глупо» (Рэй Далио основатель хедж-фонда Bridgewater Associates)

Вкупе со столь же серьезными переменами в мировой торговле и логистике, а также санкционными и торговыми войнами, которые будут продолжать периодически вспыхивать в разных местах всё это серьезно снижает энтузиазм инвесторов. Однако энтузиазм — дело наживное, на рынке часто так бывало, что через пару лет после полного и решительного отказа от инвестиций в какой-то актив инвесторы в него возвращались и как ни в чем не бывало начинали подбирать бумаги.

На РБК один из ведущих (к сожалению, не вспомню, кто именно) сравнил инвесторов со стайкой птиц: клюют зерна, кто-то бросит камень — в панике разлетаются, но стоит опять насыпать зерна — слетаются обратно и начинают клевать с удвоенной энергией.

Но мне представляется, что в этот раз рынки легким испугом отделаться не смогут. Основная причина состоит в том, что мы наблюдаем кризис не рынков, как это было практически все предыдущие годы, а экономической системы в целом, который мерами денежно-кредитной, валютной или иной политики не купируется. Это и есть второй, внутренний контур проблемы.

Дело в том, что нынешний кризис связан с исчерпанием долговой модели развития экономики, которая была создана едва ли не в XVI веке, самое позднее в XVII веке. Капитализм с первых своих шагов в равной степени строился на частной собственности, предпринимательской инициативе и долге. Но если в 1960–1970-е годы мировой долг и мировой ВВП были примерно равны, то сейчас мировой долг превышает мировой ВВП более чем втрое.

Это говорит о том, что новый долг уже не создает достаточной добавленной стоимости, а значит, скорее всего, не может быть возвращен. В целом, это давно уже не новость, но есть нюанс: пока должники в лице национальных государств исправно платили проценты, на растущий долг закрывали глаза, опираясь на старую банковскую мудрость *«Неважно, может ли должник вернуть кредит, важно, чтобы он платил проценты»*.

Но сегодня ключевые мировые должники (прежде всего США и ЕС, но под давлением также и Китай, Япония и другие) вплотную подошли к моменту, когда они не смогут платить проценты. Сегодня никто не скажет, когда точно это может случиться, но сам факт того, что в инвестиционном сообществе уже всерьез обсуждают сроки такого развития событий, а не саму возможность, говорит о многом.

Так или иначе накопившиеся проблемы на мировом долговом рынке неизбежно приведут к тому, что в сознании инвесторов облигации перестанут восприниматься как надежный инструмент и защитный актив. Собственно говоря, это уже происходит: последние месяцы с ростом ставок в США инвесторы не уходят из акций, как это было ранее, а напротив, сокращают позиции в облигациях. Но, если так можно выразиться, «великое облигационное переосмысление» только начинается: впереди у нас много знаменательных и нетривиальных событий.

Попробуем описать некоторые из них.

«МЫ ЖДЕМ ПЕРЕМЕН»? ИЛИ ОНИ НАС ЖДУТ?

Первое, о чем следует упомянуть, — это постепенный переход на эмиссионное финансирование бюджетного дефицита. Причина очень простая — дефициты в США, КНР, Японии и ЕС растут очень быстро и при этом не могут быть резко снижены без неприемлемых социальных последствий. Поэтому государства будут, с одной стороны, увеличивать налоговую нагрузку, а с другой — максимально «пылесосить» рынки. Однако уже сейчас ясно, что ни первое, ни второе решить проблему не поможет, поэтому придется включать печатный станок. Это сильно изменит очень многое в финансовом секторе: начиная с отказа от концепции независимости центробанков и заканчивая ростом числа банков, баланс которых будет главным образом состоять из «заРЕПОванных» гособлигаций, почти как у банков «Московского кольца» перед обрушением в 2014 году. К ним добавятся пенсионные фонды и другие инвесторы, которые по каким-то причинам не могут продать гособлигации и вынуждены их держать до погашения. Расшиваться ситуация со стороны ЦБ будет либо прямой покупкой гособлигаций у правительств (что сейчас почти везде запрещено, кроме США, но ведь могут и разрешить), либо впрыском ликвидности в банковскую систему через РЕПО и организацией очередного «кольца».

При этом число иностранных инвесторов в любые госбумаги любых стран серьезно снизится, так же как и приток свежих денег от частных инвесторов: и то и другое будет поддерживаться на минимально возможном уровне, потому что ставки, по крайней мере до 2028–2030 годов, повсеместно будут ниже реальной инфляции.

В этот раз рынки легким испугом отделаться не смогут

Вторым важным событием, по всей видимости, станут изменения в корпоративном секторе. Рост налоговой нагрузки и сокращение возможностей по выводу капиталов в офшоры приведет к тому, что возрастет популярность облигационных размещений, основной целью которых станет перераспределение прибыли, а не привлечение каптала как таковое. Необязательно это будут кэптивные истории, тут возможны различные варианты (например, использование конвертируемых облигаций и других сложных продуктов), но общий смысл будет в том, чтобы, где возможно, вместо дивидендов платить купоны. Как следствие, изменятся кредитные метрики и вырастут объемы размещений в корпоративном секторе и ВДО. Поэтому негосударственный сектор может показать приличный подъем, даже на фоне рецессии.

Ну и наконец, ЦФА. Если в ближайшее время удастся решить регуляторные проблемы, создать единые стандарты, а также развить инфраструктуру, которая позволит серьезно удешевить выпуск долговых обязательств и при этом обеспечить достойное вторичное обращение, то и эмитенты, и инвесторы очень быстро перейдут на ЦФА, и данный сегмент может пережить взрывной рост.

В сознании инвесторов облигации перестанут восприниматься как надежный инструмент и защитный актив

КАК ПРЕОДОЛЕТЬ «КАРГО-КУЛЬТ» И НАЧАТЬ МЫСЛИТЬ ПОЗИТИВНО

Очевидно, что, несмотря на все ожидаемые потрясения, облигации сами по себе никуда не денутся, но долговые рынки в ближайшие годы точно станут более цифровыми и одновременно с этим более сегментированными.

Что до отечественного облигационного рынка, то ему также предстоит «Великое переосмысление», но несколько иного рода. Главная проблема нашего рынка, на мой взгляд, лежит не в количестве эмитентов или инвесторов и уж точно не в их квалификации. И даже не в законодательстве, которое нуждается как минимум в донастройке, а по-хорошему — в коренном реформировании.

Основная проблема, на мой взгляд, в осознании ценности фондового рынка вообще и облигационного в частности.

Показательно в этом отношении недавнее интервью[1] бывшего зампреда ЦБ Сергея Швецова, который сейчас занимает пост председателя наблюдательного совета Московской биржи, в котором он изложил следующие тезисы.

Долговые рынки в ближайшие годы точно станут более цифровыми

1. Весь финансовый рынок — это большая скукота, которая человеку не нужна.
2. Экономика в своем развитии всегда пыталась избавиться от каких-то ненужных элементов.
3. Биржевая торговля на 99 % уже не обслуживает интересы реальных продавцов или покупателей.

Российский фондовый рынок действительно возник в 1990-е годы прежде всего как один из инструментов сопровождения приватизации государственной собственности и, несмотря на все предпринимаемые усилия, пока так и не смог превратиться в полноценный и эффективный механизм мобилизации, накопления и перераспределения капиталов, как в США или Европе.

При том что рынок у нас на сегодняшний день достаточно хорошо развит и в плане инфраструктуры, и в плане присутствия инвесторов, главная проблема в том, что он до сих пор многими воспринимается как явление сугубо несамостоятельное и вторичное: то ли периферия мирового финансового рынка, то ли вообще карго-культ, пытающийся копировать опыт и практики рынка США, порой не очень понимая их суть.

Собственно говоря, преодоление указанной вторичности является главным условием дальнейшего динамичного развития российского фондового рынка. Мы должны в первую очередь по-настоящему оценить и уже пройденный путь, и имеющиеся перспективы. Которые, несмотря на принудительное «закрытие» российского рынка в 2022 году, а возможно, и благодаря ему на самом деле довольно интересны. По крайней мере, у России умеренный государственный долг, здоровая структура платежного баланса и нет большинства тех проблем, которые характерны для мирового облигационного рынка.

Поэтому российское «Великое облигационное переосмысление» должно состоять в том, чтобы поверить в свои собственные силы, перестать ежесекундно оглядываться на Запад и продолжить развивать отечественный облигационный рынок.

Мне кажется, это практически тост, который предлагаю поднять и на очередном РОКе, и на Новый год.

[1] Источник — телеграм-канал Frank Media Invest.