Рынок облигаций: новая реальность

Антон ТАБАХ,
главный экономист,
«Эксперт РА»

Главный экономист «Эксперт РА» Антон Табах о том, какие обстоятельства сложились на рынке публичного долга в конце 2024 года и чего ожидать в ближайшем будущем.

ПОД ПЯТОЙ ВЫСОКИХ СТАВОК

В прошлом декабре участники рынка ожидали заседание по ключевой ставке с оптимизмом — финальный coup de grâce («удар милосердия») и надежда на снижение ставок в рамках мировых трендов, причем с большой скоростью. Сейчас по совокупности обстоятельств настроение значительно мрачнее.

Во-первых, весь прошлый год оказался чередой несбывшихся надежд на разворот инфляционной волны и определенность со снижением ключевой ставки. Постояв весной и в начале лета на годовом дне (весьма далеком от цели Банка России в 4%), сезонно скорректированная инфляция снова ушла вверх. Серия жестких повышений ставок — 5 процентных пунктов с июльского заседания до ноября — вывела «ключ» на рекордный уровень. И если весной 2022-го было понятно, что 20% — это временный шок, то сейчас атмосфера куда пессимистичнее — от 21% есть куда расти (Рисунок 1).

Если весной 2022-го было понятно, что 20% — это временный шок, то сейчас атмосфера куда пессимистичнее — от 21% есть куда расти

Во-вторых, экономический рост оставался существенно выше ожиданий. Даже с учетом его концентрации во вполне определенных отраслях последствия роста зарплат ощущала вся экономика. Более того, повышение налогов способствовало переносу экономической активности с 2025-го на текущий год — примерно так же, как случилось в 2018-м. В итоге два года роста на уровне 3.6% — при санкционных ограничениях и кадровом голоде — только добавили ускорения инфляционным процессам.

В-третьих, экономика разделилась на отрасли, не нуждающиеся в кредитах и выпуске облигаций, более того — размещающие авансы по госзаказам на банковских депозитах, и все остальные. Кредитная активность начала падать только к концу года, ранее спрос подогревался и с этой стороны. Позитивом можно считать хорошее состояние бюджета: дефицит оставался в рамках запланированного, несмотря на новые процедуры уплаты налогов, и не было необходимости выпускать много ОФЗ. Низкая безработица перестала быть хорошим знаком. Скорее всего, в ближайшие годы она и будет такой вне зависимости от состояния экономики, а спрос на рабочую силу проявит себя через рост зарплат и новый наем.

МИРОВОЙ ФОН

Даже несмотря на чересполосицу санкций и контрсанкций, российская экономика не отрезана от глобальных трендов, в первую очередь через состояние внешней торговли и поступления валюты. «Мягкая

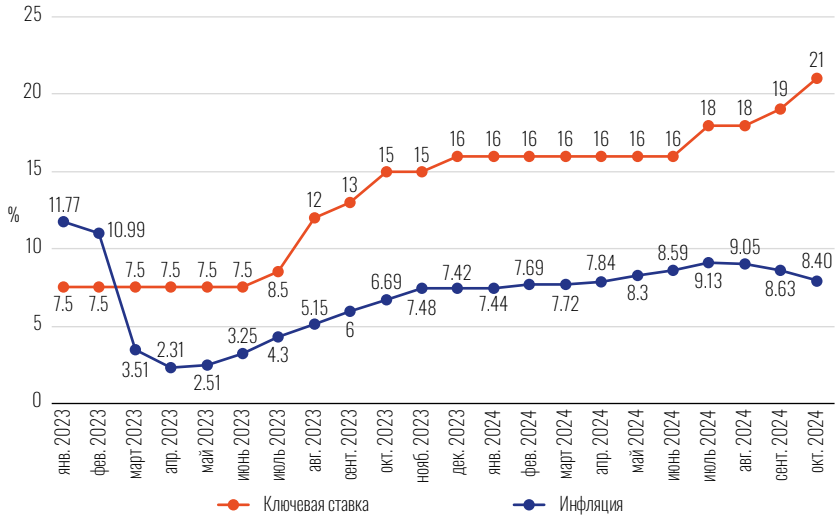

Рисунок 1
Ключевая ставка
и инфляция за 12 месяцев

Источник: Банк России

посадка» мировой экономики и начавшееся в Еврозоне и США снижение ставок поддерживают спрос на наши экспортные товары. При этом мир неоднороден: если Япония, Индия и США чувствуют себя хорошо, то Китай и Европа испытывают проблемы, требующие принципиально разных решений. В среднем высокий уровень государственных расходов в целом и рост военных ассигнований в частности также сулят относительно комфортный уровень экспорта. Импорт растет, но санкции и платежные трудности замедлили этот процесс.

Итоги американских выборов и правительственного кризиса в Германии, скорее всего, будут иметь ограниченный эффект — в ближайшие годы наиболее вероятно увеличение дефицита бюджета, а также укрепление доллара за счет высоких ставок и более высоких пошлин. С другой стороны, ускорение роста экономики и высокие расходы поддержат цены на сырье. Евро, скорее всего, будет под давлением по совокупности обстоятельств.

Несмотря на высокий уровень информационного шума вокруг санкций, скорее всего, в ближайшие годы они станут фоновым фактором, с которым российский бизнес уже научился жить. Самые важные эффекты — отрезанность от мировых рынков капитала и повышенный уровень транзакционных издержек, включаемый в цену на любой товар или услугу с импортными составляющими. Эти факторы представляются недооцененными, но они будут мешать снижению инфляции и при прочих равных замедлять рост.

БЮДЖЕТНАЯ ЗАВИСИМОСТЬ

За последние годы, еще начиная с пандемии, зависимость от государства и его решений основных экономических индикаторов, включая инфляцию, только увеличивалась. В результате бюджетные расходы и налоговая политика стали ключевыми инфляционными факторами. Если в 2015–2018 годах жесткая ДКП реализовывалась на фоне бюджетной консолидации, то сейчас бюджетные расходы растут опережающими инфляцию темпами. Существенная часть бюджетных решений определяется неэкономической логикой и не слишком предсказуема. При этом бюджетная жесткость остается краеугольным камнем финансовой политики, требуя компенсации расходов ростом налоговой нагрузки. Со следующего года изменения в Налоговом кодексе оформят новую реальность более высоких ставок и еще больше усилят концентрацию средств в федеральном бюджете. При этом регионы, чьи доходы устойчиво росли в 2023–2024 годах, испытают как минимум стагнацию доходов, а скорее всего, получат снижение сборов по налогу на прибыль. Это вряд ли сильно ослабит их в 2025-м, но уже с 2026-го возникнет риск того, что отдельные регионы потребуют поддержки федерального уровня.

Главное, что нужно понимать про бюджет 2025-го, — он будет достаточно инфляционным, при этом с ограниченным бюджетным импульсом. Рост расходов во многом произойдет за счет покрытия умеренных, но увеличивающихся вместе с ключевой ставкой процентных выплат по госдолгу и субсидированию выданных с 2020 года разнообразных льготных кредитов. Основной инфляционный «движ» будет возникать от индексации тарифов естественных монополий, утилизационных сборов, а также пенсий и прочих социальных выплат. По нашим оценкам, эффект от них добавит примерно 1 процентный пункт к инфляции 2025 года — проект бюджета, скорее всего, и подвигнул Банк России на повышение ставки в октябре сразу на 200 базовых пунктов. Рост расходов в конце 2024-го будет

Главное, что нужно понимать про бюджет 2025-го, — он будет достаточно инфляционным, при этом с ограниченным бюджетным импульсом

способствовать более высокой инфляции в начале 2025 года, и это приводит к мысли, что снижение ставок будет очень сильно зависеть именно от динамики бюджетных выплат и сбора налогов и пошлин, которая будет определена не раньше середины года.

Из хорошего для рынка облигаций можно отметить два события. Во-первых, прогрессивный НДФЛ оказался куда более мягким, чем озвученные весной и летом предложения, особенно по налогообложению доходов по ценным бумагам, в большинстве случаев ограниченных 15 % (при максимальной ставке для обычных доходов в 22 %). Сохраняются и даже расширяются инвестиционные вычеты, да и средства от запущенной программы долгосрочных сбережений будут инвестированы преимущественно в облигации. Во-вторых, довольно жесткий контроль за дефицитом ограничивает предложение ОФЗ. Минфину не нужно будет занимать по любым ставкам, тем более в длинном конце кривой доходности.

Доля флоатеров в новых корпоративных размещениях зашкаливает за 90 %, и в течение какого-то времени это будет нормой

ЦЕНА ПОБЕДЫ НАД «ИНФЛЯЦИОННЫМ ДРАКОНОМ»

В результате не ускорению, но поддержанию высокой инфляции способствует буквально все — дополнительные издержки от санкций и неопределенности, рост зарплат из-за демографической ситуации и невозможность оптимизировать использование рабочей силы очень быстро, а также неизбежная индексация выплат и тарифов. Речь не идет об инфляции на «турецких уровнях», но для руководства российского ЦБ смириться с тем, что инфляция надолго закрепилась выше цели, неприемлемо.

Причин для этого несколько. Фактический отказ от цели приведет к потере доверия к Банку России. Кроме того, согласно теории, повышенная инфляция будет разлагать экономику. Опора на банковские нормативы для снижения роста кредитования нежелательна и противоречит теории. При этом то, что цель задавалась в совершенно других условиях доступа к рынку капитала, издержек, бюджетной политики, мало принимается во внимание. Борьба с инфляцией в последние месяцы описывается руководством регулятора в терминах почти религиозных.

В нашем базовом сценарии ЦБ сможет победить «инфляционного дракона», хотя и дорогой ценой для экономики, при неплохих средних показателях. Рост в 1.5 % ВВП будет результатом рецессии вне приоритетных для государства отраслей, имеющих доступ к авансам, и части их смежников. Сценарий стагфляции, при которой инфляция застрянет на пути вниз, регулятор фактически признает новую реальность, а ставки будут высокими очень долго при низком росте, пока еще маловероятен, но шанс его реализации повысился.

Скорее всего, мы встретим Новый год со ставкой в 23 %, инфляцией около 8.5 % и инфляционными ожиданиями около 13 %. Реальная ставка в России, как и несколько лет назад, вновь самая высокая среди крупных экономик и останется такой довольно долго. Сигналом к снижению ставок должно стать не просто снижение текущей инфляции, а неинфляционный бюджет на 2026 год и радикальное снижение инфляционных ожиданий.

Благоприятная обстановка для смягчения реальна не раньше лета. А до тех пор гнетущая ДКП сохранится «на максималках». Если Банку России удастся удержать свою политику, то первого снижения ставок можно ожидать летом. Само снижение будет медленнее и пойдет меньшими шагами, чем оба этапа ужесточения (2П23 и 2П24). Даже при благоприятном сценарии следующий год мы закончим на 18 % и 2026-й — со ставкой 12–13 % при инфляции, близкой к целевому уровню. Ценой достижения этого уровня станет сильное замедление в отраслях с ограниченной бюджетной подпиткой, и на выходе экономика будет еще более огосударствленной, особенно в разрезе задействования рабочей силы.

СПАСЕНИЕ УТОПАЮЩИХ

Эмитенты — и Минфин, и корпораты — предсказуемо реагируют на давление переходом на выпуск флоатеров, чтобы снизить издержки и риски, а также активными заимствованиями, «пока поезд не ушел». Доля флоатеров в новых корпоративных размещениях зашкаливает за 90 %, и в течение какого-то времени это будет нормой. При этом институциональные инвесторы также заинтересованы в защите от рисков еще более высоких ставок. Пока смягчение условий и возможность сделать состояния на снижении ставок не станут очевидными, флоатеры и ОФЗ-линкеры будут гегемонами на рынке. Отметим, что сейчас даже государство выпускает высокодоходные облигации, поэтому ставки по классическим ВДО становятся запретительными. Либо эмитенты таких бумаг уйдут во «второй эшелон» с объемами и рейтингами, позволяющими снизить ставку, либо долевое финансирование будет единственным разумным выходом. При этом кредитное качество и его чувствительность к ставкам должны быть в фокусе внимания инвесторов — даже при хорошем качестве крупных компаний совсем избежать реструктуризаций и дефолтов может не получиться.