Ни эллина, ни иудея... ни рейтинга, ни спреда

К вопросу об особенностях российского рынка облигаций 2024–2025 годов

Дмитрий АДАМИДОВ,
независимый аналитик,
создатель Telegram-канала «Angry Bonds»

Как бы кто ни относился к нынешней ситуации, складывающейся на облигационном рынке, очевидно, что она уже вошла не только в экономическую, но и политическую историю страны. Также понятно, что точка в ней еще не поставлена и в наступающем году нас ждут новые сюрпризы. Пока же можно подвести промежуточные итоги и зафиксировать, чем особенно запомнился нам уходящий год.

В новый год практически все инвесторы в облигации входят с серьезной тревогой — уберечься от отрицательной переоценки по телу никто не смог

Во-первых, в 2024 году флоатеры победили фиксы. Подавляющее большинство новых выпусков выходили с переменным купоном. Произошло это везде, кроме разве что ВДО, где флоатеров по-прежнему совсем немного. Имея в виду тот факт, что приличную часть флоатеров могут покупать только квалифицированные инвесторы, а неквалифицированным ВДО по-прежнему можно приобретать после тестирования, получилось так, что в ряде случаев для физических лиц, не прошедших квалификацию, ВДО оказались более доступны, чем флоатеры эмитентов инвестиционного рейтинга. Надо заметить, что держатели флоатеров по сравнению с держателями фиксов долгое время чувствовали себя прекрасно, но в октябре на фоне ужесточения риторики ЦБ начали падать и котировки флоатеров, а премии к ключевой ставке по новым выпускам стали расти. Поэтому в новый год практически все инвесторы в облигации входят с серьезной тревогой — уберечься от отрицательной переоценки по телу никто не смог.

Во-вторых, в 2024 году наблюдались очень странные спреды. Обычно разница доходности между ОФЗ и ВДО составляет от 1.5 до 2 раз, то есть если доходность к погашению ОФЗ — 5 % по ВДО она в районе 9–10 %, если в ОФЗ — 9–10 %, то по ВДО — 15–18 %. Но почти все первое полугодие 2024 года ОФЗ держались на 15–16 %, а ВДО на 21–22 %. Иными словами, спреды были не просто узкими — их фактически не было. Эту ситуацию можно объяснять самым разным образом: (а) рынок долго не верил в сохранение высокой ключевой ставки, (б) сократилось предложение бумаг, а деньги ЦБ исправно

печатал, (в) формировался отложенный спрос, который даст себя знать в следующем году, но факт остается фактом — таких узких спредов мы не видели очень давно. После октябрьского заседания ЦБ ситуация поменялась — спреды раздвинулись, но произошло это довольно паническим образом.

В-третьих, «сломалась» логическая взаимосвязь между рейтингом и доходностью. Сейчас более высокий рейтинг бумаги не обязательно означает более низкую доходность. И дело здесь очень часто совсем не в кредитном качестве. Инвесторы по разным причинам покидают рынок (перекладываются в золото, валюту и пр.), а те, кто остается на облигационном рынке, серьезно перетряхивают свои портфели (продают фиксы, покупают флоатеры, меняют одни выпуски на другие и пр.), и потому даже у одного эмитента доходности разных выпусков могут различаться очень сильно, и складывается ощущение, что эта асимметрия пока не намерена выправляться.

В-четвертых, чем дальше, тем острее встают вопросы с кредитным качеством. Экспортно-импортные шоки (так теперь красиво называется бардак, творящийся в последние три года в ВЭД) на самом деле не прошли для многих эмитентов даром. Мы все знаем о проблемах Газпрома, Сегежи, банков, попавших в SDN-лист, или же расчетах с Китаем, но проблема в том, что, во-первых, в медиа попадают только наиболее громкие сюжеты, а во-вторых, не все проблемы проявляются сразу. В 2022 году начался процесс коренной перестройки мировой торговли и мировых финансов, но последствия его, в том числе и негативные, будут проявляться постепенно и довольно длительное время. Поэтому инвесторам волей-неволей приходится пересматривать подходы к оценке кредитного качества эмитентов, а рейтинговые агентства не всегда успевают оперативно «донастроить» свои методики под новые реалии.

В целом 2024 год выдался богатым на события, но то ли еще будет. К большому сожалению, у меня есть некоторые основания полагать, что 2025 год получится не менее, а может быть, и даже более насыщенным по части прилета всякого рода «черных лебедей», а также чаек, бакланов, ворон, галок и прочих представителей орнитологической фауны.

На первое место я бы поставил политический кризис в США в связи с выборами, который может ускорить процесс размежевания на рынке капиталов и создать новые проблемы как с расчетами и платежами, так и с любым валютным долгом — что долларовым, что юаневым. Процесс постепенной трансформации мировой финансовой системы может сильно ускориться, если в США не получится в штатном режиме выбрать президента.

Уже следом за ним идет СВО и антироссийские санкции, на отмену которых мы все так или иначе надеемся в глубине души. Но проблема в том, что если санкции даже и будут отменяться, то точно в таком же режиме как вводились: в стиле «шаг вперед, два шага назад». Поэтому послабления для одних секторов экономики вполне могут компенсироваться ужесточениями для других, что в среднем только добавит системе волатильности и нервозности.

Ну и наконец, дамоклов меч налоговой реформы. Новые налоги вроде бы не выглядят устрашающе, но, на самом деле, оценить их последствия можно будет только в следующие два года. Сергей Хотимский («Совкомбанк») на одной из конференций описал эту ситуацию как «встречный ветер в лицо бизнесу», но в неменьшей степени это и проблема инвесторов: в основном налоговая нагрузка возрастет на малый бизнес, но надо понимать, что любая крупная корпорация — это экосистема, включающая сотни малых и средних предприятий (поставщиков, подрядчиков, сервисных предприятий, аутсорсеров и пр.), рост налоговой нагрузки на которых может неприятно повлиять и на финансовые результаты крупных компаний. Причем это влияние в ряде случаев может оказаться даже сильнее, чем прямой эффект от подъема ставки налога на прибыль с 20 до 25 %.

Одним словом, скучать в 2025 году точно не придется. Даже если все пройдет благополучно и перечисленные выше обстоятельства не внесут никакую сумятицу на рынок, у нас остается непревзойденный мастер самых разных сюрпризов — это Центральный банк, про денежно-кредитную политику которого Андрей Костин (ВТБ) недавно сказал «невозможного мало». В 2025 году мы с равной вероятностью можем ожидать как разворота ДКП, так и сохранения высоких ставок. Кроме того, я бы на всякий случай не исключал вариант, при котором динамика ключевой ставки может за 2025 год поменять свое направление несколько раз.

Вообще говоря, с ДКП в уходящем году настолько все запуталось, что окончательно дезориентировало не только инвесторов, но и профучастников, и даже подведомственные регулятору учреждения. Уже упоминавшийся тезис Андрея Костина на одной из недавних конференций творчески раскрыл Глеб Шевеленков («Московская биржа»):

«Мы понимаем, что находимся в плохом состоянии, но кто сказал, что это предел?»

В самом деле, когда еще можно было услышать столько критики в адрес ЦБ от капитанов отечественного бизнеса?

Вообще говоря, с ДКП в уходящем году настолько все запуталось, что окончательно дезориентировало не только инвесторов, но и проф-участников

К ставшей уже традиционной критике от Олега Дерипаски в 2024 году добавились не только Алексей Мордашов, но и Игорь Сечин, и Сергей Чемезов, ранее публично никогда на подобные темы не высказывавшиеся. ЦБ, впрочем, не остается в долгу. Чего стоит только последнее выступление Эльвиры Набиуллиной в Госдуме:

«Начнем с того, что прибыль, деньги акционеров, а не кредит всегда были и останутся основным источником финансирования инвестиций»[1].

Или, например, прозвучавшее пару дней спустя высказывание директора департамента финансовой стабильности ЦБ (!) Елизаветы Даниловой о том, что банкротства компаний будут благом для экономики:

«В целом в условиях наших ограничений на рынке труда это [банкротство компаний] будет, наверное, благо для экономики»[2].

Эти и другие цитаты уже вызвали немалое количество кривотолков и возмущения широкой публики, и наверняка еще не раз станут предметом самых острых дискуссий. Но я в данном случае хотел бы сделать акцент не на оценочных суждениях, а на том обстоятельстве, что эти и многие другие случаи являются маркерами поистине глобального исторического процесса, связанного с коренной перестройкой мировой финансовой системы.

Мы хорошо помним по учебникам, что начиная с середины XIX века шло сращивание промышленного и финансового капиталов, о чем так или иначе писали все: от Маркса и Ленина до Дюркгема и Бурдье. Но теперь, похоже, маятник пошел в обратную сторону: финансовый и промышленный капиталы решительно размежевываются, не считаясь с издержками. Этот процесс начался еще в ходе попыток преодолеть последствия кризиса 2008 года, но с 2020 года он приобрел и по-настоящему серьезные масштабы, и большую остроту.

Надо заметить, что в России данным тенденциям бизнес-сообщество сопротивлялось до последнего, стремясь сохранить старые хозяйственные и, как следствие, прежние социальные порядки. Однако и санкции с 2014 по 2018 год, и ковид, и затем «большие санкции» 2022–2023 годов все-таки вовлекли нас в данную, с позволения сказать, деструктивную воронку. Но если до последнего времени дело касалось больше торговли и производства, то с введением санкций против Мосбиржи в 2024 году процесс всерьез перекинулся на финансовую сферу. И логика здесь работает точно такая же, как и в случае с принудительным разрывом внешнеторговых связей — чем больше ущерб, тем лучше. Поэтому все странности, которые мы в избытке наблюдали в 2024 году, скорее всего, продолжатся и в 2025-м и, может быть, даже усугубятся.

Но как бы ни развивались события, я практически уверен, что российский облигационный рынок с честью преодолеет все внешние и внутренние вызовы и продолжит свое поступательное развитие. Раз уж в заголовке вспомнили Библию, то закончить, полагаю, необходимо по Маяковскому: рынок жил, рынок жив, рынок будет жить!

[1] https://cbr.ru/press/event/?id=21121.

[2] https://smotrim.ru/article/4200280.

Новый раздел на сайте Cbonds — Сбондс-ТВ

- Еженедельные выпуски Cbonds Weekly News
- Видео с конференций
- Интервью с ведущими экспертами финансовых рынков
- Вебинары с эмитентами и профучастниками рынков капитала
- Аналитические комментарии

Быть в курсе финансовых новостей

и многое другое теперь собрано в единую удобную медиабиблиотеку

Реклама