Повышаем ставки: следующий год будет особенным

В интервью журналу Cbonds Review Роберт Смакаев, руководитель департамента рынков капитала Совкомбанка, поделился мнением о том, в каком состоянии сейчас находится российский долговой рынок, отметил его сильные и слабые стороны, оценил перспективы развития цифровых финансовых активов и ответил на вопрос, ждет ли дефолты в секторе ВДО. Также Роберт подробно рассказал о том, что изменилось в работе Совкомбанка после IPO, которое состоялось в конце 2023 года. Подробнее об этом читайте в нашем материале.

Роберт СМАКАЕВ,
руководитель департамента рынков капитала, Совкомбанк

— Роберт, мы бы хотели начать интервью с вами с общего обзора состояния сегодняшнего долгового рынка. И прежде всего, нас интересует, в чем, по вашему мнению, его слабые и сильные стороны?

— Готов подтвердить свой прошлогодний тезис — наш рынок силен своей высокой степенью адаптивности и умением преодолеть вызовы, которые перед ним вставали. Если в прошлом году главными вызовами были ограничения со стороны иностранной расчетной инфраструктуры, невозможность крупнейшим экспортерам получить рефинансирование на западных рынках и уход иностранных инвесторов, то в этом точно стоит отметить высокие процентные ставки и ожидание их дальнейшего роста, санкции на Московскую биржу и последующую трансформацию валютного рынка.

Здесь стоит отметить, что несмотря на крайне высокие уровни кредитных ставок в экономике, ключевой ставки и ставок на долговых рынках, эмитенты демонстрировали высокую активность. За 9 месяцев 2024 г. было размещено больше 4.5 трлн рублей долга. Это на 200 млрд больше, чем за аналогичный период прошлого года.

В октябре 2024 г. заемщики были чуть менее активными, чем в сентябре, но все еще сильно активнее, чем в любом другом месяце в этом году. Это говорит о том, что текущая сдерживающая денежно-кредитная политика пока слабо ограничивает корпоративное кредитование, а значит, Банк России будет ее ужесточать, что приведет к замедлению спроса на заимствования, и, как следствие, сокращению эмиссионной активности.

Если говорить о слабой стороне сегодняшнего рынка, я бы назвал, прежде всего, экстремальную степень неопределенности. К сожалению, сейчас сложно предсказать, в каком направлении движется рынок, когда закончится коррекция и расширение спредов. Рынок находится в активной стадии переоценки процентного и кредитного рисков, старается нащупать справедливые на текущий момент уровни ставок, от которых смогут отталкиваться как эмитенты, так и инвесторы при структурировании своих новых выпусков.

Наш базовый прогноз основан на более жесткой риторике Банка России на октябрьском заседании, где был дан четкий сигнал о предстоящем повышении ставки. Мы ждем, что ставка будет повышена до 22%, а в риск-сценарии считаем возможным повышение ставки и до 24–25% в следующем году. Такой экстремальный рост ставки, безусловно, станет проверкой на прочность для российской экономики, так как значительно ограничит рентабельность производства и будет давить на рентабельность и маржу многих компаний. В случае повсеместной реализации кредитного риска спреды значительно расширятся от текущего повышенного уровня, что является ключевым риском на данный момент.

— То есть вы не видите никаких предпосылок для развития и расширения рынка облигаций в условиях жесткой денежно-кредитной политики и высокой ключевой ставки?

— На мой взгляд, практически единственным драйвером облигационного рынка в следующем году будет необходимость рефинансирования своих обязательств. Так как других драйверов роста мы не наблюдаем, а напротив, наблюдаем множество причин для замедления долгового рынка, логично предположить, что темпы роста рынка снизятся, а активного расширения не будет. Очень хочется ошибаться, но пока 2025 год видится довольно особенным в части экстремально высоких ставок, ужесточающегося регулирования, которое будет охлаждать активность, высокой степени волатильности и конкуренции, роста долговой нагрузки.

— Раз уж мы затронули тему ключевой ставки, если ваш риск-сценарий следующего года предполагает дальнейшее повышение ставки, то какой стратегии придерживаться эмитентам и инвесторам?

— В базовом сценарии мы закладываем среднюю ключевую ставку на 2025 год на уровне 20.5%. Однако риски по-прежнему смещены в сторону более высоких значений по инфляции и ключевой ставке. Мы не ожидаем улучшений на рынке труда в ближайшие кварталы, а это останется основным фактором повышенного инфляционного давления. В рисковом сценарии мы допускаем, что ЦБ может не снизить ключевую ставку в 2025 году, а при необходимости — повысить до 23–25%.

Заемщикам стоит быть готовыми к тому, что деньги в экономике останутся дорогими еще долгое время, и, вероятно, еще и подорожают. По нашим оценкам, долговой рынок пока закладывает ключевую ставку примерно 21%, но не 22–23%. Поэтому мы полагаем, что облигации с постоянным купоном продолжат падать в ближайшие месяцы на переоценке рыночных ожиданий в сторону более высокой ключевой ставки на более длительный срок. Мы полагаем, что доходности ОФЗ должны еще вырасти по всей длине кривой ОФЗ.

Мы по-прежнему считаем, что инвесторам лучше придерживаться защитной стратегии и выбирать депозиты, фонды ликвидности и облигации с плавающим купоном. Эти инструменты позволят инвесторам получать 21–24% годовых в рублях. И нужно быть готовым к тому, что Банк России может еще в этом году повысить ключевую ставку.

Фактором неопределенности для инвесторов остаются планы Минфина по крупным займам на долговом рынке до конца года. Минфин все больше отстает от плана на этот квартал — для выполнения плана по размещению ОФЗ на этот квартал ведомству в оставшиеся 9 аукционных недель необходимо привлекать уже по 258 млрд руб. в неделю.

— Получается, что флоатер все так же остается одним из самых востребованных инструментов. Еще год назад эмитенты заходили во флоатеры с привязкой к ключевой ставке в надежде на ее скорое снижение. Этого, как мы видим, не случилось. Не получится ли так, что история вновь повторится, а значит, возможно, наступило время для других долговых инструментов? Как вы оцениваете бонды с привязкой к RUONIA, фиксированный купон и другие?

Заемщикам стоит быть готовыми к тому, что деньги в экономике останутся дорогими еще долгое время, и, вероятно, еще и подорожают

— Да, все так, облигации с плавающими ставками действительно могут выступать в качестве защитного актива. Однако мы наблюдаем, как в сентябре-октябре не менее 80% размещенных выпусков облигаций с переменной ставкой упали в цене. Это случилось в тот момент, когда инвесторы изменили свои прогнозы относительно движения ключевой ставки, услышали жесткую риторику Банка России и наблюдали падение цен на бумаги с фиксированным купоном.

В теории облигации с переменным купоном не должны реагировать на изменение ставок в системе: купон меняется вслед за движением бенчмарка, компенсирует такое движение и защищает флоатер от процентного риска, плюс инвестор получает премию за риск, некий кредитный спред, который дополнительно устанавливается к бенчмарку. Чем менее надежен эмитент, тем выше этот риск и выше должен быть спред. Но цены упали, и это может быть обусловлено несколькими факторами.

Во-первых, есть вопросы с нормативной ликвидностью банков. Несмотря на наличие в банковской системе достаточного количества свободных средств, банки не могут использовать их для выдачи новых кредитов или участия в новых размещениях, так как регулятор ужесточает текущие требования к соблюдению банками регуляторных нормативов, в частности, норматива краткосрочной ликвидности. Очередное ужесточение нормативов произошло 1 октября 2024 г. Система перешла к структурному дефициту ликвидности для роста. Действия регулятора направлены на замедление инфляции путем снижения темпов роста кредитных портфелей банков. Таким образом, ставки кредитов для корпоративных клиентов в банках растут, что напрямую влияет на рост ставок на облигационном рынке, как на альтернативном рынке привлечения финансирования для компаний.

Во-вторых, с ростом ключевой ставки для многих заемщиков кредитные риски выросли, а значит, это должно отразиться на спреде в кредитах по плавающей ставке. Повышение регулятором ставки, дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики и готовность поддерживать жесткие условия длительное время способствуют в целом переоценке рынком кредитного риска корпоративного сектора. Инвесторы понимают, что финансовое давление на компании будет увеличиваться, обслуживать и рефинансировать текущие обязательства, а также привлекать средства на новые проекты (если они будут рентабельны исходя из текущих ставок) станет еще тяжелее. Соответственно, они закладывают премию за этот риск в текущие котировки на вторичном рынке и потенциальные ставки на рынке первичных размещений.

В-третьих, навес размещений со стороны Минфина, которому необходимо выполнять план и который будет конкурировать за ликвидность с остальными заемщиками.

В итоге мы имеем ситуацию, когда на фоне существенного падения вторичного рынка, недостатка доступной нормативной ликвидности и конкуренции с более привлекательными для инвесторов продуктами рынок находится в активной стадии переоценки процентного и кредитного рисков, старается нащупать справедливые на текущий момент уровни ставок.

— Роберт, а каково ваше мнение по поводу ЦФА? Это интересный инструмент, насколько он сейчас востребован? Каковы его перспективы?

— Цифровые финансовые активы представляют собой динамично развивающийся рынок, через который компании уже привлекли свыше 100 млрд инвестиций. Однако его дальнейший рост может зависеть от уточнения и доработки существующего регулирования. Существующие проблемы, такие как недостаток организованности и налогообложения, могут тормозить развитие вторичного рынка. Ключевую роль в его дальнейшем развитии будет играть вопрос обеспечения адекватного вторичного рынка и интеграции различных цифровых платформ. Но хотелось бы, чтобы ЦФА не были репликой облигаций, не давали возможностей эмитентам и инвесторам использовать регуляторный арбитраж. Было бы правильно использовать этот инструмент для организации международных расчетов по внешнеторговым контрактам, например, или использовать их в структурировании сделок Pre-IPO. В общем, применять ЦФА как-то более оригинально.

— Предлагаю от темы долговых инструментов перейти к эмитентам. Прежде всего, всех беспокоит сектор ВДО: количество дефолтов таких эмитентов, скорее всего, было ожидаемо, но все-таки некоторые имена стали неожиданностью для участников рынка. Хотелось бы узнать ваше компетентное мнение о причинах и понять, ждет ли нас продолжение дефолтов и почему?

— Честно признаться, не хотелось бы давать комментарии о причинах дефолтов каких-то конкретных компаний.

Цифровые финансовые активы представляют собой динамично развивающийся рынок, через который компании уже привлекли свыше 100 млрд инвестиций

И вообще мы считаем, что сектор не является залогом кредитоспособности или наоборот. Рост процентных платежей с ростом ключевой ставки — универсальная проблема для всех компаний, особенный удар придется по компаниям с высокой долговой нагрузкой.

Ключевым фактором остаются ожидания рынка по началу цикла снижения ставок. Оптимисты ждали снижения ставок в 2024 году, но этого не произошло. Сейчас оптимисты ждут начала снижения ставок в 2025 году. Если рынок начнет склоняться к тому, что они снова ошибутся, его ждет падение — сокращение рентабельности и рост дефолтов вызовут рост риск-премий, так как этот сценарий пока «не на рынке». Сейчас мы видим, что доля заемщиков с просроченной задолженностью в совокупном корпоративном кредитном портфеле растет (с 13.5 на 01.01 до 17.1 % 01.09). Пока мы считаем этот рост умеренным, однако удлинение цикла жесткой денежно-кредитной политики или новые внешние шоки могут его ускорить. Однако если рассматривать рисковый сценарий, то массовые дефолты в сегменте МСП могут привести к неспособности сектора исполнять обязательства по кредитам, лизингу и кредиторской задолженности перед крупнейшими банками, лизинговым компаниям и нефинансовыми корпорациями. Просроченная задолженность МСП остается крайне низкой (4.7 % на 1.09), а мы ждем роста корпоративного кредитного портфеля в 2024 г. на 84 трлн руб., из которых 71 уйдет на погашение обязательств (то есть нетто-прирост составит 13 трлн). В 2025 г. из-за влияния высокой ставки он замедлится до 8 трлн, а в 2026-м на цикле снижения ставки дойдет до 14 трлн.

— Если говорить о наиболее уязвимых или, наоборот, стойких секторах экономики, какие можете выделить?

— Сейчас под давлением находятся строительный и финансовый секторы — традиционно наиболее чувствительные к росту ключевой ставки, а также металлурги и добывающие компании в сегменте недрагоценных металлов, черной металлургии, угля.

Мы считаем, что инвесторам сейчас стоит сфокусироваться на компаниях с умеренной долговой нагрузкой, устойчивыми конкурентными преимуществами и прозрачным бизнесом. Такие компании есть во всех отраслях, но текущая макроэкономическая конъюнктура благосклонна только к компаниям контрциклических отраслей: услуги, ритейл и торговля, IT.

Но все же общей проблемой для эмитентов всех отраслей может оказаться недостаток ликвидности на рынке при сохраняющихся потребностях по рефинансированию долга и привлечению нового финансирования.

— Давайте перейдем к портрету сегодняшнего инвестора. Отмечаете ли вы серьезные изменения в тактике или стратегии институционала и частного инвестора?

— Мы не наблюдаем каких-то заметных изменений в поведении инвесторов. Как говорится, рыба ищет, где глубже, а инвестор — где соотношение риска и доходности лучше.

На фоне высоких доходностей ОФЗ и большого выбора на вторичном рынке институциональные инвесторы были более избирательными, их спрос оставался точечным и концентрировался в основном на эмитентах первого и второго эшелонов.

Что касается частных инвесторов, то их количество продолжает расти, чеки, которыми они оперируют, тоже, и их финансовая грамотность также растет. В этом большую роль играют журналисты ведущих деловых изданий, блогеры и инфлюенсеры, специализированные ресурсы, посвященные инвестициям, чаты и каналы. Благодаря им инвесторы принимают более взвешенные решения и используют все возможные инструменты.

— Роберт, не можем не отметить, что согласно рэнкингу организаторов облигаций Cbonds, Совкомбанк в 2024 г. вошел в тройку лидеров по объему размещения бондов. В прошлом году вы были в десятке. Что послужило причинами такого роста?

— Рейтинг на конец года, как финишное время в беговом забеге — это запаздывающая метрика, это следствие или производная, мы же фокусируемся на опережающих показателях. Для нас это ежедневная работа с клиентами, постоянная актуализация их потребностей, ставка на комплексное предложение различных продуктов клиентам и, конечно, высокий профессионализм нашей команды, которая задействована на всех этапах организации сделки. Мы сосредоточены на взаимодействии с клиентом, звонках и встречах, процессе обсуждения и иногда убеждения, и все это в конечном итоге приводит нас к сделке и на лидирующие места в рэнкингах. В нашем бизнесе, как в спорте, не получишь результат без ежедневной кропотливой работы.

— Завершить наш диалог предлагаю темой IPO, но не в широком понимании, а IPO конкретно Совкомбанка, которое состоялось в конце 2023-го. Что изменилось в работе банка?

— Совкомбанк рассматривал возможность выхода на IPO еще 10 лет назад, а это означает, что мы были готовы и к моменту IPO уже продолжительное время жили как публичная компания: разместили облигации в первом уровне котировального списка Мосбиржи, разместили несколько выпусков еврооблигаций на международных рынках, ежеквартально выпускали консолидированную отчетность по МСФО, держали высокие стандарты корпоративного управления, были сформированы нужные комитеты в наблюдательном совете, выбраны независимые директора, выпускались годовые отчеты. То есть мы следовали всем принципам открытости и прозрачности.

Теперь у нас более 100 тыс. акционеров со своими ожиданиями в отношении прибыли и дивидендов, и одной из наших задач как банка, который провел IPO, является обеспечение стабильного и устойчивого роста, что позволит удовлетворить эти ожидания. Мы стремимся к внедрению эффективных стратегий управления, оптимизации бизнес-процессов и увеличению доходности.

Кроме того, важно регулярно информировать акционеров о текущих результатах и перспективах, чтобы укрепить доверие и поддерживать прозрачные отношения. В режиме 24/7 мы общаемся с акционерами, регуляторами, аналитиками, журналистами и блогерами. Отвечаем на любые запросы, присутствуем на всех тематических конференциях, проводим инвесторские встречи и активны в социальных сетях — Пульс, где уже 23.4 тыс. подписчиков, БКС Профит. С нуля запустили свой Телеграм-канал для инвесторов. В этом году впервые вошли в топ-10 IR рейтинга Смартлаб. Мы работаем над тем, чтобы удовлетворить не только краткосрочные, но и долгосрочные интересы наших акционеров, обеспечивая стабильный возврат на вложенные средства.