Запас прочности истощается: обзор долгового рынка 2024–2025 годов

Гульназ ГАЛИЕВА,
управляющий директор
по корпоративным
рейтингам, «Эксперт РА»

Михаил НИКОНОВ,
директор по корпоративным
рейтингам, «Эксперт РА»

Жесткие денежно-кредитные условия не сломили роста рынка корпоративных облигаций, который увеличился на 12% с начала 2024 года и достиг рекордных 28 трлн рублей. Экономика растет, и вместе с ней растут доходы корпоратов и их аппетит к долгу для новых проектов, что позволило выдержать рост процентных ставок. Рейтинговые изменения отражают благоприятные экономические предпосылки — при актуализации уровней рейтингов среди компаний корпоративного сектора на каждое негативное рейтинговое действие пришлось более четырех позитивных. При этом заемщики на себе пока что не ощутили в полной мере эффекта от роста процентных ставок из-за существенного объема кредитов и облигаций, выпущенных по фиксированным ставкам до цикла ужесточения денежно-кредитной политики ЦБ РФ. Сохранение жестких денежно-кредитных условий на длительный период создает риск существенного истощения запаса прочности по уровню процентной нагрузки, особенно для закредитованных компаний, которым предстоит пересмотр ставки фондирования по мере приближения срока погашений/оферт по долгам в 2025 году.

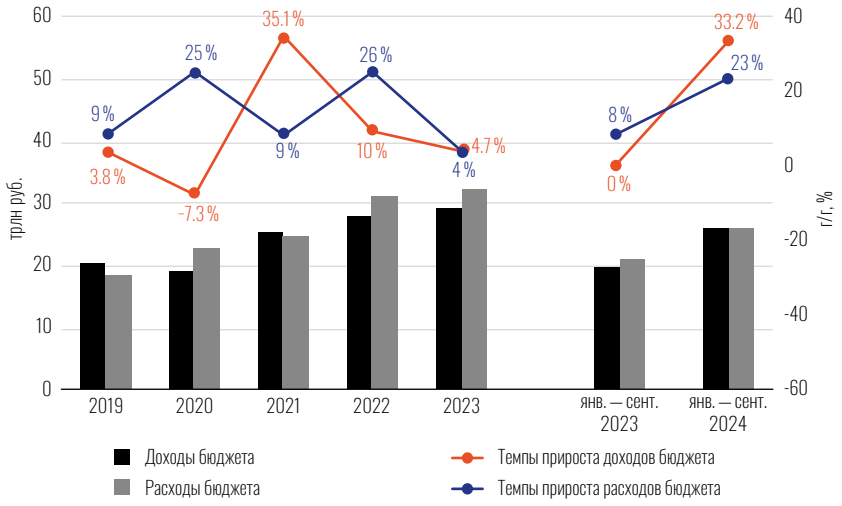
Цикл ужесточения денежно-кредитной политики совпал и частично явился следствием периода высокой экономической активности, бюджетных стимулов и доходов

ЭКОНОМИКА СИЛЬНЕЕ СТАВОК

Цикл ужесточения денежно-кредитной политики совпал и частично явился следствием периода высокой экономической активности, бюджетных стимулов и доходов. Рост доходов корпоратов и дополнительные налоговые инициативы помогли Минфину увеличить поступления в бюджет. По предварительным результатам Минфина за 9 месяцев 2024 г. фактические нефтегазовые и ненефтегазовые доходы превысили плановые. По результатам 9 месяцев 2024 г. темпы прироста доходов составили внушительные 33.2% г/г (Рисунок 1). Опережающие темпы роста доходов Минфина позволяли ведомству увеличивать государственные расходы, стимулировать темпы роста ВВП, способствовать

Рисунок 1
Бюджетные расходы находятся на максимуме, темпы роста отстают от доходов

Источники: Минфин РФ, расчеты агентства «Эксперт РА»



расширению производств, увеличивать реальные располагаемые доходы и совокупный спрос в экономике.

Инвестиционная активность также ускорилась в 2024 году вопреки высоким ставкам и достигла пиковых значений. Темпы прироста инвестиций в основной капитал составили почти 20% по итогу 2023-го (до 34 трлн руб.), продолжили увеличение по результатам 6 месяцев 2024-го, составив 22 (до 14 трлн руб.) против 17% относительно АППГ.

Значительный объем государственных расходов, бум инвестиционной активности транслировались в увеличение темпов роста экономики и сильные темпы прироста реальных располагаемых доходов, которые повышаются последние несколько лет и существенно ускорились в 1-м полугодии 2024 г. При этом рост реальных располагаемых доходов в II квартале составил 9.6%, что является рекордом с 2014 г. На текущий момент развитие экономики абсорбирует рост ставок. Однако стимулирование экономики в условиях низкой безработицы создает давление на уровень инфляции, которую пока что обуздать не удается. Рост инфляции драйвит увеличение ключевой ставки Банка России (Рисунок 2).

Сделки растут вопреки высоким ставкам. К концу сентября 2024 г. индекс валовой доходности государственных облигаций RGBI достиг максимального значения, наблюдаемого с 2008 г., составив около 17.4%. Пиковые уровни 2024 г. обновлялись последние два месяца, указывая на сильное воздействие фундаментальных факторов в экономике на уровень доходностей и процентных ставок. Предыдущие пики нормализовались в пределах нескольких дней-недель, обозначая эмоциональную детерминанту в росте ставок (Рисунок 3).

На этом фоне за 9 месяцев 2024 г. рынок корпоративных облигаций увеличился на 12%, объем задолженности по кредитам юридических лиц увеличился на 13% за 8 месяцев. **Рост объемов сделок по критериям агентства на первичном рынке составил почти 7%.** Наиболее уязвимая категория эмитентов — «BBB+» — «B–»,

Рисунок 2
Рост экономики, реальных располагаемых доходов на фоне низкой безработицы способствуют сохранению проинфляционных рисков

Источник: Росстат

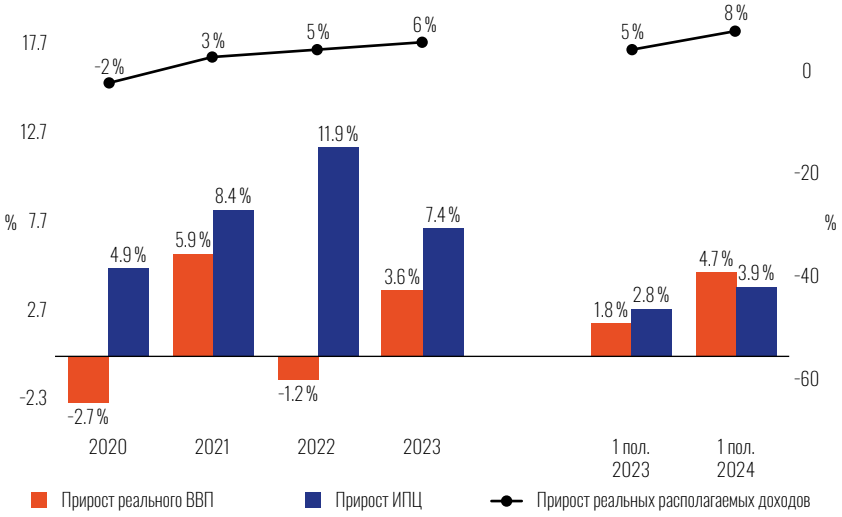


Рисунок 3
Индекс валовой доходности государственных облигаций Московской биржи RGBI обновляет исторические рекорды последние 2 месяца

Источники: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

для которой риски рефинансирования, как правило, стоят острее и для которой увеличение процентной ставки может служить непростым бременем, существенно нарастила объемы размещений — до 141 против 82 млрд руб. в 2023 г. (Рисунок 4). Число эмитентов из этой категории также возросло с 72 до 83.

Высокий интерес к облигационному рынку в 2024 году может свидетельствовать о желании эмитентов снизить стоимость фондирования за счет расширения пула инвесторов или же успеть зафиксировать ставки по фиксированному купону в течение 1-го полугодия 2024 г., когда это было еще допустимо. Также заемщики отмечают бóльшую предсказуемость в части траектории будущих процентных ставок по облигациям, чем по кредитам.

ЗАПАС ПРОЧНОСТИ К РОСТУ СТАВОК ИСТОЩАЕТСЯ

Несмотря на сохранение ключевой ставки ЦБ РФ на уровне 16% и выше в течение 2024 г., стоимость фондирования корпоратов меняется гораздо менее оперативно. Соответственно, эффект от увеличения процентной ставки субъекты экономики ощутили на себе не в полной мере. По данным Банка России, по состоянию на 01.07.2024 почти половина всех кредитов нефинансовых компаний в фиксированной процентной ставке имели процент по кредиту менее 10% годовых, что материально ниже ключевой ставки Банка России, которая к тому моменту на протяжении полугодия находилась на уровне в 16%.

На облигационном рынке также наблюдается схожая ситуация за счет высокой доли облигаций с фиксированным купоном. По состоянию на 01.10.2024 на рынке корпоративных облигаций без учета краткосрочных выпусков, структурных продуктов, ипотечных бумаг и CDO доля выпусков с фиксированным купоном составляет около 76% (против 47% на рынке кредитования). Около

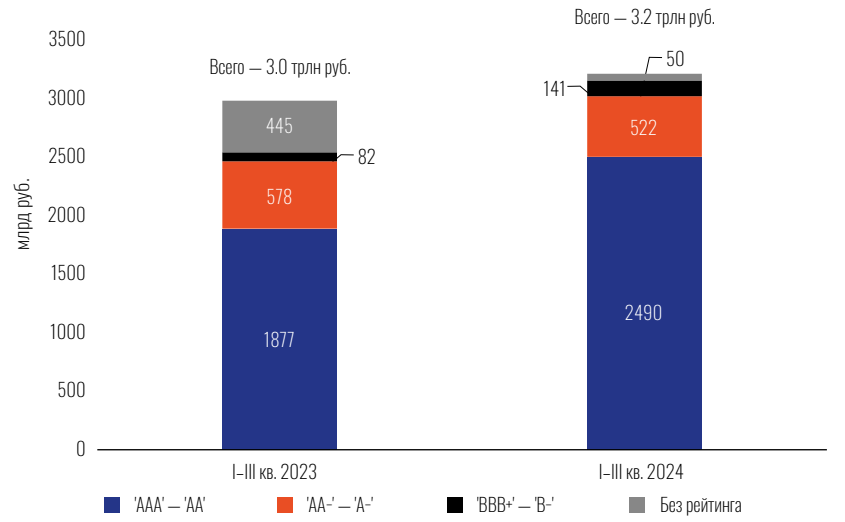
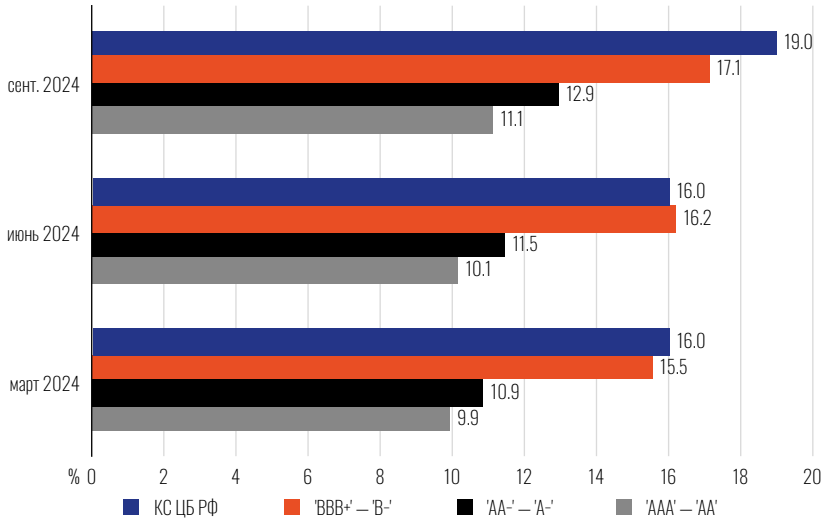


Рисунок 4
Распределение эмитентов на первичном рынке по рейтингам (в млрд руб.)*

Источники: Cbonds, ММВБ, расчеты агентства «Эксперт РА»

Рисунок 5
Соотношение текущих рыночных ставок купона между различными рейтинговыми категориями (в %)*

Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» на основании данных Cbonds



68 % выпусков бумаг с фиксированным купоном были размещены до июля 2023 г., то есть до старта текущего цикла повышения ключевой ставки.

Если за 9 месяцев 2024 г. уровень ключевой ставки повысился на 3 п. п., то средний уровень купона среди эмитентов увеличивался несколько медленнее, в пределах 1–2 п. п. в зависимости от рейтинговой категории. Средний уровень ставок купона категории «ruBBB+» — «ruB–» достиг и превысил уровень КС ЦБ РФ лишь к 30.06.2024, то есть по прошествии около двух кварталов (Рисунок 5).

Если ставки купона на рынке облигаций изменяются с ощутимым лагом, то ситуация с доходностью на организованных торгах совершенно другая. В сентябре 2024 г. средний уровень индекса доходностей Cbonds CBI для эмитентов категории «ruBBB+» — «ruB–» увеличился почти вдвое, на 13 п. п., до 27.1 против 13.8 % в сентябре 2023 г. Среди других рейтинговых категорий рост доходностей относительно сентября прошлого года оказался скромнее, на 6.6–7.8 п. п. (Рисунок 6).

Более резкий рост доходностей для эмитентов категории «ruBBB+» — «ruB–» обусловлен существенной переоценкой рынком уровней кредитных спредов, особенно со II квартала 2024 г., когда начали наблюдаться дефолты в сегменте ВДО. **Спреды к ОФЗ по сегменту выросли с 202 б. п. в сентябре 2023-го до 853 б. п. в сентябре 2024 г. То есть переоценка кредитных рисков всего сегмента внесла вклад в повышение уровня доходностей больше, чем изменение уровня ключевой ставки Банка России за тот же период.**

Рефинансирование по новым ставкам уменьшит запас прочности по уровню процентной нагрузки. Это характерно для всех категорий заемщиков, однако агентство полагает, что основной риск жестких денежно-кредитных условий лежит на категории эмитентов «ruBBB+» — «ruB–» в силу наиболее низкой

Рисунок 6
Индекс Cbonds CBI-доходности на вторичном рынке, %

Источники: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

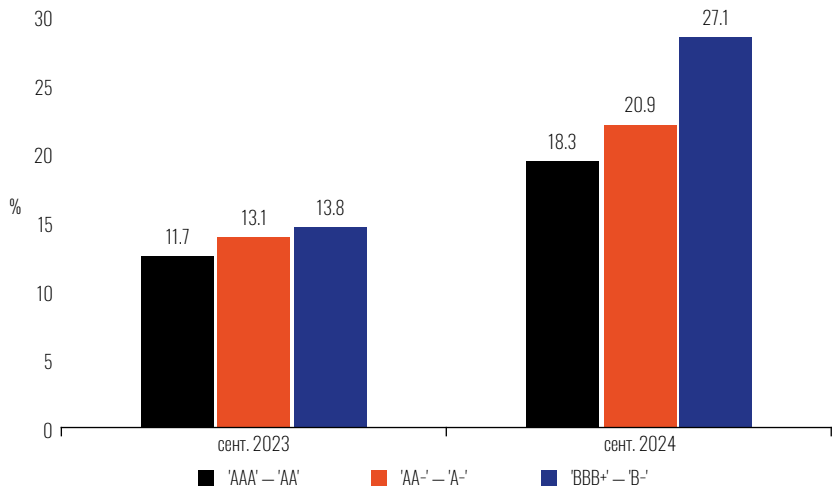


Таблица 1
Отрасли и ставки: какой запас прочности?*

Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» по данным Cbonds

Наименование отраслей	Средний уровень купона на 30.09.2024, %	Прогноз купона на 31.12.2025 — пересчет исходя из погашений/оферт по рыночным доходностям, %**
Минеральные удобрения	7.45	12.07
Химическая и нефтехимическая промышленность	7.86	12.25
Транспорт	11.39	13.53
Нефтесервис	12.89	14.10
Электроэнергетика	11.60	14.35
Горная добыча и металлургия	8.67	14.58
Нефтегазовая отрасль	10.50	14.86
ИТ и телекоммуникации	12.39	15.42
Строительство и девелопмент	13.27	16.70
Институты развития	13.95	16.72
Продуктовая промышленность	15.27	17.56
Тяжелая промышленность	14.75	17.69
Недвижимость и фонды недвижимости	17.98	18.00
Медицина и фарма	14.11	18.51
Ритейл	15.37	18.91
АПК и сельское хозяйство	16.71	20.19
Оптовая торговля	18.37	22.00
Целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая	13.17	23.00

* На основании выгрузки российских корпоративных бумаг Cbonds без учета сделок секьюритизаций, ипотечных ценных бумаг, CDO, структурных продуктов, облигаций с дефолтом, краткосрочных выпусков, ЦФА. Расчет средних ставок без учета аномально низких уровней — менее 4 % в рублях и 1 % в иностранной валюте.

** Прогноз доходностей с учетом прохождения оферт и рефинансирования облигаций до конца 2025 года по рыночным доходностям на 30.09.2024.

Опасность создает не высокая ставка сама по себе, а то, что рост ставки сопровождается увеличением долга с высокими рисками сохранения жесткой ДКП на длительное время

устойчивости к внешним шокам, повышенной частоты дефолтов с точки зрения рейтинговых наблюдений. При этом шок роста уровня ключевой ставки для них усугубляется кратной переоценкой уровня кредитных спредов. Из-за этих факторов рефинансирование долга по действующим ставкам может быть проблематичным или проходить по запретительно высоким уровням. Для закредитованных компаний, чей уровень долга к EBITDA составляет 4.0 и выше, переоценка фактической стоимости фондирования по рыночным уровням (27 %+) поставит под вопрос саму возможность обслуживания их процентных затрат.

Опасность создает не высокая ставка сама по себе, а то, что рост ставки сопровождается увеличением долга с высокими рисками сохранения жесткой ДКП на длительное время. Это может создать отложенный кумулятивный эффект, который стачивает запас прочности предприятиям по показателю процентной нагрузки.

ВЫЗОВЫ 2025: ОТРАСЛИ И СТАВКИ

Агентство «Эксперт РА» проанализировало агрегированные уровни ставок купона в разрезе отраслей по состоянию на 30.09.2024. На основании этих данных и оценок будущих ставок купона* агентство подготовило индикатор запаса прочности среди отраслей нефинансовых компаний. Мы полагаем, что индикатор отражает сравнительные преимущества одних отраслей относительно других по фактическим уровням купона, поскольку отдельные участники рынка получают бóльшую выгоду от использования дешевого фиксированного фондирования. **К концу сентября наибольшую инертность стоимости фондирования по облигациям к текущему циклу роста ставок продемонстрировали компании из следующих отраслей: минеральные удобрения, горнодобывающие и металлургические предприятия, нефтехимическая и нефтегазодобыча.** Это обусловлено существенным объемом долга в иностранной валюте с низкой процентной ставкой. Относительный рост стоимости фондирования этих отраслей будет сильнее, поскольку замещение этих обязательств в сопоставимых ставках невозможно в силу острого дефицита валютной ликвидности на российском рынке. Их придется замещать в т. ч. с использованием заимствований в российской валюте.

С учетом оферт и потенциального рефинансирования старых займов в 2025 году средний уровень ставок купона окажется наиболее высоким среди предприятий целлюлозно-бумажной и деревообрабатывающей отрасли, оптовой торговли, АПК и сельского хозяйства. Это обусловлено близостью срока прохождения оферт и погашений по действующим облигационным займам, которые предстоит замещать по более высоким ставкам. Мы полагаем, что в перспективе 2025 г. при отсутствии значимых изменений в уровнях доходностей ставка фондирования для топ-5 отраслей с минимальным уровнем купона на 30.09.2024 может увеличиться на 5–6 п. п. Среди всех отраслей в целом рефинансирование облигационных выпусков до конца 2025 г. приведет к увеличению средних ставок купона на 3–4 п. п., или на 27 %.