Баланс смещен в сторону рисков, но возможности остаются

Александр КУДРИН,
профессор НИУ ВШЭ

Начавшийся 2025 год обещает быть богатым на важные события и стать периодом формирования значимых трендов. Некоторые из них выглядят практически неизбежными, для реализации других требуется стечение определенных обстоятельств. В любом случае для инвесторов на российском финансовом рынке грядет время перемен, которое таит как угрозы, так и новые возможности. Развитие геополитической ситуации, изменения в монетарной политике, динамика национальной экономики, кредитные риски — вот далеко не полный список факторов, которые будут находиться в фокусе внимания в ближайшие месяцы.

Для инвесторов предстоят непростые времена, которые, безусловно, принесут интересные возможности, но, по всей видимости, баланс всё-таки смещен в сторону рисков

НА ПЕРЕПУТЬЕ

Для финансовых рынков нынешний год, скорее всего, будет наполнен важными событиями. Некоторые из них, в основном относящиеся к экономике, выглядят более или менее вероятными. Здесь можно упомянуть, например, замедление темпа экономического роста после двух лет уверенной динамики ВВП или ожидающееся смягчение монетарной политики. Также можно упомянуть и реализацию кредитного риска, хотя вероятность воплощения его в жизнь в полном масштабе не столь велика, но последствия этого сценария могут быть весьма болезненными.

Особняком стоит геополитическая повестка. Наибольшее внимание здесь привлекает возможное урегулирование украинского конфликта. В оптимистичном варианте оно может повлечь за собой как снятие (возможно, частичное) санкций с России, так и приток на отечественный рынок иностранных инвесторов (хотя далеко не в масштабах, которые наблюдались до 2022 г.). Негативный же сценарий предполагает невозможность достижения договоренностей и эскалацию конфликта. Таким образом, влияние этого фактора на рынки может оказаться диаметрально противоположным в зависимости от сценария, оценить вероятность реализации которого практически невозможно.

При этом не стоит забывать и о «тарифной войне», которую начала новая президентская администрация США и которая может стать причиной замедления глобального экономического роста. В свою очередь, этот фактор может

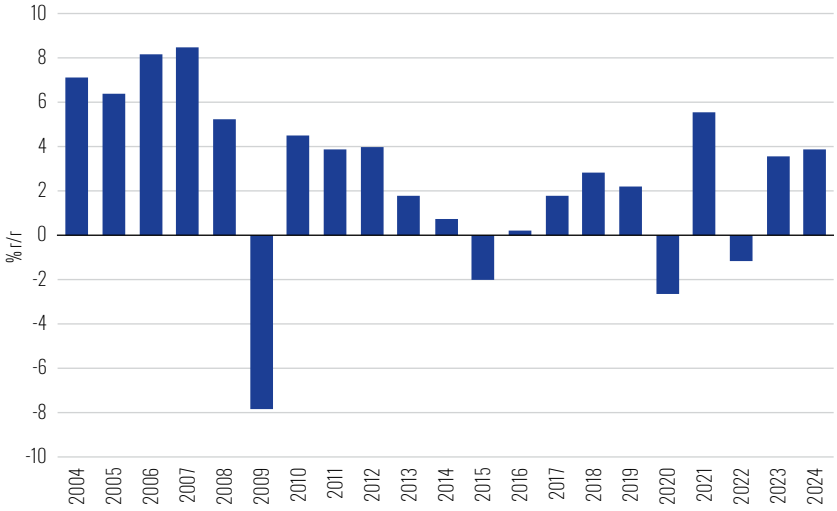

Рисунок 1
Динамика ВВП

Источник: Росстат

стать причиной снижения цен на энергоносители, что традиционно отрицательно влияет на динамику финансовых активов в РФ.

Так или иначе для инвесторов предстоят непростые времена, которые, безусловно, принесут интересные возможности, но, по всей видимости, баланс всё-таки смещен в сторону рисков.

НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ

Последние полтора года прошли для экономики России под знаком высоких (а с какого-то момента исключительно высоких) процентных ставок. Значительное инфляционное давление заставило регулятора перейти к жесткой монетарной политике. Однако эффект от нее проявлялся в реальном секторе значительно медленнее, чем ожидалось. Одна из причин данного парадокса — это радикальное увеличение за последние годы разного рода субсидируемых программ/кредитов. Оно сделало определенную часть экономики малочувствительной к повышению процентных ставок. По сути, весь их процентный риск был переложен на баланс Минфина, где совокупный объем обязательств с плавающей ставкой составил к концу года порядка 17 трлн руб. в чистом выражении. Несмотря на это, ЦБ оказался готов идти на ужесточение политики, а также на введение дополнительных ограничений макропруденциального характера, чтобы замедлить рост кредитования и таким образом снизить инфляционное давление. В результате к концу 2024 года ключевая ставка ЦБ достигла отметки 21 %.

Любопытно, что, несмотря на последовательное ужесточение монетарной политики, экономика демонстрировала впечатляющие темпы роста и по итогам 2024 года ВВП вырос примерно на 4 %. Последнее обстоятельство формировало позитивные ожидания в бизнес-среде. Следствием этого стала готовность многих компаний привлекать средства даже по высоким ставкам с расчетом на будущий рост прибыли. Помимо этого, большинство аналитиков еще в конце 2023 года полагали, что при ключевой ставке 15–16 % негативные тенденции в экономике начнут проявляться через пару кварталов, что заставит регулятора перейти к снижению ставки. На этом фоне сформировались ожидания, что период высоких процентных ставок в России будет достаточно коротким, в результате кредиты и займы под плавающую процентную ставку стали крайне привлекательным инструментом в глазах компаний. По заявлению регулятора, в конце 2023-го и первой половине 2024 года подавляющая часть корпоративных займов имела именно такую структуру. Косвенным отражением этой же тенденции стало резкое увеличение размещения облигаций с плавающей процентной ставкой. В целом по итогам прошлого года компании разместили таких бумаг на сумму 2.9 трлн руб.

Для банков сложившаяся ситуация была вполне комфортной, потому что они сокращали объем принимаемого на себя процентного риска. Вместо них это делали корпорации, для которых его реализация в прошлом году стала большим сюрпризом. Рост расходов на обслуживание долга в совокупности с увеличением производственных издержек (как из-за высокой инфляции, так и вследствие недостатка рабочей силы) стали причиной сокращения рентабельности многих предприятий. В частности, это нашло отражение в сокращении прибыли корпоративного сектора на агрегированном уровне. В период с января

Как показывает история российского облигационного рынка, даже в моменты серьезных экономических кризисов ему удавалось избежать массовых дефолтов

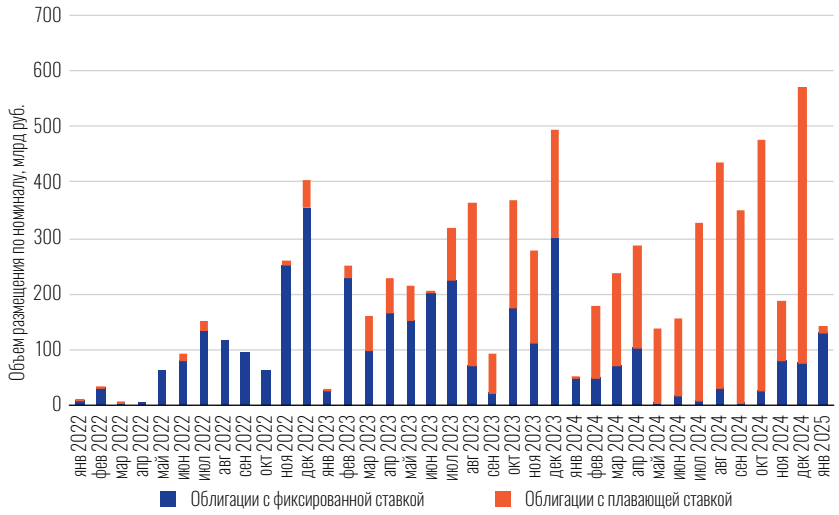

Рисунок 2
Рыночные размещения корпоративных облигаций: объем бумаг с плавающей ставкой

Источник: Cbonds

по октябрь 2024 года этот показатель до налогообложения сократился более чем на 17 % в годовом выражении.

Очевидным следствием увеличения расходов на обслуживание долга стал рост кредитных рисков в корпоративном секторе. Базовый сценарий развития экономики РФ предполагает замедление роста ВВП в 2025 году, что только усиливает опасения инвесторов насчет способности компаний аккуратно обслуживать свои долги и при необходимости изыскивать средства для их рефинансирования. Неудивительно, что на этом фоне стали расти спреды по корпоративным облигациям, что отражает увеличение вероятности дефолтов по этим инструментам. К концу 2024 года он увеличился до 2000 б. п. относительно ОФЗ.

При прочих равных 2025 год будет характеризоваться ростом числа реструктуризаций корпоративных кредитов/облигационных займов, условия которых будут достаточно сильно варьироваться от одного сектора к другому. На текущий момент вероятность того, что эта ситуация перерастет в полноценный финансовый кризис, не слишком высока, но, скорее всего, у регулятора добавится забот, чтобы не допустить реализации данного сценария. Мы полагаем, что на данном этапе у экономических властей есть достаточно инструментов для того, чтобы поддержать финансовую стабильность и не допустить формирования кризисных явлений. Тем не менее ситуация в банковском секторе (как основном источнике заемных ресурсов для корпораций) становится одним из важных индикаторов для оценки экономических перспектив в целом.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ КАК НОРМАЛЬНАЯ ПРАКТИКА

Как показывает история российского облигационного рынка, даже в моменты серьезных экономических кризисов ему удавалось избежать массовых дефолтов.

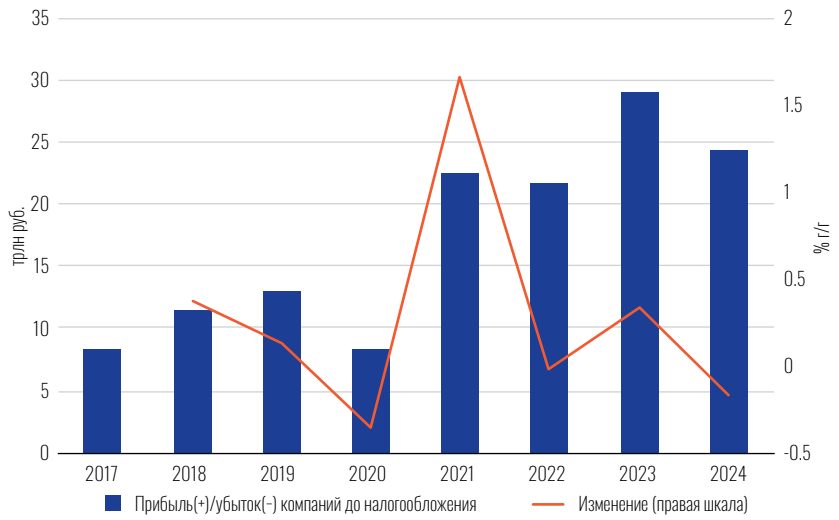

Рисунок 3
Прибыль предприятий до налогообложения в период с января по октябрь 2024 г.

Источник: Росстат

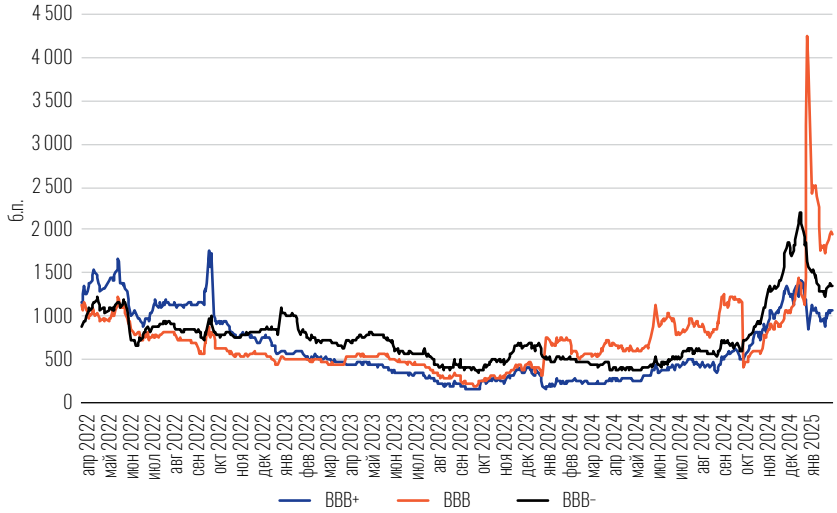

Рисунок 4
Спред по облигациям со спекулятивным рейтингом

Источник: Cbonds

В нынешнем году можно ожидать, что количество проблемных заемщиков и объем неисполненных обязательств вырастут

Исключением был, пожалуй, лишь уже далекий 2009 г., когда совокупный объем дефолтов превысил 5% от общего объема рыночных выпусков облигаций. Справедливости ради стоит упомянуть, что в то время требования к заемщикам были более либеральными, из-за чего среди эмитентов облигаций оказалось много компаний с непрозрачной отчетностью и структурой бизнеса. С тех пор рынок значительно изменился, ужесточились регуляторные требования к заемщикам, да и общий уровень оценки кредитных рисков со стороны инвесторов явно повысился. В результате на текущий момент львиную долю публичного рынка занимают заемщики с высоким уровнем кредитного качества, а например, сектор ВДО стал активно развиваться лишь несколько лет назад. Если обратиться к статистике дефолтов, то в 2024 г. их объем, по оценке Cbonds, составил 0.14% от общего объема рынка (или 0.22% от рыночных выпусков). Для сравнения: согласно методологии S&P по международной шкале такой уровень (с учетом дюрации рынка) примерно соответствует рейтинговым группам BBB и A, притом что риски российских заемщиков явно выше. Понятно, что прямое сравнение не является корректным ввиду особенностей как методологии агентства, так и специфики рынка, но тем не менее достаточно иллюстративно. На наш взгляд, объем дефолтов на российском рынке облигаций является слишком низким и его умеренный рост выглядит вполне вероятным и отвечает общей логике его развития.

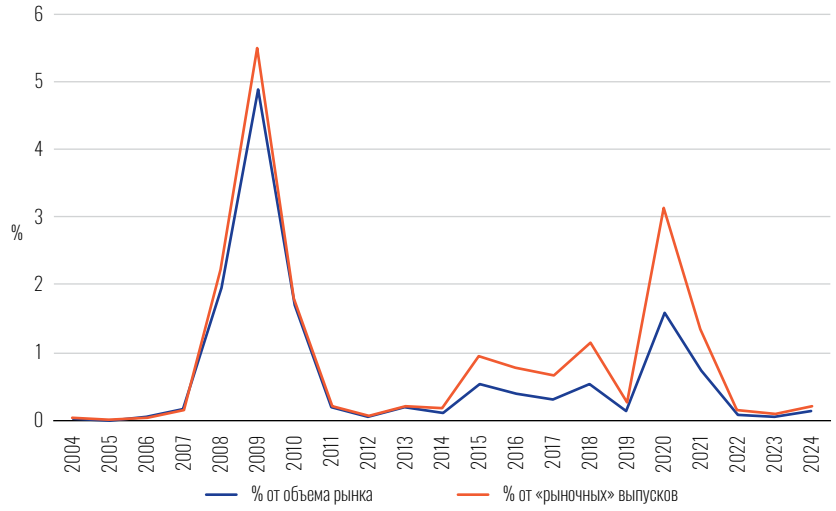

Рисунок 5
Объем дефолтов на рынке рублевых корпоративных облигаций

Источник: Cbonds, расчеты автора

С учетом сказанного выше ситуация на рынке, скорее всего, будет меняться не в лучшую сторону. В нынешнем году можно ожидать, что количество проблемных заемщиков и объем неисполненных обязательств вырастут как в номинальном выражении, так и, скорее всего, в относительном. В этих условиях реструктуризация облигаций станет важным инструментом адаптации рынка к новым реалиям. Именно эта опция, а не дефолт/банкротство, на наш взгляд, будет наиболее предпочтительной как в глазах инвесторов, так и эмитентов. Безусловно, без банкротств обойтись вряд ли получится, но общее состояние российской экономики не дает оснований полагать, что они будут массовыми.

Как правило, процесс реструктуризации и даже его преддверие заметно искажает ценообразование бумаг на вторичном рынке. При наличии должного уровня экспертизы инвесторы смогут воспользоваться этой ситуацией для извлечения дополнительной прибыли. Формирование же устойчивой практики реструктуризации с понятными для инвесторов вариантами (например, удлинение срока обращения с одновременным изменением ставки купона, обмен долга на акции и т. д.) позволит в будущем сделать рынок более эффективным. При этом во многих случаях «дружественная реструктуризация», когда эмитент предлагает инвесторам добровольно согласиться на новацию облигаций до наступления кредитного события, может предотвратить дефолт.

Безусловно, повышение кредитных рисков может подтолкнуть инвесторов к поиску инструментов для хеджирования. В этом свете можно ожидать более активного развития рынка CDS, провайдеры которых стали предлагать подобные инструменты в последние два года и которые постепенно проходят «тестирование» в реальных условиях. Есть хорошие шансы на то, что эти контракты станут стандартным инструментом для управления риском. С другой стороны, можно предположить, что и заемщики будут склонны хеджировать процентный риск, что также будет способствовать повышению их кредитоспособности. Так или иначе, но рынок деривативов может получить хороший импульс для развития.

ГЕОПОЛИТИЧЕСКАЯ ПОВЕСТКА И МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

Традиционно прогнозирование геополитических факторов является наиболее сложной областью, поэтому в рамках этой статьи упомянем лишь один сценарий. В случае урегулирования украинского конфликта вполне вероятны (частичное) снятие санкций с России и приток на отечественный рынок средств иностранных инвесторов. Вполне вероятно, что в данном случае заметно упростится ситуация с расчетами, что в свою очередь, может до определенной степени стимулировать удешевление и увеличение импорта, а также оттока капитала. Приток же средств иностранных инвесторов, в этом случае мы можем говорить исключительно о спекулятивном капитале, скорее всего, станет катализатором роста цен на российские акции. Последнее обстоятельство может перезапустить рынок IPO/SPO, который «встал на паузу» в конце 2024 г. Помимо этого может измениться подход к оценке доходности валютных облигаций на локальном рынке. Ценообразование последних сейчас строится, скорее, от уровня рублевых процентных ставок и оценок динамики курса, но вполне может вернуться к варианту, когда benchmark-ом выступают US Treasuries. При прочих равных при реализации положительного геополитического сценария можно рассматривать дезинфляционный фактор.

На наш взгляд, вероятность начала цикла снижения ключевой ставки в России достаточно велика при любом геополитическом сценарии, но если реализуется положительный, то движение может быть более быстрым. При этом замедление темпов кредитования может стать причиной опережающего снижения ставок по депозитам. В этом случае должен сформироваться устойчивый приток средств российских инвесторов (в первую очередь, частных) на фондовый рынок в поисках альтернативных вариантов размещения ресурсов. Последнее обстоятельство будет серьезным фактором поддержки стоимости акций и облигаций, а также увеличения предложения на первичном рынке. С учетом ограниченной емкости рынка традиционных финансовых инструментов в этой ситуации можно ожидать роста предложения структурных продуктов и ЦФА (для последних можно ожидать и эволюции действующего законодательства).

Вместо послесловия хочется отметить, что прогнозы для российских финансовых рынков и экономики в последние годы не отличались особым оптимизмом, но реальность оказывалась лучше ожиданий. Хочется надеяться, что в 2025 г. эта ситуация повторится.

Прогнозы для российских финансовых рынков и экономики в последние годы не отличались особым оптимизмом, но реальность оказывалась лучше ожиданий