Как рынок облигаций помогает решать макроэкономические вопросы

Виктор ТУНЁВ,
автор Telegram-канала
«Truevalue»

Одной из задач Банка России на этот год является уменьшение динамики кредита и денежной массы М2. Решение задачи в итоге должно привести к снижению инфляции и более сбалансированному росту экономики. Увеличение размещения облигаций становится способом замещения банковского кредита и, по логике регулятора, снижает монетарный эффект на инфляцию.

Увеличение размещения облигаций становится способом замещения банковского кредита и, по логике регулятора, снижает монетарный эффект на инфляцию

В начале 2025 г. инфляция пока остается высокой, замедление до 7–8% в терминах SAAR (сезонно сглаженной в годовом исчислении) всё еще существенно выше цели Банка России в 4%. При этом темпы роста кредита и денежной массы замедляются более уверенно, а кредит населению и средства компаний в банках даже сокращаются. Предполагаю, что на инфляцию влияют пока более устойчивые факторы, такие как рост зарплат, перенос издержек в цены, индексация тарифов и т. п. В то же время снижение темпов роста кредита и М2 частично обязано рынку облигаций.

Прогноз ЦБ по динамике кредита и М2 на 2025 г. подразумевает двукратное снижение темпов до 6–11% по требованиям банковского сектора к экономике и 5–10% по рублевой М2 (против 16 и 19% в 2024 г.). В номинальных величинах в 2025 г. ожидается прирост в 9–16 трлн руб. по кредиту и 6–12 трлн руб. по М2 (против с 20 и 19 трлн руб. в 2024-м).

Такое перераспределение активов в условиях высоких процентных ставок не может не создать финансовых проблем у многих заемщиков, особенно тех, кто вынужден рефинансировать кредиты. На помощь может прийти рынок облигаций и заместить до 10 трлн руб. в год сокращения банковского кредита, необходимого хотя бы для обслуживания процентных расходов компаний. И он приходит…

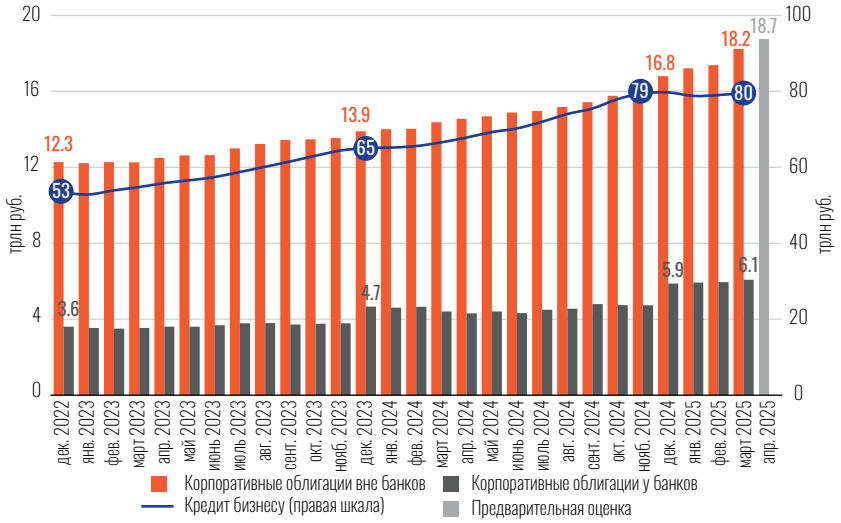
В начале 2025 г. наблюдается небывалый рост размещений на рынке облигаций. Портфель рублевых корпоративных облигаций вне банков вырос до 18.2 трлн руб., +1.5 трлн руб. за I квартал 2025 г. (Рисунок 1). Портфель банков (6.1 трлн руб.) почти не растет (в прошлом основной рост происходил за счет сделок секьюритизации).

Похожая ситуация на рынке гособлигаций, даже несмотря на то, что банки являются основными участниками первичного рынка и держат до 2/3 портфеля всех ОФЗ (16 из 24 трлн руб.). За I квартал 2025 г. портфель ОФЗ прибавил 1 трлн руб., а банки увеличили свои портфели только на 0.1 трлн руб.

Если так пойдет дальше, то в 2025 г. рынок облигаций вырастет на 10 трлн руб.

Рисунок 1
Рублевые корпоративные облигации vs рублевый банковский кредит

Источники: Банк России, расчеты Telegram-канала «Truevalue»



и заместит всё снижение прироста банковского кредита и М2. Причем корпоративные облигации впервые опередят по приросту рынок ОФЗ: на 6 трлн руб. вырастет портфель корпоративных облигаций и на 4 трлн руб. — портфель ОФЗ.

КАКИЕ КАЧЕСТВЕННЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ?

Их можно свести к трем трендам:

1. Приток средств населения. Он особенно заметен по количеству заявок на первичном рынке корпоративных облигаций. Суммарное количество сделок достигает 300 тыс. в месяц против 50–100 тыс. в прошлом. В то же время на первичном рынке ОФЗ всё также количество сделок на 2 порядка меньше (~2 тыс. в месяц).

Физических лиц привлекают доходности корпоративных облигаций, которые можно зафиксировать на более длительный срок, чем по депозитам. Средневзвешенная доходность по корпоративным небанковским облигациям с фиксированным купоном на первичном рынке снизилась с 27 % в декабре 2024-го до 22 % в марте — апреле 2025 г. Максимальная ставка по депозитам сейчас около 20 % на срок до 6 месяцев.

Благодаря активному участию физических лиц на первичном рынке в 2025 г. наполовину обновился рейтинг «самых народных» облигаций (Таблица 1). Такой рейтинг я составляю с 2020 г. по количеству удовлетворенных заявок на размещении. Чем больше сделок, тем больше физических лиц поучаствовало и тем ликвиднее будет выпуск на вторичном рынке, а значит — более «народным».

Традиционно популярными у физических лиц были облигации девелоперов. Первое место сохранил выпуск Самолет Р13 от февраля 2024 г. с 43 тыс. участников на размещении. В топ-25 есть также выпуски облигаций Брусники и Глоракса. На второе место забрался в марте 2025-го секьюритизированный пул потребкредитов от Т-Банка ТБ-3_01 (34 тыс.), третье место в апреле 2025 г. занял золотодобытчик Селигдар 3Р (30 тыс.)

В этом году впервые в рейтинг попали две облигации с валютной привязкой НорНикБ1Р8 (USD) и ЮГК 1Р4 (USD), один флоатер КАМАЗ БП14 и два секьюритизированных пула потребкредитов от Яндекса (СФО Сплит Финанс) и Т-Банка.

Сбер смог застолбить за собой два выпуска в топ-25 (как Самолет и Селигдар) — это новые для рынка бескупонные облигации с погашением через 5 лет. Доступ к десяткам миллионов счетов физлиц у крупных банков при желании мог позволить им занять все первые строчки.

Теперь, чтобы попасть в топ-25 и стать поистине «народным», нужно на размещении привлечь не менее 15 тыс. физических лиц, а в топ-50 — не менее 10 тыс. В 2000 г. считалось, что 1000 заявок гарантирует, что выпуск рыночный, ликвидный и успешный для организаторов. Так, в 2019 г. не было ни одного такого выпуска, а с 2000-го по апрель 2025 г. размещено более 800 ликвидных рыночных выпусков на сумму 6 трлн руб. по номиналу.

Всего в 2019–2025 гг. размещено корпоративных облигаций на 26 трлн руб. по номиналу, в том числе 8 трлн руб. банковских (включая ВЭБ.РФ). По номиналу основной объем раньше приходился на «нерыночные» выпуски, где удовлетворяются единичные заявки. Теперь сопоставимая доля приходится на небольшие выпуски (до 20 млрд руб.) с большим количеством участников. Здесь мы плавно переходим ко второй качественной характеристике изменений на рынке облигаций.

2. Размещение корпоративных облигаций разных типов широкому кругу участников.

Активная девалютизация финансовой системы касается и рынка облигаций

No	Облигация	Код	Объем, руб.	Количество сделок, шт.	Доходность, %	Дата размещения	Погашение
1	СамолетР13	RU000A107RZ0	24 500 000 000	43 113	15.79	09.02.2024	24.01.2027
2	ТБ-3_01	RU000A10B7T7	4 500 000 000	35 248	27.87	02.04.2025	26.03.2030
3	Селигдар3Р	RU000A10B933	9 500 000 000	30 467	25.90	08.04.2025	25.09.2027
4	Брус 2Р02	RU000A107UU5	7 500 000 000	25 564	17.51	07.03.2024	28.03.2027
5	МОНОП 1Р03	RU000A10ARS4	3 000 000 000	22 802	29.97	30.01.2025	25.01.2026
6	БинФарм1Р4	RU000A10AS28	4 000 000 000	21 983	28.71	06.02.2025	22.01.2028
7	iСелкт1Р4R	RU000A1089J4	4 000 000 000	20 858	16.08	12.04.2024	02.04.2026
8	ЮГК 1Р4	RU000A10B008	17 849 940 000	20 477	11.11	04.03.2025	22.02.2027
9	Сбер SbD2R	RU000A109LG9	6 000 000 000	20 379	19.99	30.09.2024	30.09.2029
10	Инаркт2Р1	RU000A107W48	3 000 000 000	20 370	15.03	01.03.2024	26.02.2027
11	ГТЛК 2Р-04	RU000A10A3Z4	10 000 000 000	20 169	27.99	28.12.2024	29.12.2027
12	Селигдар2Р	RU000A10B1X2	3 500 000 000	19 684	26.80	11.03.2025	01.03.2027
13	СФО СФ1 01	RU000A10AAQ4	7 700 000 000	19 563	25.00	12.12.2024	27.12.2028
14	iКарРус1Р2	RU000A106A86	4 500 000 000	19 105	13.32	26.05.2023	22.05.2026
15	МВ ФИН 1Р4	RU000A106540	7 000 000 000	18 703	13.71	21.04.2023	17.04.2026
16	ТГК-14 1Р5	RU000A10AS02	4 500 000 000	18 541	27.76	30.01.2025	09.01.2029
17	СамолетР15	RU000A109874	5 000 000 000	18 433	21.35	14.08.2024	30.07.2027
18	iКарРус1Р3	RU000A106UW3	4 500 000 000	18 420	14.59	08.09.2023	18.08.2027
19	Сбер SbD3R	RU000A109X37	7 200 000 000	18 179	24.41	11.11.2024	12.11.2029
20	ГЛОРАКС1Р4	RU000A10B9Q9	2 200 000 000	18 004	28.71	09.04.2025	24.03.2028
21	НорНикБ1Р8	RU000A10B4K3	67 516 400 000	16 855	8.33	21.03.2025	23.02.2030
22	iВУШ 1Р2	RU000A106HB4	4 000 000 000	16 460	12.33	06.07.2023	02.07.2026
23	Европлн1Р9	RU000A10ASC6	16 000 000 000	15 664	26.83	31.01.2025	31.01.2025
24	КАМАЗ БП14	RU000A10ASW4	10 000 000 000	15 580	КС+3.4 %	04.02.2025	04.02.2025
25	ИнтЛиз1Р11	RU000A10B4A4	4 500 000 000	15 415	26.83	21.03.2025	21.03.2025

Таблица 1
Самые народные корпоративные облигации

Источники: Московская Биржа, выборка автора (Telegram-канал «Truevalue»)

• В феврале — апреле 2025 г. рекордные 2/3 выпусков по номиналу имело больше 1000 участников, ранее в среднем 1/3 облигаций можно назвать рыночными по данному критерию.

В апреле крупнейший по размеру выпуск был у ГМК Норильский никель — флоатер на 292 млрд руб. с двумя сделками на размещении. Ранее «нерыночные» выпуски подобного размера были только у Роснефти (в ноябре 2020-го два по 400 млрд руб. и в ноябре 2024 г. один на 684 млрд руб.). Всего за 5 лет размещено 27 выпусков размером от 100 млрд в сумме на 5 трлн руб. Среди эмитентов таких облигаций также Газпром, ВТБ, ВЭБ.РФ, РЖД, ВСМ, ДОМ.РФ.

Если раньше большинство выпусков более 20 млрд руб. по номиналу были «нерыночными», с небольшим количеством сделок на размещении, то в последнее время появилась масса популярных выпусков с номиналом более 20 млрд руб. (Рисунок 2). Например, в 2025 г. среди рублевых облигаций можно выделить облигации Сибура (3 выпуска на 50, 50 и 43 млрд руб.), РЖД (4 выпуска по 30 млрд руб. каждый), Магнит (3 выпуска на 46, 36 и 42 млрд руб.), Аэрофл2Б01 (45 млрд руб.), ЯНДЕКС1Р1 (40 млрд руб.), Атомэнпр05 (40 млрд руб.).

• Если в прошлом мы видели волны спроса в разных типах облигаций: сначала фиксы, потом флоатеры, потом снова

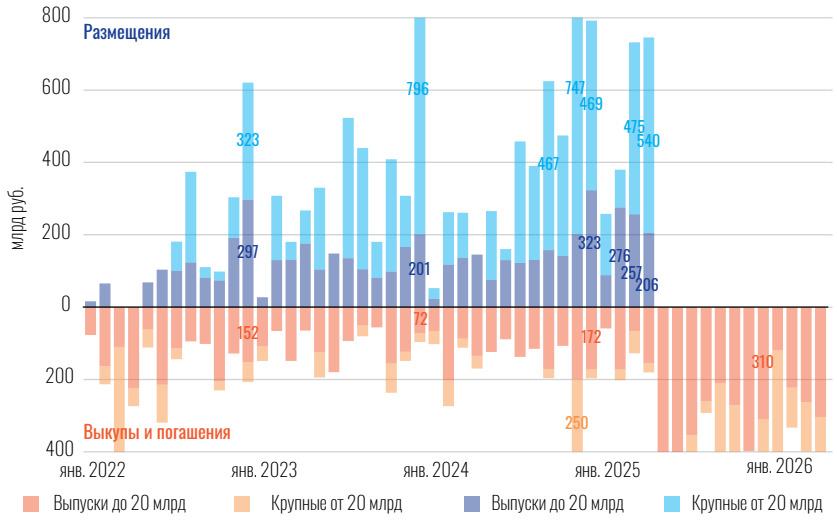
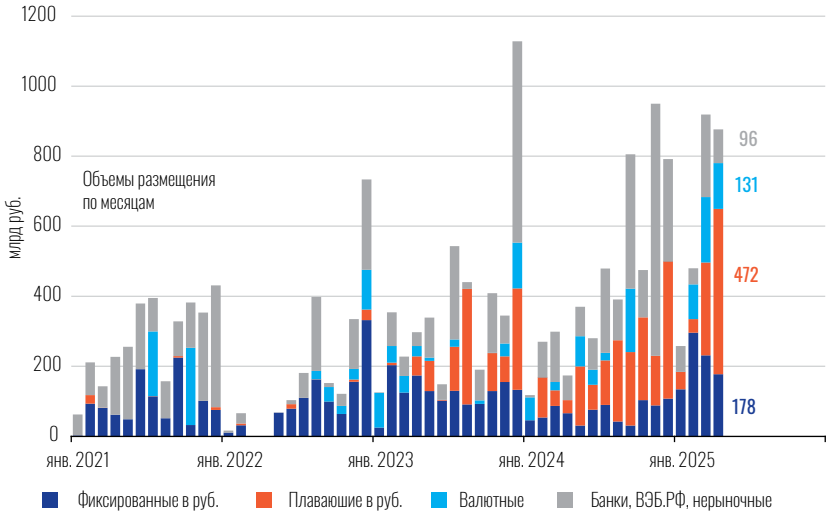


Рисунок 2
Выпуски рублевых облигаций (кроме ОФЗ и краткосрочных)

Источники: Московская Биржа, расчеты Telegram-канала «Truevalue»

Рисунок 3
Первичный рынок облигаций (кроме ОФЗ и краткосрочных)

Источники: Московская Биржа, расчеты Telegram-канала «Truevalue»



фиксы, то сейчас спрос и предложение есть в разных сегментах рынка. В марте — апреле 2025 г. размещалось[1] более 0.8 трлн руб. корпоративных облигаций разных типов. Раньше такие объемы были изредка за счет «нерыночных» размещений (Рисунок 3).

Активно размещаются в последнее время и валютные облигации, хотя преимущественно они замещают старые выпуски. Общий портфель корпоративных облигаций в инвалюте, как и кредитов в инвалюте, не растет. Активная девалютизация финансовой системы касается и рынка облигаций. Долгосрочно снижение доли валютных инструментов решает макроэкономическую проблему постоянного оттока капитала, характерную особенно для России.

Тем не менее в 2025 г. после длинного перерыва на рынке появилось больше десятка выпусков валютных облигаций в сумме до 400 млрд руб. по номиналу с тысячами покупателей на размещении: НорНикБ1Р8 (68 млрд руб.), ГазКап1Р12 и ГазКап3Р13 (33+29), СибурХ1Р03 и СибурХ1Р03 (32+23), НОВАТЭК1Р3 (48 млрд руб.), Акрон Б1Р7 и Акрон Б1Р8 (19+16), ФосАгро2П3 и ФосАгро2П2 (21+12), АЛРОСА1Р3 (29), ЕврХол3Р03 (25), ЮГК 1Р4 (18)…

Многое сказано о прошлом, но что нас ждет в будущем? Всё способствует тому, чтобы спрос и предложение на рынке облигаций всё активнее находили друг друга. Например, ограничения на кредитование крупнейших заемщиков, введенные с апреля 2025 г., вынудят последних активнее идти на рынок облигаций. Одновременно снижение ставок по депозитам будет увеличивать спрос на облигации у населения.

Если посмотреть на структуру рынка по дате выкупа или оферты, а не только погашения, то в ближайшем будущем рынок может ждать волна рефинансирования. Если ежемесячно погашается до 0.2 трлн руб. корпоративных выпусков по номиналу, то по дате выкупа/оферты может погашаться в месяц около 0.5 трлн руб. (Рисунок 2). Традиционно лишь небольшая часть облигаций предъявляется к выкупу, но сейчас ко многим эмитентам могут быть вопросы с точки зрения платежеспособности. Кроме того, интересы прежних владельцев облигаций могут быть иными, что повлечет увеличение спроса на досрочные погашения. Сами эмитенты в условиях ограничений на банковское кредитование, скорее всего, не готовы будут рисковать и будут стараться заранее разместить больше новых облигаций.

На рынке места хватит всем, тем более что рынок традиционно разделен по срокам до погашения и рискам. Корпоративные облигации размещаются на сроки в пределах 3–5 лет, а ОФЗ преимущественно на сроки от 10 лет (Рисунок 4). Здесь мы переходим к третьей качественной характеристике изменений на рынке облигаций.

3. Интерес к рынку корпоративных облигаций формирует структурные изменения на смежных рынках и создает потенциальный спрос в новых инструментах.

В 2025 г. мы видим уверенный спрос на долгосрочные ОФЗ с фиксированным купоном. Не только аукционы Минфина идут

Всё способствует тому, чтобы спрос и предложение на рынке облигаций всё активнее находили друг друга

[1] На всех графиках и в приведенной статистике не учитываются краткосрочные выпуски ВТБ и ВЭБ.РФ. ВТБ размещает ежедневно облигации на 1 день. Традиционно их покупают более 1000 участников. Год назад объемы размещения превышали 2 трлн руб. в месяц, а каждый выпуск был более 100 млрд руб. В чем-то такие выпуски помогали денежно-кредитной политике управлять ликвидностью банковского сектора и краткосрочными ставками. Сейчас ВТБ размещает не более 0.4 трлн в месяц (10–20 млрд в одном выпуске). ВЭБ.РФ размещает ежемесячно до 0.3 трлн руб. облигаций на срок от 2 недель до 1 месяца (10–40 млрд руб. в одном выпуске).

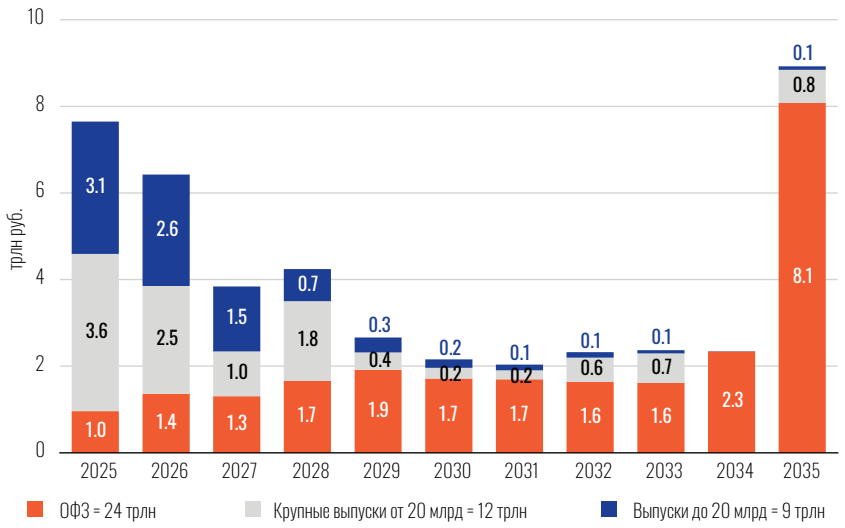


Рисунок 4
Рынок рублевых облигаций по дате выкупа/погашения = 45 трлн руб.

Источники: Московская Биржа, расчеты Telegram-канала «Truevalue»

по графику, но и спрос на вторичном рынке позволяет банкам не наращивать собственные портфели, а продавать всё покупателям в лице физических лиц или НФО (тех же физлиц, но через коллективные инвестиции).

Приток средств физлиц на рынок корпоративных облигаций помогает и смежному новому рынку цифровых финансовых активов (ЦФА). ЦФА пока размещается на порядок меньше по объему, но в количестве новых эмитентов ЦФА догоняют рынок облигаций.

Мостик к фондовому рынку. Снижение ставок в итоге привлечет больше инвесторов на фондовый рынок. С учетом не очень привлекательной исторической доходности и волатильности на фоне геополитических рисков надеяться на значимый приток средств с депозитов сложно. Зато мостик через рынок облигаций выглядит более реальным. Сначала инвесторы получат повышенную доходность от облигаций при снижении ставок, а потом готовы будут рисковать и на рынке акций.

Высокие ставки сейчас как будто создают неплохой плацдарм для достижения долгосрочных макроэкономических целей по капитализации фондового рынка (рост с 25 до 66% ВВП). В этом тоже будет заслуга рынка облигаций.

Раньше не мог себе представить, что выскажусь положительно о высокой ключевой ставке. Кто знает, каких взглядов я придерживаюсь относительно использования ДКП для решения проблемы инфляции, оценит. Каких бы побочных эффектов ни создавала сверхвысокая ставка в других сферах, на рынке капитала побочный эффект будет положительным.

Но не будем углубляться в слишком теоретические и долгосрочные рассуждения. Читателя, наверное, больше волнуют прогнозы в пределах одного года.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

Михаил Задорнов не стал расписывать третий сценарий в первом номере этого журнала за 2025 г. Падение цен на нефть названо самым негативным вариантом с вероятностью 10–15%. Подразумевалось, что это будет «достаточно серьезный удар по ситуации с бюджетом и по валютной выручке» и всем будут понятны последствия.

Мы сейчас как будто живем в этом сценарии и пока видим обратную картину. Курс рубля остается удивительно крепким, несмотря на низкую цену нефти. Минэкономразвития и Минфин признали проблему и зафиксировали на 2025 г. низкий прогноз по нефти ($56 за баррель Urals) и повышенный плановый дефицит бюджета (1.7% ВВП). Осталось только определиться, как финансировать дополнительный дефицит. По умолчанию любое снижение нефтегазовых доходов будет компенсировано использованием ФНБ и продажами валюты из резервов, а значит, нейтрализует негативное влияние цены нефти на курс рубля.

Справедливости ради, нужно признать, что появились ожидания урегулирования конфликта на Украине и снятие санкционного давления (хотя бы со стороны США). Здесь пока много слов и мало реальных действий. Качели на фондовом рынке предсказывают, как всё может быть — ожидания скорого решения конфликта разобьются о суету политической риторики, но глобально не изменят внутриэкономическую ситуацию. Здесь я буду рад ошибиться, чтобы реализовался оптимистичный blue-sky сценарий.

Бюджетный прогноз по курсу доллара остается существенно выше текущего (82 vs 94.3 руб.), но интерес к рынку облигаций вполне способен сохранить валютный курс на текущем уровне. И спрос на рублевые активы с привлекательной доходностью, и размещение валютных облигаций купируют спрос на валюту для оттока капитала. Теоретически в таких условиях текущий счет платежного баланса может быть нулевым, а пока по официальным прогнозам из России куда-то должно уходить до $40 млрд по текущему счету и до $70 млрд по торговому балансу.

Итак, для меня не будет сюрпризом нефть ниже $60, средний курс доллара до 90 руб., снижение ключевой ставки до 15% к концу 2025-го при умеренном росте ВВП ~2%, дефиците бюджета ~2% ВВП и инфляции 7–8% за 2025 г. Темпы роста кредита и денежной массы могут вписаться в низкие прогнозы Банка России. Во многом благодаря рынку облигаций. Он создаст не меньше активов и долга, чтобы позволить компаниям рефинансировать и абсорбировать дождь высоких процентных расходов и доходов.

Какая доходность ждет владельцев денежных и квазиденежных активов? В длинных ОФЗ и корпоративных облигациях за пределами первого эшелона инвесторы могут рассчитывать на доходность 30% за год и выше. Гораздо меньше получат владельцы депозитов, фондов ликвидности и флоатеров (до 20% годовых). При сохранении ключевой ставки на том же уровне разные инструменты покажут сопоставимую доходность, но в любом случае раза в два выше инфляции.

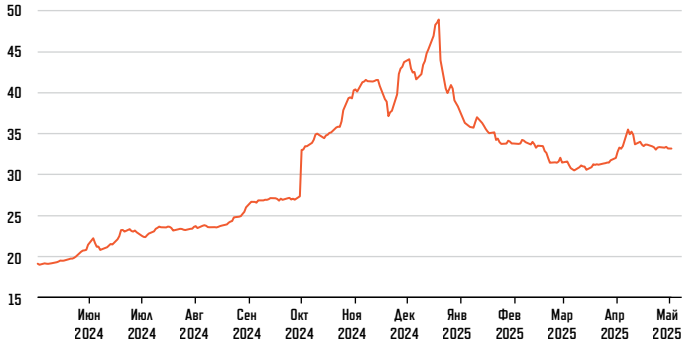
Создайте ваш индекс вместе с Cbonds

- Для измерения эффективности управления портфелем
- При использовании индексной стратегии управления
- Создание собственного бенчмарка
- Применение в качестве базового актива при создании производных

полной доходности | эффективной доходности | ценовой индекс | G-спред | индекс дюрации

Cbonds USA Corporate AAA Price Index

Cbonds CBI HY (от B– до BB+) YTM Index



Cbonds EM Corporate IG USD T-spread Index

- Использование гибких методов построения индекса
- Ограничение долей эмитентов в портфеле
- Обновление структуры индекса при перебалансировке портфеля
- Возможность создания ценовых и объемных индексов
- Разработка пользовательской методологии

У вас есть потребность в создании индекса — свяжитесь с нами

+ 7 (812) 336-97-21 доб. 146
database@cbonds.info

Cbonds

Реклама. АО «Сбондс.ру». Подробнее на сайте: https://cbonds.ru