

Рынок облигаций 2020: в погоне за доходностью

2020 год заслужил свое почетное место в учебниках истории и экономики. Из-за общемирового карантина, к которому пришли большинство государств мира в попытках ограничить распространение COVID-19, глобальная экономика столкнулась с беспрецедентным шоком спроса. Такого стремительного падения спроса по всему миру на фоне рекордного уровня государственного и корпоративного долга в истории еще не случалось.



Мировые тренды 2020 года

Финансовые регуляторы поспешили пустить в ход все доступные инструменты, чтобы избежать кризиса ликвидности и массовых банкротств. Помимо ФРС и ЕЦБ, для которых операции по покупке активов на открытом рынке давно стали нормой, около двух десятков центральных банков экстренно перешли к стимулирующей монетарной политике. Процентные ставки, которые уже в 2019 г. почти синхронно снижались во всех развитых и большинстве развивающихся стран, в 2020 г. еще ближе подошли к нулевым уровням.

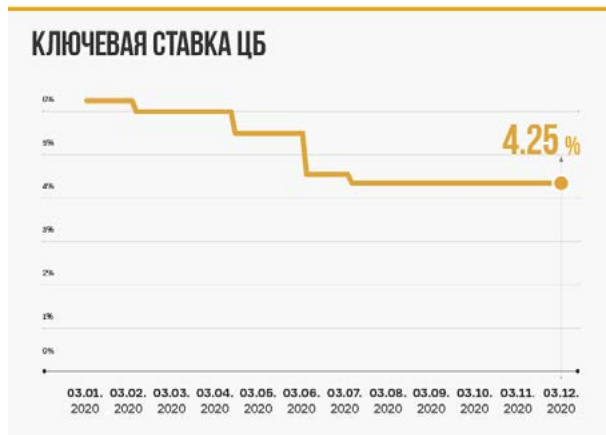
После создания вакцины от COVID-19 в ноябре 2020 г. капитал стремительно потек в активы развивающихся рынков в поисках повышенной реальной доходности (доходности за вычетом инфляции). На долговом рынке конец года был классическим «Hunt for Yield» — погоней за доходностью. В то время как бумаги инвестиционной категории уже давно переоценились вслед за суверенными бенчмарками, «мусорные» бонды стали must have за счет сохранения более высокой риск-премии.

Оглядываясь на цикличность рынка, имеет смысл проявить здравый скептицизм в отношении радужных прогнозов, поскольку за каждым ростом следует спад, и возвышение спекулятивных облигаций является одним из классических сигналов разворотной точки. Однако сегодняшний финансовый мир существует в условиях практически неограниченного потока долларовой ликвидности. Подход ФРС США к монетарному стимулированию в очередной раз доказал свою эффективность в период наиболее жесткого локдауна в марте-апреле 2020 г. Несмотря на бюрократические препоны, США смогли оперативно отреагировать на неожиданный вызов, чем заслужили повышенную квоту доверия со стороны рынков.

Таким образом, в 2021 г. мировые рынки капитала входят в состоянии повышенного градуса оптимизма. Прогнозы по ключевым ставкам не предполагают роста до 2023 г., а ожидаемый эффект от вакцинации может позволить забыть о локдаунах уже во II полугодии 2021 г. Эмитенты стремятся выйти на рынок долга по низким ставкам, инвесторы скупают активы широким фронтом, проявляя завидную толерантность к риску. Объективных причин для того, чтобы ожидать каких-то серьезных потрясений, на горизонте 2021 г. нет. Разве что упомянуть высказывание вице-председателя знаменитого фонда Berkshire Hathaway Чарли Мангера в интервью The Wall Street Journal о том, что в какой-то момент «вся эта печать денег может начать нас беспокоить».

Тренды на российском рынке

В контексте общемирового локдауна и падения цен на нефть у российского регулятора, как и у многих западных, не осталось выбора, кроме как снизить стоимость заимствований, чтобы смягчить дефляционные риски. Банк России в апреле снизил ключевую ставку с 6% до 5,5% и официально объявил о переходе к стимулирующей денежно-кредитной политике (ДКП). К концу июля ставка оказалась на уровне 4,25%, где и остается до сегодняшнего дня.



Низкий уровень внешнего долга, значительный объем резервов, высокая доля госсектора в экономике и оперативные действия Банка России позволили стране относительно неплохо пройти пиковую стадию падения спроса. После панических мартовских распродаж, когда даже в средней рейтинговой категории доходности эмитентов могли достигать двузначных уровней, инвесторы перешли к активным покупкам.

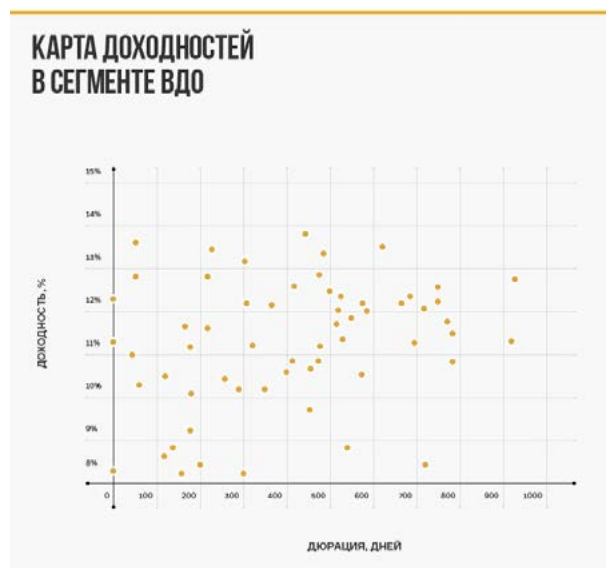
Процентные ставки на долговом рынке снизились вслед за ключевой. Первыми сократились доходности ОФЗ, которые являются наиболее ликвидными и пользуются спросом среди нерезидентов. Доходности корпоративных бумаг наивысших рейтинговых категорий достаточно быстро сокращали расширяющуюся премию к кривой ОФЗ, в то время как обязательства эмитентов средней рейтинговой категории традиционно демонстрировали запаздывающую динамику.

Ставки в высокодоходном сегменте облигаций (ВДО, High Yield) снижались активнее, чем у бумаг инвестиционной категории. **Доходность индекса Cbonds High Yield**, отражающего динамику корзины из ликвидных ВДО, в 2020 г. снизилась на 354 базисных пункта с 13,74% до 10,2%. Из них около 340 б.п. составляет сокращение премии к кривой ОФЗ (G-spread).



Премия кривой ОФЗ — это разница между доходностью облигации и доходностью ОФЗ с таким же сроком до погашения. Сокращение премии сигнализирует о более консервативной оценке рисков, ассоциированных с эмитентами. **Увеличение прозрачности компаний** (распространение кредитных рейтингов, внедрение отчетности МСФО, качественный IR) и рост интереса к сегменту со стороны инвесторов позволил эмитентам ощутимо снизить стоимость заимствований и стать на шаг ближе к переходу в инвестиционную категорию.

В то же время по итогам 2020 г. сегмент высокодоходных бумаг по-прежнему характеризуется широким разбросом доходностей вокруг кривой. Особенно это касается эмитентов без рейтинга. На участке в 1-1,5 года разброс по доходности может достигать 5%.



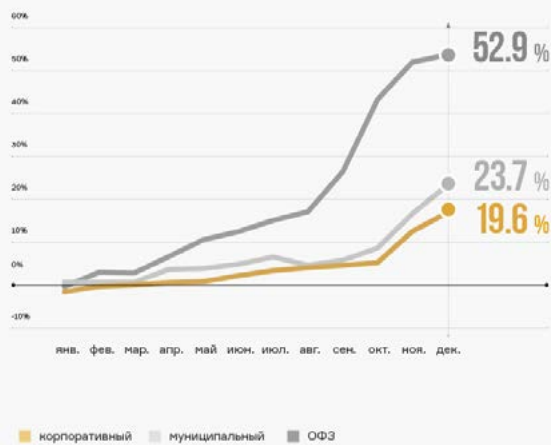
Для инвесторов это означает прибыльные возможности. В то же время уровень экспертизы инвестора или его инвестиционного консультанта должен быть достаточен, чтобы отличить недооцененный выпуск облигаций от выпуска, где высокая ставка является компенсацией за низкий уровень прозрачности и непрогнозируемые риски. Во втором случае есть вероятность взять на себя риски, несопоставимые с риск-профилем и целями инвестора.

Статистика размещений по сегментам

Пандемия коронавируса не только не повредила российскому рынку, но и стала для него катализатором за счет снижения ставок. Зрелые эмитенты поспешили рефинансировать и удлинить действующие долги, а новые эмитенты привлекали средства по ставкам, на которые раньше не могли рассчитывать. Спрос на облигации, помимо прочего, поддержал рекордный приток на рынок частных инвесторов — физических лиц.

Рынок рублевых облигаций в 2020 г. без учета обязательств Банка России (КОБР) вырос на 32%. Сегмент гособлигаций вырос в полтора раза, корпоративный долг прибавил 19,5%, обязательства регионов и муниципалитетов выросли на 23,7%. Основной скачок рынка произошел в IV квартале.

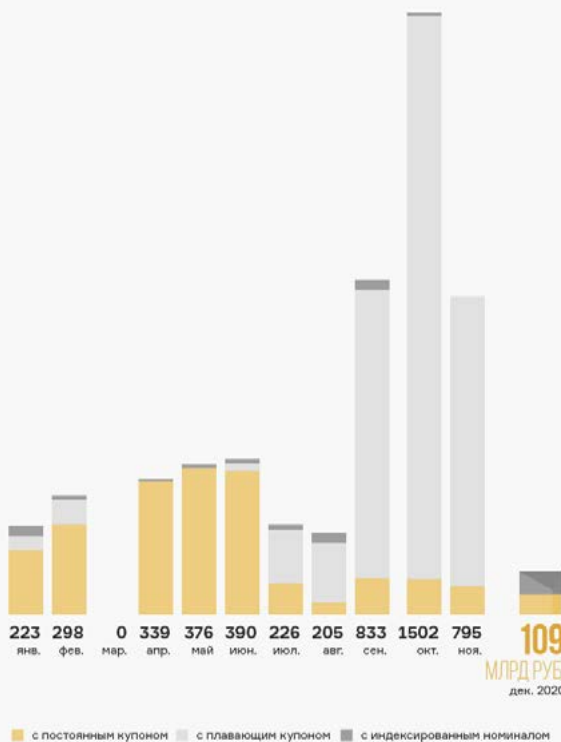
ДИНАМИКА ОБЪЕМА СЕГМЕНТОВ К НАЧАЛУ ГОДА

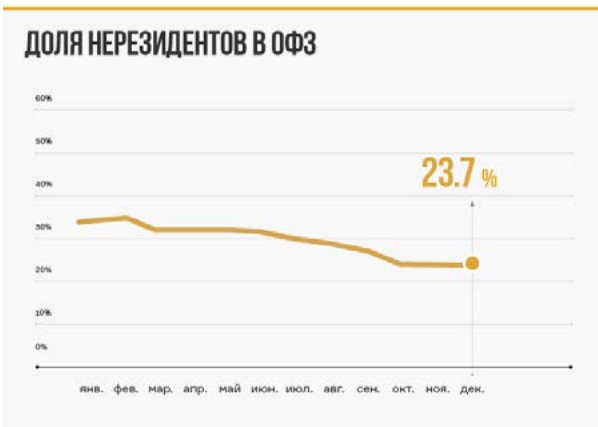


Облигации федерального займа

Минфин России превысил годовой план по заимствованиям и привлек почти 5,3 трлн руб. через продажу ОФЗ на первичных аукционах. Такого результата удалось добиться за счет координации с банками в ходе осенних аукционов. Только с октября по декабрь ведомство привлекло 2,4 трлн, поставив исторический рекорд в рамках одного аукционного дня, реализовав ОФЗ на сумму 430 млрд руб.

ОФЗ НА АУКЦИОНАХ МИНФИНА В 2020 МЛРД РУБЛЕЙ

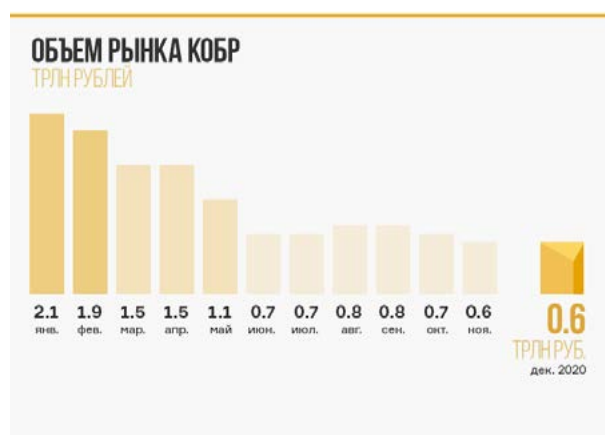




В 2021 г. план по заимствованиям составляет 3,7 трлн, что в среднем предполагает еженедельный объем размещения 75 млрд руб. Аукционы проходят каждую среду, и по их динамике можно следить за рыночным спросом и предпочтениям инвесторов к сроку, характеру купона (постоянный, плавающий) и доходности предлагаемых бумаг.

Купонные облигации Банка России

Объем облигаций Банка России КОБР, выпускаемых для управления банковской ликвидностью, снизился на 70% с 1,9 трлн до 570 млрд руб. Это связано со стимулирующей ДКП Банка России на фоне дезинфляционных рисков, связанных с пандемией COVID-19.



Муниципальные и региональные облигации

В муниципальном сегменте рост рынка обеспечили обязательства регионов, которые выросли на 24,8%. Публичный долг муниципалитетов сократился на 1,7%. В секторе сохраняется устойчивая тенденция к снижению собственных доходов регионов, что делает их все более зависимыми от трансфертов из федерального бюджета.



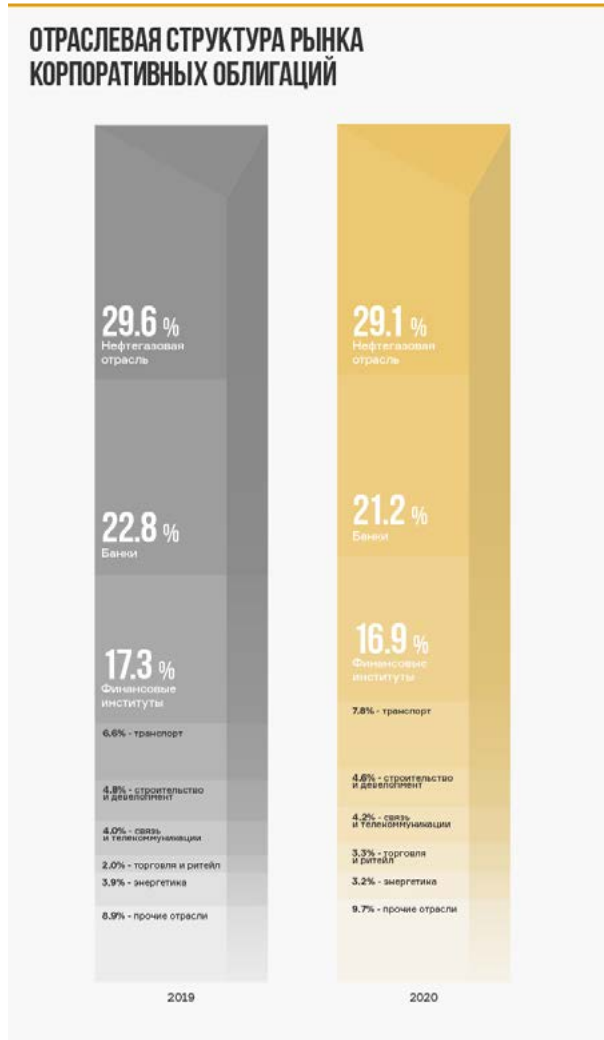
Корпоративные облигации

В корпоративном сегменте объем размещений в 2020 г. составил 4,7 трлн руб., из которых 2,4 трлн руб. приходятся на рыночные выпуски. Это на 48,7% и 32% больше объемов размещений в 2019 г. соответственно. Совокупный объем корпоративных облигаций в обращении к концу 2020 г. вырос до 16,3 трлн руб.



В два раза вырос объем рынка облигаций в секторе торговли и ритейла (+276 млрд). В полтора раза вырос объем публичного долга в нефтехимической (+150 млрд) и горнодобывающей (+59 млрд) отраслях. Объем долга в транспортном секторе вырос на 40% (+366 млрд).

Наибольший вклад в рост рынка традиционно внес нефтегазовый сектор, который вырос всего на 18%, но в абсолютных значениях это составило почти 700 млрд. Также ощутимый рост в абсолютных значениях наблюдался в банковской отрасли (+345 млрд) и обязательствах финансовых институтов (+384 млрд).



Высокодоходные облигации

В связи со снижением процентных ставок по всему рынку критерии отнесения к ВДО сместились аналогичным образом. В выборку новых эмиссий, которые можно причислить к сегменту высокодоходных бумаг, попали бумаги с купоном не ниже 9%.

В 2020 г. сегмент ВДО пополнился 93 новыми выпусками от 74 эмитентов. Общий объем новых выпусков составил 56,5 млрд руб., что на 56,8% выше объема размещений в 2019 г. Самые крупные выпуски разместили девелоперы ГК «Самолет» (6 млрд), ГК «Пионер» (5 млрд), «Брусника» (4 млрд), «Легенда» (3,2 млрд) и «ВИС Финанс» (2,5 млрд).

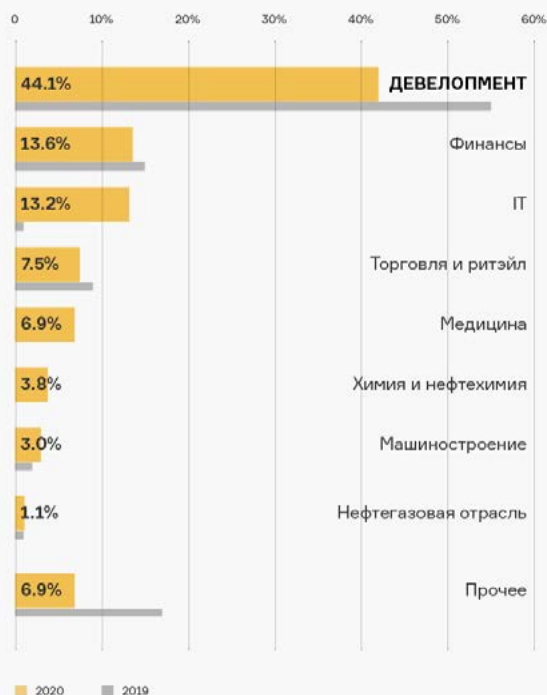
В 2020 БОЛЕЕ 40% РАЗМЕЩЕННОГО ОБЪЕМА ВДО ПРИШЛОСЬ НА ДЕВЕЛОПЕРОВ



Также крупные выпуски представили: IT-компания «Максима Телеком» (5,5 млрд), фармацевтическая компания «Вита Лайн» (2,25 млрд), специализированный онлайн-ритейлер «ВсеИнструменты.ру» (2 млрд) и Асфальтобетонный завод № 1 (2 млрд). Всего за год появилось 19 новых крупных выпусков ВДО объемом более 1 млрд руб.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ВДО СТАНОВИТСЯ БОЛЕЕ ДИВЕРСИФИЦИРОВАННЫМ

Девелоперы и финансовые компании по-прежнему составляют более 50% рынка. Однако их доля снижается в пользу других отраслей. В 2020 существенно выросли доли выпусков технологических (IT) и медицинских компаний.

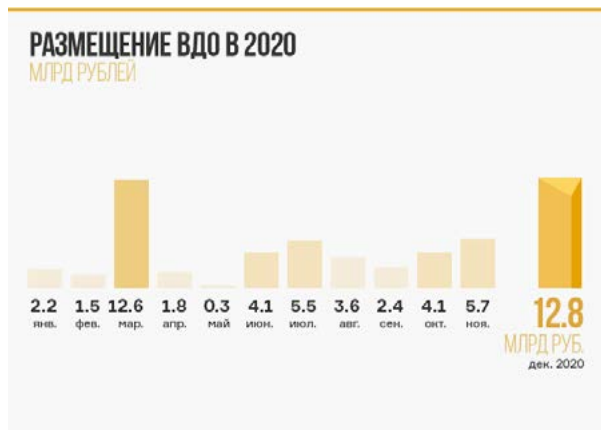


Из 93 выпусков, размещенных в 2020 г., 69 выпусков имеют листинг на Московской бирже и могут считаться рыночными. Доля рыночных выпусков осталась почти неизменной и составила 93,3% от всего объема новых размещений. Для сравнения, в 2019 г. из 89 новых выпусков рыночными были 70, а в процентном отношении доля таких выпусков в общем объеме была 93,2%.

В 2020 г. на рынке ВДО дебютировал 41 эмитент против 51 – в 2019 г. Основная активность со стороны новых эмитентов наблюдалась в конце года.



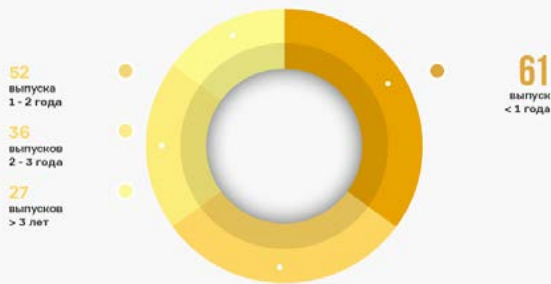
В 2020 г. наибольшие объемы размещений были зафиксированы в марте перед самым началом режима самоизоляции и затем в конце года в декабре. Самым бедным на сделки ожидаемо оказался II квартал, когда финансовые рынки замерли из-за неясных перспектив в свете пандемии.



На конец года к высокодоходному сегменту мы отнесли 176 выпусков облигаций, размещенных в том числе и в предыдущие годы и находящихся на данный момент в обращении, от 99 эмитентов. В выборку попали бумаги с купоном выше 9%, которые регулярно торгуются на бирже и обладают достаточной ликвидностью. При этом 9 выпусков совокупным объемом 6,6 млрд руб. были размещены в конце декабря 2020 г., что не позволяет пока в полной мере оценить их ликвидность.

Совокупный объем сегмента рыночных ВДО оценивается в 157 млрд руб. Чуть более 84% облигаций имеют срок погашения до двух лет. В отраслевом разрезе наблюдается явное преобладание выпусков девелоперов (42%), торговых сетей (15,8%) и лизинговых компаний (14,4%).

СТРУКТУРА РЫНКА ВДО ПО СРОКУ ДО ПОГАШЕНИЯ



ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА СЕКТОРА ВДО



ТОП-10 НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫХ ВЫПУСКОВ ВДО В 2020

Выпуск	Дата погашения	Объем эмиссии млн руб.	Купон	Сред. объем торгов тыс. руб.	Кол-во торговых дней
ГК Пионер БО 001P-04	11.12.23	5 000	10.5%	11 007	250
ГК Самолет БО-П07	19.10.22	3 000	12.0%	8 739	250
Обувь России 001P-01	22.09.22	1 500	12.0%	7 291	250
АЗБУКА_ВКУСА_БОПЦ	15.06.29	3 500	9.5%	6 999	250
Обувь России 001P-02	14.11.24	1 000	12.0%	6 635	250
Первое хол.бюро НАО БО-01	15.10.21	2 000	15.0%	4 188	250
СофтЛайн Трейд 001P-02	22.12.21	1 000	11.0%	3 256	250
Калужская сбытовая комп 1P 01	11.12.23	3 000	13.0%	3 254	250
ФПК Гарант-Инвест БО 001P-06	13.12.22	500	11.5%	2 461	250
Нафтатранс плюс ООО БО-02	26.09.24	250	13.0%	2 292	250

Дефолты

В 2020 г. были зафиксированы дефолты по 64 выпускам корпоративных облигаций, из которых по 15 выпускам дефолт был допущен впервые. Отличный результат для насыщенного рисками 2020г.

ООО «Каскад» в 2020 г. допустило аж три технических дефолта по двум своим выпускам. Инвесторы заложили в котировки повышенные риски, и на текущий момент рыночный выпуск торгуется по 83% от номинала. Долговой профиль компании характеризуется очень высокой кредитной нагрузкой. Соотношение Чистый долг/ЕВИТ находится около 8х.

В ноябре допустила дефолт по своим обязательствам телекоммуникационная компания «Дэни Колл», чему предшествовал отзыв кредитного рейтинга эмитента агентством «Эксперт РА» в сентябре и последующее объявление о банкротстве.

Эти случаи наглядно показывают, что внимание к тревожным сигналам, будь то высокая долговая нагрузка или отзыв кредитного рейтинга, могут уберечь инвестора от убытков или по крайней мере существенно сократить их размер.

Взгляд в 2021 г.

Ключевыми трендами российского рынка облигаций в 2021 г. может быть завершение цикла снижения ключевой ставки Банка России и дальнейший рост доли инвесторов – физических лиц, которые могут, помимо прочего, ощутимо поддержать спрос на облигации в высокодоходном сегменте.

Динамика ставок

Высокий спрос на ОФЗ-ПК на осенних аукционах Минфина уже указывал на то, что банки готовятся к завершению цикла смягчения. ОФЗ с плавающим купоном, привязанным к ставке денежного рынка RUONIA, обеспечивают защиту от процентного риска и наиболее выгодны в периоды роста доходностей. Всего за три месяца с сентября по ноябрь таких бумаг было продано на 2,8 трлн руб.

Инфляция к концу 2020 г. ощутимо ускорилась и достигла 4,9%, оказавшись в верхней части прогнозного диапазона ЦБ и почти на 1% выше таргетируемого значения. Банк России в пресс-релизе к своему последнему заседанию 18 декабря отметил, что дезинфляционные риски в 2021 г. уже не преобладают в той мере, как это было ранее.

В январе мы наблюдаем дальнейшее ускорение инфляции, а также рост доходностей американских казначейских бумаг, выступающих эталоном «безрисковой» ставки и базой для определения стоимости заимствования по суверенным долгам других стран.

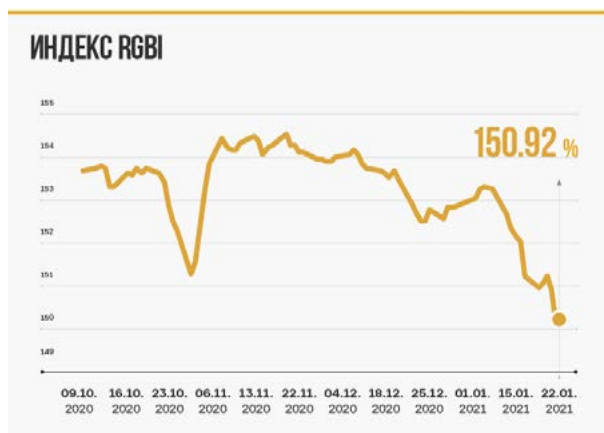
По оценке Росстата, рост цен на товары и услуги с 1 по 18 января составил 0,6% после роста на 0,8% за весь декабрь и 0,7% за ноябрь. В годовом эквиваленте это означает ускорение с 4,9% до 5,1%.

На фоне повышенных инфляционных ожиданий кривая гособлигаций, отражающая доходности ОФЗ с разными сроками погашения, сдвинулась вверх, с увеличением крутизны наклона. Доходности на горизонте года выросли в пределах 10 б.п., в то время как в диапазоне от 3 лет и выше рост составил 30–40 б.п.

Таким образом, говорить о снижении ключевой ставки до 4% на ближайших заседаниях ЦБ не приходится. Вероятно, регулятор займет консервативную позицию и сохранит стоимость заимствований на прежнем уровне, чтобы не разгонять инфляционные ожидания и не провоцировать распродажи в средних и длинных ОФЗ.

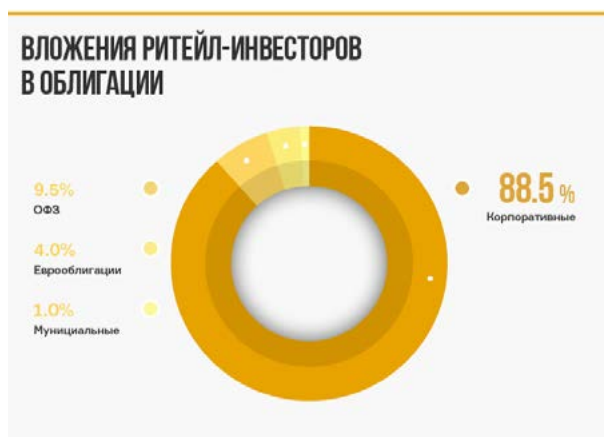
Отдельным фактором, ограничивающим дальнейшее смягчение кредитных условий, выступает санкционная риторика США. Администрация нового президента США Джо Байдена, судя по информации СМИ, не планирует «перезагрузку» отношений с Россией, что означает сохранение курса на санкционное давление. В ближайшие месяцы новое американское руководство может закрепить свою позицию конкретными действиями. С учетом доли нерезидентов в ОФЗ около 27% санкционные риски могут продолжать оказывать давление на котировки российских суверенных бумаг, что будет транслироваться на весь долговой рынок.

Индекс RGBI, отражающий динамику цен на корзину из средних и длинных ОФЗ, с 8 по 25 января опустился до минимумов с апреля 2020 г. на фоне роста геополитической напряженности и возвращения антироссийской санкционной риторики в политическую повестку западных стран.



Приток частных инвесторов

В 2021 г. может продолжиться усиление роли «физиков» на внутреннем рынке. По данным Московской Биржи, в 2020 г. наблюдался рекордный приток на биржу инвесторов-физических лиц (ритейл-инвесторов). За год их число выросло на 5 млн до 8,8 млн человек. Это больше, чем за все предыдущие годы. В совокупном обороте торгов на рынке облигаций на частных инвесторов пришлось около 13%.



В терминах реальной доходности ставки по депозитам находятся на отрицательной территории — доход по ним ниже инфляции. С 2021 г. прибыль по депозитам также будет облагаться налогом в части превышения над 1 млн руб. Кроме того, психологически трудно открывать вклад под 4,5%, когда еще пару лет назад можно было свободно найти ставки 8–9%.

Это стимулирует инвесторов искать доходность на фондовом рынке, чему активно способствуют масштабные маркетинговые компании брокерских домов. Уровень развития дистанционных сервисов облегчает инвесторам доступ к торгам и выбор финансовых инструментов.

В то же время низкий уровень экспертизы начинающих инвесторов накладывает определенную ответственность на участников рынка, поскольку доверие населения к индустрии инвестиций пока еще очень хрупко. Регулятор находится в постоянном поиске новых инструментов для защиты начинающих инвесторов от собственной некомпетентности, а также от конфликта интересов с инвесткомпаниями и эмитентами.

Рынок ВДО в 2021 г.

Низкие процентные ставки позволят большему количеству эмитентов сегмента МСП впервые выйти на облигационный рынок, а приток средств со стороны частных инвесторов обеспечит необходимый спрос на их бумаги.

Важным событием может стать расширение доступа к покупкам облигаций МСП со стороны институциональных инвесторов — НПФ, банков и страховых компаний. Обсуждение этой темы при участии Банка России проходило в конце декабря 2020 г. в рамках информационной площадки АЦ Форума. Пока конкретики нет, но уже в 2021 г. может быть достигнут прогресс в этой области, что поможет вывести размещения в секторе на качественно иной уровень.

Чтобы в полной мере получить выгоды от размещений на долговом рынке, новым и действующим эмитентам МСП стоит сфокусироваться на повышении **информационной прозрачности бизнеса и качественном IR.**

Investors Relationship (взаимоотношения с инвесторами) предполагает постоянный диалог с инвестиционным сообществом, который позволяет инвесторам лучше понять суть бизнеса, а эмитенту — понять и подсветить наиболее чувствительные для инвесторов темы, обеспечивая более высокую лояльность к своим облигациям и бизнесу в целом.

Потенциал для роста здесь достаточно большой. Внедрение консолидированной отчетности МСФО даст инвесторам необходимую информацию о внутригрупповых потоках и позволит в полной мере понять масштабы и эффективность бизнеса. Публикация операционных показателей дополнит финансовую картину и позволит лучше понять причины тех или иных изменений. Регулярная публикация пресс-релизов о корпоративных событиях облегчит инвесторам мониторинг деятельности эмитента. Обзоры ситуации на рынках присутствия компании обеспечат необходимый контекст для принятия инвестором решений о покупке.

Все это в конечном итоге отражается на объеме привлечения и той ставке, по которой эти средства удастся привлечь. Чем более понятной и прозрачной для инвестора выглядит компания, тем более привлекательными выглядят инвестиции в ее долг и тем большая доля в портфеле может быть выделена под ее обязательства.

С точки зрения инвестора, 2021 г. может порадовать ростом числа эмитентов и интересных выпусков, что позволит расширить диверсификацию портфеля и обеспечит прибыльные возможности.

В частности, интерес к долговому рынку проявляют российские застройщики, которые ищут альтернативные способы финансирования проектов в условиях нового законодательства в сфере долевого участия в строительстве. «Эксперт РА» в сентябре 2020 г. оценивал потенциал роста рынка облигаций в сегменте девелопмента на ближайший год в размере 30 млрд руб. На рынок может выйти 10 — 20 новых эмитентов.

Именно сегмент МСП представляет собой ключевую точку роста для повышения ликвидности и отраслевой диверсификации российского облигационного рынка. В условиях самых низких ставок в истории современной России этот сегмент может в полной мере поднять голову и привлечь заслуженный интерес к возможностям, которые он предоставляет инвесторам.