

# Рынок облигаций в 2020 году: бум вопреки кризису



**Михаил Никонов,**  
ведущий аналитик  
корпоративные  
и суверенные рейтинги  
[nikonov.m@raexpert.ru](mailto:nikonov.m@raexpert.ru)

**Павел Митрофанов,**  
управляющий директор,  
корпоративные  
и суверенные рейтинги  
[mitrofanov@raexpert.ru](mailto:mitrofanov@raexpert.ru)

## Резюме

2020 год стал годом бума на рынке рублевых облигаций. С начала года рынок увеличился на 7% и достиг 11,32 трлн рублей. Мягкая денежно-кредитная политика Банка России способствовала снижению доходностей до исторических минимумов для всех категорий эмитентов – наиболее существенное падение можно было наблюдать для сегмента ВДО, чьи доходности в среднем упали на 200 б. п. за последние 12 месяцев. При этом низкие ставки по депозитам привели на фондовый рынок более 5 млн человек, которые принесли брокерам свыше 1,5 трлн рублей.

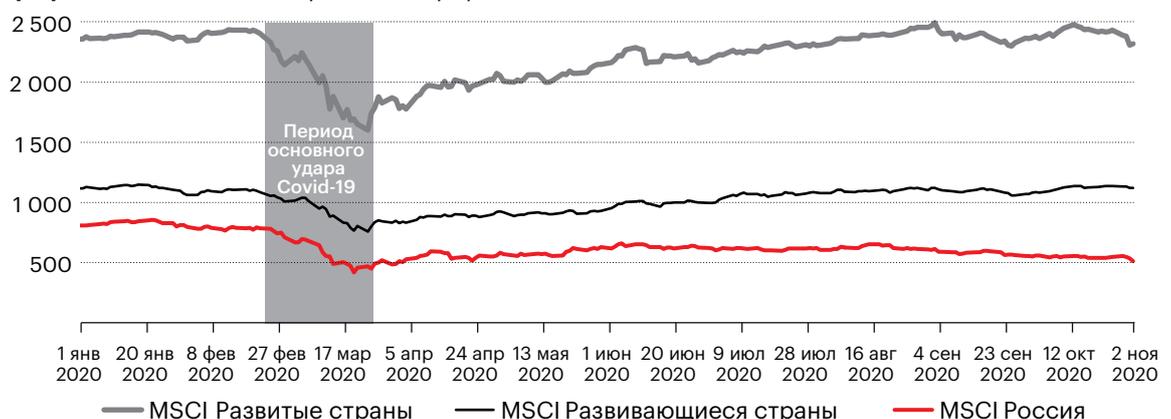
В таких условиях заемщики первого эшелона смогли удешевить и удлинить свои кредитные портфели, в том числе замещая валютные долги. Но особого внимания, по мнению агентства, заслуживает активность эмитентов из сферы малого и среднего бизнеса (компании МСП). Этот сектор уже с 2019 года служит полноценной точкой роста для рынка облигаций, именно здесь появилось большинство новых эмитентов и в 2020-м, и в 2019-м.

Сегмент эмитентов МСП должен победить ряд «детских болезней», которые, по нашему мнению, могут отрезать его от денег розничных инвесторов и не позволить компаниям перейти в более высокие эшелоны заемщиков с низкими ставками. Такими ключевыми ограничениями сейчас выступают низкая прозрачность компаний, неудовлетворительная ситуация с качеством отчетности и нераспространенность стандартов МСФО, низкое рейтинговое покрытие малых эмитентов, а также искажения в оценке рисков инвесторами, связанные с отношением эмитентов к сектору ВДО.

**Российский долговой рынок победил коронавирус.** Российский рынок облигаций встречал 2020 год в позитивной динамике, которую можно было наблюдать на протяжении всего 2019 года – доля нерезидентов была на околопиковых значениях, составив 32%, смягчение денежно-кредитной политики ЦБ РФ способствовало поступательному снижению ставок доходностей и росту объемов размещения как со стороны Минфина, так и со стороны корпоративных эмитентов. Были сформированы все предпосылки для продолжения позитивной динамики, однако серьезным испытанием как для российского облигационного рынка, так и для мировых фондовых рынков послужил глобальный экономический кризис, вызванный вспышкой эпидемии Covid-19.

Основной удар на мировые рынки пришёлся на период февраль – март 2020 г., когда участникам рынка стало очевидно, что коронавирусная инфекция, а вместе с ней и ограничительные меры, неминуемо выйдут за пределы Китая. Фондовые индексы развивающихся и развитых стран продемонстрировали двузначные темпы падения за этот период.

**График 1.** Индексы MSCI продемонстрировали падение на 30-40% в течение 30 дней

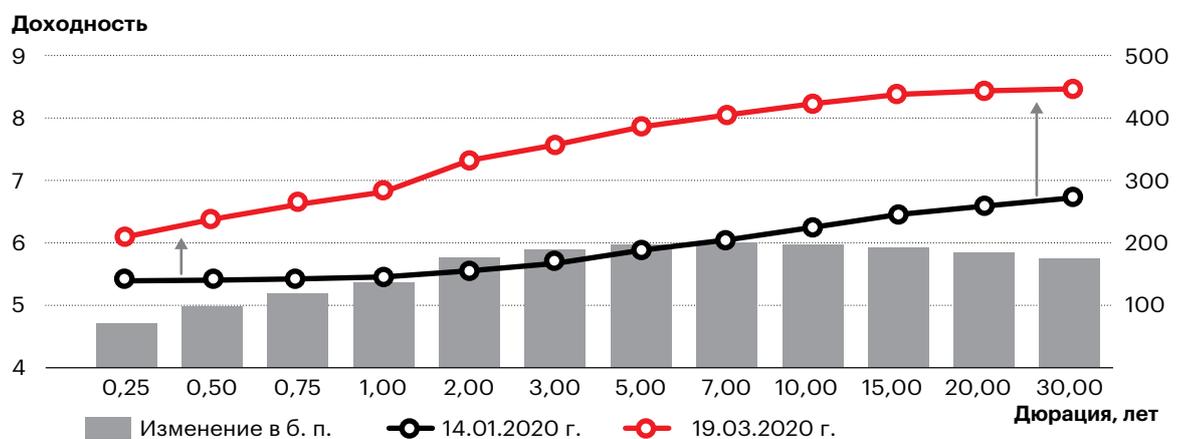


Источник: investing.com, Эксперт РА

За 30 дней индекс агрегированных стоимостей акций MSCI по России продемонстрировал снижение на 41%, что несколько выше снижения по развитым (-33%) и развивающимся (-31%) странам. Падение индексов для России оказалось особенно существенным из-за стресса в нефтегазовой отрасли, где на этот период пришлось падение цен на нефть марки Brent до 27 долл/барр. – минимального уровня за последние 10 лет.

Сегмент российских ОФЗ также сильно отреагировал на развитию – за период с начала 2020 до пика падения в марте этого года кривая доходностей демонстрировала смещение вверх на всех ее участках. При этом наиболее активно распродался средне- и долгосрочный участки кривой. Если на участке до 1 года доходности выросли на 70–137 б.п., то на участке 3–7 лет можно было наблюдать рост котировок на 190–200 б.п. с начала 2020-го.

График 2. Кривая доходностей ОФЗ сместилась вверх, особенно на средне- и долгосрочных участках



Источник: Банк России, «Эксперт РА»

Готовность российской экономики к глобальной рецессии оказалась выше, чем во многих других развитых странах мира. Особенности российской экономики сыграли ей на руку – ограниченность интеграции РФ в мировую экономику на фоне высокой доли государственного сектора позволили ей оказаться в числе крупнейших стран мира, чьи экономики пострадали в меньшей степени в ходе первой волны коронавируса. Данные по темпам прироста ВВП в II квартале 2020 года показывают, что падение ВВП России было не столь драматичным, как в других странах мира.

Таблица 1. Экономика России продемонстрировала наименее сильные темпы падения ВВП среди большинства развитых и развивающихся стран

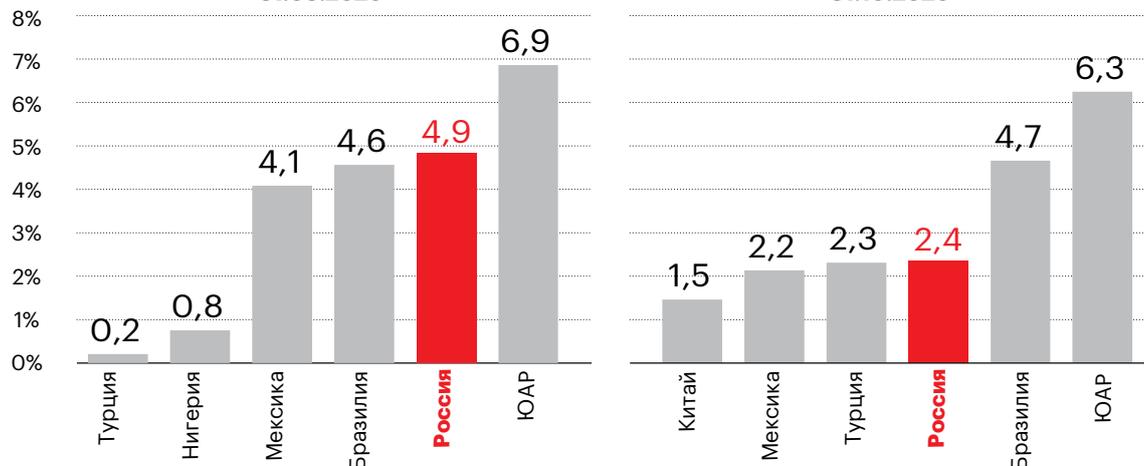
| Страны         | Темпы прироста ВВП в II кв. 2020 г. (в годовом выражении), % | Максимальный Кредитный рейтинг от Moody's/S&P/Fitch |
|----------------|--|---|
| США            | -9,1   | AAA   |
| ЕС             | -15,0  | AAA   |
| Германия       | -11,3  | AAA   |
| Великобритания | -21,7  | AA  |
| Бразилия       | -11,4  | BB  |
| <b>Россия</b>  | <b>-8,5</b>  | <b>BBB</b>  |
| Индия          | -24,1  | BBB-  |
| Турция         | -9,9   | BB-   |

| Страны   | Темпы прироста ВВП в II кв. 2020 г. (в годовом выражении), % | Максимальный Кредитный рейтинг от Moody's/S&P/Fitch |
|----------|--|---|
| Мексика  | -18.7%   | BBB+  |
| Колумбия | -15.7%   | BBB   |
| Китай    | +3.2%  | A+  |

Источник: Банк России, «Эксперт РА»

На момент обострения коронавирусной инфекции в марте и на конец октября уровень реальных процентных ставок в России выглядел высоким относительно уровней развивающихся стран.

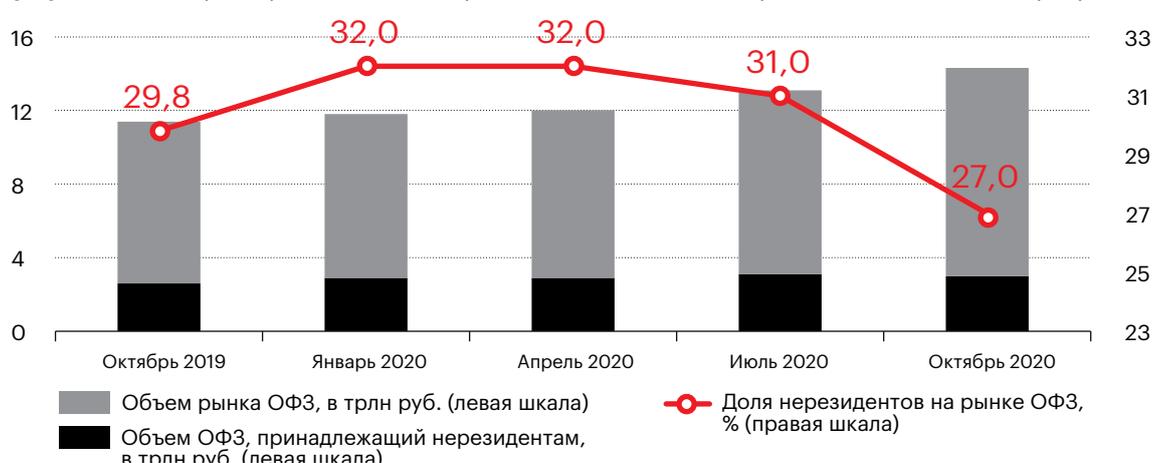
**График 3.** Реальный уровень процентных ставок в РФ привлекательнее, чем в других EM



Источник: «Промсвязьбанк», «Эксперт РА»

По соотношению кредитного качества РФ, предлагаемой доходности по государственным бумагам и устойчивости ВВП к текущему кризису российские облигации выглядели привлекательными в сравнении с другими странами с переходной экономикой. Это позволило ограничить отток иностранных инвесторов из российского долгового рынка, и, соответственно, сгладить спад цен российских облигаций.

**График 4.** Несмотря на рост глобальных рисков, снижение доли нерезидентов в ОФЗ было умеренным



Источник: Банк России, «Эксперт РА»

Это позволило сохранить глобальных инвесторов в российском госдолге, несмотря на общий сентимент по уходу от рискованных активов в пользу безопасных. К апрелю 2020 года

доля нерезидентов в ОФЗ составила 32%, сохранившись на уровне конца 2019 года, когда российский долговой рынок в целом испытывал восходящую динамику. К октябрю 2020 года доля снизилась до 27% из-за обострения геополитических рисков, связанных с санкциями ЕС, неопределённостью вокруг выборов США.

В ответ на последствия эпидемии коронавирусной инфекции, для стабилизации ситуации на фондовых рынках в 2020 году Банк России приступил к более агрессивному снижению ключевой ставки. Если за весь 2019 год ставка была снижена на 125 б. п., то за 10 месяцев 2020 года регулятор опустил ставку на 200 б. п. до исторического минимума за всю историю современной России в 4,25%.

**График 5.** Снижение ключевой ставки до рекордно низких уровней постепенно сводит реальную доходность депозитов в отрицательную зону

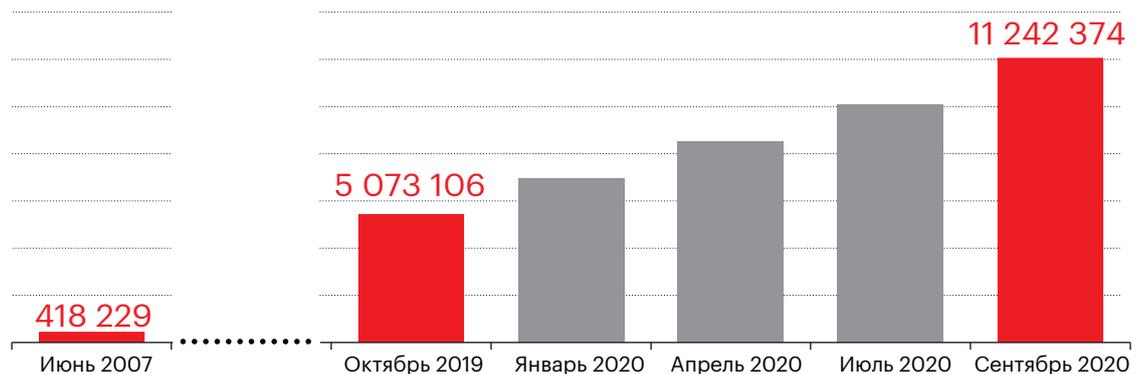


Источник: Банк России, Эксперт РА

Проведение стимулирующей денежно-кредитной политики отчасти привело к повышенным инфляционным рискам, что в терминах реальных процентных ставок постепенно сводит реальную доходность депозитов в отрицательную зону. Такая ситуация вынудила частных инвесторов забирать депозиты и выходить на фондовый рынок в поисках доходности.

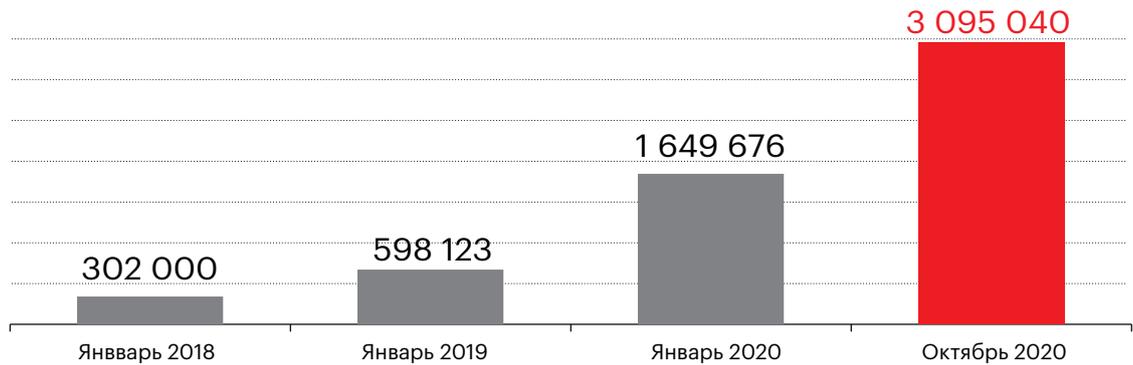
За последние 12 месяцев к концу сентября 2020 года число зарегистрированных физических лиц на Московской Бирже выросло более чем вдвое и составило свыше 11 млн человек. Число активных клиентов также демонстрировало восходящую динамику, увеличившись за этот период более чем втрое, с 306 тыс. до 1,059 млн человек. Среднемесячные обороты операций среди топ-10 операторов рынка приросли за год на 33%, составив порядка 16 трлн рублей.

**График 6.** Количество зарегистрированных клиентов за год выросло на столько же, на сколько и за 1999–2019 годы.



Источник: Московская Биржа, «Эксперт РА»

**График 7.** ...что привело к рекордному росту количества открытых ИИС с начала 2020 года

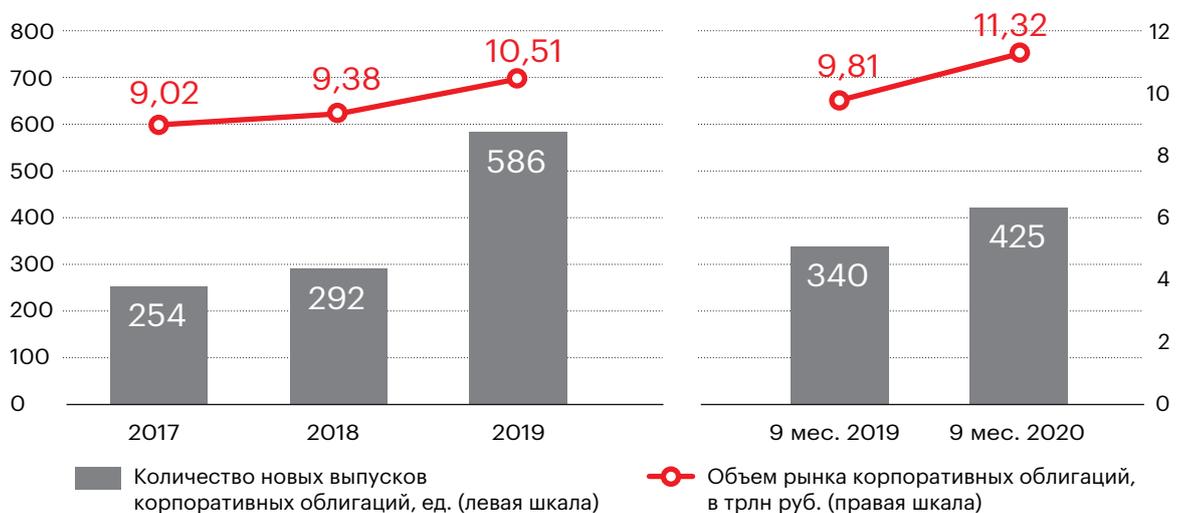


Источник: Московская Биржа, «Эксперт РА»

За год до 1 октября 2020-го количество инвесторов этой категории выросло на столько же, на сколько и за 20 лет, с 1999 по 2019 годы.

Снижение ключевой ставки ЦБ РФ до исторических минимумов, а также небывалый приток средств инвесторов - физических лиц поддержали рост объемов рынка корпоративного долга и оказали давление на процентные ставки. За 9 месяцев 2020 года рост количества новых выпусков корпоративных облигаций оказался на 25% больше в сравнении с 9 месяцами 2019 года.

**График 8.** Низкая ключевая ставка и приток розничных инвесторов развивают рынок облигаций



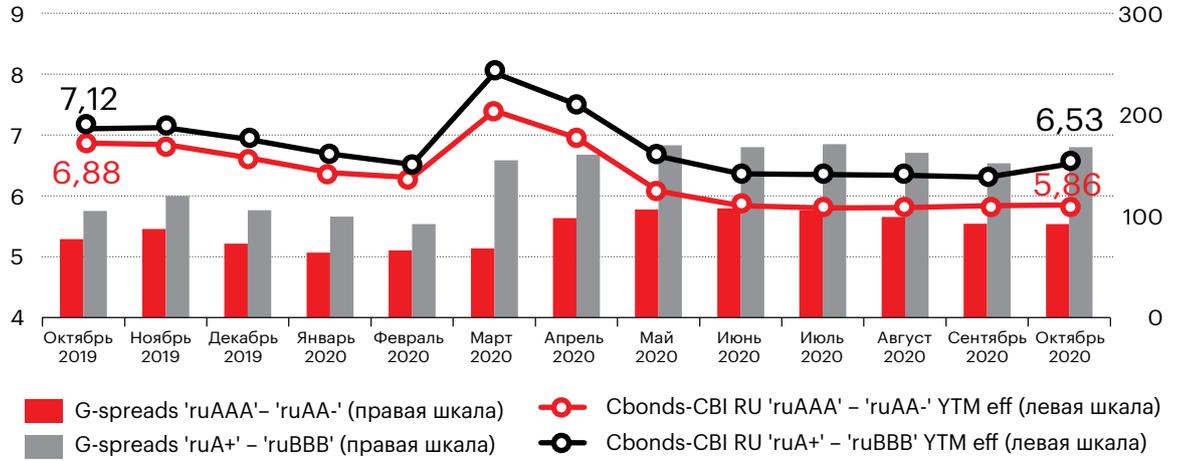
Источник: Cbonds, Эксперт РА

После всплеска доходностей в марте 2020 г. ставки публичного долга стабилизировались и продолжили снижение. При этом спреды к безрисковым уровням доходностей выглядели по-разному для эмитентов различной категории качества.

**Рыночные условия позволили существенно снизить стоимость фондирования всем участникам рынка.**

Для эмитентов 1-го и 2-го эшелонов можно было наблюдать понижительный тренд в течение всего года. Особенно ярко тот был выражен для эмитентов с рейтингом ruAA- и выше.

**График 9.** В 2020-м эмитенты 2-го эшелона могли занимать позицию по ставкам, на которую мог рассчитывать 1-й эшелон годом ранее

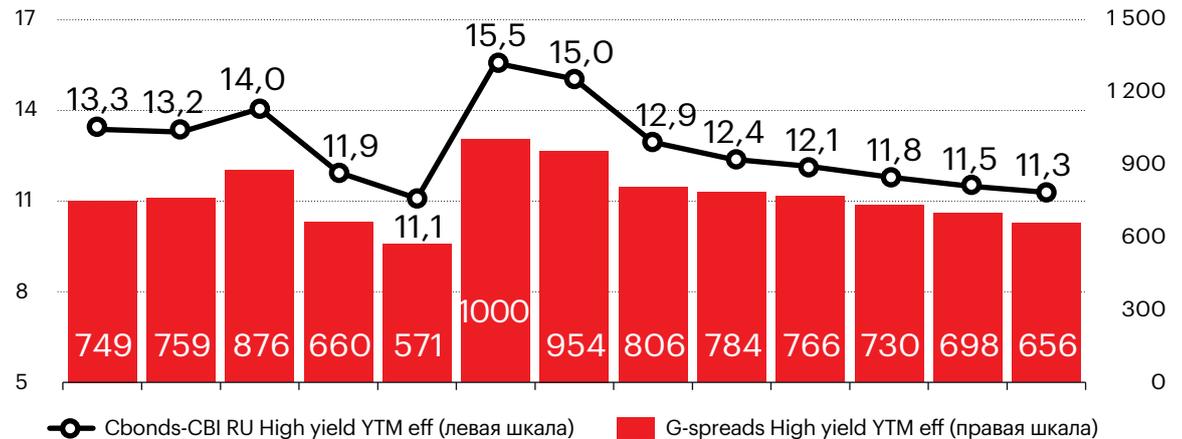


Источник: Cbonds, Эксперт РА

Начиная с конца июня 2020 г. колебания по ставкам привлечения долга и спредам к ОФЗ были минимальными для выделенных категорий эмитентов. Некоторое расширение кредитных спредов можно было наблюдать для эмитентов с рейтингом в диапазоне 'ruA+' - 'ruBBB' со 100 б. п. в январе 2020 г. до 160 б. п. к концу октября. Расширение спредов объясняется возвращением геополитической премии на российский рынок, а также желанием эмитентов удлинить срок и увеличить объем сделок, незначительно увеличив премию к безрисковым ставкам, но сохраняя при этом стоимость финансирования на рекордно низких для себя уровнях.

Иную картину можно наблюдать для компаний, относящихся к сегменту высокодоходных облигаций (ВДО), который преимущественно состоит из представителей малого и среднего бизнеса.

**График 10.** Доходности и спреды на рынке ВДО снижались активнее, чем у бумаг высокого кредитного качества



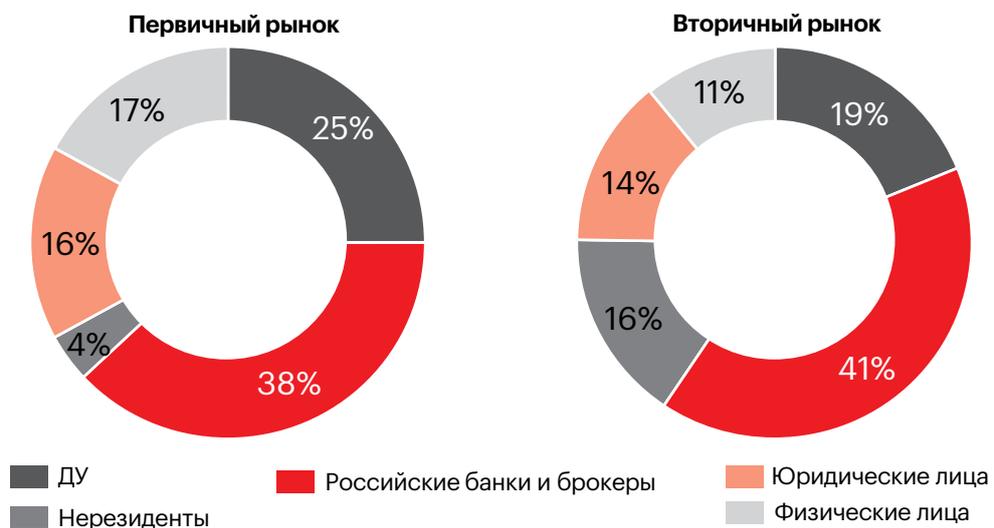
Источник: Cbonds, «Эксперт РА»

Динамика доходностей ВДО была аналогична динамике доходностей бумаг крупных эмитентов, однако спред к ОФЗ для таких категорий эмитентов демонстрировал более активное снижение, чему поспособствовал наплыв инвесторов-физических лиц.

Сегодня сегмент МСП формируется эмитентами без рейтингов, либо компаниями с рейтингами на уровне ruBBB и ниже, при этом многие компании сегмента привлекают средства на уровне ставок эмитентов категории ruAA, которые те платили ещё два года назад.

Мы считаем сектор эмитентов МСП ключевым, поскольку именно здесь появляются новые имена, здесь наиболее активны инвесторы-«физики», здесь закладывается основа для повышения диверсификации российского рынка облигаций и его ликвидности. По нашим расчетам, если в 2018 году эмитентами сегмента было проведено 18 дебютных сделок, то в 2019-м их количество выросло до 41, за 10 месяцев 2020 года было проведено около 30 дебютных сделок. По данным Московской биржи, по состоянию за 9 месяцев 2020 года на долю физических лиц приходилось уже около 17% в объеме размещений корпоративных и биржевых облигаций и 11% в объеме торгов на вторичном рынке соответственно. Если еще 2 года назад в книге заявок оказывалось порядка 2-3 от физических лиц с долей в общем размещении на уровне около 0,5-1%, то в 2020 году можно было наблюдать сделки, где при размещении в объеме 5 млрд рублей спрос со стороны инвесторов физических лиц составлял более 4 млрд рублей.

**График 11.** Инвесторы-«физики» стали важным участником рынка облигаций



Источник: Московская Биржа, «Эксперт РА»

Новые розничные инвесторы – большая ответственность для рынка, которая при неблагоприятном сценарии может его уничтожить. Эмитенты ВДО несут высокие риски, которые вчерашние депозитчики не могут в полной мере оценить и соотносить с доходностью, которая должна сопровождать риск. При этом ситуация, когда купон превышает 2, а то и 3 ключевых ставки, снижает мотивацию к критическому мышлению и всесторонней оценке риска. Лидерами мнений в этом сегменте выступают либо приложения крупнейших брокеров с их рекомендациями, либо обыкновенные пользователи тематических чатов и телеграм-каналов, которые не всегда объективны в своих суждениях. Купирует ситуацию пока неограниченная в масштабах выпусков ликвидность и низкие риски рефинансирования даже для самых проблемных заемщиков: добавив пару процентов к ставке, деньги можно привлечь почти наверняка, причем в большем объеме относительно прошлых выпусков. Доходность как ключевой и единственный драйвер рынка уже заложил целый ряд «детских болезней» в его развитии, не вылечив которые рынку не выйти на качественно новый уровень с миллиардными размещениями, более низкими ставками и инвесторским спросом со стороны финансовых институтов. Рынок риску-

ет застрять в его нынешнем положении и под давлением Банка России, ограничивающего риски неквалифицированных инвесторов, потерять доступ к рефинансированию.

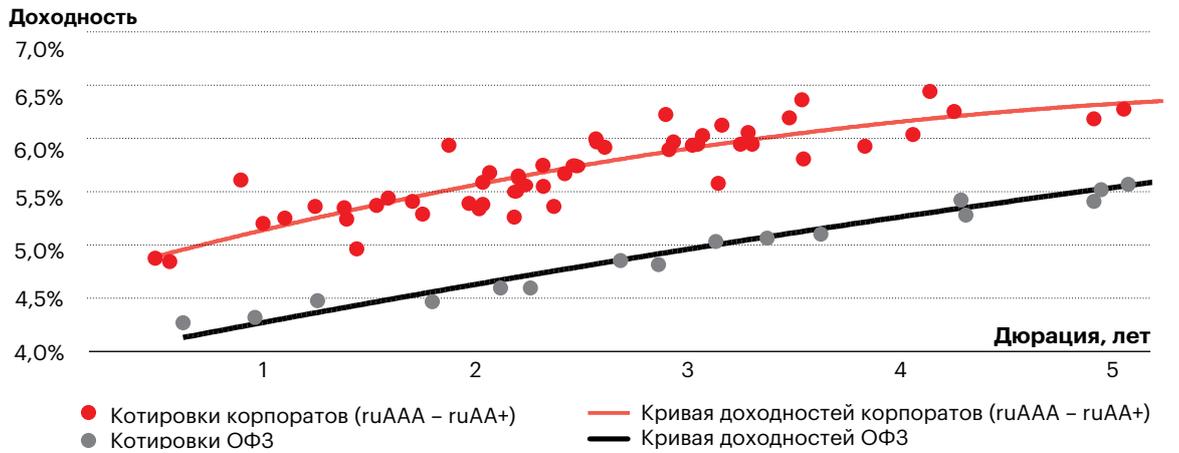
## «Детские болезни» эмитентов новой волны

Анализируя практику размещения малых и средних эмитентов, помимо естественных финансовых рисков, которые связаны с малым размером компаний и повышенной чувствительностью к любым шокам, мы отмечаем крайне низкую информационную прозрачность, качество отчетности, корпоративного управления и системной регулярной связи с инвесторами. Именно в этой сфере, по мнению агентства, нужен прорыв. Стоит отметить, что за прошедший год произошёл заметный прогресс в части обеспечения большей прозрачности в сегменте малых и средних эмитентов благодаря усилению участников инфраструктуры рынка. Были введены рейтинговые требования к листингу на Московской бирже, стимулирующие эмитентов раскрывать даже низкие рейтинги, организаторы размещений способствуют расширению практики подготовки и раскрытия отчетности по МСФО, процедуры проверок Биржи, а также работа с рейтинговыми агентствами подталкивают эмитентов к более четкому структурированию бизнеса и повышению прозрачности. Тем не менее резерв для улучшений по всем этим направлениям еще существенен, а искажения в демонстрации эмитентом своих рисков и их оценке инвесторами велики.

**Всё ещё низкая информационной прозрачность.** Минимально допустимое раскрытие информации в соответствии с законодательством, не позволяет в полной мере оценить риск эмитента. Из-за отсутствия полного понимания компании, её бизнес-рисков, финансовых рисков и рисков корпоративного управления, инвесторы могут запрашивать излишне высокую премию за риск, которую можно было бы избежать. Многие эмитенты не созрели для отчетности и работы с хорошим аудитом МСФО. Практически никто из сектора не публикует нефинансовые операционные показатели своей деятельности. В случаях, когда эмитент функционирует в группе с одним или несколькими связанными юридическими лицами и публикует только собственную индивидуальную отчетность по РСБУ, у инвесторов отсутствуют возможности анализа всего периметра группы и корректной оценки долга. Из-за отсутствия понимания внутригрупповых потоков инвестор может требовать повышенную премию, однако розничным инвесторам такой уровень анализа может быть недоступен, а значит, эмитент может не доплатить за риск.

**Сложности в определении доходности.** Анализ карты облигационного рынка по категориям кредитного качества показывает, что сегмент эмитентов ВДО – это рынок без правил.

**График 12.** Карта рынка ОФЗ и корпоратов 1-го эшелона – пример репрезентативной кривой и минимального разброса котировок

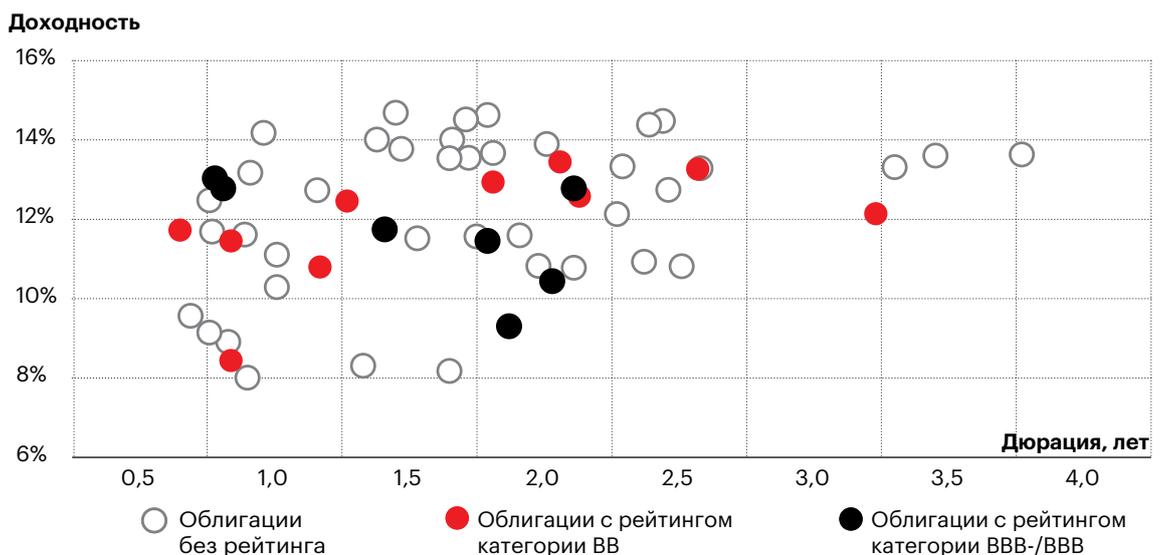


Источник: Московская Биржа, Cbonds, «Эксперт РА»

При анализе кривой доходностей эмитентов первого эшелона, можно увидеть нормальный наклон кривой, который идет параллельно с бенчмарком – кривой доходностей ОФЗ. Котировки распределены равномерно вдоль всей кривой и характеризуются незначительными отклонениями от нее. Уровень процентных ставок компаний колеблется незначительно – на отметке около 1 п. п. в зависимости от конкретной компании, срока и уровня кредитного рейтинга. По карте доходностей эмитентов 1-го эшелона инвесторы и эмитенты могут легко понять, на какую ставку может рассчитывать та или иная компания с рейтингом на уровне ruAAA – ruAA+.

При анализе карты рынка сегмента ВДО, который во многом сформирован компаниями малого и среднего бизнеса, можно наблюдать иную картину.

**График 13.** ВДО – «дикий» рынок



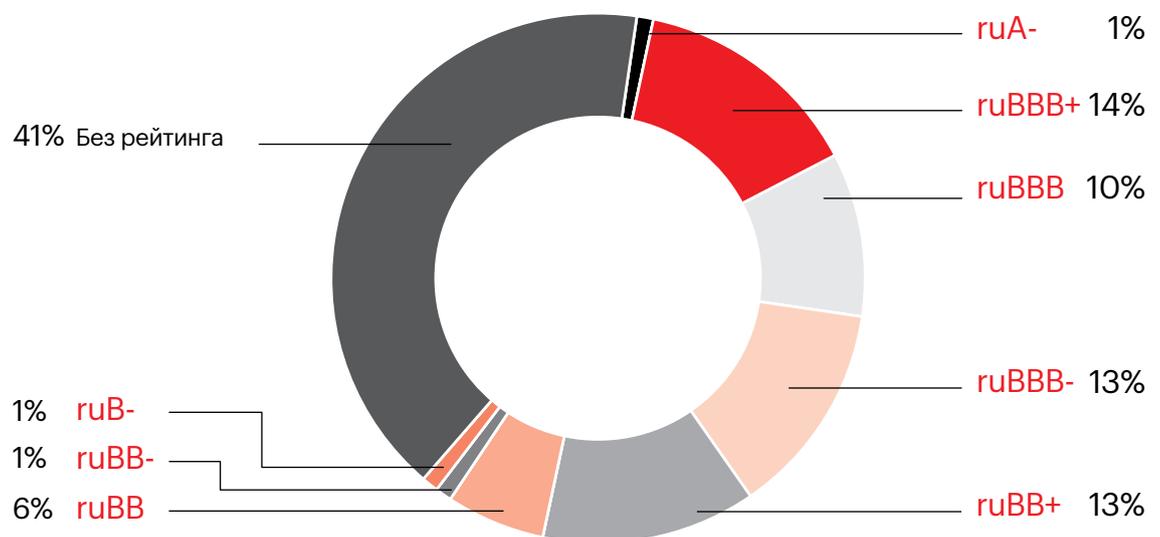
Источник: Московская Биржа, Cbonds, «Эксперт РА»

Карта рынка сегмента ВДО и облигации без рейтинга, в частности, характеризуются отсутствием системности в части распределения доходностей к погашению. Котировки расположены неравномерно, что не позволяет построить репрезентативную кривую

доходностей облигаций без рейтинга. На участке в 1–1,5 года разница в доходностях достигает более 600 б. п. между эмитентами, или почти 1,5 ключевых ставки ЦБ РФ. В условиях полного отсутствия надежного бенчмарка, у инвестора получается весьма ограниченный набор данных для определения справедливых уровней доходностей той или иной бумаги без рейтинга, поэтому остаётся принимать решение только исходя из собственной жадности и ощущения приемлемости ставки.

**Малое рейтинговое покрытие эмитентов МСП.** Сегмент бумаг эмитентов МСП слабо охвачен рейтингами: 41% рынка не имеет кредитных рейтингов. Из-за этого во многом возникает такой разброс по уровням процентных ставок для одного сектора с фундаментально схожим профилем эмитентов.

**График 14.** Почти половина рынка ВДО – эмитенты без рейтингов



Источник: Оценка ООО «ИК Септем капитал»

По мнению агентства, проблемы низкого рейтингового покрытия способствует недооценке рисков безрейтинговых эмитентов и переоценке эмитентов с рейтингами ниже уровня ruBBB+, но близких к нему. Уровень ruBBB+ мы считаем точкой отсчета бумаг категории «investment grade», поскольку именно отсюда у эмитентов открывается доступ к широкому кругу институциональных инвесторов, а также возможность попадания в премиальный листинг. При этом многие облигации с рейтингами категории ruBBB торгуются на уровне, схожем с другими бумагами сегмента ВДО без рейтингов. Такая же ситуация наблюдается для эмитентов категории ruBB. Мы полагаем, что такая ситуация формируется фактом нахождения компаний с рейтингами категорий ruBB и ruBBB в сегменте ВДО. Из-за получения ярлыка «эмитент ВДО», к которым относятся в том числе бумаги без рейтинга, эмитенты могут предвзято оцениваться инвесторами с требованием к доходности, связанным не с кредитным риском, а с привычным для сектора ВДО средним уровнем доходности. Бумаги с кредитными рейтингами, входящие в сегмент ВДО, воспринимаются инвесторами так же, как бумаги того же сегмента без кредитного рейтинга, в которых скрытых рисков может быть существенно больше.

## Как эмитентам снизить премию за риск?

Мы полагаем, что всем участникам рыночной инфраструктуры следует способствовать увеличению информационной прозрачности эмитентов, внедрению практики системного подхода к корпоративному управлению, структурированию эмитентами бизнеса и расширению рейтингового покрытия. В связи с выходом на облигационный рынок эмитентов из группы компаний критичной также становится подготовка отчетности по МСФО до размещения.

При первичных размещениях существует практика проведения пре-маркетинга, в ходе которого организуются встречи с инвесторами, где руководители компании или собственники демонстрируют презентацию по ней, описывают стратегию, рыночные позиции, операционные и финансовые показатели, особенности корпоративного управления, источники погашения облигационного займа. Это повышает уровень добросовестности и открытости эмитента в глазах инвестора и формирует эффективную систему коммуникации с инвесторами.

Для того, чтобы инвесторы могли актуализировать свои ценовые параметры по облигации в соответствии с результатами компании, такие встречи можно было бы проводить регулярно, не привязывая это событие к одной конкретной сделке, как это происходит среди многих эмитентов.

До тех пор, пока в сегменте малых и средних эмитентов не работают законы более высоких эшелонов долгового рынка и прайсинга, увязанного в первую очередь с оценкой кредитного риска, рынок ВДО не сможет победить репутацию недопустимо опасного для розничных инвесторов. Расширение рейтингового покрытия и публикация в релизах рейтинговых агентств полного риск-профиля эмитентов, особенно с низкими рейтингами, должны помочь оздоровлению сложившейся ситуации. С одной стороны, упорядочится карта рынка и более надежные эмитенты начнут платить адекватную ставку по сравнению с низкорейтинговыми. С другой стороны, профессиональное сообщество получит весомый аргумент в диалоге с регулятором о прозрачности и доступности оценок риска эмитентов для любых, даже неквалифицированных инвесторов. На основании этого ограничивать риски «физиков» можно будет через доступные лимиты в привязке к уровням рейтингов, а не через доступ к рынку и классам инструментов.

Мы верим, что такие шаги позволят заинтересовать институциональных инвесторов в участии в сделках с компаниями ниже рейтинга ruBBB+, при этом, по нашей оценке, выход финансовых институтов в сегмент более доходных бумаг с невысокими рейтингами позволит снизить ставку доходности для эмитентов.

## Рейтинги, которым доверяют

### Крупнейшее рейтинговое агентство с более чем 20-летней историей

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим российским рейтинговым агентством

### «Эксперт РА» включено в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России

Рейтинги агентства используются Банком России, Министерством Финансов, Министерством экономического развития, Московской биржей, а также сотнями компаний и органов власти при проведении конкурсов и тендеров.

### «Эксперт РА» — лидер российского рынка рейтинговых услуг

Агентством поддерживается более 600 кредитных рейтингов. Мы прочно удерживаем лидирующие позиции по рейтингам кредитных организаций, страховых компаний, компаний финансового и нефинансового сектора.

### По вопросам получения рейтинга

Роман Ерофеев,  
**коммерческий директор –  
член правления**  
erofeev@raexpert.ru

### По вопросам международного сотрудничества и новых продуктов

Сергей Назаров,  
**заместитель генерального  
директора – член правления**  
nazarov@raexpert.ru

### По вопросам рейтинговой деятельности

Марина Чекурова,  
**первый заместитель  
генерального директора**  
chekurova@raexpert.ru

### По вопросам информационного сотрудничества

Сергей Михеев,  
**руководитель отдела по связям  
с общественностью**  
mikheev@raexpert.ru

## Наши контакты

АО «Эксперт РА»  
Москва, ул. Николаямская,  
дом 13, стр. 2

+7 (495) 225 34 44  
www.raexpert.ru

© 2020 АО «Эксперт РА». Все материалы сайта являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом. Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Настоящая информация не может распространяться любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)

Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Рейтинговые оценки выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, выпущенных агентством, или отсутствием всего перечисленного. Единственным источником, отражающим актуальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru).