

Юрий НОВИКОВ, >>
начальник управления
инвестиционно-
банковского обслуживания,
Россельхозбанк



Алексей КУЗНЕЦОВ, >>
вице-президент,
БК РЕГИОН



Год кардинальных изменений ожиданий и настроений участников рынка

В традиционном круглом столе заключительного номера года организаторы размещений поделились мнением о том, как прошел 2024 год для российского долгового рынка, рассказали о самых, на их взгляд, интересных выпусках, отметили проблемы, с которыми довелось столкнуться в течение года, и, конечно же, оценили перспективы предстоящего 2025 года.

КАК ВЫ МОЖЕТЕ ОХАРАКТЕРИЗОВАТЬ 2024 ГОД ДЛЯ РОССИЙСКОГО ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА? ПОДВОДЯ ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ИТОГИ, НАСКОЛЬКО УДАЧНЫМ БЫЛ ГОД? СБЫЛИСЬ ЛИ ВАШИ ПРОГНОЗЫ?

Али Фаталиев:

— В 2024 году долговой рынок продолжил свою трансформацию, при этом доказав способность адаптироваться к шокам и развиваться даже в максимально волатильных условиях.

Мы наблюдали активность как со стороны уже привычных участников рынка, ритмично размещающих свои облигации, так и успешные сделки дебютантов, а также

компаний, которые вернулись на публичный долговой рынок спустя достаточно долгий период отсутствия.

По итогам года удалось достичь рекордных показателей как по количеству размещений, так и по их объему.

Алексей Кузнецов:

— 2024 год стал годом кардинальных изменений ожиданий и настроений

Круглый стол DCM



«**Али ФАТАЛИЕВ,**
заместитель начальника
управления по работе
на рынках долгового капитала,
ПАО «Совкомбанк»



«**Роман СОКОЛОВ,**
директор департамента
корпоративных финансов,
«Цифра брокер»



«**Дмитрий АЛЕКСАНДРОВ,**
руководитель
управления
аналитических
исследований,
АО «ИВА Партнерс»

участников рынка. Если в конце прошлого — начале текущего года были ожидания, что пора высоких ставок на фоне снижения инфляции скоро закончится, то по мере повышения инфляции из месяца в месяц такие ожидания исчезли, а на смену им пришла все более жесткая риторика регулятора в сопровождении четких сигналов о возможном повышении ключевой ставки. С середины года этот сценарий стал реализовываться — ставка трижды повышалась, достигнув уровня в 21% с возможностью ее дальнейшего повышения до 23%. Тем не менее, рынок корпоративных облигаций показал рост как по объему в обращении (за 9 месяцев на 13% до 26.6 трлн руб.), так и по объемам размещения на первичном рынке (+35.0% к аналогичному периоду прошлого года до 4.25 трлн руб.) и оборотам на вторичном рынке (+18.0% к аналогичному периоду прошлого года до 25 трлн руб.).

Юрий Новиков:

— 2024 год оказался не самым простым для российского облигационного рынка. На протяжении года преобладали высокие темпы инфляции и высокие процентные ставки. В конце года мы также наблюдаем новый цикл повышения ставки. Несмотря на это, рост рынка корпоративных облигаций составил 12% с начала года (22% год к году) и достиг рекордных 28 трлн руб. Рост экономики также способствовал росту дохода корпоративных заемщиков, что позволило выдержать рост процентных ставок. Кроме этого, в данных непростых условиях облигационному рынку удалось

адаптироваться за счет смещения к инструментам с плавающей ставкой и более коротким сроком до погашения.

Роман Соколов:

— Безусловно, год был непростым для российского облигационного рынка.

Основной тон на рынке в 2024 году задавали риторика вокруг денежно-кредитной политики Банка России и прогнозы в отношении движения ключевой ставки, и если весной была уверенность в том, что вот-вот наступит разворот денежно-кредитной политики, то сейчас все прогнозы строятся вокруг того, на сколько Банк России поднимет ставку на очередном заседании. И предвестников разворота такой политики пока нет.

Несмотря на ужесточение условий финансирования, российский облигационный рынок в 2024 году вырос, достигнув по итогам 9 месяцев 28 трлн руб. Изменилась структура размещений — в условиях неопределенности в отношении момента приостановки роста ставки балом на рынке стали править флоатеры, которые позволили найти компромисс в интересах как заемщиков, так и инвесторов.

Тенденциями 2024 года стали сохранение значительной активности заемщиков на рынке первичных размещений, увеличение периодов проведения размещений, в особенности в сегменте ВДО, расширение спредов, рост доли инвесторов — физических лиц в структуре размещений и вторичных торгов, более тщательный подход инвесторов к выбору инструмента инвестирования.

Основной тон на рынке в 2024 году задавали риторика вокруг денежно-кредитной политики Банка России и прогнозы в отношении движения ключевой ставки

Дмитрий Александров:

— Год был вполне удачным, особенно начало, естественно, хотя были опасения относительно I–II кварталов. Основной прогноз по возврату в IV квартале ставок

к более комфортным уровням, естественно, не сбывся, зато хорошо сработала хеджирующая рекомендация делать упор на флоатеры в портфелях. Также оправдался скептицизм в отношении инфляционных линкеров.

С КАКИМИ ГЛАВНЫМИ ПРЕПЯТСТВИЯМИ И СЛОЖНОСТЯМИ СТОЛКНУЛСЯ РЫНОК? КАК С ЭТИМИ СЛОЖНОСТЯМИ УДАВАЛОСЬ СПРАВЛЯТЬСЯ?

Али Фаталиев:

— На наш взгляд главная сложность, она же особенность этого года, — распыление рыночного спроса между несколькими размещениями. В результате в попытке переаллоцировать спрос на свою сделку эмитенты и организаторы прибегали к различным инструментам повышения привлекательности своего выпуска, старались учитывать потребности инвесторов по формату ставки, периодичности выплат и срочности выпусков.

Алексей Кузнецов:

— Главная сложность первой половины года для рынка — это постоянное обесценивание облигаций с фиксированным купоном, размещение которых постепенно сошло на нет. Эмитенты и инвесторы переключили свое внимание на облигации с плавающим купоном (т. н. флоатеры). Однако крайне высокая турбулентность и неопределенность на финансовых рынках привели к тому, что флоатеры, которые, по мнению рыночных участников, всегда

были инструментами без рыночного риска, перестали быть таковыми. Последнее время они также стали активно корректироваться, величина их падения достигает нескольких процентов, аналогично ситуации с ОФЗ-ИН (линкеры с привязкой номинала к инфляции), которые показали максимальный убыток на уровне более 15% за девять месяцев 2024 г. Сейчас непростые времена: сложно и инвесторам, и эмитентам, и организаторам. Но мы живем надеждой, кризис — отличное время заработать для тех, кто его пережил.

Юрий Новиков:

— Одна из сложностей, с которой столкнулся рынок, — это высокие процентные ставки, к которым рынок успешно адаптировался благодаря инструментам с плавающей ставкой купона. В последнее время возникают новые вызовы для рынка, такие как расширение спредов и ухудшение ликвидности банковского сектора, которые еще предстоит преодолеть.

Главная сложность первой половины года для рынка — это постоянное обесценивание облигаций с фиксированным купоном, размещение которых постепенно сошло на нет

ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ КАКИХ ОТРАСЛЕЙ ГОД ОКАЗАЛСЯ ОСОБЕННО СЛОЖНЫМ? А ДЛЯ КАКИХ, НАОБОРОТ, УДАЧНЫМ?

Алексей Кузнецов:

— Если говорить о ситуации на рынке во второй половине года, то на фоне резкого повышения ключевой ставки в сложной обстановке оказались лизинговые компании, а с учетом существенного сокращения льготной ипотеки может ухудшиться положение на рынке для девелоперов. Всем сейчас сложно: высокие ставки хороши для депозитов, но вызывают депрессию у заемщиков.

Юрий Новиков:

— Учитывая макроэкономическую конъюнктуру, наибольшим спросом у инвесторов пользовались облигации эмитентов из нециклических и наиболее стабильных отраслей российской экономики, таких как электроэнергетика, нефтегазовая/нефтехимическая

отрасли, телекоммуникации, пищевая промышленность, минеральные удобрения, ритейл. Более сложным с точки зрения привлечения средств год стал для компаний строительной отрасли, а также для эмитентов с высокой долговой нагрузкой и «коротким» графиком погашения долга.

Роман Соколов:

— Ужесточение денежно-кредитной политики наиболее сильно влияет на эмитентов с высокой долговой нагрузкой, эмитентов с низкой рентабельностью и тех, кто находится в сильной зависимости от рефинансирования.

По нашему мнению, наибольшие сложности будут у эмитентов строительного сектора (здесь существенную роль играет

сокращение программ льготной ипотеки и числа ипотечных заемщиков), лизинговые компании и оптовой торговли.

В выигрышной ситуации пока находятся компании, которые имели финансирование, привлеченное на относительно длинные сроки до существенного повышения ставок.

Али Фаталиев:

— Привычно комфортнее остальных чувствовали себя эмитенты, представляющие химическую промышленность, в частности производство минеральных удобрений, а также нефтегазового и металлургического секторов. Высокая рентабельность деятельности компаний этих отраслей позволяет снизить влияние негативных макроэкономических факторов.

Под наибольшим давлением в результате роста ключевой ставки оказались

застройщики и лизинговые компании. Но при этом их запас прочности позволил практически беспрепятственно пережить негативные изменения рыночной конъюнктуры в уходящем году. Например, лизинговые компании активно управляли своим процентным риском, широко используя инструменты хеджирования.

Вместе с тем, мы считаем, что в следующем году девелоперы и лизинговые компании должны быть готовы противостоять новым вызовам, что потребует от них поиска новых инструментов для адаптации к длительному периоду высоких ставок.

Кроме того, общей проблемой для эмитентов всех отраслей может стать недостаток ликвидности на рынке при сохраняющихся потребностях по рефинансированию долга и привлечению нового финансирования.

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ СИТУАЦИЮ С ДЕФОЛТАМИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ? ОЖИДАЕТЕ ЛИ РОСТА ИХ КОЛИЧЕСТВА В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ?

Роман Соколов:

— В целом дефолты — это нормальное для рынка явление. Сохранение высокого уровня ключевой ставки и жесткой денежно-кредитной политики, безусловно, будет негативно влиять на финансовую устойчивость предприятий и их способность обслуживать долговые обязательства.

В наиболее сложном положении в следующем году окажутся эмитенты с высокой долговой нагрузкой и те эмитенты, которым предстоит рефинансирование.

Вероятно, «волны» дефолтов не будет, хотя их количество возрастет среди эмитентов с низким уровнем кредитных рейтингов.

Алексей Кузнецов:

— Дефолты на рынке облигаций в текущем году (как и в прошлом) происходят преимущественно в сегменте эмитентов с низким кредитным качеством, которые находятся за периметром наших интересов. Очевидно, что на фоне крайне высоких ставок обслуживание и рефинансирование долгов для таких компаний будет сложнее, что может увеличить число дефолтов на публичном долговом рынке. Что касается компаний с более высоким кредитным качеством, то, судя по отчетности текущего года, они смогут пережить это непростое время. Дефолтов эмитентов 1–2-го эшелона мы пока не ждем,

хотя им и очень непросто сейчас. Часть из них откажется от выплат дивидендов или уменьшит их. Но дефолты точно будут — высокую ставку на длинном горизонте переживут не все.

Юрий Новиков:

— Мы ожидаем, что кредитный риск еще не в полной мере реализовался на долговом рынке, особенно с учетом нового цикла повышения ставки и сокращения программ льготного кредитования.

Решающими факторами в вопросе дефолтов станут доступ к кредитованию и банковскому финансированию, возможность роста финансовых показателей, возможность перекладывать процентные расходы в цену продукции.

Дмитрий Александров:

— При сохранении ключевой ставки выше 21% в 1-й половине следующего года, а тем более (при сохранении инфляции в слабом восходящем или боковом тренде) при формировании устойчивых ожиданий, что это надолго, дефолты будут неизбежно и их может быть действительно много.

Али Фаталиев:

— Несмотря на рост ключевой ставки и расширение спредов на первичном

Всем сейчас сложно: высокие ставки хороши для депозитов, но вызывают депрессию у заемщиков

рынке, дефолты в течение года были единичными, так как компании достаточно успешно смогли адаптироваться к неблагоприятным экономическим условиям.

При этом, учитывая сигнал регулятора о дальнейшем поддержании жесткой денежно-кредитной политики, мы понимаем, что нагрузка на корпоративный сектор будет возрастать. У некоторых

эмитентов могут возникнуть сложности по обслуживанию своих выпусков, так как их бизнес-модель не предусматривает столь высокий уровень рентабельности и оборачиваемости активов.

ПРОИЗОШЛИ ЛИ ЗА ГОД ИЗМЕНЕНИЯ В ПОВЕДЕНИИ ИНВЕСТОРОВ? ТРАНСФОРМИРОВАЛСЯ ЛИ ВАШ ДИАЛОГ С НИМИ? ПРЕДПРИНИМАЛИСЬ ЛИ КАКИЕ-ТО ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ДЕЙСТВИЯ В СВЯЗИ С ВЫСОКИМ УРОВНЕМ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК?

Дмитрий Александров:

— Диалог строился на предложении большего разнообразия в условиях выпусков. В такой ситуации, как сейчас, это позволяет удовлетворять спрос отдельных групп инвесторов. Кроме того, на рынке явный успех нашел продукт «флоатер + ежемесячный купон».

Юрий Новиков:

— В текущих условиях мы как организатор сделок размещения облигаций увидели возросшую необходимость прямой коммуникации инвесторов с эмитентами. Среди тем, представляющих наибольший интерес для инвесторов: процентная нагрузка, дефицит рабочей силы, сложности с трансграничными платежами. Открытость эмитентов к диалогу, а также информационная «прозрачность» стали важными факторами при принятии инвестиционных решений.

Роман Соколов:

— Да, такие изменения произошли. В 2024 году инвесторы стали более избирательно подходить к участию в выпусках ценных бумаг. Возросло понимание происходящих макроэкономических процессов и подходов к оценке

финансового состояния эмитента. Снизилось число спонтанных покупок.

В условиях роста ключевой ставки существенная конкуренция за деньги инвестора появилась со стороны депозитов. Немного снизились темпы прироста количества новых инвесторов, приходящих на рынок. В первой половине года значительный интерес инвесторов был прикован к рынку IPO, бум на котором продолжался с конца 2023 года.

Алексей Кузнецов:

— Основные изменения произошли на фоне общей трансформации первичного рынка из «рынка продавцов» в «рынок покупателей». Прежде всего, надо отметить рост объема и количества размещенных облигаций с плавающим купоном, доля которых превысила 50%. При этом интерес инвесторов сместился к ключевой ставке Банка России, которую выбирают в качестве базового актива. На 80% по количеству выпусков пришлось более 60% по объему. Именно под давлением со стороны инвесторов доля облигаций со сроком обращения 1–2 года увеличилась с 2,2% в 2023-м до 23,1% за 9 месяцев 2024 г., доля 3–4-летних выросла с 45 до 65%, а доля 5–7-летних займов сократилась с 52 до 12% за аналогичные

периоды. При этом доля выпусков с месячным купонным периодом увеличилась с 33 до 59%, а доля выпусков с трех- и шестимесячными купонами снизилась с 51 до 40% и с 16 до менее 2% соответственно.

Али Фаталиев:

— В условиях большой конкуренции как на вторичном рынке, так и со стороны первичных размещений эмитенты стали более гибко подходить к структурированию выпусков. Практически общепринятым подходом стало предложение ежемесячных выплат купонов и выпусков с дюрацией не более 2–3 лет.

При работе с рынком банки-организаторы совместно с эмитентами особое внимание уделяли максимально широкому маркетингу, искали наиболее эффективные способы взаимодействия с инвесторской базой — проводили деловые завтраки, вебинары, использовали различные SMM-активности.

Наблюдая перенасыщение рынка флоатерами, некоторые эмитенты при поддержке организаторов решились на размещение выпусков с фиксированной ставкой и не прогадали. Выбрав удачное окно для выхода на рынок, они смогли зафиксировать ставки существенно ниже текущей ключевой.

ИЗМЕНИЛАСЬ ЛИ СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ?

Юрий Новиков:

— В июле — октябре в структуре спроса увеличилась доля институциональных инвесторов. Главным образом, это банки, для которых облигации наиболее качественных эмитентов выступают высоколиквидными активами, а также пенсионные фонды, которые исторически имеют высокую долю корпоративных облигаций в портфеле. В условиях существенного роста ставок по банковским депозитам мы видим,

что интерес розничных инвесторов к рынку облигаций снизился по сравнению с прошлым годом.

Дмитрий Александров:

— Принципиальных изменений нет, роль частных инвесторов продолжает расти, и это хорошо.

Али Фаталиев:

— Структура инвесторов существенно не изменилась — основным драйвером

рыночного спроса продолжили выступать физические лица, участвовавшие в размещениях всех категорий эмитентов.

На фоне высоких доходностей ОФЗ и большого выбора на вторичном рынке институциональные инвесторы были более избирательными, их спрос оставался точечным и концентрировался в основном на эмитентах первого и второго эшелона.

Стабильную поддержку эмитентам на первичном рынке продолжили оказывать банки-организаторы, даже

несмотря на высочайшую волатильность и ужесточение нормативных требований по ликвидности.

Алексей Кузнецов:

— Мы видим продолжающийся рост интереса к облигационному рынку со стороны физических лиц, интерес которых существенно расширился. Заработав на замещаемых долларовых бондах и ADR, частные инвесторы стали активно вкладываться в корпоративные облигации с плавающим купоном и долгосрочные ОФЗ-ПД, видя там возможность разместиться по хорошим ставкам на длинном горизонте. Да и с рынка акций идет переток в депозиты, фонды денежного рынка и бонды.

Роман Соколов:

— Как и ранее, основными покупателями на рынке корпоративного долга остаются банки и финансовые институты.

По оценкам Московской биржи, их доля составляет 57% на конец октября 2024 года (57% — в 2022-м, 60% — в 2023-м). В то же время существенно возросла роль розничного инвестора — наблюдается существенная тенденция к росту — с 7% в 2022 году до 13% в 2023-м и 15% на конец октября 2024 года. Такие изменения продолжают с 2022 года — после ухода с рынка крупных зарубежных игроков. В ближайшие годы розничный инвестор будет играть все более значительную роль в структуре как первичных размещений, так и вторичных торгов. При этом в части первичных размещений (в особенности в сегменте ВДО) доля розничных инвесторов будет доходить до 100%.

Росту этой тенденции будут способствовать и интерес физических лиц к фондовому рынку, и рост финансовой грамотности, и стимулирование долгосрочных сбережений, и значительное расширение ассортимента финансовых продуктов, предлагаемых рынком.

РАССКАЖИТЕ ПРО НАИБОЛЕЕ, НА ВАШ ВЗГЛЯД, ИНТЕРЕСНЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ ВЫПУСК ЗА ЭТОТ ГОД

Алексей Кузнецов:

— На мой взгляд, интересной сделкой стало размещение облигаций ГК «Норильский никель» серии БО-001Р-07 на 100 млрд рублей с плавающим купоном со спредом 1.30% к ключевой ставке Банка России. Это стало рекордным объемом для рыночного выпуска, который оказался наиболее ликвидным по итогам 9 месяцев 2024 г. и остается в топ-5 по ликвидности даже через полгода после размещения. Другое дело, что рынок откорректировался, и сейчас на нем есть более доходные бумаги.

Али Фаталиев:

— Прекрасно воспользовалась рыночной конъюнктурой ГК «Самолет», разместив в начале года выпуск на 24.5 млрд руб. по ставке 14.75%, а летом практически параллельно закрыв две сделки по размещению облигаций с плавающей и фиксированной ставками. Благодаря удачно выбранным окнам для размещения во всех выпусках мы наблюдали очень высокий рыночный спрос.

В банковском секторе стоит отметить размещение Совкомбанка, который в октябре 2024 г. закрыл рекордную сделку по размещению собственных облигаций объемом 22 млрд руб. Это сделка интересна также тем, что стала одной из последних перед началом периода максимальной турбулентности на рынке и процессом репрайсинга потенциальных размещений, который мы наблюдаем на данный момент.

Также стоит отметить сверхудачный дебют МФК «Т-Финанс», вызвавший ажиотажный спрос со стороны физических лиц, а также размещение ПАО «ТрансКонтейнер», которому, несмотря на долгое отсутствие на первичном рынке, удалось разместить выпуск объемом 27 млрд руб.

Юрий Новиков:

— Одним из наиболее интересных для инвесторов стал выпуск облигаций РСХБ серии БО-03-002Р с плавающей ставкой купона, привязанной к RUONIA. На фоне ускоряющейся инфляции в начале 2024 года флоатеры стали удобным инструментом для инвесторов, позволяющим нивелировать процентные риски. В этих условиях банк предложил инвесторам актуальный инструмент, и мы увидели на него высокий спрос, который позволил провести три раунда размещения в феврале — апреле и зафиксировать рекордный объем среди всех рыночных флоатеров российских коммерческих банков — 42 млрд руб.

Роман Соколов:

— Интересными кейсами, которые были представлены на рынке в 2024 году, стали:

- выпуск, осуществленный ООО «СФО СБ Секьюритизация» (секьюритизация потребительских кредитов);
- размещение облигаций ООО МФК «Т-ФИНАНС», которое стало крупнейшим размещением облигаций в сегменте МФК.

Структура инвесторов существенно не изменилась — основным драйвером рыночного спроса продолжили выступать физические лица, участвовавшие в размещениях всех категорий эмитентов

В ЭТОМ ГОДУ НА РЫНОК ВЫШЛО НЕМАЛО ДЕБЮТАНТОВ. ЧЕЙ ВЫПУСК ВЫ БЫ ОТМЕТИЛИ КАК НАИБОЛЕЕ УСПЕШНЫЙ ДЕБЮТ?

Юрий Новиков:

— Мы бы отметили выпуск компании А101 (001P-01) — одного из крупнейших российских девелоперов, ранее не представленных на рынке облигаций. За счет маркетинговой компании, узнаваемого бренда, а также привлекательных условий выпуска компании удалось сформировать переподписку, что обусловило высокую ликвидность выпуска на вторичном рынке. За первые 5 месяцев обращения оборот на вторичном рынке составил около 90% общего объема выпуска.

Алексей Кузнецов:

— Среди интересных дебютов года я бы отметил Республику Саха (Якутия), которая стала первым субъектом РФ, разместившим облигации с плавающим купоном в сентябре 2024 г. при первоначальном спросе более 21 млрд руб. Республика разместила облигации на 6.8 млрд руб. с купоном, который равен ключевой ставке Банка России плюс спред на уровне 130 б. п.

Али Фаталиев:

— Среди дебютных сделок мы бы отметили размещения ООО «Парк Сказка» и МФК «Т-Финанс». Несмотря на разные рейтинговые категории, обе сделки характеризовались максимально широкой дистрибуцией среди физических лиц, чему способствовали привлекательная структура выпуска, адекватный рыночный купон, сильный розничный бренд, а также удачно выбранное окно для размещения.

Роман Соколов:

— Здесь следует выделить двух дебютантов:

- 1) размещение облигаций ООО МФК «Т-ФИНАНС», которое стало крупнейшим размещением облигаций в сегменте МФК;
- 2) в сегменте ВДО — выход на рынок ООО «Парк Сказка», разместившего облигации номинальным объемом в 300 млн руб. и сроком обращения в 3 года и представляющим отрасль досуга и развлечений.

**ЦФА уверенно
закрепились
в линейке
доступных
инструментов
финансирования
для всё большего
числа эмитентов**

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ СЛОЖИВШУЮСЯ НА ДАННЫЙ МОМЕНТ СИТУАЦИЮ НА РЫНКЕ ЦИФРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ? НАСКОЛЬКО РЫНОК «ПРОДВИНУЛСЯ» ЗА ГОД? КАКИХ ИЗМЕНЕНИЙ ЖДЕТЕ ОТ 2025 ГОДА?

Дмитрий Александров:

— Рынок сделал резкий рывок. Если в следующем году биржи станут полноценными участниками выпуска и кросс-платформенной торговли на вторичном рынке — мы увидим новый полноценный сегмент финансового рынка и он сможет предложить ряд продуктов, недоступных в облигационном сегменте. ЦФА, на мой взгляд, могут дать возможность вкладывать короткие деньги в конкретный оборот бизнес-цикла под разделение валовой прибыли, что очень важно в текущих условиях. Кстати, здесь открывается и большая ниша для развития исламских финансов.

Роман Соколов:

— В 2024 году рынок цифровых финансовых активов (ЦФА) продолжил уверенно развиваться, превысив объем в 300 млрд руб. по данным за 9 месяцев 2024 года. Как и годом ранее, в основном рынок

представлен инструментами, удостоверяющими денежные требования к эмитенту.

Ожидается, что в 2025 году:

- возрастут объемы, и количество выпусков и число эмитентов ЦФА;
- будет снижаться концентрация рынка и увеличатся сроки обращения ЦФА;
- значительно увеличится разнообразие представленных инструментов;
- возрастет интерес и вовлеченность брокерских компаний в рынок ЦФА.

Али Фаталиев:

— Мы видим, что ЦФА уверенно закрепились в линейке доступных инструментов финансирования для всё большего числа эмитентов. Имея несомненные плюсы, ЦФА продолжают выполнять свою роль по предоставлению эмитентам доступа к ликвидности (в основном короткой), при этом не нагружая компании излишней операционной работой, связанной с организацией выпусков и их обслуживанием.

В следующем году мы ждем дальнейшего роста рынка ЦФА, которому при этом необходимо будет оперативно адаптироваться к потенциальным вызовам, в том числе регуляторного характера — включая решение вопросов налогообложения и учета,

а также требований по информационной прозрачности эмитентов ЦФА.

Ключевую роль в дальнейшем развитии этого рынка будет играть вопрос обеспечения адекватного вторичного рынка и интеграции различных цифровых платформ.

НЕМНОГО ЗАТРОНЕМ МАКРОЭКОНОМИКУ, А ИМЕННО КЛЮЧЕВУЮ СТАВКУ. КОГДА, ПО ВАШЕМУ МНЕНИЮ, БАНК РОССИИ ПРИСТУПИТ К ЕЕ СНИЖЕНИЮ?

Алексей Кузнецов:

— Я не исключаю, что Банк России повысит ключевую ставку еще на 200 б. п., до 23% на декабрьском заседании, и на таком высоком уровне она сохранится до июльского заседания 2025 г., после чего регулятор начнет ее медленное снижение до 18–19% к концу года.

Роман Соколов:

— В последнее время Банк России придерживается крайне жесткой риторики в отношении денежно-кредитной политики, которая предполагает повышение ключевой ставки до тех пор и тех уровней, пока эти действия не найдут отражения в явных признаках замедления инфляции. По итогам октябрьского заседания Банка России по ключевой ставке стало ясно, что вероятность повышения ставки в декабре до 22–23% очень высока, и Банк России не исключает возможности дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики в 2025 году, если инфляция не будет ослабевать.

Кроме того, свой вклад в ужесточение денежно-кредитной политики вносят санкционные риски, дефицит предложения, кадровый голод на рынке труда и другие немонетарные факторы.

В самом оптимистичном сценарии мы можем рассчитывать на смягчение монетарных условий не раньше второй половины 2025 года.

Юрий Новиков:

— Коммуникация Банка России от 25 октября, а также обновленный прогноз по траектории ключевой ставки предполагают возможность дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики в текущем году.

Инфляция не демонстрирует признаки замедления (SAAR 9.8% в сентябре при 7.5% в августе), тогда как инфляционные ожидания населения на годовом горизонте вернулись к максимальным уровням с начала года, подскочив до 13.4%. Сохраняется дисбаланс внутреннего спроса и предложения в экономике, к тому же

ситуация на стороне предложения усугубляется дефицитом кадров на рынке труда — уровень безработицы удерживается на историческом минимуме (2.4%). Банк России с помощью ключевой ставки влияет на внутренний спрос, но расширение доли автономного спроса и удлинение временного лага воздействия ДКП на денежно-кредитные условия и инфляцию стали причиной необходимости сохранения весьма высокой ключевой ставки более продолжительный период времени для существенного охлаждения спроса.

Если инфляция не будет демонстрировать признаки замедления, то целесообразно ожидать повышения ключевой ставки до 23% годовых на декабрьском заседании. Ожидаем, что ключевая ставка на историческом максимуме сохранится как минимум до конца 1-го полугодия следующего года. При этом даже в случае появления первых признаков снижения инфляционного давления, на наш взгляд, Банк России не будет спешить со снижением ключевой ставки и предпочтет убедиться в устойчивости дезинфляционного тренда.

Дмитрий Александров:

— Надеюсь, что не позднее весны.

Али Фаталиев:

— Учитывая фактическую динамику текущей инфляции и повышение тарифов в 2025 году, мы повысили прогноз по инфляции на конец этого года до 8.4% и на конец 2025-го — до 6.2%. Для сдерживания более высокой инфляции Банк России, вероятно, выберет более высокую траекторию ключевой ставки, чем мы ожидали ранее.

Мы полагаем, что Банк России на ближайшем заседании 20 декабря повысит ключевую ставку на 200 б. п., до 23%, что станет пиком в этом цикле, и в середине следующего года ЦБ может приступить к снижению ставки и довести ее до 19% к концу 2025 года. Однако риски по-прежнему смещены в сторону более высоких значений по инфляции и ключевой ставке.

Вклад в ужесточение денежно-кредитной политики вносят санкционные риски, дефицит предложения, кадровый голод на рынке труда и другие немонетарные факторы

В ЗАКЛЮЧЕНИЕ ТРАДИЦИОННО ПОСМОТРИМ В НЕДАЛЕКОЕ БУДУЩЕЕ. КАКИМ, НА ВАШ ВЗГЛЯД, БУДЕТ ПРЕДСТОЯЩИЙ 2025 ГОД ДЛЯ РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА?

Дмитрий Александров:

— Рынок сейчас будет проходить через третье испытание после 2020 и 2022 годов, причем ситуация, как ни странно, может оказаться более драматичной в силу затяжного характера стресса. Естественно, что в инвестиционных рейтингах проблемы могут быть только точечными, а вот ниже BBB- и среди небольших эмитентов при сохранении жесткой ДКП есть риски увидеть шторм нового уровня, особенно если будут отменяться программы субсидирования по выпускам из сектора роста. Эти предприятия под двойным ударом: растущая дебиторская задолженность сочетается с затруднением в получении новой заемной ликвидности.

Алексей Кузнецов:

— Я думаю, что в первой половине 2025 г. весь долговой рынок будет в ожидании начала смягчения денежно-кредитной политики Банком России, и при первых признаках такого смягчения можно будет ожидать оживление инвесторов и эмитентов как на первичном, так и на вторичном рынках. На этом фоне можно ожидать новых рекордных показателей на облигационном корпоративном рынке. Рынок быстро забывает плохое и очень хочет заработать.

Али Фаталиев:

— Прогнозируемый недостаток ликвидности, возрастающие риски корпоративного сектора и массовая переоценка вторичного и первичного рынков облигаций ставят в следующем году перед эмитентами и облигационным сообществом в целом очень серьезные вопросы.

При этом в 2025 году эмитентам предстоит рефинансировать рекордный объем их текущего долга. Поэтому, на наш взгляд, облигации продолжают оставаться одним из основных инструментов привлечения финансирования.

Для преодоления последствий высоких ставок и обеспечения возможности эмитентам оперативно выходить на рынок регулятору, бирже и участникам рынка придется разрабатывать и внедрять новые идеи, которые позволят поддерживать инвесторский спрос в рамках первичных размещений.

В частности, наличие инструментов поддержки со стороны государства

для отдельных категорий эмитентов будет ключевым фактором, влияющим на доступность для них публичного долгового рынка.

В любом случае только совместная работа всех заинтересованных сторон и выработка эффективных способов и инструментов, позволяющих максимально безболезненно адаптироваться к меняющимся условиям, позволят обеспечить дальнейшее успешное функционирование и развитие рынка облигаций.


Юрий Новиков:

— На текущий момент мы ожидаем, что 2025 год будет во многом похож на 2024-й, так как будут преобладать высокие процентные ставки и высокие темпы инфляции. Инструменты с плавающей ставкой продолжают пользоваться спросом у игроков на рынке. Кроме этого, мы также ожидаем нормализацию спредов после текущего репрайсинга бумаг и стабилизацию ликвидности банковского сектора. В зависимости от тренда изменения инфляции и процентной ставки рынок сможет адаптироваться и начать предлагать более подходящие инструменты, например, с фиксированной ставкой.

Роман Соколов:

— До начала второго полугодия 2025 года не стоит ждать существенного разворота денежно-кредитной политики: 2025-й будет сложным.

На этом фоне для инвесторов рублевые облигации будут достаточно привлекательным инструментом (в особенности флоатеры в краткосрочной перспективе). В то же время не следует забывать, что жесткая денежно-кредитная политика и высокая ставка могут привести к ухудшению финансового положения эмитентов, увеличить число дефолтов. Именно поэтому инвесторам следует тщательно подходить к выбору инструментов, а заемщикам заблаговременно планировать свои финансовые потоки и скрупулезно просчитывать политику привлечения финансирования.

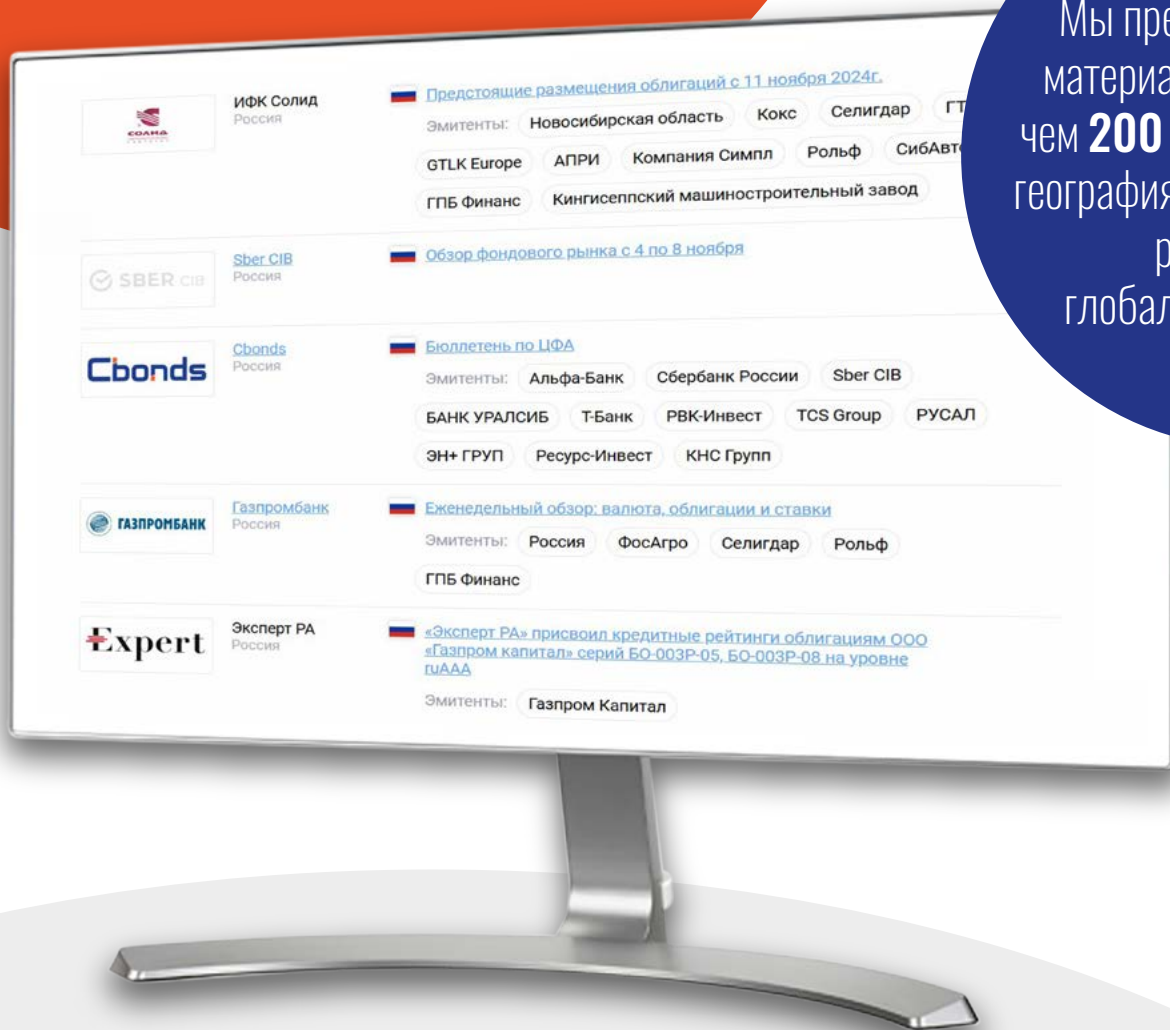
Однако не следует забывать, что после дождя всегда будет солнце, и после периодов турбулентности, сложностей и неопределенностей всегда наступают хорошие времена. 

Наличие инструментов поддержки со стороны государства для отдельных категорий эмитентов будет ключевым фактором, влияющим на доступность для них публичного долгового рынка

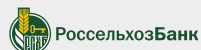
Research Hub Cbonds

Research Hub Cbonds — лента аналитических материалов по рынкам акций, облигаций, валют, макроэкономике от ведущих банков, брокеров, управляющих компаний и рейтинговых агентств.

Мы предоставляем материалы от более чем **200 компаний**, география охватывает российский и глобальные рынки



Среди регулярных поставщиков аналитических материалов:



Если вы заинтересованы в публикации вашей аналитики в данном разделе, пришлите пример материала на адрес research@cbonds.info

