

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК УСТОЯЛ ПЕРЕД НОВЫМИ РИСКАМИ

**ЭЛЬВИРА ЯКУБОВА**

Аналитик, группа корпоративных
рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 185

elvira.yakubova@acra-ratings.ru

ЕКАТЕРИНА МОЖАРОВА

Управляющий директор —
руководитель группы корпоративных
рейтингов

+7 (495) 139 04 98

ekaterina.mozharova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

СОДЕРЖАНИЕ

— с. 2

G-СПРЕДЫ В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 2023 ГОДА

— с. 7

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИЙ «AAA–AA»

— с. 7

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «A»

— с. 8

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «BBB»

— с. 9

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИЙ «BB–B»

- **Быстрая стабилизация внутривнутриполитической обстановки после событий конца июня 2023 года позволила минимизировать негативное влияние на облигационный рынок с точки зрения как доходностей облигаций, так и планов эмитентов по их выпуску.**
- **Каждая ступень повышения кредитного рейтинга в апреле — июне 2023 года приводила к снижению риск-премии в среднем на 40 б. п. — сокращение вдвое в сравнении с показателем сентября 2022 года.**
- **Во всех рейтинговых категориях G-спреды по облигациям с дюрацией до полутора лет сократились в два раза в сравнении с сентябрем прошлого года, с дюрацией от полутора до трех лет — в 1,2–1,5 раза. По бумагам с дюрацией от трех до пяти лет существенной переоценки не произошло, за исключением высокодоходных облигаций рейтинговых категорий «BB–B».**
- **В выборке облигаций более низкой рейтинговой категории («BBB») с ростом дюрации растут и G-спреды, в то время как значения G-спредов по облигациям с высоким кредитным рейтингом (категории «AAA–AA») по мере роста дюрации, напротив, уменьшаются. Такая динамика объясняется тем, что инвесторов, вероятно, больше привлекают длинные выпуски, которые позволяют им получить более высокую доходность за счет текущего наклона кривой ОФЗ.**

G-СПРЕДЫ В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 2023 ГОДА

АКРА в целях анализа ситуации на облигационном рынке использовало G-спред, который рассчитывается как разность между доходностью облигации и доходностью для точки на кривой бескупонной доходности по государственным ценным бумагам с аналогичной дюрацией. G-спред показывает премию за кредитный риск отдельного выпуска, а расширение или сужение спреда говорит о переоценке инвесторами кредитного риска облигаций относительно государственных обязательств.

Агентство проанализировало значения G-спредов¹ за два периода, в течение которых происходили события, способные привести к значительному росту доходностей на облигационном рынке. Первый такой период — сентябрь прошлого года, когда была объявлена частичная мобилизация; второй — период с апреля по июнь 2023 года, в конце которого наблюдалось обострение внутривнутриполитической ситуации. В аналитической выборке учитывались эмитенты и эмиссии с кредитными рейтингами АКРА и/или Эксперт РА².

Подробнее
о первом периоде
в исследовании
АКРА «Сможет ли
долговой рынок
еще раз быстро
восстановиться?»
от 19 октября
2022 года.

¹ Выбросы по показателю G-спредов были исключены в рамках анализа.

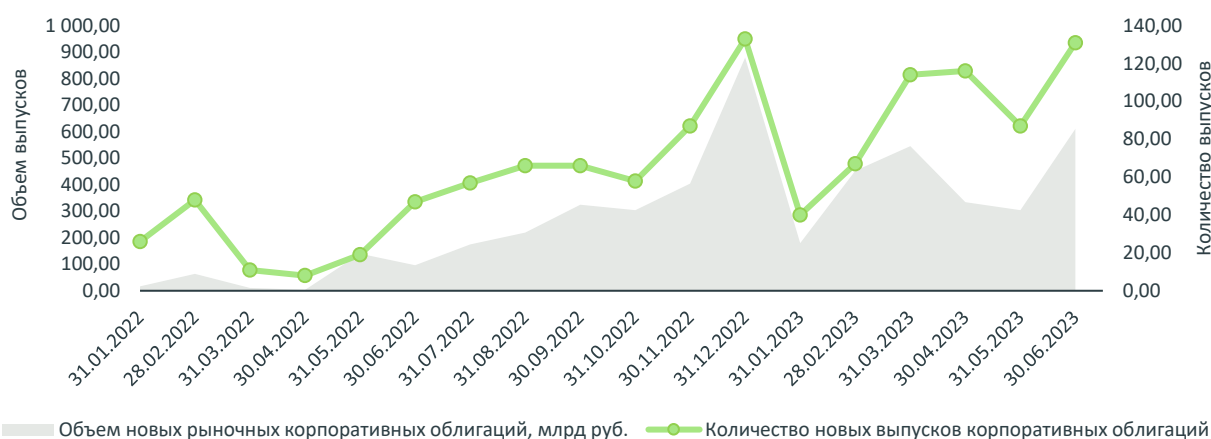
² С целью более широкого охвата рынка использовались данные по эмитентам и эмиссиям, имеющим кредитные рейтинги АКРА и Эксперт РА по национальной шкале. В случае наличия у эмитента или эмиссии кредитных рейтингов от двух указанных агентств использовались кредитные рейтинги, присвоенные АКРА.

Для демонстрации данных на графиках кредитные рейтинги были объединены по следующим категориям: «AAA–AA» — уровни рейтинга от AAA до AA-; «A» — от A+ до A-; «BBB» — от BBB+ до BBB-; «BB–B» — от BB+ до B-.

После всплеска активности на долговом рынке в конце 2022 года последние несколько месяцев количество и объем размещений снижались.

С января по июнь 2023 года число размещений и объемы сделок существенно превысили показатели за аналогичный период прошлого года, что было ожидаемо и обусловлено как восстановлением экономической активности компаний на российском рынке, так и понижением Банком России ключевой ставки (после роста неопределенности на фоне шоков в начале 2022-го). В марте и апреле 2023 года суммарно было размещено 230 выпусков корпоративных облигаций общим объемом около 880 млрд руб. (за тот же период 2022-го объем новых рыночных размещений корпоративных облигаций составил 13 млрд руб. в ходе размещения 19 новых выпусков). На конец июня 2023 года объем размещения новых рыночных корпоративных облигаций составил 610 млрд руб. (в шесть раз выше, чем за аналогичный период прошлого года), а количество новых выпусков увеличилось до 131.

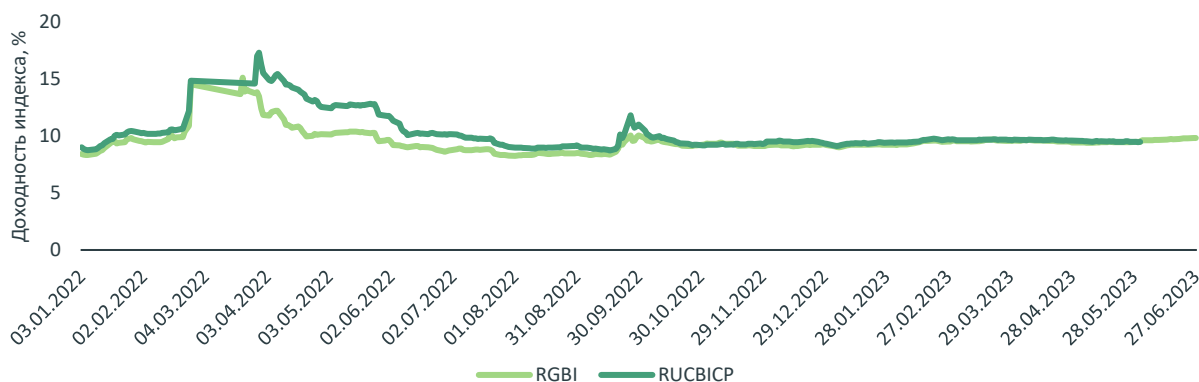
Рисунок 1. Количество и объем размещения новых рыночных выпусков корпоративных облигаций



Источник: Sbonds

Учитывая усиление инфляционного давления и возможное, по мнению АКРА, повышение ключевой ставки, в ближайшие несколько месяцев Агентство не ожидает значительного роста активности на российском долговом рынке по количеству размещений и их объемам (без учета замещающих облигаций). При этом следует отметить, что события июня текущего года не привели к существенным корректировкам планов эмитентов по выходу на облигационный рынок и не оказали заметного влияния на доходности.

Рисунок 2. Индексы Московской биржи корпоративных (RUCBICP) и государственных (RGBI) облигаций³

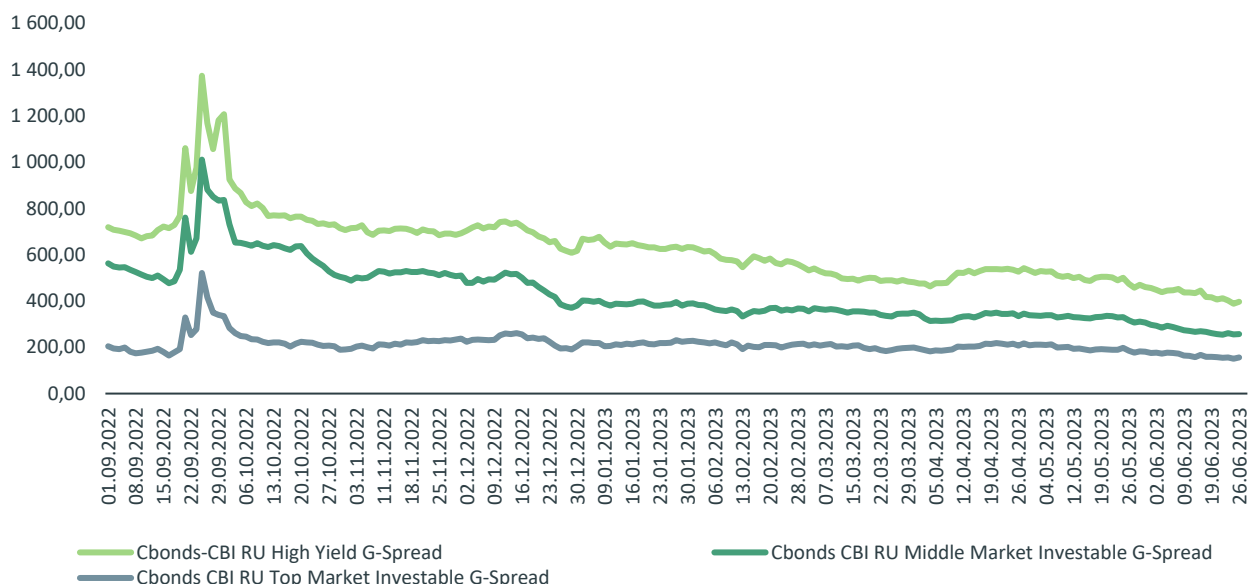


Источник: Московская биржа

³ Индекс Московской биржи корпоративных облигаций (RUCBICP) включает в базу расчета наиболее ликвидные облигации российских заемщиков, допущенные к торгам на Московской бирже, с дюрацией более года. Индекс Московской биржи государственных облигаций (RGBI) включает в базу расчета наиболее ликвидные облигации федерального займа с дюрацией более года.

Индексы доходностей⁴ облигаций с высоким кредитным качеством (Top Market Investable), облигаций «среднего» рынка (Middle Market Investable) и высокодоходных облигаций (High Yield) после пиковых значений G-спредов, зафиксированных в сентябре 2022-го, с начала года стабилизировались на достигнутых уровнях. В течение последних трех месяцев риск-премии по облигациям наиболее качественных эмитентов составляли в среднем 188,6 б. п. (-57 б. п. к показателю за сентябрь прошлого года), G-спред облигаций «среднего» рынка был на уровне 313 б. п. (-311 б. п. относительно сентября 2022-го), а средние риск-премии высокодоходных облигаций составляли 484 б. п. (-370 б. п. к среднему показателю за сентябрь 2022 года). Обострение внутривнутриполитической ситуации в конце июня текущего года не привело к существенной переоценке доходностей: 23 и 26 июня средний G-спред по облигациям с высокими кредитными рейтингами составил 153 б. п., по «среднему» рынку облигаций — 256 б. п., а по высокодоходным — 393 б. п. (что ниже средних значений этих индексов за июнь на 11, 16 и 35 б. п. соответственно). Судя по всему, подобная динамика была обусловлена быстрой стабилизацией внутривнутриполитической ситуации, осложнившейся в выходные дни.

Рисунок 3. Динамика G-спредов в разрезе категорий эмитентов



Источник: Cbonds

Текущие G-спреды по облигациям нефинансовых компаний в разрезе рейтинговых категорий и по категориям дюрации в сравнении со значениями сентября 2022 года представлены на рис. 4.

За последние три месяца риск-премии в рейтинговых категориях «AAA–AA» стабилизировались на уровне 100–115 б. п. по всем категориям дюрации. Значения G-спредов данных рейтинговых категорий по облигациям с дюрацией менее полутора лет сократились в два раза (с 209 б. п. в сентябре 2022 года до текущих 106 б. п.), во второй и третьей категориях дюрации снижение спредов оказалось не таким существенным — на 25 и 4 б. п. соответственно. При этом в отличие от сентября прошлого года в апреле — июне текущего года риск-премии по бумагам с дюрацией от полутора до трех лет оказались выше, чем по выпускам с дюрацией менее полутора лет.

⁴ Индекс Cbonds CBI RU Top Market Investable отражает рынок ликвидных корпоративных облигаций РФ, кредитные рейтинги которых находятся в диапазоне от А до AAA (включительно).

Индекс Cbonds CBI RU Middle Market Investable отражает «средний» рынок ликвидных корпоративных облигаций РФ, на котором представлены облигации эмитентов с кредитным качеством от ВВ+ до А+ (включительно).

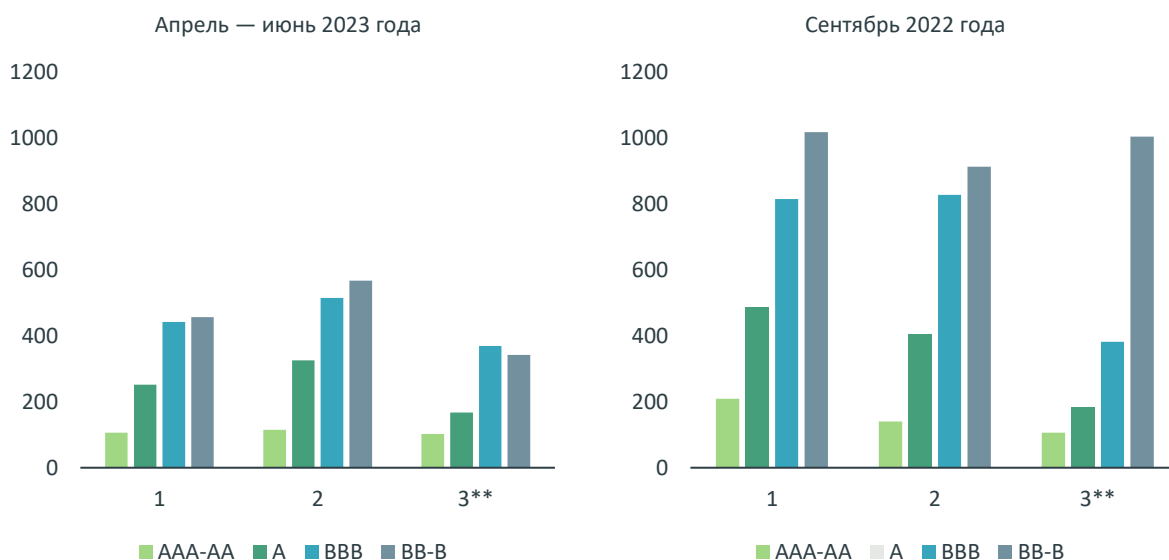
Индекс Cbonds CBI RU High Yield G-Spread отражает российский рынок высокодоходных корпоративных облигаций.

В рейтинговой категории «А» наблюдается похожая динамика: снижение G-спредов по бумагам с дюрацией от полутора до пяти лет в среднем составило 48 б. п., а по облигациям с дюрацией до полутора лет риск-премии упали почти вдвое — с сентябрьских 488 б. п. до текущих 250 б. п.

В рейтинговой категории «BBB» премии за кредитный риск по бумагам с дюрацией до трех лет сократились в среднем на 345 б. п. в сравнении с сентябрем 2022-го.

Наиболее существенное снижение риск-спредов наблюдается по облигациям с рейтингами «BB–B», изменение G-спредов по которым в среднем составило 520 б. п. В сентябре 2022 года риск-премии по ним находились в диапазоне 900–1 000 б. п., а на данный момент снизились до 350–550 б. п. в зависимости от дюрации.

Рисунок 4. G-спреды по облигациям нефинансовых компаний в апреле — июне 2023 года и в сентябре 2022-го в разрезе рейтинговых категорий и по категориям дюрации *



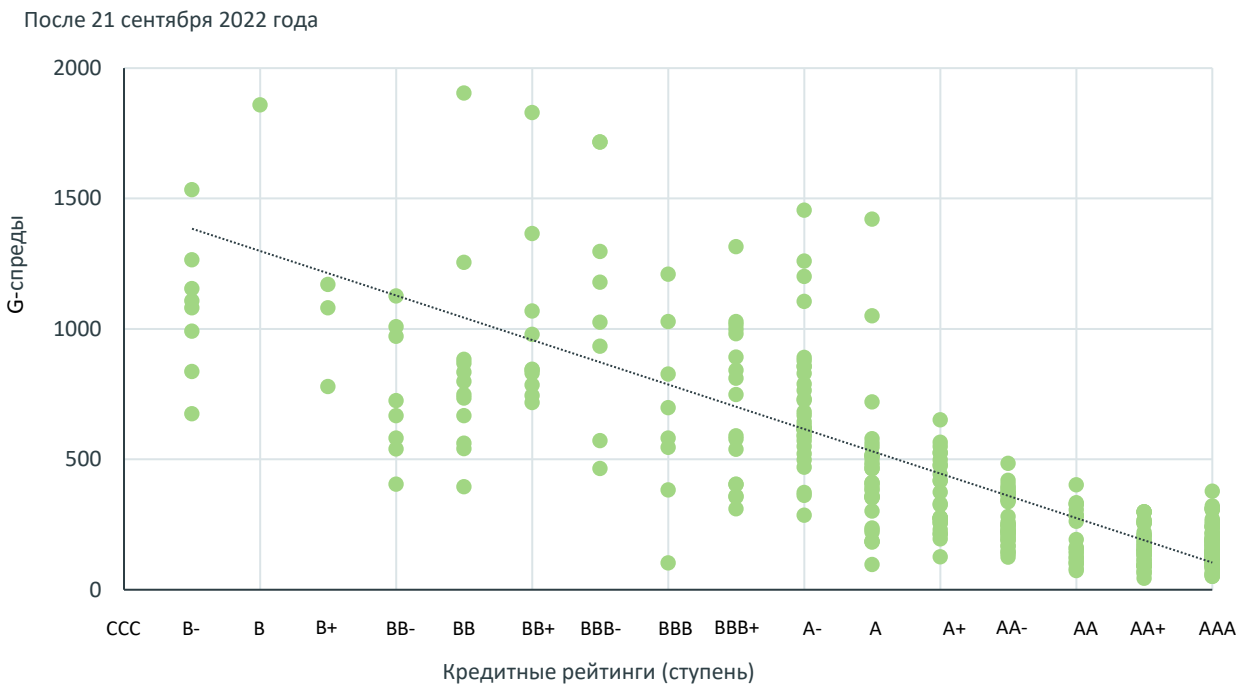
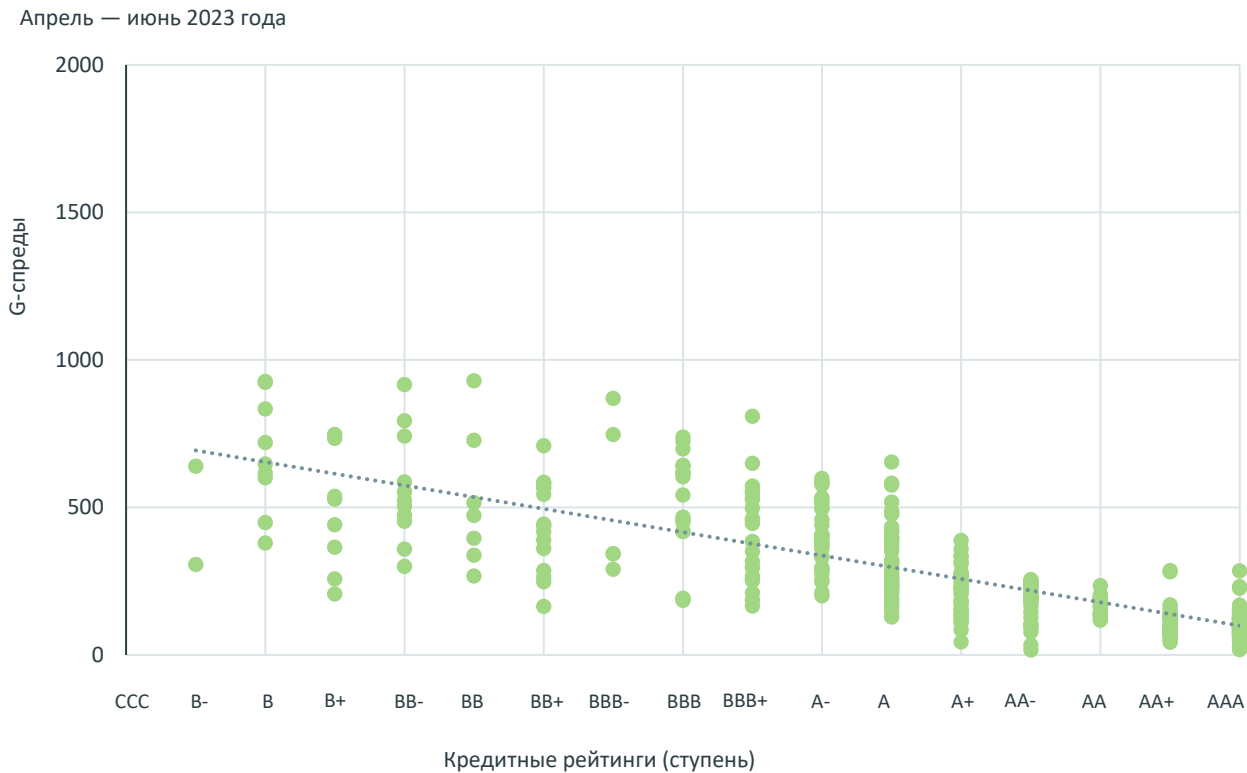
* Категории дюрации: 1 — дюрация менее полутора лет, 2 — менее трех лет, 3 — менее пяти лет.

** В третьей категории дюрации количество наблюдений по всем рейтинговым категориям кроме «AAA–AA» ограничено.

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

Если в сентябре прошлого года каждая ступень повышения кредитного рейтинга в среднем соответствовала снижению риск-премии на 85 б. п., то в апреле — июне 2023 года она приводит к снижению кредитного спреда в среднем на 40 б. п. Как показано на *рис. 5*, переоценка риск-премий наблюдалась в основном по выпускам с рейтингами «BBB–B» и «А», и G-спреды по ним за последние три месяца не превышают 1 000 б. п. У эмитентов с очень высоким кредитным качеством («AAA–AA») существенного изменения зависимости риск-премий от кредитного рейтинга не наблюдается.

Рисунок 5. Соотношение G-спредов по облигациям и их кредитных рейтингов *



* Для репрезентативности в расчетах использовались выпуски с дюрацией до трех лет; на графике представлены рейтинги только по национальной шкале.

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

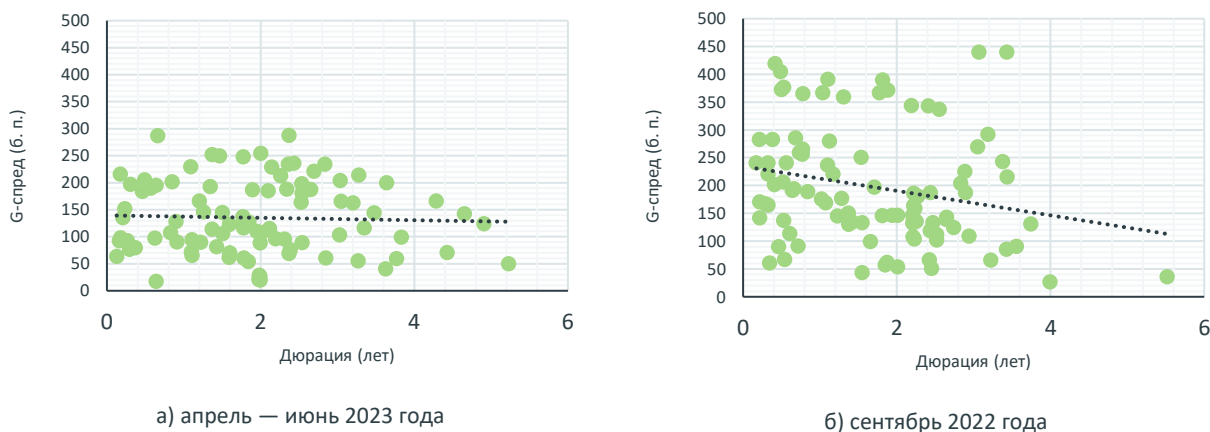
ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИЙ «AAA–AA»

Для категорий «AAA–AA» премии за кредитный риск по бумагам с дюрацией до пяти лет в среднем сократились на 28% (на 50 б. п.) по сравнению с сентябрем прошлого года.

Треть выпусков из анализируемой АКРА выборки облигаций на данный момент приходится на выпуски с рейтинговыми категориями «AAA–AA». Существенная часть выборки представлена организациями с государственным участием и включает в себя компании из широкого круга отраслей — электроэнергетики (генерация и сети), нефтегазовой отрасли, телекоммуникаций, транспорта, химической промышленности, машиностроения и др. Выпуски эмитентов рейтинговых категорий «AAA–AA» имеют диапазон дюраций до пяти лет (длинные выпуски нефинансовых компаний исторически выпускались эмитентами данных рейтинговых категорий, для которых характерны базово низкие спреды) и довольно равномерно распределены по ним.

За прошедшие три месяца G-спреды бумаг компаний с высоким кредитным рейтингом распределились в диапазоне 50–250 б. п. (в сентябре по примерно 16% наблюдений были зафиксированы риск-спреды выше 300 б. п.). Наблюдавшееся сокращение спредов было не столь существенным по сравнению с более низкими рейтинговыми категориями. Так, G-спреды по облигациям с дюрацией до полутора лет сократились в среднем на 99 б. п., с дюрацией от полутора до пяти лет — в среднем на 25–30 б. п. В сравнении с сентябрем 2022 года более явно наблюдается сокращение риск-премий по мере роста дюрации, что может объясняться очень сильным наклоном кривой бескупонной доходности, и инвесторы готовы покупать бумаги с меньшими спредами на длинном отрезке с целью зафиксировать высокие абсолютные ставки.

Рисунок 6. G-спреды по облигациям эмитентов с рейтингами категорий «AAA–AA» в апреле — июне 2023 года и в сентябре 2022-го



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

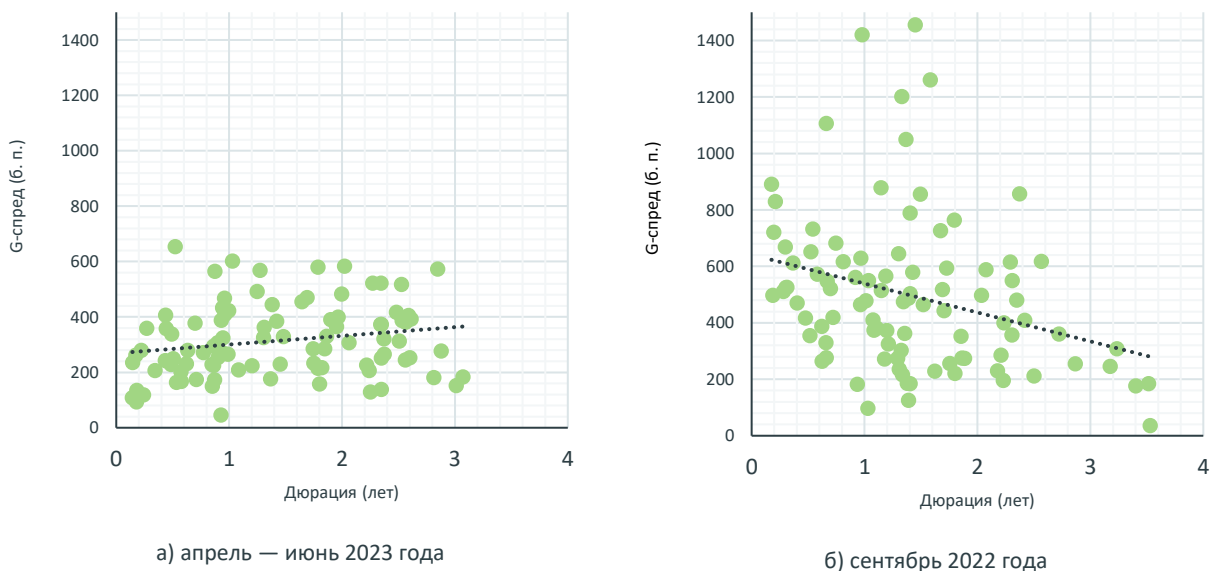
ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «А»

Для рейтинговой категории «А» премии за кредитный риск в среднем уменьшились в 1,5 раза (на 122 б. п.) по сравнению с показателями сентября прошлого года.

В нефинансовом секторе эмитенты облигаций с кредитными рейтингами категории «А» в основном являются представителями отраслей жилищного строительства, металлургии, информационных технологий и пищевой промышленности. В данной рейтинговой категории диапазон дюраций облигаций преимущественно ограничен тремя годами. При этом G-спреды довольно равномерно распределены в зависимости от дюрации (менее года — от 100 до 400 б. п., от года до трех лет — от 100 до 600 б. п.), и в сравнении с сентябрем прошлого года выделяющихся из общей выборки значений не наблюдается.

Как и в случае с рейтинговыми категориями «AAA–AA», основная переоценка рисков произошла на кратко- и среднесрочном участках кривой доходности. Спреды по бумагам с дюрацией до полутора лет в апреле — июне 2023 года в среднем сократились на 245 б. п. по сравнению с сентябрем предыдущего года, с дюрацией от полутора до трех лет — на 102 б. п., с дюрацией от трех до пяти лет — на 20 б. п.

Рисунок 7. G-спреды по облигациям эмитентов с рейтингами категории «А» в апреле — июне 2023 года и в сентябре 2022-го



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «BBB»

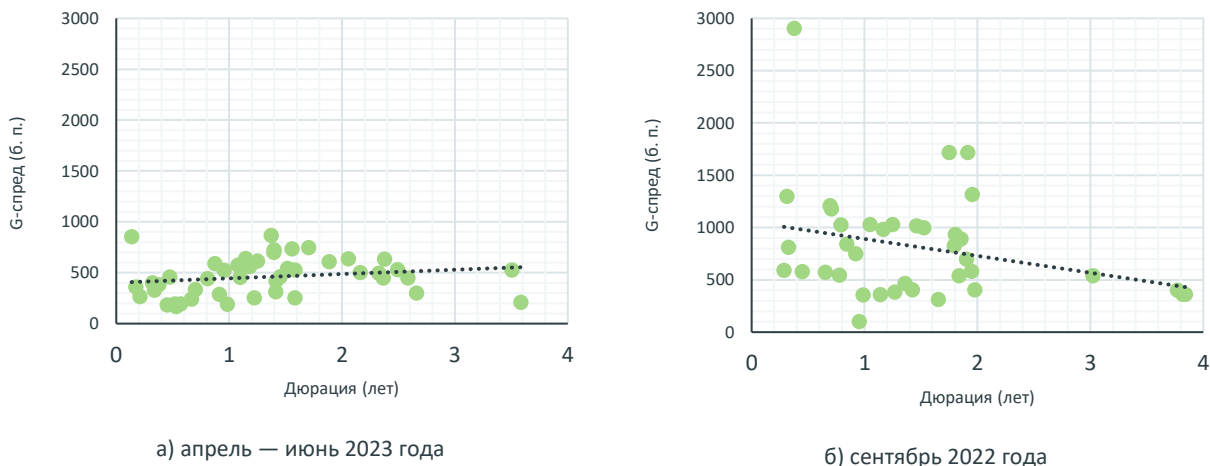
Для категории «BBB» премии за кредитный риск в среднем упали в 1,6 раза (на 260 б. п.) по сравнению со значениями сентября 2022 года.

В рейтинговой категории «BBB» в разрезе отраслей преобладают эмитенты, относящиеся к жилищному и инфраструктурному строительству, и единичные представители из очень широкого круга отраслей, что несколько ограничивает анализ G-спредов по данным облигациям.

Распределение G-спредов по выпускам нефинансовых компаний с рейтингами категории «BBB» за последние несколько месяцев стало более однородным: основная часть наблюдений распределена в диапазоне 200–800 б. п. Кроме того, в выборке появилось больше выпусков с дюрацией более двух лет, в то время как в сентябре прошлого года диапазон дюраций был ограничен сроком до двух лет, а риск-премии бумаг с дюрацией менее полутора лет отличались друг от друга в несколько раз (от 103 до 2 905 б. п.). У выпусков данной рейтинговой категории по мере увеличения дюрации значения G-спредов растут.

G-спреды по облигациям категории «BBB» с дюрацией до полутора лет в апреле — июне в среднем составили 448 б. п. (сократились почти вдвое в сравнении с сентябрьским значением), с дюрацией от полутора до трех лет — около 515 б. п., в то время как в конце сентября прошлого года риск-премии по облигациям с дюрацией до трех лет в среднем составляли 845–870 б. п.

Рисунок 8. G-спреды по облигациям эмитентов с рейтингами категории «BBB» в апреле — июне 2023 года и в сентябре 2022-го



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

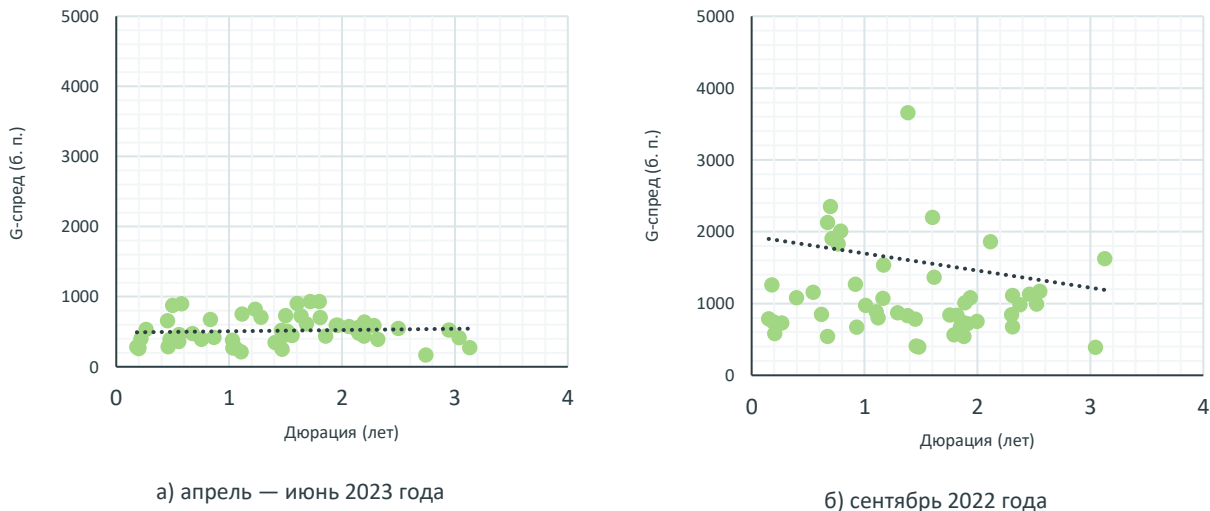
ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИЙ «BB–B»

Для рейтинговых категорий «BB–B» премии за кредитный риск в среднем сократились в 2,6 раза (на 730 б. п.) по сравнению с сентябрьскими значениями.

Выборка облигаций эмитентов рейтинговых категорий «BB–B» состоит преимущественно из эмитентов, относящихся к отраслям оптовой торговли, жилищного и инфраструктурного строительства, сельского хозяйства и пищевой промышленности, а также машиностроения. Дюрация облигаций этих эмитентов в основном составляет до двух с половиной лет.

Разброс G-спредов стал более равномерным: значения распределены в диапазоне от 200 до 1 000 б. п. (в сентябре прошлого года G-спреды доходили до 2 000 б. п. с отдельными выбросами по облигациям с дюрацией от года до трех лет). Риск-премии по бумагам категорий «BB–B» с дюрацией до полутора лет последние три месяца в среднем составляли 479 б. п., с дюрацией от полутора до трех лет — 570 б. п., с дюрацией от трех до пяти лет — около 342 б. п. Указанные значения почти в три раза меньше значений риск-премий конца сентября прошлого года.

Рисунок 9. G-спреды по облигациям эмитентов с рейтингами категорий «BB–B» в апреле — июне 2023 года и в сентябре 2022-го



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

(С) 2023

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Большой Гнездниковский пер., д. 1, стр. 2
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.