

# Скорее жив

**В НАУФОР состоялся круглый стол, участники которого обсудили состояние отечественного рынка облигаций и его перспективы**

Фотографии Павел Перов

Участники: Евгений Жорнист (портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал»); Василий Иванов (управляющий директор УК «Открытие»); Александр Какулин (глава дирекции консультационно-брокерского обслуживания «БКС Мир инвестиций»); Алексей Ковалев (аналитик отдела макроэкономического анализа ФГ «Финам»); анонимный участник (стратег крупной российской инвестиционной компании); Виктор Тунев (главный аналитик УК «Ингосстрах-Инвестиции»).

Модератор — Ирина Слюсарева (главный редактор журнала «Вестник НАУФОР»).

**Ирина Слюсарева.** Реакцией российского рынка облигаций на 24 февраля был в сильнейший истории обвал котировок, взлёт CDS на Россию до исторически высокого уровня в 917 пунктов и так далее. Что происходило на рынке облигаций с того момента по настоящее время? Как менялись макропоказатели? Что происходило с рублем, с госфинансами, какова была ликвидность облигационного рынка?

**Виктор Тунев.** Имеет смысл анализировать отдельно рынок рублевых облигаций и рынок еврооблигаций. Эти два рынка сейчас будут существовать раздельно. Цены на каждом из них тоже будут формироваться совсем по-разному.

Ситуация, запущенная 24 февраля, конечно, не имеет прецедентов, и простых решений для нее, наверное, не существует. Рублевый рынок испытал мощное падение, связанное с решением Банка России повысить ставки. По моему мнению, в этой ситуации ставку можно было так сильно не дергать. Если вводятся ограничения на потоки капитала, то ставка может находиться на любом уровне: ведь отток средств перекрыт. Но в тот момент никто не мог предвидеть параметров ближайшего будущего, так что были приняты те решения, которые приняты. Сейчас есть надежда на то, что Банк России быстро нормализует денежно-кредитную политику, а тот приток валюты, который сейчас идет в страну, позволит вернуть рынки рублевых облигаций примерно в то состояние, которое имело место до 24 февраля. Со ставками,



которые описываются однозначными цифрами, с более низкими спредами, чем сейчас.

Рынок еврооблигаций — другая история. Можно только гадать, как он будет функционировать дальше. Закрытый счет капитала и санкции взаимны, в итоге либо инвестиции тех инвесторов, которые вкладывались в евробонды, будут надолго заморожены, либо для них найдутся какие-то обходные пути. И для российских владельцев, и для иностранных.

**Ирина Слюсарева.** Тогда, может быть, сразу обсудим, что происходит и будет происходить с нерезидентами: сколько их, каков объем их инвестиций

на рынке облигаций, что будет с их инвестициями?

**Виктор Тунев.** Нерезиденты на российском облигационном рынке в основном представлены в сегменте еврооблигаций: им принадлежит примерно половина объема евробондов российских компаний. Существенна доля нерезидентов и на рынке ОФЗ: примерно 18%, в денежном выражении 2,8 трлн рублей. Причем сейчас эта доля существенно сократилась, за предыдущие полгода нерезиденты продали российских госбумаг примерно на 600 млрд рублей. Понятно, что сейчас нерезиденты смогут получать выплаты только по рублевым российским бумагам и только на счета типа С.

Но российский минфин пообещал (пока только на словах) всем нерезидентам возможность в случае разблокировки ЗВР получить свои средства в иностранной валюте, причем по тому курсу, по которому им зачислили рубли на счет типа «С».

Можно прогнозировать, что в случае разблокировки ЗВР нерезиденты вернут свои инвестиции плюс то, что получили заработать за период, пока длилась заморозка их бумаг. Это оптимистичный сценарий.

**Ирина Слюсарева.** А умеренный сценарий какой? Согласимся, перспектива разморозки российских ЗВР выглядит не очень вероятной.

**Виктор Тунев.** В умеренном сценарии нерезиденты останутся в рублях навечно и смогут лишь реинвестировать вложенные средства без возможности выхода из этих вложений. Что же касается еврооблигаций, то, как я уже сказал, предугадать, как разрешится этот сюжет, пока сложно.

**Василий Иванов.** Виктор довольно полно осветил основные события российского рынка облигаций. Лично я выделяю следующие главные моменты. На рынке ОФЗ основным было введение ограничений на сделки с нерезидентами: эта мера способствовала стабилизации локального рынка. На стабилизацию работал и отказ минфина от размещения ОФЗ. Далее, для рынка суверенных еврооблигаций РФ очень важно было предложение министерства финансов о выкупе у российских держателей за рубли еврооблигаций со сроком погашения в апреле 2022 года (сделанное за 2–3 дня до погашения). Такая позиция минфина улучшает положение российских инвесторов. С учетом того, что суверенные еврооблигации (объем которых порядка 40 млрд долларов) в пропорции примерно 1:1 разделены между российскими и иностранными держателями. Это дает резидентам возможность получать выплаты в рублях, которыми они могут распоряжаться. Это лучше, чем блокировка на счет «С» или непополнение купона. Оцениваю эту меру как позитивную. Предположу (это только предположение), что она будет способствовать возникновению локального рынка суверенных еврооблигаций: российские инвесторы будут торговать между собой, поскольку рынок объемом порядка 20 млрд долларов достаточно ликвиден. Это порядка 10% совокупного рынка ОФЗ. В такой ситуации рынок может сложиться.

В результате есть вероятность того, что котировки российских суверенных еврооблигаций на локальном рынке

отвяжутся от котировок глобального рынка.

Московская биржа еще не запустила торги корпоративными еврооблигациями и суверенными еврооблигациями РФ, есть только внебиржевые индикативные котировки. Для нас эти котировки не выглядят привлекательно: среднесрочные облигации индикативно торгуются по 85-95% от номинала, долгосрочные нам брокер высвечивал по 50-70%. Так что ждем, когда спреды сузятся. Но в любом случае это уже совсем не те цены, которые действовали в начале апреля, когда зарубежные ETF переоценивали суверенные российские облигации по 20-40% от номинала.

Как видим, разница в два раза.

Мне это видится как своего рода обратная аналогия другой ситуации. В свое время был локальный рынок акций Газпрома и рынок ADR на них. Нерезидентам локальный рынок не был доступен.

В текущей ситуации надеемся, что цены на российском внутреннем рынке будут более благоприятны для отечественного инвестора.

**Ирина Слюсарева.** Кроме российских инвесторов, никто больше не сможет попасть на отечественный облигационный рынок?

**Василий Иванов.** Этот вопрос связан с ограничениями на движение капитала. Здесь практически все зависит от позиции ЦБ: будет ли он заинтересован в возникновении арбитражной возможности. Конечно, многие участники хотели бы получить возможность такого арбитража. Купить там по 20, а здесь продать, условно, по 60–80. Но дать ли такую возможность, определит позиция Банка России.

**Евгений Жорнист.** Про рынок коллеги фактически все рассказали. Поэтому я бы сосредоточился на анализе макроэкономической ситуации. Эти вопросы, как

мне кажется, мы пока в меньшей степени затронули.

После 24 февраля, как известно, было заморожено порядка 300 млрд долларов российских золотовалютных резервов: та часть ЗВР, которая размещалась в долларовые и евровые ликвидные активы. С другой стороны, РФ ограничила выплаты нерезидентам по внешнему долгу: они не могут ни продать эти бумаги, ни получить по ним дивидендный доход. При этом объем внешнего долга РФ составляет 480 млрд долларов. Думаю, с учетом того, что часть этого долга принадлежит все же резидентам РФ, это примерно сопоставимые цифры. Нам заморозили примерно 300 млрд ЗВР, мы в ответ заморозили ценные бумаги нерезидентов сопоставимого объема.

Если говорить о том, как себя ведет экономика. Пока оценить это довольно проблематично, поскольку цифры имеются только по марту. С другой стороны, еще не в полной мере сказались санкции. Но вы видим, что по счету текущих операций в марте был хороший приток валюты, порядка 19 млрд долларов, что почти аналогично цифрам января и февраля. Вместе с тем бюджет по итогам 3 месяцев тоже сверстан с профицитом. Сейчас уже можно говорить, что выглядит экономика неплохо.

В последних числах февраля случилась очень сильная девальвация, курс рубля к доллару ушел за 120, при этом ЦБ, как здесь уже сказано, круто поднял ключевую ставку. Но относительно ключевой ставки я придерживаюсь другого мнения, чем высказанное. В конце февраля шел достаточно сильный отток денег из банковской системы, на пике — ушло порядка 7 трлн рублей. Повышение ставки до уровня 20% привело к тому, что ликвидность в банковскую систему вернулась довольно быстро. Помимо этого повышения, ЦБ предпринял огромное количество других мер поддержки, в результате ситуа-



цию довольно быстро стабилизировал. Предпринятые регулятором меры валютного и капитального контроля привели к тому, что курс стал укрепляться и вернулся к уровням до 24 февраля.

Безусловно, регулятор находился и продолжает находиться в очень сложной ситуации. Но я бы оценил его действия очень высоко.

Сейчас денежные власти, безусловно, будут снижать ставку. Да, инфляция растет и, скорее всего, еще будет расти. Но нужно понимать, что сейчас она имеет природу инфляции не спроса, а скорее предложения. Многие представители Центрального банка уже довольно открыто говорят, что в новых условиях

регулятор будет себя вести гораздо мягче, чем раньше. Соответственно, можно ожидать снижения ставки. Собственно, один раунд снижения уже случился. Уверен, этот тренд продолжится.

И можно, соглашусь, отметить, что спреды по корпоративным бумагам очень сильно разошлись. Можно говорить о том, что причина этого — неординарная ситуация, что некоторым отраслям/компаниям в такой ситуации будет сложно. Но я считаю, что это расхождение неоправданное, тем более, что оно не точечное, а происходит по всему рынку. Спреды по рублевым облигациям, безусловно, будут сжиматься.

Доходности ОФЗ постепенно тоже будут идти вниз. Хотя сейчас можно сказать, что они уже довольно сильно снизились — в ожидании смягчения денежно-кредитной политики Банка России.

В отношении еврооблигаций рынок сейчас будет двигаться в сторону выплат, номинированных в рублях. Платить в валюте через Евроклир можно, но выплаты не доходят до локальных участников, что не нравится ни участникам, ни регулятору, ни самим эмитентам. Поэтому выплаты будут идти в рублях и через НРД, чтобы деньги доходили в первую очередь до отечественных инвесторов.



Полагаю, что в этом сегменте будет происходить разделение. Как говорил Силуанов, те компании, которые имеют положительную валютную выручку и приносят доход в страну, возможно, получат разрешение делать выплаты инвесторам в валюте. Правда, надо учитывать, что компании под санкциями не могут так делать чисто технически; их выплаты нерезидентам, по-видимому, будут производиться в рублях и поступать на счет типа «С». Но если компания-экспортер не находится под санкциями, то она может платить иностранным инвесторам в долларах, а локальным в рублях. Несомненно, некоторые экспортеры так и будут поступать. Точечно.

Тогда таким компаниям не грозят иски о банкротстве. Потому что, если компания не платит, то у нее возникает риск получить иск.

**Ирина Слюсарева.** Иск-то эмитент получит. Но дальше-то что — всегда ли инвестору имеет смысл судиться с эмитентом? и есть ли уверенность, что решение суда точно будет таким, как нужно инвестору?

**Евгений Жорнист.** Решение может быть разным. Многое зависит от юрисдикции, в которой происходит процесс. Скорее всего, понятно, каковы будут результаты по искам за пределами РФ.

**Ирина Слюсарева.** Можно ли также предсказать, каковы будут результаты

взысканий по этим искам... Коллеги, вопрос риторический. А просто вопрос такой: можно ли считать, что объем замороженных российских ЗВР примерно компенсируется объемом замороженных инвестиций нерезидентов в иностранные активы?

**Евгений Жорнист.** Да, цифры сопоставимы. Следует сказать, что по первому выпуску еврооблигаций, которые имеют ISIN, начинающийся с XS (то есть, хранятся в Clearstream или Euroclear), российский Минфин производил купонные выплаты в долларах из замороженных ЗВР. Такие платежи, насколько помню, проходили два раза. А потом Минфин США (точнее, его подразделе-

ние — Office of Foreign Assets Control, OFAC) заблокировал выплаты накопленного купона и основной суммы долга по выпуску еврооблигаций «Россия-2022», погашение которого по графику произошло на 4 апреля 2022 года, из средств замороженных золотовалютных резервов России. OFAC хотел добиться, чтобы РФ платила либо из новых валютных поступлений, либо объявила дефолт. Выплаты в рублях американский минфин хотел пресечь.

Минфин РФ в результате выкупил еврооблигации «Россия-2022» у локальных участников за рубли, а всем остальным заплатил рублями вместо долларов на счет типа «С».

**Виктор Тунев.** Если позволите, я бы хотел дополнить. По моим расчетам, Россия заблокировала средства нерезидентов в объеме, существенно превышающем 300 млрд долларов (то есть, объем своих замороженных ЗВР). Если посмотреть на текущую международную инвестиционную позицию РФ, то иностранные инвестиции в Россию составляют, грубо, около 1 трлн долларов (может, немного меньше). В принципе, все эти активы заморожены: нерезиденты не смогут получить никакую часть этих денег в иностранной валюте. Только в рублях.

Можно сравнить. Там заморожены около 300 млрд российских золотовалютных резервов плюс активы ряда российских граждан (может быть, совокупно наберется еще 300 млрд). А против этих замороженных российских активов — фактически заморожено около 1 трлн долларов инвестиций нерезидентов в российские активы.

**Ирина Слюсарева.** Ну, яхты/виллы/счета ДУ — боль скорее индивидуальная...

Коллеги, у меня небольшое организационное сообщение. Как вы знаете, в целом мы не практикуем анонимность. Но один из участников нашего стола не захотел, чтобы его имя упоминалось.

Поэтому передаю вам его мнение относительно предложенных к обсуждению вопросов в достаточно точном пере-сказе.

Вся эта реплика, до самого конца — слова не мои, но нашего анонимного участника.

Итак, как сказал сотрудник одной крупной инвестиционной компании, пожелавший остаться неназванным, для начала следует сказать, что в России довольно радикально поменялась бюджетная конструкция. Случился отказ от бюджетного правила, случился переход к дефицитному бюджету. В этой ситуации минфину ничего не надо занимать. Это естественным образом ограничивает предложение ОФЗ на первичном рынке. И вполне вероятно, что такая же ситуация сложится в будущем году. Здесь основная проблем заключается в том, что даже если вернуться к исполнению бюджетного правила, то немедленно возникнет вопрос: где сберегать те деньги, которые таким образом изымаются из системы. На начало февраля 2022 года идея была в том, что изымаемые деньги сберегаются в валюте. Но оказалось, что это не очень хорошая идея. Поэтому надо понять, каким образом возможна реализация бюджетного правила в новых условиях. И стоит ли его реализовать в прежней форме.

Поскольку, если бюджетное правило не будет реализовываться, то первичное предложение на рынке гособлигаций будет радикально меньшим, чем в прежние годы.

Второй момент, не менее важный. Заморозка инвестиций нерезидентов на рынке государственных облигаций (плюс более ранний запрет им вкладываться в любой вид госдолга, выпущенного после определенной даты) уже лимитировали, так или иначе, потенциальный приток этих инвестиций. Сейчас на рынке государственного российского долга иностранцев нет. Присутствуют

на этом рынке, во-первых, российские банки: им нужно держать в портфеле ОФЗ потому, что этот инструмент наиболее удобно позволяет балансировать активы/пассивы. Что касается всех остальных инвесторов (это УК, пенсионные фонды, частные инвесторы), то для них рублевая облигация не выглядит слишком привлекательным активом. Потому что в РФ высокая инфляция и низкая (относительно инфляции) процентная ставка. В реальном выражении ставка отрицательная. Возможно, это изменится в 2023 или к началу 2024 года. Но пока рублевые облигации не выглядят особенно интересными.

Поэтому если говорить о ценообразовании на рынке ОФЗ, то тут все довольно четко: есть банковская система, есть стоимость фондирования, отсюда и рисуется кривая доходности ОФЗ. Сейчас она слегка инвертирована, но вернется к нормальной форме в тот момент, когда участники рынка перестанут ждать, что ставка будет быстро снижаться. А этот момент недалек. Напомню, что в конце 2014 года, когда ставку поднимали до 17%, она просуществовала на этом уровне примерно 1,5 месяца.

Евгений Жорнист упомянул, что в конце апреля ожидает еще одного снижения ключевой ставки. Я разделяю это мнение. Но дальнейшее движение уровня ставки будет более сложным. Все-таки ЦБ, судя по его заявлениям, фундаментально не намерен отходить от политики инфляционного таргетирования. Поэтому ситуация в плане ценообразования на рынке ОФЗ примерно понятна.

Что касается рынка корпоративных облигаций, то здесь практически ничего не поменялось. Иностранцы здесь если и присутствовали, то разве что как единичные игроки с маленькими позициями. В этом сегменте есть спред относительно кривой доходности. Исходя из этого, и будут формироваться уровни цен в различных

сегментах рынка корпоративных облигаций. Единственный нюанс — активно развивавшийся в последние годы рынок ВДО. Он в ближайшее время особо развиваться не будет. Потому что если даже теоретически предположить, что кто-то из этих эмитентов может занимать, то доходности, по которым они это могут делать, сейчас являются запретительными, во-первых. А во-вторых, именно этот сектор в момент экономического кризиса — а у нас сейчас кризис — будет, скорее всего, страдать наиболее сильно. Скорее всего, в этом сегменте будут происходить реструктуризации, и дефолты. Что отпугивает многих инвесторов, и это совершенно справедливо.

Кстати. В предварительно присланных вопросах для этого круглого стола был, помнится, вопрос о том, заработает ли вообще «мост» между европейскими структурами (Euroclear и Clearstream) и НРД. Хотел бы сказать и об этом. Сейчас этот мост не работает. Откроется ли он, не очень понятно. У меня есть ощущение (не более, чем ощущение), что он откроется — но лишь на ограниченное время. Чтобы все переводы, которые хотят совершить участники рынка, были сделаны. После этого, возможно, мост закроется навсегда. Но это не прогноз, подчеркну. Это сценарий, который может реализоваться. А может, мост и заработает стабильно, в более-менее нормальном режиме. Все это не очень понятно пока. Но если предположить, что моста нет, то в такой ситуации наш внутренний рынок еврооблигаций будет отрываться от рынка внешнего. Василий упоминал, что ценообразование на внутреннем рынке будет весьма специфичным.

Если предположить, что российская финансовая система трансформировалась в своего рода закрытый контур, то валюта в нем не особо кому нужна. Деть ее особо некуда. Ставки по валютным

депозитам в начале марта резко подскочили, это (как и повышение ключевой ставки) было сделано осознанно — для того, чтобы предотвратить отток средств частных инвесторов из банковской системы. (К сожалению, этих мер не хватило, пришлось применять ограничения по движению капитала). Но высокая ключевая ставка — временное явление: такой высокой она будет не всегда. Потому что валюта, еще раз, особо никому не нужна. И может сложиться так, что ставка по валютным облигациям (и корпоративным, и суверенным) отвяжется не только от мировых аналогов, но вообще от долларовых ставок. Потому что если нет связи между рынками, то и ценообразование на каждом из них может быть разным. Не хочу сказать, что это обязательно произойдет. Но это может случиться.

В сегменте суверенного риска ценообразование может быть примерно следующим. Есть кредитный риск РФ, он определяется ставками на рынке ОФЗ плюс премия за хедж. В зависимости от движения валютного рынка премия может быть даже нулевой. Альтернатива — поиск способов вложить валюту в другие инструменты. В депозитах доход нулевой, что-то можно получить в еврооблигациях.

Но самый интригующий вопрос — что будет происходить на внешнем контуре. По всем формальным признакам РФ движется к системному дефолту. К ситуации, когда подавляющая часть российских заемщиков не может платить по своим валютным долгам. Причем речь идет не только о еврооблигациях, но обо всех долгах, включая кредиты.

Учтем, что дефолт возникает в одном из двух случаев: 1) либо эмитент платить не хочет; 2) либо он платить не может. А тут появилась новая, совершенно небывалая опция: эмитент хочет платить; он может платить; но чисто технически заплатить ему мешают. Реально этот

дефолт не имеет экономического смысла, — он выморочный, скажем так. Хотя ищутся разные формулировки, способы облечь ситуацию в красивую словесную форму. Однако проблема есть: срок платежа наступил, а платеж не осуществился. Что дальше? Дальше заемщики должны собраться и проголосовать за объявление дефолта: вероятность этого события чрезвычайно велика. Но эмитент ведь не отказывается платить, да и деньги у него есть. Платежи отказывается проводить банк-контрагент. В этой ситуации эмитент может предложить заемщикам реструктуризацию: например, предложить изменить место держания глобального сертификата, то есть, перейти из Евроклира в НРД. И добавить рубль в качестве резервной валюты платежа (как это сделано в некоторых проспектах еврооблигаций минфина).

Кто-то на такую реструктуризацию согласится, кто-то нет.

Резон соглашаться для российских инвесторов, которые остались во внешнем контуре, понятен: они переходят в контур внутренний и получают деньги. Даже в рублях их это устраивает.

У иностранцев возникает развилка. С одной стороны, во внутреннем контуре они получают хорошее возмещение, с другой стороны, все платежи будут идти на счета типа «С» (если только правительственная комиссия не скажет иного, что сомнительно с учетом заморозки резервов). Дальше варианты: можно получить рубли на счет типа «С» и далее поучаствовать в первичном размещении ОФЗ (что запрещено санкциями), либо сидеть в рублях и ждать их освобождения (отдельный вопрос, случится ли оно). Второй вариант: не соглашаться на реструктуризацию и идти взыскивать деньги с заемщика в зарубежных юрисдикциях. Тут ситуация очень разная — в зависимости от наличия у заемщика заграничных активов, от их объема. Самый большой заемщик — минфин,



но у него есть иммунитет, судиться с минфином можно только в РФ. Шанс взыскать с РФ можно оценить на примере швейцарской компании «Noga», которая с 1996 года пытается взыскать примерно 40 миллионов долларов. Безуспешно.

В общем, что произойдет, неясно. Но должно быть найдено системное решение. И первая ласточка прилетела: Совкомбанк планирует предложить обмен еврооблигаций на локальные облигации. Для тех, кто держит активы в НРД, это сделать просто. Как это будет реализовано через Евроклир — вопрос. Евроклир сам ждет разъяснений по России от Еврокомиссии и

Центрального банка Бельгии. Но у Еврокомиссии много других дел, так что скоро этот вопрос не решится.

Есть еще коллизия с заморозкой резервов. По этому пункту председатель российского ЦБ заявила, что регулятор готовит иск и будет судиться. Совершенно правильно, потому что у резервов есть иммунитет. Правда, судебное разбирательство может длиться сколько угодно долго. Если посмотреть на существующую судебную практику (уже есть некоторое количество кейсов), то в целом она складывается в пользу центральных банков. Вопрос в том, сможет ли выиграть дело в суде именно ЦБ РФ. С юридической точки

зрения есть ощущение, что скорее да, чем нет. Но как будет на деле, сказать сложно.

В действительности арест международных резервов крупного центрального банка ставит вопрос о том, правильно ли другим ЦБ иметь значительную часть резервов в активах, которые могут лишиться иммунитета? Очевидный ответ — неправильно, но тогда где же правильно их хранить?

Внятного ответа на второй вопрос пока нет.

Проблема состоит в том, что у США есть значительный дефицит по счету текущих операций, они зависят от притока иностранного капитала. Приток



иностранный капитал на рынок американского госдолга — не ключевая вещь, ключевая вещь — рынок акций. Однако для США не будет ничего приятного, если спрос на их государственные ценные бумаги снизится.

Еще одна проблема, более фундаментальная — это политика центральных банков глобально. Может сложиться так, что политика накопления валютных резервов будет признана необоснованной. Как будет меняться эта система, пока неясно, поскольку тут требуется глобальное переосмысление.

Чтобы закончить на оптимистичной ноте, скажу, что есть и хороший исход: он реализуется, если откроется мост между Евроклиром и НРД. Виктор упоминал, что объем рынка российских корпоративных облигаций составляет примерно 100 млрд долларов, а доля в нем иностранцев, видимо, выше 50%. Думаю, что с большим дисконтом российские участники рынка, которые работают через НРД, будут готовы выкупить эту долю. Произойдет миграция бумаг из Евроклира в НРД, после чего все возможные реструктуризации пройдут с большим успехом. Исчезнут вообще все проблемы.

Тогда реализуется сценарий, о котором упоминал Василий: возникнет большой внутренний рынок еврооблигаций. Потому что, кроме 100 миллиардов долларов инвестиций в корпоративные облигации, есть еще 40 млрд долларов инвестиций в суверенный долг. Возникнет ситуация, когда внутри страны будет работать рынок еврооблигаций, у которого есть рублевая часть и валютная часть. Валютная часть меньше и вряд ли будет расти; а вот рублевая будет развиваться.

Что касается прихода на российский облигационный рынок западных иностранных инвесторов, то это длительный процесс. И гораздо больше шансов, что российские инвесторы будут актив-

нее инвестировать в азиатские рынки, чем наоборот.

Когда образуется большой локальный рынок, мост НРД-Евроклир будет не нужен. Локальные инвесторы будут торговать с локальными инвесторами.

Следует при этом помнить, что для иностранной компании нет никаких проблем открыть счет в НРД. **Алексей Ковалев.** Можно ли задать вопрос? Когда еврооблигации минфина начнут торговаться на Московской бирже? Минфин сказал, что будет платить в рублях. Можно ли тогда ожидать в плане ценообразования, что доходность долларовой облигации Россия-28, по которой выплаты будут получать в рублях, будет сопоставима с доходностью выпуска ОФЗ с погашением через 6 лет?

**Аноним.** Да, это возможно. Если посмотреть на рынок сейчас, то Россия-28 торгуется в районе номинала. Этот хедж стоит ноль, и неважно, как оформлен кредитный риск Российской Федерации: в виде евро или в виде ОФЗ. Ситуацию может изменить наличие валютной альтернативы для инвестирования. Поясню примером. У человека был валютный депозит в Сбербанке под 5%, потом ставка по депозиту стала нулевой, а он хочет по валютному активу получать какую-то выгоду. Если у него изначально были долларовые инвестиции и он хочет остаться в долларах, то покупает ОФЗ, потому что не хочет получить 0 от Сбербанка.

**Евгений Жорнист.** Но евробонд ведь не перестает быть валютной бумагой оттого, что выплаты по нему идут в рублях. Все расчеты происходят в долларах; выплата происходит по курсу. Соответственно, это по-прежнему валютная инвестиция, которая по-прежнему несет на себе валютный риск. Если курс расходится в два раза, то и доходность может быть разная.

**Аноним.** Тут ключевой момент, как я говорил, заключается в том, чтобы

курс был стабильным или укреплялся. У РФ сохраняется довольно приличный экспорт и сжался импорт. Импорт не восстанавливается никак. Поэтому мы будем иметь курс рубля скорее крепкий, нежели слабый. Это нехорошо для финансовой системы РФ, но фундаментально это так. И большая проблема в том, что, даже если сейчас убрать все ограничения по капитальным операциям, то не факт, что российские корпорации захотят часть своих активов держать в традиционных валютах. Потому что есть риск, что активы могут быть арестованы — по множеству разнообразных причин. Вот в одном из санкционных списков перечисляются обоснования против физлиц: главе крупной компании предъявляют за то, что он крупный налогоплательщик РФ..

**Евгений Жорнист.** Идея в том, чтобы оказать давление на госфинансы...

**Аноним.** Евгений, логику прикрутить можно куда угодно, тут сомнений нет, вопрос в том, что будет происходить с обменным курсом.

Этот вопрос сейчас открыт.

**Ирина Слюсарева.** Поскольку вы хотите уйти, то, может быть, сразу выскажетесь по следующему вопросу? Что происходит и будет происходить с нерезидентами?

**Аноним.** Все очень просто. На внешнем и внутреннем контуре очень разное ценообразование. На внешнем контуре, где как бы полноценный рынок, цены на российские еврооблигации колеблются в диапазоне от 20% до 40% от номинала. На внутреннем контуре, где инвесторы более уверены в том, что получат от эмитента деньги, некоторые суверенные бумаги торгуются примерно по номиналу; остальные — в диапазоне от 70% до 90%. Налицо гигантский разрыв между российским небиржевым рынком и небиржевым рынком за рубежом. Котировки находились в депрессивном состоянии,

потом выросли. Есть ли возможность расти дальше? Безусловно, да. И тут мы возвращаемся к дискуссии о ценообразовании, потому что сейчас доходности привлекательны. Вот упоминавшаяся Россия-28 приносит сейчас 12,75, это отличная ставка.

Этот рынок восстанавливается, очевидно, что он будет восстанавливаться дальше: по мере появления у инвесторов понимания, каким способом они будут получать платежи. В том, что российский минфин и крупнейшие российские заемщики будут платить по своему долгу, сомнений нет. Что кредитоспособность подавляющего числа эмитентов российских еврооблигаций высока — тоже факт.

**Евгений Жорнист.** Но не все будут платить в валюте?

**Аноним.** Это опять же вопрос возможности проводить платеж. Опция с рублями, судя по всему, всех устраивает. Она устраивает регулятора, потому что тогда все под контролем.

**Евгений Жорнист.** И нерезидентов?

**Аноним.** Нерезиденты остались за китайской стеной. Что касается нерезидентов и счетов типа «С». Напомню, что счета типа «С» не являются новинкой. Во время кризиса 1998 года были подобные счета, на них помещали рубли от погашения ОФЗ; далее устраивались с определенной периодичностью валютные аукционы, на которых нерезиденты могли покупать валюту. Потом этот режим отменили, был промежуточный период со счетами типа «О», потом все ограничения сняли и все нерезиденты смогли уйти с российского рынка.

Понятно, что нерезидентов сейчас не устраивают платежи в рублях, но у них есть вариант ничего не получать вообще, судиться в иностранной юрисдикции — или идти судиться в российскую юрисдикцию и получить рубли на счета типа «С».

Тут еще надо понимать, что нерезидент нерезиденту рознь. Турция, Израиль, Армения, Казахстан и прочие дружественные страны смогут конвертировать рубли как угодно.

А внебиржевой рынок восстанавливается.

**Алексей Ковалев.** Тоже постараюсь говорить с прицелом на будущее, тем более что все происходит довольно динамично. Разделю рынки евробондов и рублевых облигаций.

Сначала о евробондах. Из-за бездействия пресловутого моста наши клиенты не только не могут покупать российские евробонды, но и не могут получать по ним выплаты: ни купонов, ни тела долга. Возможно, положение изменится: ВТБ и Совкомбанк обещают оплату в рублях, по облигациям минфина, скорее всего, выплаты тоже будут в рублях. Потому что Антон Германович Силуанов говорит, что сначала надо уважить своих.

Пока больше вопросов, чем ответов. Лучше, чтобы российский резидент имел бумагу эмитента, который находится под санкциями, потому что он хотя бы в рублях что-то по ней получит. По долларовым выплатам пока не вижу особых перспектив.

Что касается рублевого рынка. Думаю, тут спреды достаточно быстро вернутся в области прежних значений. ОФЗ выглядят немного перекупленными, поэтому, думаю, сейчас будет повышаться интерес к корпоративным облигациям. **Александр Какаулин.** Коллеги уже достаточно много важного сказали о ситуации. Со своей стороны, попробую резюмировать и дополнить.

После 24 февраля произошло много событий. Были заморожены ЗВР; был введен валютный контроль, что позволило стабилизировать ситуацию на валютном рынке. Произошло экстренное повышение ставки ЦБ до 20%; многие компании попали под санкции и сейчас

испытывают трудности с обслуживанием внешнего долга, с поставкой своей продукции внешним контрагентам и так далее.

Безусловно, эта совокупность событий отразится на инфляционных ожиданиях. Скажется и на ВВП: по нашим прогнозам, российский ВВП в этом году может упасть более, чем на 10%.

Что касается рынка госбумаг. В условиях закрытого рынка сделки с локальными бумагами проходили на внебиржевом рынке. Еще до открытия рынка ОФЗ было понятно, что доходности по суверенному рублевому долгу будут ниже ставки ЦБ на тот момент. Так оно и было. Индикативно в рублевых ОФЗ мы видели большие биды на уровнях 17%: то есть, с доходностью ниже, чем ключевая ставка на тот момент, на горизонте 5 лет. Тем не менее, такие сделки проходили. Более длинные бумаги торговались по меньшей доходности.

Есть ожидание, что в дальнейшем ключевая ставка будет снижаться. Это повлечет снижение ставок по депозитам. И в будущем интерес к депозитам будет снижаться, а интерес к ценным бумагам (в частности, ОФЗ и корпоративным облигациям) — расти. Это повлечет приток инвестиций на фондовый рынок.

На рынке ВДО ожидаю череды разочарований. К перспективам его развития отношусь скептически: гораздо более вероятно его стагнация на текущих уровнях. В фокусе внимания инвесторов будут корпоративные облигации эмитентов с хорошим кредитным качеством.

Рынок евробондов фактически поделится на два рынка: локальный и внешний, и цены там складываются по-разному. Количество контрагентов, которые торгуют с РФ, существенно сократилось. Часть сделок проходит за пределами страны, это касается инвесторов, имеющих брокерские счета за рубежом. Количество контрагентов, с которыми РФ работает, существенно



сократилось. Какие-то сделки проходят: как правило, для клиентов за пределами страны. Но в целом ликвидность серьёзно снизилась, спреды широкие.

Для улучшения ситуации на внебиржевом рынке еврооблигаций достаточно реализовать схему конвертации выпусков в локальные с последующими выплатами купонов и погашений в рублях. По большому счету, для этого эмитенту необходимо раскрыть держателей акций, чтобы осуществлять платежи без участия Евроклира. На мой взгляд, это хорошее решение в текущих условиях.

Также может быть хорошей практикой проведение большого количества

тендер-оферов по выпускам с приближающейся датой погашения. Мы видели пример с еврооблигациями «Россия-2022», когда клиенты самостоятельно могли погасить выпуск в Минфине без участия Евроклира.

В принципе для ряда еврооблигаций может быть реализована схема конвертации в локальные бумаги, с последующими выплатами в рублях, о чем здесь уже говорилось. Это существенно улучшит перспективы корпоративных эмитентов. По большому счету, для этого эмитенту необходимо всего лишь раскрыть держателей, чтобы платить им уже напрямую. Мне это кажется неплохим решением в текущих условиях.

Ну и, конечно, хотелось бы, чтобы открылся мост между НРД и Евроклиром/Клирстримом: тогда произойдет сеттинг пула зависших на текущий момент сделок.

Сейчас у наших клиентов налицо большое желание продать выпуски западных эмитентов. Спрос на них существенно сократился. Тогда как интерес к покупке российских облигаций сохраняется.

**Ирина Слюсарева.** Американским компаниям (не только финансовым) предписано прекратить к 25 мая все операции с ценными бумагами банков ВЭБ и ВТБ. Как вы прогнозируете дальнейший сценарий?

**Александр Какаулин.** Очевидно, что в условиях затрудненных расчетов реализовать все бумаги банков, попавших под санкции, им не удастся. Возможно, будет новое предписание, но это достаточно сложно прогнозировать. Если вспомнить кейс 2018 года с «Русалом», то там сроки расчетов переносились несколько раз. Но тогда можно было свободно торговать. Мне кажется, что и в случае с бумагами ВТБ/ВЭБа предписание будет пролонгировано. Есть ожидание, что 25 мая ничего не случится; рынок будет ждать каких-то вариантов решений.

**Алексей Ковалев.** По «Русалу» все выплаты проходили в рублях.

**Ирина Слюсарева.** Северсталь стала первой российской компаний, по еврооблигациям которой выплата купона в размере 12,6 млн долларов была заблокирована банком-корреспондентом (это Citigroup). Почему это произошло? каковы последствия для рынка и для эмитента? Возможны ли еще подобные прецеденты?

**Александр Какаулин.** Это технический дефолт: компания попала под санкции, банк-агент не стал проводить платеж. «Северсталь» намерена инициировать подачу заявки на получение лицензий, которые могут потребоваться для бесперебойной обработки ее платежных поручений.

Повторение подобных кейсов в текущих условиях вполне реально.

**Ирина Слюсарева.** Что происходило на внебиржевом рынке?

**Алексей Ковалев.** На ОТС все закрылось. На текущий момент клиенты Финама торгуют друг с другом. *(Общий смех)*. **Евгений Жорнист.** Про рынок ОТС. В НРД заперто большое количество бумаг, они могут торговаться. Режим переговорных сделок — это, конечно, хорошо. Но нам кажется, что в этой ситуации Московская биржа могла бы сделать больше. Мир привык торговать

евробондами в формате ОТС, но сейчас для российских участников это неважно. Запертые бумаги можно попробовать поместить в биржевой стакан и создать единый центр определения ценообразования. Чтобы были рыночные индикаторы и центр ликвидности. Это было бы хорошим решением. Выйти из страны эти бумаги все равно не могут. И другие бумаги зайти в страну не могут тоже. Соответственно, если бы биржа предприняла такие действия, это было бы позитивно.

Сейчас евробондами стало сложнее торговать еще и потому, что Блумберг в России теперь не работает. А там и сделки делались, и цены показывались. Всю эту инфраструктуру нужно каким-то образом замещать. Было бы правильно Московской бирже взять эту инициативу на себя, консолидировать на себе утраченные функции. Они бы смогли, мне кажется, и рынку помочь, и получить выигрыш для себя.

Кроме того, хотел бы не согласиться с предыдущим спикером относительно возможности снижения ключевой ставки. Он прогнозировал, что она будет снижена еще раз, а потом как бы зафиксирована. Я так не думаю. Банк России довольно открыто сейчас описывает свои возможные действия, чего раньше не было. Так вот, выступая в парламенте, Набиуллина сказала, что регулятор сохраняет цели по инфляции, но видит, что экономике нужны дешевые кредиты. Это было сказано прямым текстом. И да, я думаю, что отечественную экономику придется перестраивать. При текущем уровне ставок это невозможно. Поэтому я убежден, что Банк России будет снижать ключевую ставку и дальше.

А если ставка будет снижена, то можно будет подискутировать и относительно перспектив сегмента ВДО. Если ставка будет снижена, то компаниям этого сегмента станет легче пере-кредитовываться, уровень возмож-

ности дефолта в системе тоже будет снижаться.

**Василий Иванов.** Присоединюсь к пожеланиям Евгения в адрес Московской биржи: очень бы хотелось, чтобы она предприняла действия, которые способны помочь формированию ликвидного локального рынка еврооблигаций. Мы сейчас воздерживаемся от совершения операций с суверенными еврооблигациями, поскольку спреды по этим бумагам могут достигать 7%. А такая разница вполне сопоставима с результатом работы управляющего за полгода (а то и за год). Естественно, при таких спредах мы сделки делать не будем. Хотелось бы, чтобы появился рынок, на котором все его участники видят цены и механизмы их формирования. При этом механизм ценообразования на еврооблигации, с высокой вероятностью, будет в разные моменты разный, в зависимости от того, со стороны какой группы инвесторов будет преобладать спрос. Так, одни участники рынка будут сравнивать доходности еврооблигаций со ставками валютных депозитов, другие с доходностью ОФЗ и ожиданиями по курсу доллара и тому подобное. В качестве аналогии можно привести ОФЗ со ставкой купона, привязанной к RUONIA, которые, как правило, интересны для банков, ориентирующихся на маржу к RUONIA. Но в отдельные моменты котировки цен на такие бумаги определяли действия инвесторов, для которых бенчмарком была доходность соответствующих по срокам ОФЗ с фиксированным купоном. Другой пример — это ОФЗ, индексируемые по инфляции, которые в первую очередь интересны пенсионным фондам и другим инвесторам, ставящим себе целью заработать доходность «инфляция+». Но в отдельные моменты котировки цен на такие бумаги также определяли действия инвесторов, для которых бенчмарком была доходность соответствующих по срокам ОФЗ с фиксированным купоном.

**Виктор Тунев.** Хотел бы сделать несколько комментариев. Во-первых, поддержку Евгения в отношении того, что надо активно развивать внутренний биржевой рынок облигаций. Надеюсь, в России пойдут именно по этому пути. Отечественный инвестор привык работать через мобильные приложения с доступом прямо в биржевой стакан.

Что касается внебиржевого рынка и истории с мостом, я здесь скептичен. Мост, скорее всего, не заработает, там есть не решаемые чисто юридические проблемы. Но есть возможность создать обходные пути, разделить инвесторов и потоки. Допустим, те резиденты, которые хотят получать купоны в долларах, должны перевести свои бумаги из НРД в Евроклир. Должны, конечно, быть созданы и пути прохождения в обратную сторону: из Евроклира в НРД. Главная проблема в том, что разделить денежные потоки будет сложно из-за того, что в проспекте эмиссии конкретно прописан ряд параметров: поэтому разделение возможно только после реструктуризации.

В принципе рынок разделится на несколько составляющих. Одна категория — эмитенты, которые предпочитают платить в долларах: это, прежде всего, экспортеры, не попавшие под санкции. Для них платить в долларах важно потому, что потом на эти компании нельзя будет наложить взыскания за рубежом при экспорте их продукции. Но если они будут платить в долларах, то этим будут нарушаться права резидентов в НРД. Смогут ли эмитенты разделить эти потоки, большой вопрос. Вторая категория — эмитенты, которые будут принципиально платить в рублях. Это банки, которые находятся под санкциями, или сама РФ как суверенный заемщик.

Будет различаться и ценообразование. За рубежом оно будет происходить на дефолтном уровне. В России ценообразование тоже будет разным. В каналах,

где оплата происходит в рублях, ценообразование будет происходить по нормальным рыночным моделям. При проведении оплаты через тот же Евроклир цены могут быть любыми.

Следующее соображение касается политики Банка России. Я не вижу в ней существенного изменения. Делаются заявления вполне в духе традиционной линии поведения регулятора. У политики ЦБ три составляющих: инфляция, экономическая стабильность и экономический рост. В каждый период превалирует та или иная составляющая. В период пандемии регулятор снизил ставку, поскольку посчитал, что инфляционные риски несущественны. Сейчас наблюдался инфляционный шок. Но шок со стороны не спроса, а предложения. Реагировать на него изменением ставки бессмысленно. Поэтому ЦБ допустил, что этот шок можно не компенсировать высокой процентной ставкой. Инфляционный всплеск с начала года до конца марта 10%, по итогам апреля будет 12%. Консенсус-прогноз аналитиков на 2022 пока выше 20%, но, скорее всего, будет ниже, и большая часть инфляции этого года фактически уже пройдена. Инфляция вернется к однозначным значениям. Прогноз аналитиков на следующий год — порядка 8%. При том, что курс рубля имеет тенденцию к укреплению, прогнозы по инфляции окажутся завышенными. В этом смысле поддержку коллег: тоже думаю, что Центральный банк будет снижать ставку. И, возможно, мы даже не представляем, насколько быстро он может это сделать. Мой прогноз: до конца года ключевая ставка опустится до 10%.

Последнее, что хотел сказать, касается перспектив глобального накопления ЗВР. Здесь употреблялся термин «системный дефолт». Я бы этот термин применял очень осторожно. Скорее, употребил бы термин «фейковый дефолт». Или «имитационный дефолт». Как раз параллель

с дефолтом 1998 года очень хорошо выявляет суть. Тогда дефолт был реальным. РФ могла заплатить инвесторам рублями, но не захотела это сделать. А сейчас мы и можем заплатить в долларах, и хотим, но нам не дают. Это обратная история, а не аналогичная.

Кстати, по итогам 1998 года инвесторы, в конце концов, все свои средства получили. Сейчас, полагаю, все закончится так же: все, кто не продаст свои активы по бросовым ценам, получат причитающиеся выплаты.

Теперь вопрос, в чем же в принципе следует хранить международные резервы. Россия, наверное, единственная страна с плавающим курсом валюты, которая так активно накапливала резервы. Причем ради накопления, без оглядки на валютный курс. У других стран либо не было таких возможностей, как у Турции. Либо они, как тот же Китай, перестали это делать давно. Россия же долго жила в парадигме того, что резервы надо копить.

А на самом деле этот поезд уже ушел.

На самом деле суверенной стране резервы не нужны. Механизмы ограничения потоков капитала могут балансировать внешние шоки гораздо эффективнее.

**Ирина Слюсарева.** Теперь предлагаю обсудить перспективы инвестиций физических лиц на рынке облигаций. Виктор, прошу вас.

**Виктор Тунев.** Сейчас ликвидность на биржевом рынке корпоративных облигаций очень низкая. Ежедневный оборот этого сегмента составляет около 1 млрд рублей. В сегменте ОФЗ ликвидность существенно выше, но по историческим меркам тоже низкая. Думаю, что физические лица останутся одними из ключевых игроков и на рынке ОФЗ, и на рынке облигаций. Возможно, их активность в ближайшие месяцы даже вырастет в результате того, что нынешние высокие ставки рынка депозитов неминуемо



снижаться. В июне-июле депозиты, открытые под 20% и более сроком на 3 месяца, истекут.

И люди будут искать более высокие доходности, а корпоративный сектор сейчас предлагает очень хорошую доходность. Если в ближайшие месяцы мы не увидим волны дефолтов в первом-втором эшелоне (а мы их, скорее всего, не увидим), то инвестиции могут пойти на этот рынок. Проблемы будут разве что в секторе ВДО (высокодоходных облигаций). Здесь история может быть похожа на ситуацию 2008 года, когда сегмент просто умер из-за большого количества дефолтов. Но это зависит, прежде всего, от полити-

ки Банка России. От его готовности быстро снизить ставки и возобновить кредитование экономики.

Если динамика кредита восстановится до нормальных уровней (хотя бы 10% год-к-году), то все проблемы будут решаемыми.

**Ирина Слюсарева.** Василий, передаю вам слово. Может быть, также скажете о перспективах сегмента ВДО?

**Василий Иванов.** Разделю свой ответ на две части. Сначала расскажу, что происходит с текущими портфелями. Во-вторых, опишу, как обстоит с новыми деньгами.

Итак, текущие портфели. Все здесь присутствующие, думаю, помнят сце-

нарий 2015-2019 годов, когда в конце декабря 2014 ставка была поднята до 17%, а потом постепенно снижалась. Большинство ориентируется на эти цифры. Индекс ОФЗ тогда в течение 2015 вырос почти на 30%. А в течение пяти лет его рост превысил 100%.

О цифрах можно спорить. Более того, часть роста мы уже видели. Но, опираясь на базовый сценарий, можно предположить, что текущие портфели ОФЗ в обозримой перспективе восстановятся. Высоконадежные корпоративные облигации, вероятно, тоже будут подтягиваться к котировкам ОФЗ. Горизонт сейчас не обсуждаю, поскольку могут появляться новые предположения.

Что касается портфелей высокодоходных облигаций, то все уже высказались, что текущая ставка является для них запредельной. С одной стороны, высокая инфляция создала для компаний возможность увеличить свои финансовые потоки. С другой стороны, есть нюанс, связанный с рефинансированием. Эмитентам, для которых в ближайшей перспективе актуальны погашение или oferta, придется непросто. Причем таких ситуаций будет довольно много, поскольку ВДО, как правило, размещалась в диапазоне примерно 3 лет. Пролонгация займов по действующим сейчас ставкам — это, конечно, проблема. Допускаю, что многим эмитентам проблемы придется решать на переговорах и фактически просить пролонгировать выпуски по тем условиям, которые они реально могут обеспечить. В случае offerты такие проблемы решаются довольно просто. Хуже, когда предстоит погашение тела долга. Здесь эмитенту приходится договариваться о выкупе новой эмиссии или изменении условий выпуска уже конкретно, с крупными держателями, которые безусловно, тоже не заинтересованы в дефолте эмитента. Конечно, никто не ведет переговоры с каждым мелким физлицом, поэтому, если доля ритейловых покупателей невелика, то с ними, скорее всего, найдут общий язык (облигации погасят или их выкупят крупные держатели, согласившиеся на изменение условий выпуска). Но, если у эмитента не получается договориться с крупными держателями или их доля невелика, то вероятность неисполнения обязательств перед физическими лицами повышается. И в этом случае многое зависит от отношения конкретного эмитента с банками.

Остается только пожелать эмитентам сегмента ВДО, чтобы все у них сложилось хорошо. Но ручаться за то, что именно так и будет, я лично не готов.

Что можно сказать по второй теме: в отношении новых денег. Когда инфляция за рубежом составляет 8-10%, то мы как управляющая компания честно говорим клиенту-физлицу, что у него есть альтернатива. Можно вкладываться в депозит или облигации. Но есть еще рынок акций. Сейчас котировки на этом рынке хорошо упали; при этом прибыли крупнейших компаний в долгосрочной перспективе будут коррелировать с инфляцией. Так что нет полной уверенности, что в текущем моменте имеет смысл инвестировать именно в облигации. Есть смысл пристальнее изучить возможности сегмента долевой собственности.

Особенно, повторю, в свете того, что стоимости отдельных акций сейчас упали на 50% и даже на 70%. Так что конкуренция со стороны рынка акций сейчас будет высокая.

В этих условиях значительная часть инвесторов высокодоходными облигациями просто не заинтересуется. Кроме того, когда люди покупают ценные бумаги, они предпочитают все-таки знать имя эмитента. На ситуацию влияет и еще один фактор — какими будут ставки по депозитам, привлекавшимися под текущий высокий процент.

В силу совокупности названных факторов я не думаю, что ВДО будут тем инструментом, который инвесторы стремятся купить в первую очередь.

Если говорить именно о физических лицах.

**Евгений Жорнист.** Скажу и я про физических лиц. Считаю, что физлица продолжают движение в сторону финансовых рынков, которое мы наблюдаем уже несколько лет. На депозитах сейчас совокупно лежит (в рублевом эквиваленте) 33 трлн рублей. Рублевых депозитов больше (27 трлн рублей). Можно получить привлекательную ставку доходности по депозиту на горизонте 3-6 месяцев. Но можно купить корпоративную

облигацию, по которой близкую доходность можно получить на горизонте 2-3 года. Это намного более привлекательно. К тому же, полагаю, ставки снизятся, а цены вырастут. Я полагаю, что в сегменте корпоративных облигаций можно будет заработать 25-30%. Это намного более привлекательно.

Как уже сказано, физические лица продолжают двигаться в сторону финансового рынка. Постоянно открываются новые брокерские счета: сейчас открыли счета 18 млн человек, и кажется, что это много. С другой стороны, численность работоспособного населения составляет 75 млн. Так что есть резерв для роста.

Процесс идет. И по мере того, как люди будут приходить на фондовый рынок, это будет увеличивать спрос.

Сам рынок рублевых облигаций будет расти. В отличие от рынка долларовых облигаций, который будет сокращаться. Все, что происходит с отечественным рынком сейчас, приводит к тому, что компании не будут занимать в валюте. Они будут занимать на локальном рынке в рублях. Поэтому рынок рублевых облигаций, как уже сказано, будет расти. Хотя в этом году Минфин не собирается размещать ОФЗ.

Относительно перспектив рынка ВДО соглашусь с коллегами: в условиях высоких ставок привлекательность этого рынка снижается. А риски на нем могут быть большими. Поэтому кратно возрастает значимость кредитного анализа. Экономика сейчас точно будет переживать, и у ряда компаний появятся перспективы роста, особенно если иностранные конкуренты уходят. Физикам в отношении ВДО имеет смысл обращаться к профессионалам, а не принимать решения самостоятельно.

**Алексей Ковалев.** Соглашусь с коллегами: нынешняя ситуация благоприятна для перетока капитала с долгового рынка на рынок equity.

Относительно выбора между облигациями и депозитами. Для физлица в ситуации такого выбора может играть роль разница в режимах налогообложения для этих двух сегментов. Клиент-физическое лицо должен не только платить НДФЛ на купон, но и заплатить налог на прирост цены, а сейчас весь наш рынок торгуется ниже номинала.

Кроме того, реальные ставки по многим облигациям сейчас имеют отрицательные значения. Два этих фактора могут ограничить объемы инвестиций физлиц в облигационный сегмент.

И, конечно, многое осложняет волатильность спредов. У нас сейчас находится в разработке несколько идей в сегменте рублевых корпоративных облигаций. Я стал анализировать изменения доходности одного интересного эмитента и увидел нечто особенное: там доходность вчера была 20%, а сегодня она уже 14%! Аналитики не успевают рисеч написать, как цифры уже изменились. *(Обиций смех)*.

Что касается перспектив различных сегментов. Насколько я понимаю, регулятор, конечно, следит за инфляцией. Но в нынешней ситуации считает более важным снижение ставки для стимуляции кредитной активности. И здесь регулятор будет искать баланс в каждый момент времени. Людям все-таки должно быть интересно нести деньги и на депозит тоже.

Что касается ставки, то она будет снижаться. Поэтому, в частности, я бы не ставил крест на перспективах ВДО. **Александр Какаулин.** Доля физических лиц на рынке облигаций не очень велика. В момент, когда рынок ОФЗ открылся, с их стороны генерировался определённый интерес, но сложившиеся там доходности их несколько разочаровали.

Тем не менее, точечный спрос физлиц на покупки рублевых облигаций (и ОФЗ, и корпоративных) присутствует. Учитывая планы регулятора по даль-

нейшему снижению ключевой ставки, и, соответственно, вытекающему из этого снижению доходности по депозитам (а высокие ставки действовали только на очень короткие сроки), ждем перетока части средств из депозитов на рынок рублевого долга. Портфели клиентов, безусловно, испытали снижение, но если эмитенты качественные, то к погашению все должно восстановиться.

В сегменте ВДО (высокодоходные облигации) ожидаем увеличения числа неисполнения обязательств.

Добавлю, что инвестиции в акции могут быть интересны не каждому частному инвестору. Во-первых, они могут ему не подходить по риск-профилю. Во-вторых, акции имеют более существенную волатильность, чем облигации. Если рассматривать акции как альтернативу, то, на мой взгляд, наиболее привлекательными выглядят акции компаний с высокими дивидендными выплатами. .

Но в перспективе это хорошее направление.

Многим инвесторам дивидендная история кажется привлекательной. Им нужна своего рода рента. Со своей стороны, мы предлагаем клиентам дивидендные истории как альтернативу акциям. В этом году дивиденды у многих компаний, возможно, существенно уменьшатся. Но в перспективе это хорошее направление.

**Василий Иванов.** Вот тут в списке есть еще вопрос о том, как повлияло на рынок закрытие биржи. Хотел бы сказать об этом пару слов.

С нашей (как управляющей компании) точки зрения закрытие биржи повлияло на рынок облигаций положительно. Во-первых, были остановлены панические продажи. Которые опасны, в частности, тем, что иногда пробивают уровни по сделкам репо с ОФЗ. И тогда идут массивные вынужденные продажи бумаг, когда

сделки закрывают по любым ценам. Что влечет огромные потери для инвесторов.

Предположу, что на валютном рынке было немало частных лиц, с высокой вероятностью покупавших доллары по курсу выше 110–120, платя при этом еще и комиссию. Хорошо, что благодаря закрытию биржи на рынке облигаций не случилось событий, которые повлекли бы столь же негативные последствия для инвесторов.

**Евгений Жорнист.** Согласен, закрытие биржевого фондового рынка сыграло позитивную роль. Возможно, надо было и валютный рынок закрыть на какое-то время. Курс сходил на уровни выше 100, в результате поднялись цены даже на товары, которые производятся в России. Чисто на ожиданиях, что все и дальше будет расти

Но и Банку России, и Московской бирже я бы поставил в минус реализацию механизма открытия рынка, — прежде всего, рынка облигаций. В первый день мы видели и очень низкие биды со стороны ЦБ, и принудительное закрытие определенных позиций. Рынок это быстро отыграл, но эти шоки можно было не допускать. ■