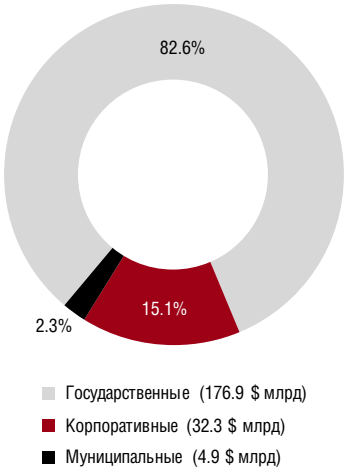


**Константин ЕМЕЛИН,**
Cbonds

# Рынок контрастов

Большинство постсоциалистических экономик, и польская в том числе, сталкивались с похожими проблемами. Важной задачей, которую им предстояло решить, было создание с нуля свободного финансового рынка. Во многих аспектах российский и польский фондовые рынки пошли разными путями, что делает особенно интересным изучение опыта нашего западного соседа, между прочим, единственного государства ЕС, прошедшего мировой финансовый кризис без потерь. Пожалуй, одним из наиболее динамично развивающихся сегментов рынка капитала Польши является долговой рынок.

**Рисунок 1**
Структура внутреннего рынка облигаций Польши по секторам на I кв. 2013 г.




Важная особенность рынка облигаций Польши — это обширный, но малоликвидный внебиржевой сектор. Поскольку подавляющее большинство эмиссий организуются в формате непубличной оферты, направленной ограниченному кругу потенциальных инвесторов, весь объем выпуска фактически делится между несколькими десятками, а иногда и попросту несколькими держателями, которые фиксируют позицию вплоть до выкупа. Нередки случаи, когда о выпуске облигаций известно лишь самому эмитенту, организатору и единоличному инвестору. Впрочем, в последние годы эта ситуация постепенно меняется в лучшую сторону с появлением в 2009 году площадки Catalyst, специализированного рынка для торговли долговыми инструментами при Варшавской фондовой бирже. На конец первого квартала 2013 года доля бумаг, прошедших листинг на бирже, в общем объеме рынка долговых инструментов в обращении составляет для государственных облигаций 96.3%, для муниципальных — 15.8%, для корпоративных — 50.5%.

Структура торговых площадок в Польше имеет довольно сложный характер. При Варшавской фондовой бирже функционирует молодой рынок корпоративных, муниципальных и государственных облигаций Catalyst, к торгам на котором допущены как институциональные, так и частные инвесторы. А вне системы Catalyst функционирует отдельный рынок Treasury BondSpot Poland, на котором обращаются исключительно государственные инструменты, а к торгам допущены только крупные финансовые институты.

Основным двигателем польского рынка облигаций является сегмент суверенного долга, где в последний год наблюдался настоящий бум как с подачи национальных, так и зарубежных инвесторов. По данным на первый квартал 2013 года, совокупный объем государственного долга составил $260 млрд, при этом $180 млрд составляет внутренний долг, $80 млрд — внешний. На внутренние облигации Государственной казны Польши приходится $176.8 млрд, на еврооблигации — $62.4 млрд. При объеме ВВП в 2012 году

$470 млрд отношение государственного долга к ВВП составило порядка 55%, что несколько превышает среднемировой уровень в 47% и помещает Польшу на 29-е место между Пакистаном и Уругваем.

Польский рынок государственных ценных бумаг отличается разнообразием. С определенной периодичностью, два-три раза в месяц, Министерство финансов проводит аукционы для институциональных инвесторов, на которых предлагается гибкая и диверсифицированная в зависимости от рыночной конъюнктуры структура краткосрочного и долгосрочного долга. На ежемесячной основе широкая сеть коммерческих банков, фактически выступающих андеррайтерами выпусков, распространяет среди частных инвесторов так называемые розничные облигации, бумаги с небольшим номиналом, выпускаемые на срок от двух до десяти лет. Третьим направлением польского суверенного долга является выпуск еврооблигаций, в основном номинированных в евро, реже — в японских иенах и долларах. Благодаря высоким рейтинговым оценкам (A2/A–/A–) в условиях нестабильности зоны евро и колебаний потолка госдолга США до недавнего времени Польше удавалось провести ряд крайне удачных размещений. Среди них особенно выделяется последний выпуск в объеме 1 млрд евро на 6 лет под рекордно низкий купон в 1.625% со спредом к mid-swap в 65 б.п.

Впрочем, последний месяц на рынке внутреннего и зарубежного долга Польши наблюдается определенная коррекция, вызванная ожиданием сворачивания программ количественного смягчения в Штатах.

Основная ликвидность в суверенном секторе сосредоточена на площадке Treasury BondSpot Poland, где профессиональные участники рынка торгуют внутренними государственными бумагами и суверенными еврооблигациями Польши. Ведущий биржевой показатель на рынке облигаций Польши TBSP. Index показывает схожую динамику с аналогичным индикатором по российскому суверенному долговому рынку, однако годовые обороты торговли государственными бумагами на Варшавской бирже ($327.4 млрд) существенно превышают обороты российской площадки ($140.8 млрд). Впрочем, в других секторах тенденции противоположные.

Рынок муниципальных долговых бумаг Польши нельзя назвать сильно емким, поскольку, по данным на первый квартал 2013 года, на его долю приходилось порядка 13.2% несуверенных заимствований, или в абсолютных цифрах около $4.9 млрд. Большая часть муниципальных бондов оседает в портфелях пенсионных фондов и управляющих компаний или попросту остается на балансе организаторов выпуска, что объясняется более высоким купоном при аналогичной срочности бумаги в сравнении с государственными бондами. Неустойчивая мировая конъюнктура последнего года привела к определенному замедлению темпов роста объемов муниципальных заимствований в годовом отношении с 25.8% на первый квартал 2012 года до 8.1% на первый квартал 2013-го. Впрочем, такая общая особенность польского долгового рынка, как преобладание флоутеров над бумагами с фиксированной ставкой в условиях проведения агрессивной политики Национального банка Польши по снижению процентных ставок, должна привести в ближайшее время к новой волне роста муниципальных размещений.

Анализируя выпуски польских муниципалов, обращающиеся на бирже, можно отметить большое разнообразие эмитентов, от крупнейших городов до самых незначительных гмин, что объясняется унитарным устройством государства. Так, на Catalyst одновременно обращаются бумаги Варшавы на общую сумму $561 млн и деревни Устроне Морске на сумму $842 тыс. Ставка купона муниципальных выпусков в зависимости от качества эмитента находится в диапазоне 4–6.5%.

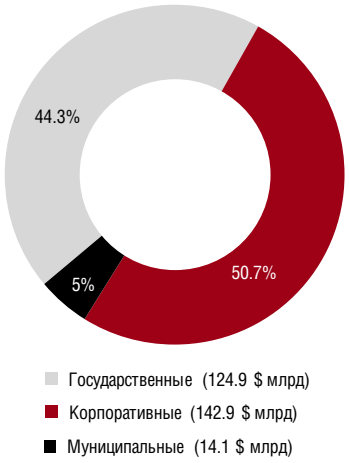
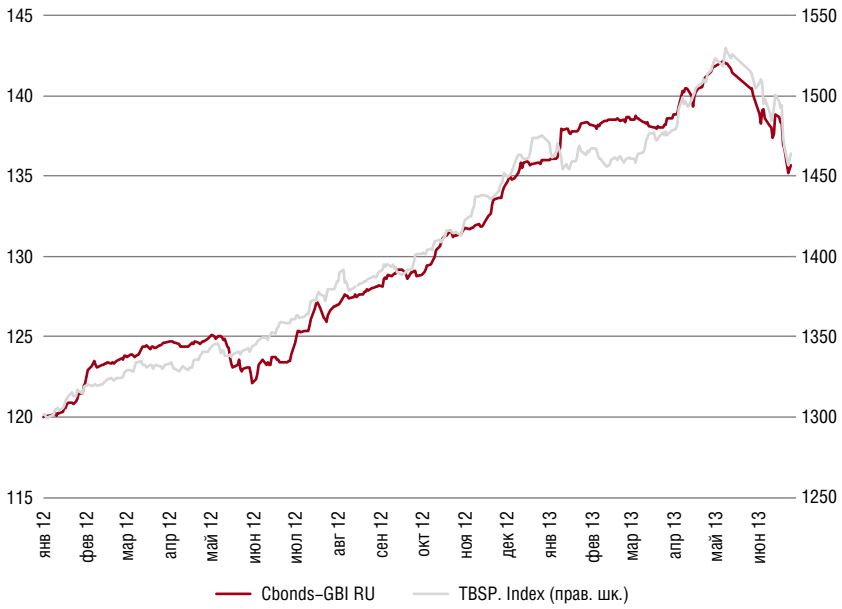



**Рисунок 2**
**Структура внутреннего рынка облигаций России по секторам на I кв. 2013 г.**

**Рисунок 3**
**Динамика индексов Cbonds-GBI RU и TBSP**



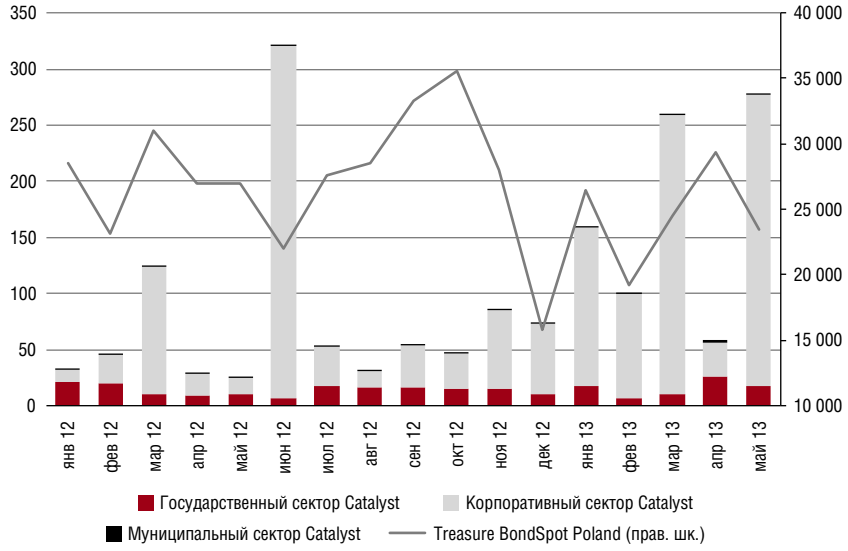



**Рисунок 4**
Объем торгов на рынках Catalyst и Treasury BondSpot Poland, $ млн

По состоянию на первый квартал 2013 года объем рынка корпоративных облигаций составил $32.3 млрд. Среди корпоративных выпусков по объему и числу эмиссий преобладает банковский сектор. На долю банков приходится $14.2 млрд (без учета инфраструктурных заимствований правительственного агента Bank Gospodarstwa Krajowego в размере $6.2 млрд в интересах национального дорожного фонда).

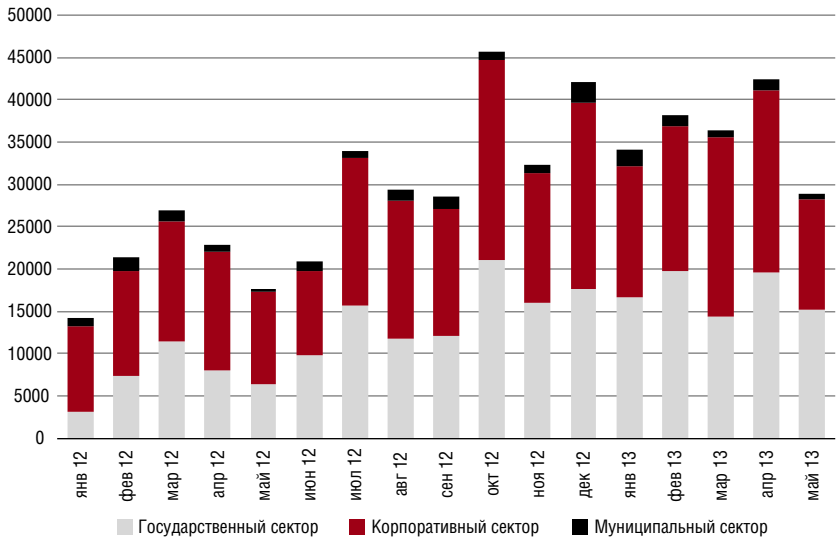
Бумаги финансовых институтов традиционно являются наиболее ликвидными, что довольно типично для всего мирового долгового рынка. Впрочем, польский рынок и тут имеет свои особенности — облигации кооперативных банков. Кооперативные банки в Польше представляют собой кредитно-финансовые институты, призванные поддерживать региональных производителей, в первую очередь сельскохозяйственного сырья. Иначе говоря, извлечение финансовой прибыли не является единственной целью функционирования кооперативных банков. Облигации кооперативных банков пользуются повышенным спросом у инвесторов благодаря высокой надежности эмитентов и дополнительной премии к выпускам коммерческих банков. Так, крупнейший кооперативный банк Bank BPS представлен на Catalyst тремя выпусками на общую сумму в $83 млн с плавающими ставками от 6.44% до 7.51%, что выгодно отличает его от крупнейшего коммерческого банковского эмитента PKO Bank Polski с эмиссией в $500 млн по текущей ставке 5.12%.

Самые низкие доходности в банковском секторе (ставки варьируются от 1.553% до 5.36% в зависимости от валюты выпуска) предлагают ипотечные облигации, выпускаемые всего тремя эмитентами, разместившими 25 выпусков длинных бумаг на $950 млн. Эти бумаги, как правило, низколиквидны, поскольку выпуски оседают до погашения на балансах пенсионных и инвестиционных фондов. В начале 2013 года состоялась первая в Польше сделка по секьюритизации автомобильных кредитов на сумму $161 млн. Эмитентом выступила одна из структур крупного банка Getin Noble Bank.

Вслед за банковскими эмитентами как по количеству, так и объему размещений идут коллекторские и факторинговые агентства, выпускающие бумаги, обеспеченные долгами третьих фирм в среднем под 7–13% годовых. Высокой популярностью пользуются бумаги участников строительной отрасли, предлагающие купон в размере 7–11%. Впрочем, указанные высокодоходные отрасли являются наиболее рискованными: большинство дефолтов и задержек погашений и выплат купонов на польском рынке приходится именно на эту категорию заемщиков. Крупнейшие выпуски в реальном секторе экономики принадлежат компаниям электроэнергетической и нефтегазовой отраслей, которые привлекают деньги на долговом рынке для реализации дорогостоящих проектов по строительству в стране АЭС, СПГ-терминала и разведке концессий сланцевого газа. Впрочем, из-за низких доходностей по бумагам квазисуверенных компаний спрос на них, как правило, невысок.

Как и в случае с муниципальными

**Рисунок 5**
Объем торгов облигациями на Московской бирже и Санкт-Петербургской валютной бирже, $ млн



облигациями, корпоративный сектор поражает своими контрастами. Так, среди 313 выпусков, торгуемых на Catalyst на конец первого квартала 2013 года, можно найти бумаги нефтегазового концерна PGNiG на $780 млн, которые соседствуют с облигациями коллекторского агентства GPF Causa на $131 тыс., бондами девелопера Poznańska 37 с текущей ставкой купона в 20% и бумагами государственного банка Bank Gospodarstwa Krajowego, выпущенными под 3.4% годовых.

В целом Польша обладает довольно емким и высокодиверсифицированным рынком облигаций. Основные проблемы, стоящие на пути дальнейшего развития долгового рынка страны, связаны с непубличным характером выпусков, доминированием плавающей процентной ставки, большим разрывом в ликвидности инструментов, различиями в стоимости бумаг на бирже и рынке OTC.

В настоящее время Catalyst занимает второе место после Венской биржи по количеству обращающихся долговых инструментов в ЦВЕ, однако количество иностранных облигаций на польской площадке пока остается довольно ограниченным. Тем не менее амбиции Польши по формированию регионального финансового центра в совокупности с устойчивостью национальной валюты и увеличивающейся ликвидностью вторичного обращения бумаг со временем могут нивелировать недостатки польского рынка, привлекая все большее количество эмитентов и инвесторов как внутри страны, так и из-за рубежа.

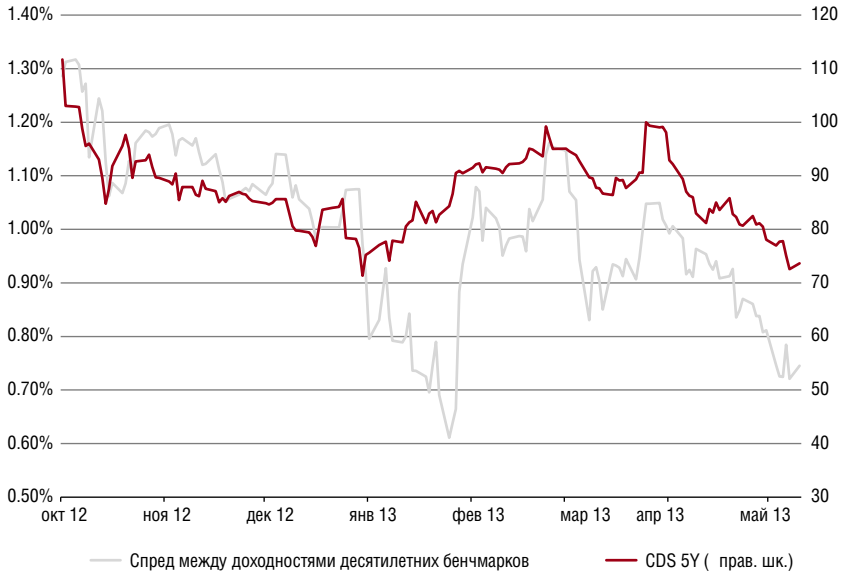



**Рисунок 6**
Динамика спреда между доходностями десятилетних бенчмарков и CDS 5Y


Организатор:

Cbonds congress

При поддержке:

АУВЕР

ДЕНЕЖНЫЙ И ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК • 2013

Генеральный спонсор:

Промсвязьбанк

Спонсоры:

Банк Петрокоммерц

СвязьБанк

6 сентября 2013
Астрахань, Park Inn by Radisson



С 2006 года каждую осень конференция, которая ранее называлась «Российский вексельный конгресс», собирала ключевых игроков вексельного рынка России. С 2012 года программа была расширена и теперь включает секции, посвященные вопросам межбанковского сотрудничества, денежному рынку, управлению ликвидностью, операциям РЕПО, валютному рынку и т. д. Каждый год конференция проводится в одном из крупных региональных финансовых центров России.

**Ожидаемое количество участников 150 человек.**