Российский долговой рынок: ключевые тенденции и основные пути развития

Дмитрий ДУДКИН,
руководитель дирекции анализа долговых рынков,
«УРАЛСИБ Кэпитал»

Возглавляет дирекцию анализа долговых рынков «УРАЛСИБ Кэпитал» с 2006 года. Начал карьеру в инвестиционно-банковской сфере в 2002 году с должности аналитика ФК «Никойл». Помимо ФК «НИКойл», а затем «УРАЛСИБ Кэпитала», работал аналитиком в ИНГ Банке и портфельным управляющим в «ДВС Инвестмент».

Является выпускником Московского энергетического института, обладает также степенью магистра экономики и финансов Лондонской школы экономики. В 2005 году получил звание CFA.

Кризис 2008 года придал новую динамику российскому облигационному рынку.

За шоком, вызванным банкротством американского банка Lehman Brothers, последовало падение цены на нефть до $40 за баррель, и большинству иностранных инвесторов стало очевидно, что Россия больше не является тихой гаванью, ей предстоят тяжелые испытания. Это в первую очередь означало, что внешние рынки капитала оказались закрыты для государственных и частных российских заемщиков. С другой стороны, в апреле 2009 года ЦБ РФ начал смягчение денежно-кредитной политики, которое вкупе с другими факторами (например, существенным ростом склонности населения к сбережению) привело к накоплению в финансовой системе больших объемов свободной ликвидности.

Средства, накопленные банковской системой, требовали инструментов для вложения, что уже во второй половине 2009 года дало возможность российским эмитентам заметно увеличить первичное предложение на внутреннем рынке, тем более что в отсутствие доступа к иностранным ресурсам привлеченные ранее заимствования в иностранной валюте необходимо было где-то рефинансировать. Конечно, на начальном этапе перезапуска рынка большую роль играло наличие спроса со стороны государственных банков, однако с начала 2010 года внутренний долговой рынок уже функционировал вполне самостоятельно.

Весьма существенную роль в повышении ликвидности торговли рублевыми облигациями сыграло решение Минфина сосредоточить усилия на развитии сегмента рублевого госдолга. Правительство поняло, что внешние источники капитала могут быть очень ненадежными, и с апреля 2010 года не выпускало новых обязательств, номинированных в иностранной валюте. Тем временем потребности Минфина в заемных средствах существенно возросли. До кризиса российский бюджет был устойчиво профицитным, что позволило накопить в Резервном фонде порядка $140 млрд. В 2009 году фонд был практически полностью потрачен на финансирование дефицита бюджета, и с 2010 года основным источником средств для правительства (помимо налогов) стал рынок ОФЗ. Если в 2009 году Министерство привлекло таким образом 325 млрд руб., то в 2010 году эта сумма возросла до 618 млрд руб., а за первые семь месяцев 2011 года Минфин продал уже 734 млрд руб. новых ОФЗ плюс 90 млрд руб. в виде нового выпуска рублевых евробондов.

В результате совместной активной деятельности государственных и негосудар-

ственных заемщиков внутренний рынок облигаций обогнал рынок российских евробондов по суммарному объему в 2009 году и с тех пор продолжает опережать его и по темпам роста. В настоящий момент объем внутреннего долгового рынка составляет почти 5.5 трлн руб. (более $190 млрд), а рынка еврооблигаций — $160 млрд. С другой стороны, если посмотреть на представленный ниже график, становится очевидно, что движение в сторону роста внутреннего рынка является для России неизбежным. Так, на настоящий момент отношение объема локального рыночного долга к ВВП составляет в нашей стране лишь 17% по сравнению с 37% в Бразилии и 48% в Мексике. Излишне напоминать, что в большинстве развитых стран практически весь имеющийся публичный долг обычно номинирован в собственной валюте. Такие заимствования позволяют эмитентам избежать валютного риска, поэтому можно предположить, что в ближайшие годы внешний рынок останется преимущественно площадкой для размещения довольно узкого круга компаний-экспортеров, а также для банковского сектора, где валютный риск является одним из видов бизнеса.

Банковский сектор традиционно выступает очень активным участником рынка облигаций. Так, на конец июля доля банковских бондов во внешних обязательствах российских негосударственных эмитентов составила 43% из общего объема $123 млрд, тогда как на локальном рынке на долю банков приходилось 33% от 3.4 трлн руб. Более низкая доля банков на внутреннем рынке как раз подтверждает тот факт, что в настоящий момент внутренний рынок является более приоритетным для корпоративных заемщиков.

Рост внутреннего рынка способствует улучшению торговой ликвидности. Одним из хороших показателей ликвидной торговли является узкий спред между котировками на покупку и продажу. Как видно на Рисунке, в 2011 году корпоративный и государственный сегменты в среднем вернулись к докризисному уровню торговых спредов, тогда как муниципальный сегмент пока не может этим похвастаться. Необходимо также отметить, что сам по себе уровень bid-ask спреда, который, например, в государственном сегменте составляет сейчас приблизительно 15 б.п., значительно ниже аналогичного показателя на рынке евробондов, что является прямым следствием биржевой торговли локальными бумагами в противоположность евробондам, традиционно торгующимся на внебиржевом рынке, где участникам трудно определить уровень цен, в том числе и потому, что он требует наличия между покупателем и продавцом контрагентских лимитов.

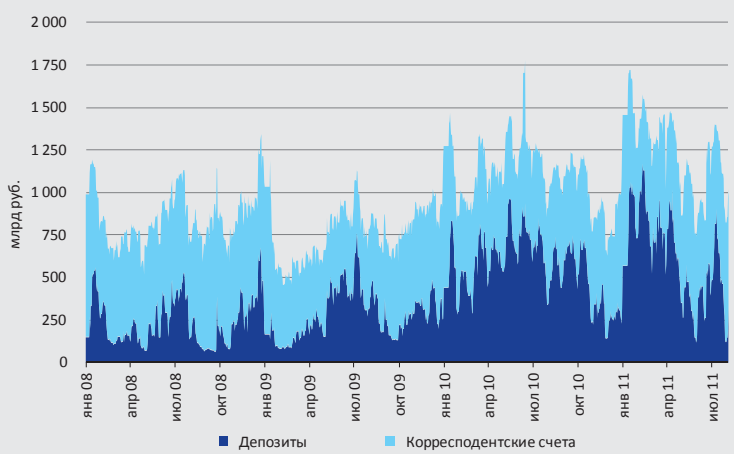


Рисунок 1

Свободные средства российских банков в ЦБ

Источник: ЦБ РФ

Что касается ценовых уровней, то на рынке евробондов доходности российских суверенных облигаций в настоящий момент существенно ниже, чем до кризиса, вследствие крайне низких долларовых ставок. С точки зрения суверенного спреда долг РФ пока торгуется шире докризисных минимумов, однако они представляются нам вполне достижимыми, учитывая, что давно назрел подъем страновых рейтингов РФ. Напомним, что в кризисный период агентства S&P и Fitch понизили рейтинги РФ

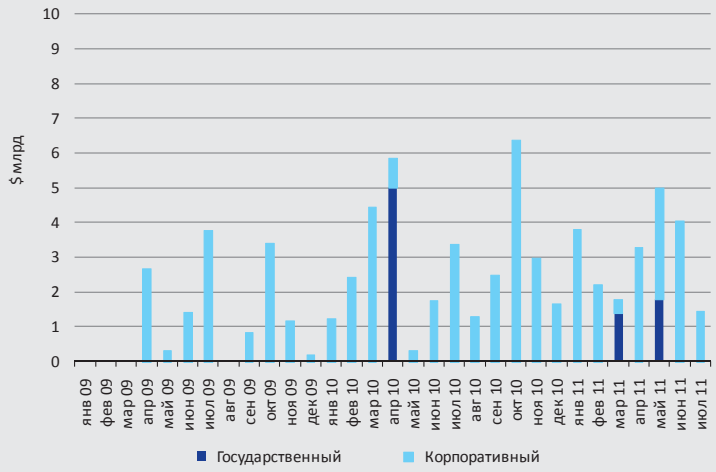


Рисунок 2

Ежемесячные размещения в евробондовом сегменте

Источник: Cbonds

на одну ступень до BBB, тогда как агентство Moody's оставило его неизменным. Мы считаем, что в течение следующих 12 месяцев можно ожидать возврата рейтингов S&P и Fitch на уровень BBB+, а также подъема рейтинга по версии Moody's до A3.

На фоне мягкой денежной политики ЦБ внутренний долговой рынок практически достиг докризисных доходностей по итогам 2010 года. Однако по сравнению с ситуацией трехгодичной давности наблюдаются следующие существенные различия:

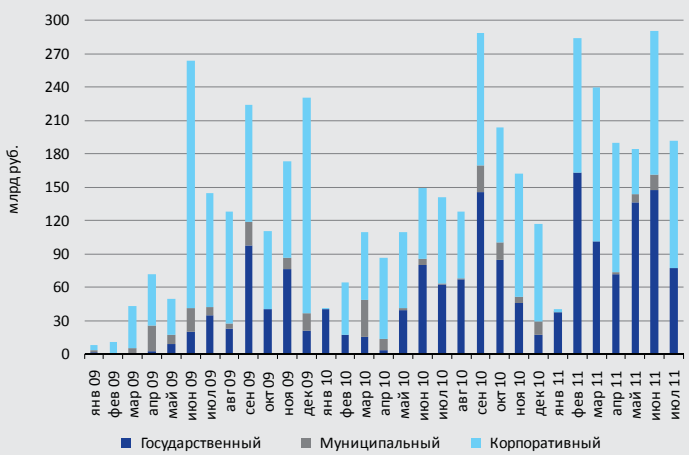
• За счет избытка ликвидности на коротком конце кривая доходности ОФЗ имеет сильный наклон, то есть инвесторы получают хорошую компенсацию за увеличение дюрации. В частности, разница в доходности между пятилетней и однолетней точками на кривой ОФЗ составляет сейчас заметно больше 200 б.п., тогда как до кризиса кривая была практически плоской.

• Сильный наклон как рублевой, так и долларовой кривой вместе с большим объемом свободной ликвидности позво-

Рисунок 3

Ежемесячные размещения в локальном сегменте

Источник: Cbonds



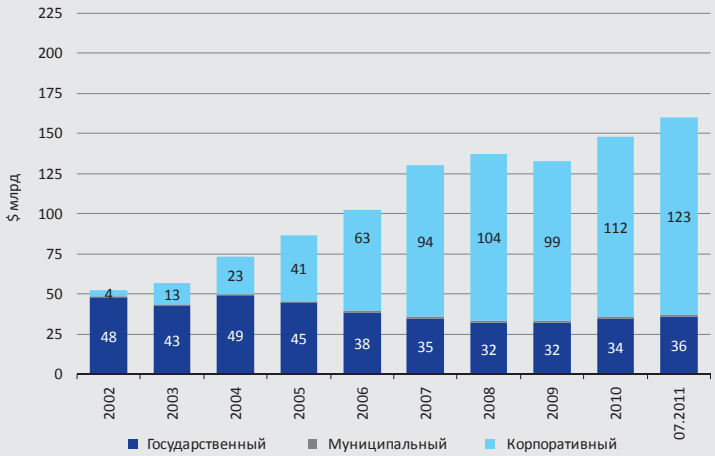


Рисунок 4

Объем внешнего рынка облигаций

Источник: Cbonds

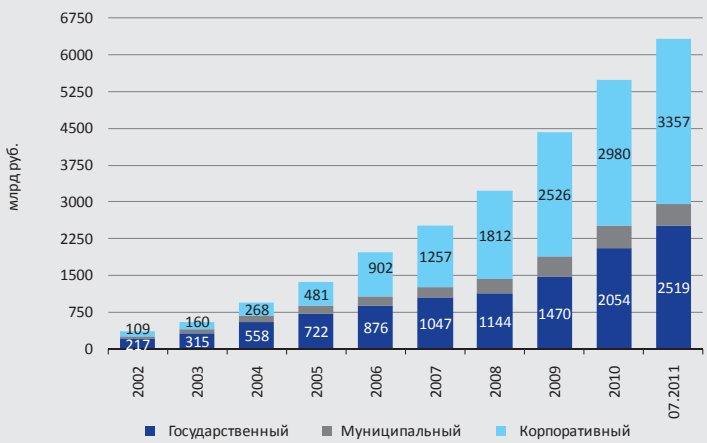
лил эмитентам в посткризисный период существенно увеличить длину размещаемых облигаций. На внешнем рынке хорошими примерами служат десятилетние долларовые бонды объемом $1 млрд, размещенные Альфа-Банком с купоном 7.75%, а также двадцатилетие еврооблигации РЖД объемом 650 млн британских фунтов, размещенные под 7.487%. На локальном рынке показательными стали семилетние облигации МТС с купоном 8.7%, а также несколько существенных по объему размещений пятилетних облигаций, осуществленных такими заемщиками, как «Евраз», «Мечел», «Еврохим» и другими.

• Как показано на Рисунке, из-за сложного для многих иностранных инвесторов обращения на ММВБ ОФЗ предлагают сейчас премию к кривой рублевых свопов, причем на длинном конце эта премия достигает 100 б.п. Существенную роль здесь играет и большое предложение локальных госбумаг, о котором мы говорили ранее. Соответственно, при дюрации порядка четырех лет премия кривой ОФЗ к долларовой суверенной кривой РФ составляет более 4 п.п., что покрывает стоимость хеджа рубля в доллар. Таким образом, даже в захеджированном виде рублевый долг не выглядит сейчас дорого в сравнении с внешним, тог-

Рисунок 5

Объем внутреннего рынка облигаций

Источник: Cbonds



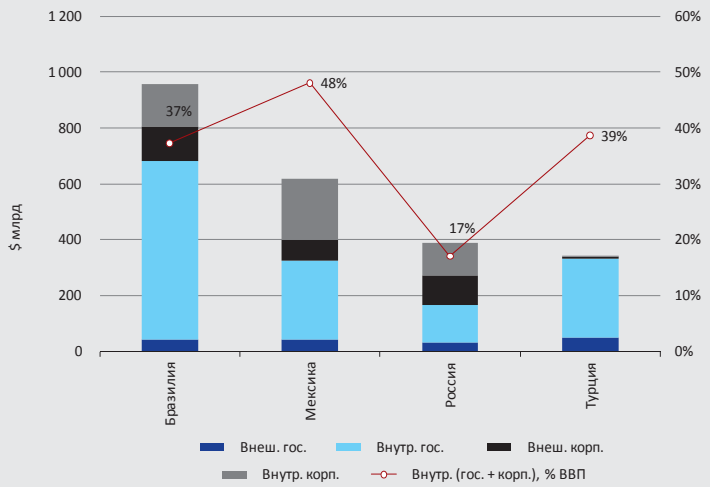


Рисунок 6

Размеры сегментов облигационного рынка России и других развивающихся экономик

Источник: Bloomberg

да как в докризисные годы хеджированные доходности рублевого рынка были малопривлекательными. Конечно, в этом случае важным фактором выступал устойчиво положительный взгляд иностранцев на рубль, который понес ощутимые потери в кризис, однако и сейчас российскую валюту нельзя назвать слабой.

• В кризис доходности рублевого рынка облигаций стали на короткий период положительными в реальном выражении (за вычетом инфляции), однако постоянный рост цен в 2010–2011 годах привел к тому, что на сроке пять лет ставки ОФЗ сейчас вновь отрицательны и составляют приблизительно -200 б.п. Эта ситуация весьма выгодна для эмитентов, ориентированных на внутренний рынок — они получают инфляционную ренту в виде дополнительных доходов, — однако их фондирование (без учета кредитного риска) стоит дешевле инфляции. Ситуация была таковой и до кризиса, однако благодаря сильному наклону кривой баланс между интересами эмитентов и инвесторов соблюдается сейчас на рынке гораздо лучше. Эмитенты имеют возможность получать ресурсы под отрицательные реальные ставки, а инвесторы — дополнительный доход за счет «скатывания» вдоль кривой.

В заключение мы хотели бы сказать несколько слов о рыночном сегменте, который в результате кризиса оказался как бы в тени бурного развития рынка последнего времени, однако обещает наверстать упущенное буквально в ближайшие несколько лет. Речь идет о муниципальных и субфедеральных облигациях.

Рисунок 7

Доля банков по объему облигаций в обращении на внешнем рынке

Источники: Bloomberg, ММВБ

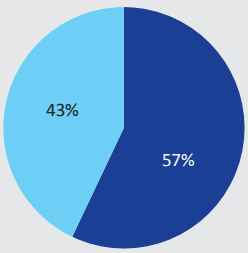
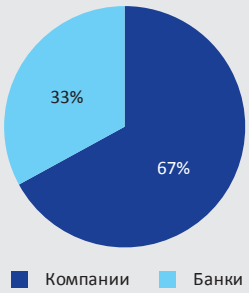


Рисунок 8

Доля банков по объему облигаций в обращении на внутреннем рынке

Источники: Bloomberg, ММВБ



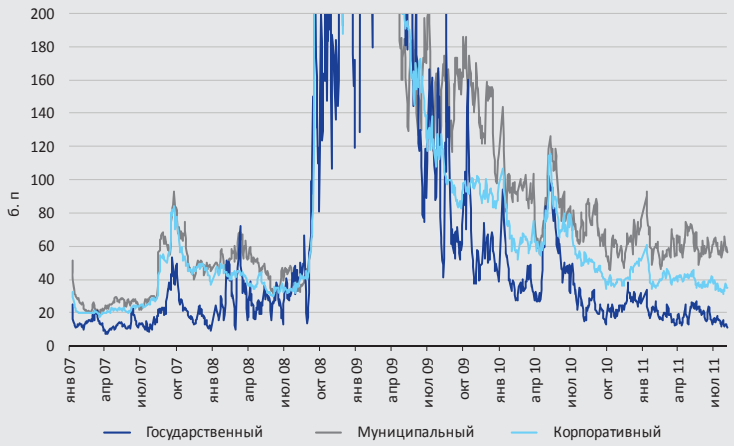


Рисунок 9

Торговая ликвидность в терминах среднего bid-ask спреда в трех сегментах внутреннего рынка

Источники: оценки «Уралсиба», ММВБ

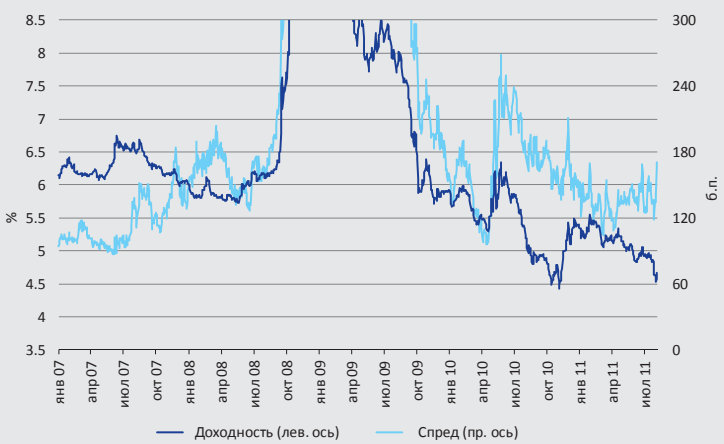
В нынешнем году рынок субфедеральных бумаг переживает откровенный дефицит предложения. Москва (крупнейший эмитент в последние годы) еще весной объявила о полном прекращении заимствований по причине хорошего состояния бюджета и сокращения инвестиционных программ, а Московская область продолжает политику сокращения долговой нагрузки с опорой на кредиты и субсидии из федерального бюджета. Рост налоговых поступлений (по итогам первого полугодия поступления от ключевого для регионов налога на прибыль выросли на 37%) уменьшил стимулы для остальных регионов, планировавших выпуски в этом году. В результате по итогам года мы ожидаем снижения объема субфедеральных облигаций в обращении на 70–80 млрд руб. в зависимости от того, будут ли полностью реализованы планы выпусков, уже зарегистрированных в Минфине. В прошлом году без учета города Москвы было размещено облигаций на 41 млрд руб. (Москва разместила бумаг на 74.9 млрд руб.), в первом полугодии было размещено шесть выпусков субфедеральных облигаций объемом 23 млрд руб.

Субфедеральные облигации остаются популярным инструментом для пенсионных фондов, и в условиях дефицита новые выпуски размещаются с большой переподпиской

Рисунок 10

Доходность евробондового выпуска Россия-30 и его спред к десятиялетним Treasuries

Источник: Bloomberg



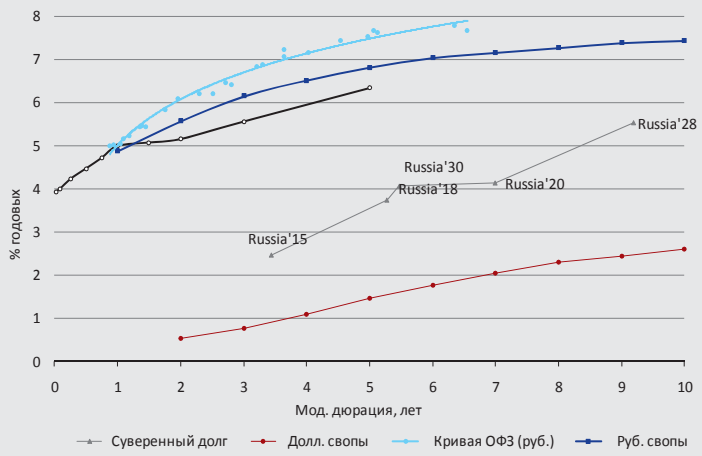


Рисунок 11

Основные кривые доходности долгового рынка РФ

Источники: Bloomberg, ММВБ

и существенно меньшими спредами, чем до кризиса. Например, размещение крупнейшего выпуска нынешнего года — займа Самарской области на 12.2 млрд руб. — прошло со спредом 85 б.п. к ОФЗ с переподпиской более чем в два раза. Во втором полугодии также ожидается несколько достаточно крупных выпусков (Нижегородская область, Костромская область, Башкортостан), а совокупный выпуск субфедеральных облигаций в 2011 году, скорее всего, будет находиться на уровне 2010 года. Низкая ликвидность вторичного рынка является проблемой субфедерального сектора уже несколько лет, поскольку новые выпуски, как правило, оседают в портфелях НПФ или региональных банков и не выходят во вторичный оборот.

В 2012–2013 годах ситуация обещает измениться. Во-первых, регионы должны погасить льготные бюджетные кредиты объемом примерно 175 млрд руб., выданные в кризис. При этом Минфин уже объявил, что федеральный бюджет не будет предоставлять субъектам федерации новых ресурсов, а средства следует привлекать на рыночных условиях. Кроме того, регионы должны рефинансировать облигации и банковские кредиты примерно на 120 млрд руб. Это создает существенные возможности для новых (в том числе дебютных) выпусков крупных и финансово самостоятельных регионов и улучшения структуры субфедерального долга. Мы ожидаем также появления на рынке инфраструктурных облигаций с региональной гарантией, в том числе под проекты, связанные с Чемпионатом мира по футболу 2018 года, а также более активных размещений облигаций крупных городов. Увеличение количества и объемов первичных выпусков и появление на рынке новых имен может способствовать оживлению субфедерального сектора и повышению ликвидности вторичного рынка.

Таблица 1

Выпуски субфедеральных облигаций в первом полугодии 2011 года

Источник: Cbonds

Эмитент	Рейтинг (M/SP/F)	Объем, млн руб.	Погашение	Доходность при размещении
Волгоградская область	–/BB–/BB–	3 000	04.05.2016	7.79%
Калужская область	–/Withdrawn/BB–	2 500	19.05.2016	8.44%
Самарская область	Ba1/BB+/–	12 200	30.11.2016	7.71%
Республика Саха (Якутия)	–/BB–/BB	2 500	20.05.2016	7.80%
Чувашия	Ba2/–/–	1 000	15.06.2014	7.48%
Ярославская область	–/–/BB–	1 822	15.04.2014	7.43%
ИТОГО		**23 022**		