Российский рынок облигаций: новая «система координат»

Канр Лиджиев

2006 год войдет в историю как год бурного роста объема рынка облигаций, валютной либерализации и связанного с ней усиления присутствия на внутреннем рынке иностранных инвесторов, появления еврорублевого сегмента долгового рынка и выпуска первых в России ипотечных облигаций. Либерализация валютного рынка и интеграция России в мировое финансовое пространство, на наш взгляд, задают некую новую «систему координат», в которой российский рынок облигаций будет существовать в 2007 году.

При этом в 2006 году не утратили своей актуальности такие проблемные «точки» рынка, как низкая ликвидность, «короткий» горизонт заимствований, дисбаланс структуры инвесторов, нежелание банков-организаторов показывать «плохие» долги и связанное с этим отсутствие на рынке официальных корпоративных дефолтов. В 2007 году рост общего объема рынка облигаций продолжится: локомотивом роста останется корпоративный сегмент, рынок региональных и муниципальных облигаций продолжит стагнировать. В центре внимания будут энергетика, банковский сектор, нефть и газ. Начнет формироваться сектор ипотечных ценных бумаг, при этом перспективы секьюритизации других финансовых активов не слишком обнадеживающие. На фоне количественного роста на первый план выходит задача качественного развития рынка облигаций.

Таблица 1. Данные по объемам основных сегментов российского долгового рынка (млн руб.), количеству эмитентов и эмиссий

	29.12.06	30.12.05	Изменение, %
Объем рынка ГКО, ОФЗ, ОБР	979 838	755 030	30%
Объем рынка ГКО, ОФЗ	875 603	721 568	21%
Объем рынка ОБР	104 234	33 462	212%
Объем рынка корпоративных облигаций	901 837	481 262	87%
в т. ч. «рыночные выпуски»	899 019	478 713	88%
нефинансовых корпораций	662 906	378 298	75%
банков и финансовых компаний	236 113	100 415	135%
Количество «рыночных» эмиссий	488	302	62%
Количество «рыночных» эмитентов	370	230	61%
Объем рынка облигаций региональных и местных органов власти	189 817	161 067	18%
регионов	178 107	151 412	18%
местных органов власти	11 710	9 655	21%
Количество эмиссий	112	107	5%
Количество эмитентов	53	46	15%
Общий объем внутреннего рынка облигаций	2 071 492	1 397 359	48%
Общий объем внутреннего рынка облигаций (без ОБР)	1 967 258	1 363 897	44%

- **Корпоративные бонды: бурный рост продолжается**
- **Госбумаги: развитие в рамках Госплана**
- **Региональные и муниципальные облигации: стагнация**

Наблюдающийся в последние годы высокий темп роста внутреннего рынка облигаций сохранился и в 2006 году: общий годовой прирост рынка составил 48%, а совокупный номинальный объем рынка облигаций достиг 2 трлн руб.

При этом темпы роста в различных сегментах значительно различались. Основной вклад в общую «копилку» внес сегмент корпоративных облигаций, который вырос за год на 87%. Достигнув объема в 901.84 млрд руб., корпоративные облигации стали самым крупным сегментом российского рынка облигаций, перегнав сегмент ГКО-ОФЗ, который вырос за год на 21% до уровня 875.6 млрд руб. Самый скромный вклад в 2006 году вновь внесли регионы и муниципалитеты, так и не сумевшие преодолеть отметку в 200 млрд руб. На конец 2006 года объем рынка региональных и местных органов власти (РМОВ) составил 190 млрд руб., показав годовой прирост всего в 18%.

Увеличение сегмента госбумаг происходит в плановом режиме — объявленные Минфином РФ в конце 2005 года ориентиры были четко выдержаны.

Рост рынка корпоративных облигаций происходит в основном за счет новых корпораций, не имевших до этого опыта публичного размещения ценных бумаг. На конец 2005 года

230 корпораций имели в обращении 302 выпуска облигаций. А на конец 2006 года уже 370 корпоративных эмитентов имели в обращении 488 выпусков облигаций. По нашим оценкам, в 2006 году в среднем на рынок ежемесячно выходило 12–13 «новых» корпоративных эмитентов. Суммарный годовой объем размещений компаний и банков составил 482 млрд руб. Массовый выход на рынок корпораций привел к тому, что доля облигаций в общем долговом финансировании компаний (отношение объема «рыночных» облигации нефинансовых корпораций к банковским кредитам предприятиям) в 2006 году показала четкую тенденцию к росту: с 9.9% на начало года до 12.6% на конец года. Но в целом доля облигаций по отношению к банковским кредитам все еще останется на относительно низком уровне: кредиты по-прежнему являются основным инструментом привлечения долговых ресурсов.

Подававший в 2004 году самые большие надежды на быстрый рост рынок облигаций РМОВ (когда данный сегмент показал рост 138%) в 2006 году, как и в 2005 (рост на 25%), продолжил уменьшать темпы своего роста. За весь 2006 год на рынке РМОВ дебютировало только 11 эмитентов, которые выпустили облигаций на 62 млрд руб. по номинальной стоимости. Если учесть тот факт, что размещения облигационных займов Одинцовского района Мособласти (350 млн), Тверской (1.9 млрд), Томской (1 млрд) и Тамбовской (400 млн) областей еще не завершилось, то фактически регионы и муниципалитеты привлекли с рынка меньше 60 млрд руб. Санкт-Петербург продолжил сокращать объем своих бумаг в обращении, в 2006 году к этому процессу присоединилась Москва, которая значительно сократила годовой план первичных размещений и параллельно начала выкупать «старые» низколиквидные выпуски. Выпуски других эмитентов этого сегмента за редким исключением были небольшими, и большинство из них размещалось на внебиржевом рынке. В результате этого первичный рынок облигаций РМОВ ушел в тень первичного рынка корпоративных облигаций.

Таким образом, в 2006 году компании, банки, регионы и муниципалитеты разместили облигации на общую сумму порядка 540 млрд руб.

График 1. Доля облигаций нефинансовых организаций в банковских кредитах предприятиям

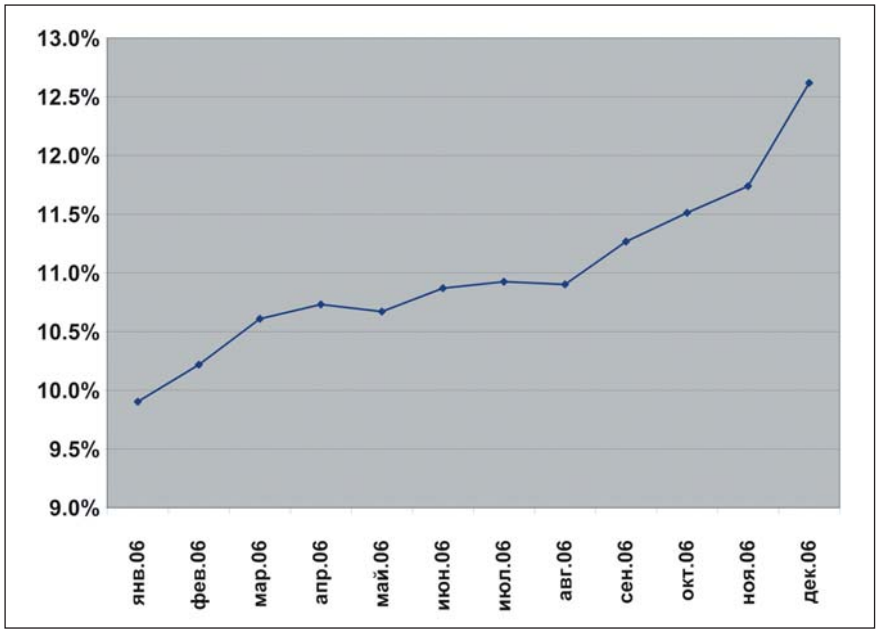
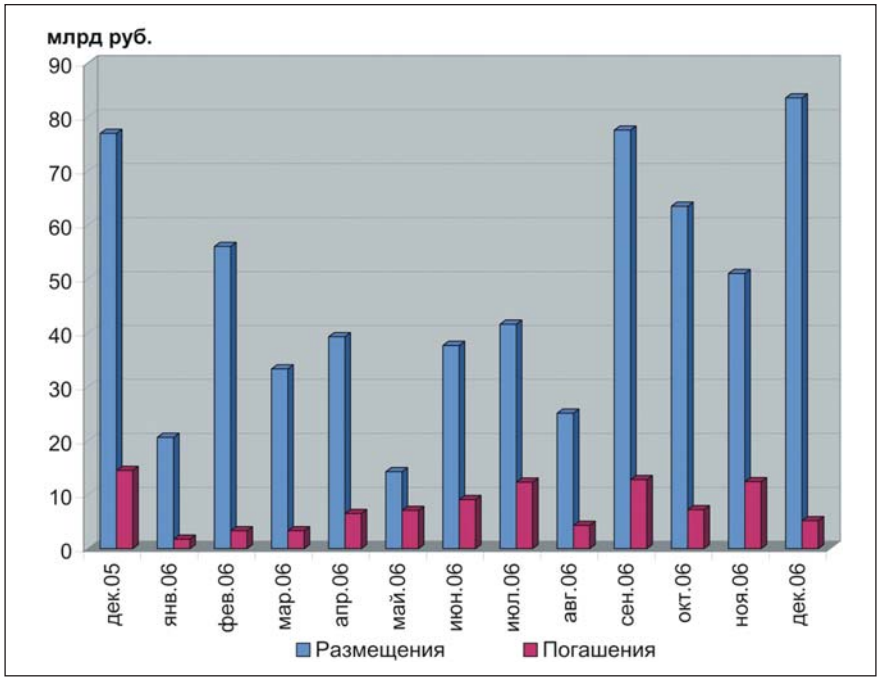


График 2. Размещения корпоративных, региональных и муниципальных облигаций



- **Ликвидность рынка остается низкой**
- **Срочность рынка практически не растет**
- **Доходность рынка — в боковом тренде**

Ежемесячные объемы вторичных торгов госбумагами и облигациями РМОВ находились примерно на одном уровне. А с учетом того, что в абсолютном выражении объемы рынков росли, это говорит о снижении ликвидности в этих сегментах. Тенденция к росту оборотов наблюдается в сегменте корпоративных облигаций, но при более детальном рассмотрении оказывается, что рост объема вторичного оборота в этом сегменте является всего лишь следствием роста объема этого сегмента. Если посмотреть на вторичный рынок, то, несмотря на рост первичных размещений и рынка корпоративных облигаций в целом, «оборачиваемость» не только не растет, но временами даже падает.

График 3. Динамика объемов вторичного оборота в основных сегментах внутреннего рынка облигаций

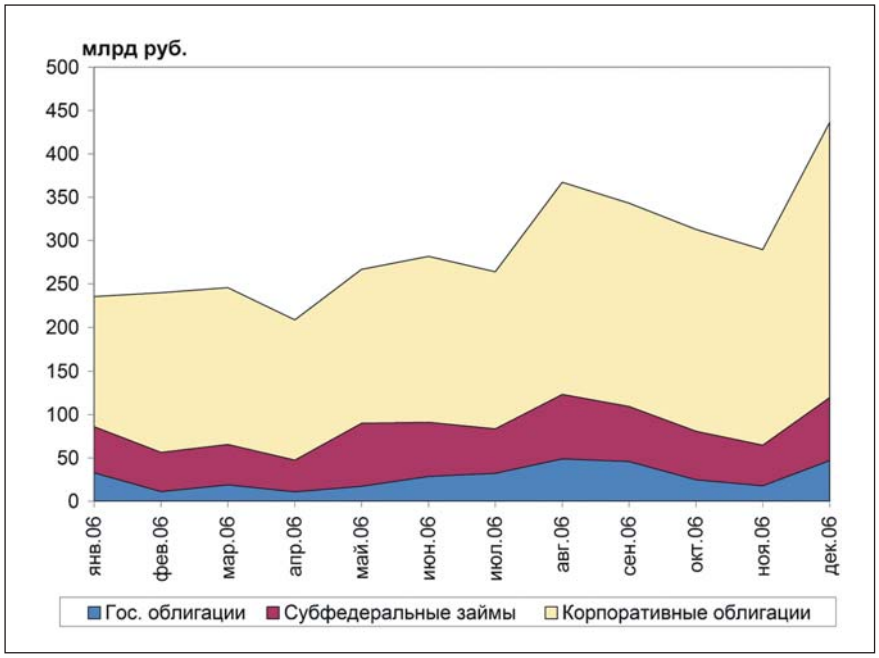
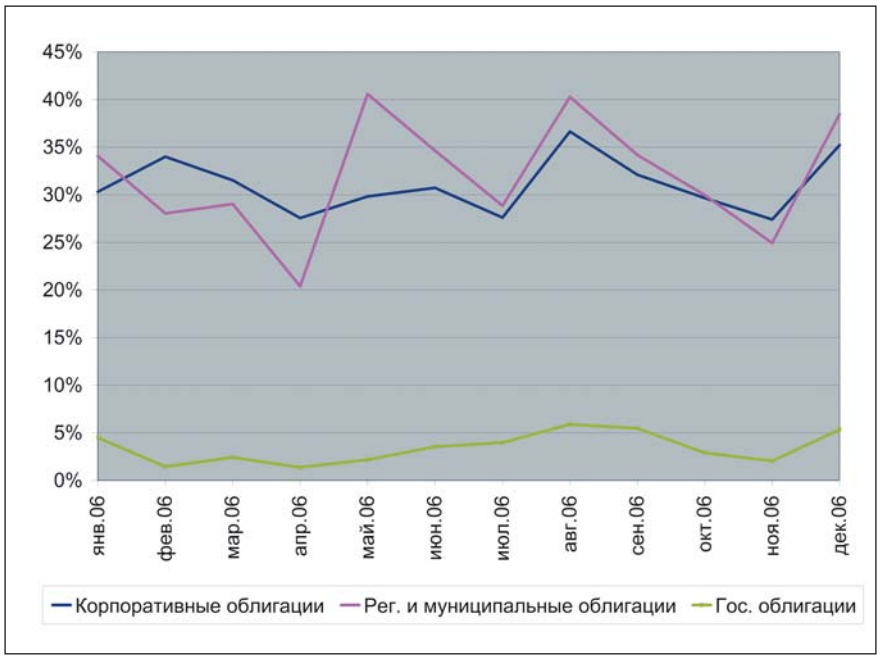


График 4. Оборачиваемость основных сегментов внутреннего рынка облигаций (Месячный оборот/Номинальный объем рынка)



Оферты остаются неизменным атрибутом подавляющего большинства выпусков корпоративных облигаций, поэтому, несмотря на кажущееся на первый взгляд удлинение сроков обращения, в реальности сроки практически не удлиняются. Дюрация портфеля корпоративных облигаций индекса RUX-Cbonds за 2006 год выросла лишь на 0.2 года, так и не достигнув отметки 2 лет — с уровня 1.6 года на начало года до 1.8 года на конец года.

Несколько лучше обстоят дела в сегменте облигаций РМОВ: дюрация портфеля бумаг индекса Cbonds-Muni за 2006 год преодолела отметку в 3 года, достигнув уровня 3.1 года, рост на 0.6 года. Но такое «удлинение» для сегмента облигаций РМОВ, которые традиционно рассматриваются инвесторами как более «надежные», чем корпоративные, и которые не имеют встроенных оферт, нельзя назвать большим достижением.

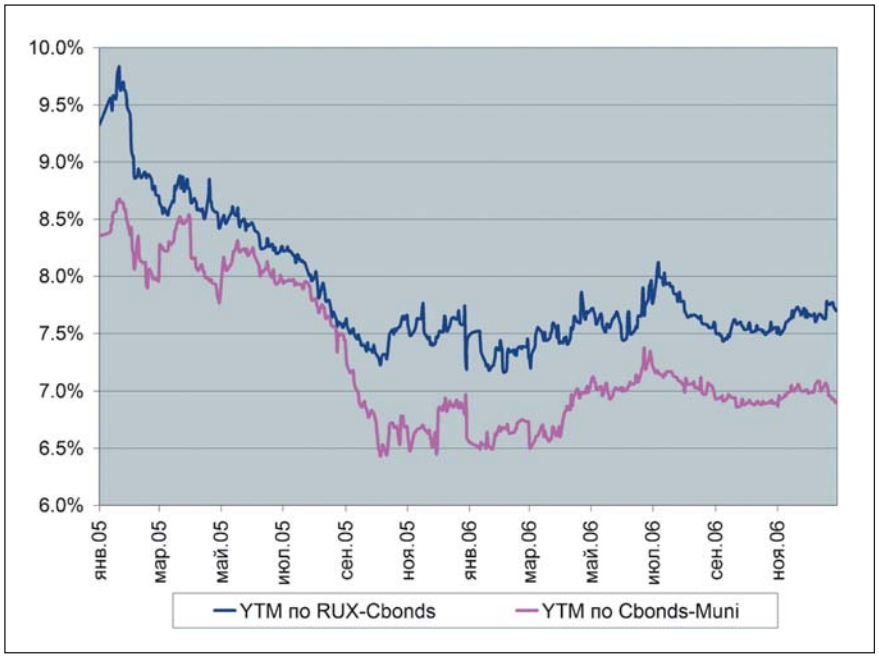
После продолжительного падения доходности на рынке облигаций в конце 2005 года доходности вошли в боковой тренд и оставались в нем весь 2006 год. Средняя доходность высоколиквидных облигаций рынка корпоративных облигаций находилась в диапазоне 7–8% годовых, средняя доходность рынка облигаций РМОВ — 6.5–7.5% годовых. Как видим, реальные ставки продолжают оставаться отрицательными (инфляция в 2005 году составила 10.9%, в 2006 году — 9%).

- **Экономика России: одни из лучших показателей в мире**
- **Валютная либерализация и переход к конвертируемости рубля**
- **Еврорубль — первый шаг к глобализации рублевого рынка облигаций**
- **Запущен механизм выпуска ипотечных ценных бумаг**

По оценкам Правительства РФ, рост ВВП России в 2006 году составит 6.9%. Это один из самых высоких показателей в мире, в частности — среди стран с развивающейся экономикой. Высокие цены на российские экспортные товары — преимущественно добывающей промышленности — обеспечивают приток капитала в Россию, благодаря которому активно растут внутренний спрос и импорт, расширяются сферы обслуживания и строительства. На фоне нестабильности на внешних рынках, где наблюдается рост процентных ставок, благоприятная экономическая ситуация делает российский рынок ценных бумаг одним из самых привлекательных в мире. Рост российского рынка облигаций был обусловлен в том числе повысившейся активностью иностранных инвесторов.

В середине 2006 года, на полгода раньше планируемого срока, была объявлена валютная либерализация и начало перехода к конвертируемости рубля. Для внутреннего рынка это означает отмену всех норм резервирования по инвестициям в облигации нерезидентами и снятие ограничений на совершение валютных операций. Присутствие иностранцев на внутреннем рынке еще не так велико, но их влияние уже ощущается. Особенно заметно это проявляется на первичном рынке: в синдикатах по размещению рублевых займов отметились ABN AMRO, JP Morgan, Deutsche Bank, Dresdner

График 5. Показатель эффективной YTM по облигационным спискам индексов RUX-Cbonds и Cbonds-Muni



Bank, «ИНГ Банк», Credit Suisse, Коммерцбанк, Ситибанк, ICICI Bank, «ВестЛБ Восток», Райффайзенбанк, HSBC Bank (RR). В более отдаленной перспективе видится, что первичный рынок разделят между собой 8–10 крупных российских и 6–7 западных банков. Западные банки накапливают мандаты на размещения «фишек» и первого эшелона и уже начинают обращать внимание на перспективный второй и третий эшелоны. Частные российские банки в основном будут представлены во втором, третьем и далее эшелонах. С расширением списка бумаг российских эмитентов в портфеле западных банков, несомненно, увеличится и их присутствие на вторичном рынке.

Как видим, для иностранных инвесторов рублевые активы становятся все более привлекательными, и в 2006 году начал формироваться такой сегмент рынка, как еврооблигации, номинированные в рублях. На конец 2006 года объем этого рынка составлял 54.1 млрд руб. В Таблице 2 представлены рублевые еврооблигационные выпуски российских эмитентов. Все, кроме одной сделки Российского банка развития на 2.5 млрд руб., прошли в 2006 году.

Таблица 2. Рублевые еврооблигационные выпуски российских эмитентов

	Объем, млн руб.	Дата окончания размещения	Дата погашения
РЖД, 2012-A (ABS)	12 570	30.03.2006	30.06.2012
РЖД, 2012-BC (ABS)	1 160	30.03.2006	30.06.2012
ВТБ, 2009 (LPN)	10 000	07.04.2006	13.04.2009
Росбанк, 2009 (LPN)	7 000	22.09.2006	30.09.2009
Red Square, 2008 (CDO)	6 700	01.12.2006	30.11.2008
Банк Москвы, 2009 (LPN, RUR)	5 000	17.11.2006	25.11.2009
Банк Ренессанс Капитал, 2007 (CLN)	3 500	27.07.2006	27.07.2007
Банк Ренессанс Капитал, 2008 (LPN)	2 660	09.11.2006	12.05.2008
Российский Банк Развития, 2006 (CLN)	2 500	31.03.2005	29.12.2006
Экспобанк, 2007 (CLN)	1 400	09.03.2006	09.09.2007
Совфинтрейд, 2046-BC (RMBS, FRN)	864	13.12.2006	25.12.2046
Союз-Виктан Россия, 2007 (CLN)	750	27.02.2006	27.02.2007

Отметим, что рублевые евробонды делают не только российские компании. На 15 января будущего года три западные организации разместили рублевые еврооблигации: ЕБРР на 2 млрд руб., германское агентство DKfW на 2 млрд руб. и норвежское экспортное агентство Eksportfinans на 1.5 млрд руб. Имеются планы у бельгийского Dexia Bank. С 15 января 2007 года российская валюта принимается в качестве расчетной в системе Clearstream Banking. Таким образом, рублевый рынок не будет ограничен страновыми границами, а станет глобальным явлением.

Помимо валютной либерализации и появления еврорублевых бумаг, 2006 год войдет в историю и как год запуска механизма выпуска ипотечных ценных бумаг. В декабре в обращении появились первые ипотечные облигации «ГПБ-Ипотека» на 3 млрд руб. с амортизацией долга и погашением 29.12.2036. Выпуск облигаций с ипотечным покрытием был организован Газпромбанком для дочернего банка «СОВФИНТРЕЙД».

ПЕРСПЕКТИВЫ 2007 ГОДА

- **Корпоративные бонды: рост сегмента продолжится**
- **Госбумаги: Госплан на 2007 год уже объявлен**
- **Региональные и муниципальные облигации: что может быть хуже?**

Итак, 2006 год запомнится нам как год бурного роста объема рынка облигаций, валютной либерализации и связанного с ней усиления присутствия на внутреннем рынке иностранных инвесторов, появления еврорублевого сегмента долгового рынка и выпуска первых в России ипотечных облигаций.

При этом в 2006 году не утратили своей актуальности такие достаточно проблемные «точки» рынка, как низкая ликвидность, «короткий» горизонт заимствований, дисбаланс структуры инвесторов, нежелание банков-организаторов показывать «плохие» долги и связанное с этим отсутствие на рынке официальных корпоративных дефолтов. С этими основными достижениями и проблемами рынок облигаций шагнул в новый 2007 год.

КАКИМ ЖЕ БУДЕТ 2007 ГОД?

Согласно Федеральному закону «О федеральном бюджете на 2007 год», опубликованном на официальном сайте Минфина РФ, чистый объем размещений (размещения минус погашения) на рынке государственных бумаг составит 213.524 млрд руб. Это означает, что к концу 2007 года рынок госбумаг может превысить уровень в 1 трлн и составить 1.09 трлн руб.

Аутсайдером по-прежнему будет рынок облигаций РМОВ. Остается открытым вопрос, сумеет ли в 2007 году рынок облигаций РМОВ все-таки преодолеть психологическую отметку в 200 млрд руб. На фоне высоких бюджетных доходов на рынке снова не будет питерских бумаг, с большой долей вероятности на рынок не станет выходить Москва. Возможно, мы увидим размещение Московской области (областной дефицит бюджета-2007 составит примерно 9 млрд руб.), но с учетом рефинансирования погашаемых в 2007 году бумаг на 4 млрд чистый прирост будет небольшим. Примеру Питера и Москвы могут последовать и другие регионы. Есть надежда на муниципалитеты, но в основной массе займы городов и районов невелики, поэтому большого вклада они внести не смогут. С учетом погашаемых в 2007 году облигаций РМОВ на сумму примерно 27 млрд руб. и планов регионов и городов (без Москвы) на начало 2007 года на сумму около 25 млрд руб. задача преодоления уровня в 200 млрд руб. выглядит трудноразрешимой. Если же Москва не будет размещать облигации и параллельно выкупать низколиквидные выпуски, то возможно и снижение объема сегмента облигаций РМОВ по итогам года.

В 2007 году облигации Москвы потеряли статус бенчмарка рынка рублевых облигаций, который закономерно перешел к госбумагам. Но стоит отметить, что главными причинами этой рокировки являются не изменения в секторе госбумаг, а в целом низкий уровень процентных ставок и снижение активности Москвы на рынке облигаций.

Рынок корпоративных облигаций закрепит за собой титул самого крупного сегмента российского рынка облигаций. Реальные процентные ставки на внутреннем рынке остаются отрицательными, ситуация в целом достаточно стабильна, поэтому поток желающих разместить облигации не иссякнет. На начало 2007 года общий объем зарегистрированных выпусков и принятых решений по эмиссиям облигаций находился на уровне 300 млрд руб. К этому можно добавить не оформленные как официальные, но уже объявленные планы компаний на сумму около 100 млрд руб. Исходя из всего этого, по нашим оценкам, в 2007 году объем первичных размещений будет порядка 500–550 млрд руб. Таким образом, чистый объем заимствований (с учетом погашения корпоративных облигаций до конца 2007 года на сумму около 115 млрд руб.) составит около 380–430 млрд руб., то есть объем рынка корпоративных облигаций может достигнуть уровня 1.28–1.33 трлн руб.

Этот объем мог быть существенно больше, но не стоит забывать о новом секторе рублевых еврооблигаций, который возьмет на себя часть рублевых займов. Так, например, РЖД планирует в 2007 году разместить еврорублевые бумаги на сумму 25 млрд руб.

- **Энергетика: реформа обязывает**
- **Банки: всем миром**
- **Нефть и газ: Газпром с нами**
- **Ипотека: камень заложен**

В 2007 году продолжит расти сектор бумаг компаний энергетической отрасли, которая вступила в период активного реформирования. В 2006 году список компаний-эмитентов (Башкирэнерго, Ленэнерго, ФСК ЕЭС) пополнили Мосэнерго, ГидроОГК, ОГК-3, ОГК-5 и МОЭСК. У Ленэнерго в планах размесить в ближайшее время новые бонды на 3 млрд руб. О своих планах размесить облигации также объявили ОГК-6 (8.2 млрд), ТГК-1 (8 млрд), Кубаньэнерго (7 млрд), ТГК-10 (3 млрд), Тюменьэнерго (2.7 млрд), ТГК-6 (2 млрд), Свердловэнерго (1.5 млрд), Якутскэнерго (1.2 млрд), Пермьэнерго (1 млрд) и ТГК-11 (500 млн).

Компании нефтегазового сектора также не оставят инвесторов без внимания. Один только Газпром собирается занять на внутреннем рынке облигаций на 45 млрд руб. Из крупных выпусков облигаций отметим также «Русснефть», которая в декабре приняла решение о выпуске двух облигационных займов общим объемом 14 млрд руб.

Традиционно большие планы у эмитентов банковского сектора. Из банковских «фишек» отметим планы банка ВТБ 24, который зарегистрировал дебютный выпуск облигаций на 6 млрд руб. К розничному подразделению ВТБ в ближайшее время присоединится Россельхозбанк. В декабре банкиры-аграрии приняли решение о размещении очередных двух выпусков облигаций на общую сумму 20 млрд руб.

Продолжат экспансию на рынок российские «дочки» западных банковских групп. В арсенале Рус-

Таблица 3. Прогноз объемов рынка на конец 2007 года, млрд руб.

Сегмент	Объем на 29.12.06	Прогноз	Оценка объема на конец 2007 г.
Госбумаги, млрд руб.	875.60	Умеренный рост	1090
Корпоративные облигации, млрд руб.	901.84	Быстрый рост	1280-1330
Региональные и муниципальные облигации, млрд руб.	189.82	Без сильных изменений, возможны движения в обе стороны	185-205
Итого, млрд руб.	1 967.26	Рост	2560-2630

финансбанка еще два зарегистрированных выпуска на сумму 8 млрд руб. Финансбанк имеет зарегистрированный выпуск на 3.5 млрд руб. Возможно, что вслед за «дочками» казахстанских, турецких, чешских, французских, итальянских банков рублевые облигации может выпустить дочерний банк шведского банка Svenska Handelsbanken. Ранее банк объявлял о своих планах разместить рублевые бонды на сумму, эквивалентную 200 млн евро. Также мы ожидаем в 2007 году целый поток облигаций региональных банков. В 2006 году региональные банки активно осваивали вексельный рынок как первый этап перед выходом на рынок облигаций. Вот список только некоторых зарегистрированных и принявших решения о выпусках региональных банков: «Восточный экспресс банк» (1.5 млрд), Сибакадембанк (1.5 млрд), Банк «РОССИЯ» (1.5 млрд), Банк «Спурт» (1 млрд), «ЧЕЛИНДБАНК» (1 млрд), Автовазбанк (800 млн), Крайинвестбанк (600 млн), Камабанк (500 млн).

Механизм размещения ипотечных облигаций был опробован на практике в конце 2006 года. Мы считаем, что в целом старт нового сектора в сегменте корпоративных облигаций был удачным, а 2007 год станет годом формирования этого сектора. В самое ближайшее время АИЖК планирует разместить на внутреннем рынке ипотечные облигации на сумму 3.5 млрд руб. Кроме АИЖК о своих планах выпустить ипотечные облигации уже объявили «Дельта-Кредит», «Альфа-Банк» и ВТБ 24. Нет сомнений, что этот список банков расширится.

- **Секьюритизации других финансовых активов не будет**
- **Биржевые облигации: перспективы туманные**

Но помимо ипотечных, существует множество других финансовых активов, которые также могут рефинансироваться через механизм секьюритизации (ABS), однако соответствующего законодательства в России нет. В конце октября 2006 года на заседании банковского комитета Ассоциации юристов России прошло первое публичное обсуждение законопроекта «О внесении изменений в некоторые законодательные акты РФ (в части регулирования секьюритизации финансовых активов)». Планируется, что законопроект пройдет первое чтение в марте 2007 года и начнет действовать летом 2007 года. Если вспомнить эпопею с законопроектами о «биржевых» и ипотечных облигациях, то это может означать, что в лучшем случае только к концу 2007 года рынок увидит действующий закон о секьюритизации финансовых активов, еще потребуется время на его изучение юридическими департаментами банков и компаний. А в это время сегмент ABS активно развивается на внешнем рынке, где за 2006 год рынок ABS вырос в восемь раз и достиг уровня 4 млрд долл. Это значит, что и в 2007 году рынок ABS российских эмитентов продолжит свое развитие на внешнем рынке.

Что касается так называемых «биржевых» облигаций, ФСФР подготовила закон о «биржевых» облигациях, регистрация которых передается биржам. Но в силу ограничения по срокам обращения до 1 года, потенциально «биржевые» облигации смогут составить конкуренцию только облигациям с годовой офертой. В то же время в силу высоких требований к эмитентам таких бумаг, одно из которых — наличие листинга акций компании на бирже, их число ограничено несколькими десятками компаний (по этой же причине «биржевые» облигации не станут конкурентами векселям, хотя изначально такая задача ставилась). Поэтому перспективы этого рынка пока остаются туманными.

КОГДА КОЛИЧЕСТВО ПЕРЕЙДЕТ В КАЧЕСТВО?

На фоне бурного количественного роста рынка корпоративных облигаций практически ничего не меняется в качественном плане. Каким рынок был пять-шесть лет назад на заре своего становления, таким он, в общем, остается и сегодня. В этой связи неудивительно, что практически все проблемные «точки» рынка пятилетней давности сохраняют свою актуальность и по сегодняшний день.

На текущий момент, на наш взгляд, перед рынком встала новая проблема — качественного «прорыва». Казалось бы, «количество должно перейти в качество», но ничего подобного на российском рынке облигаций в настоящее время не наблюдается.

Что собой представляет сегодня рынок облигаций? Это фактически один инструмент — простая облигация с фиксированным купоном и встроенной офертой. Пять лет назад само по себе появление облигации как финансового инструмента на российском рынке было «прорывом», и главной задачей было развитие этого инструмента. Но уже «вчера» эта задача была выполнена, и «сегодня» перед рынком стоят новые задачи: на внутреннем рынке практически отсутствуют инструменты с плавающими ставками, производные инструменты, структурные продукты и т. п.

Очень часто приходится сталкиваться с мнением, что главная причина «скудности» российского облигационного рынка — пассивность его участников. Привыкнув зарабатывать на постоянно растущем рынке, основные операторы рынка оказались практически лишены стимулов для развития инструментария рынка и расширения спектра предоставляемых услуг. Отчасти мы с этим согласны, особенно четко это проявляется по отношению к развитию рынка производных инструментов, но в целом более детальный анализ показывает, что основной причиной является несовершенство российского законодательства в области долгового рынка — от высокого уровня зарегулированности рынка до элементарного отсутствия необходимых законов. Будем надеяться, что в 2007 году хотя бы часть законодательных проблем, стоящих перед российским рынком облигаций, будет решена.