ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ РЫНКА

Дмитрий БЕЗУСКИЙ,
управляющий активами, Lighthouse Capital

В конце июля этого года Национальный расчетный депозитарий (НРД) подал в ФСФР часть пакета документов, необходимых для получения статуса центрального депозитария (ЦД). Несколько ранее ФСФР включила Euroclear и Clearstream в перечень иностранных организаций, которым ЦД РФ имеет право открыть счета депо иностранного номинального держателя. Таким образом, несмотря на достаточно сильную оппозицию со стороны местных депозитариев, Московской биржи, процесс либерализации локального долгового рынка с высокой вероятностью будет закончен в этом году.

Боевая готовность

Уже ориентировочно в октябре этого года Euroclear и Clearstream смогут предоставить любому инвестору, имеющему счет в этих организациях, свободный доступ к российскому внутреннему рынку. Москва, у которой есть большое желание и амбиции стать международным финансовым центром, делает большой шаг в этом направлении, открывая свой рынок для иностранных инвесторов. Теперь все те, кто имеет положительный взгляд на стоимость нефти, а значит, и на рубль, получат возможность реализовать его через покупку локального рублевого долга.

Нужно отметить, что данный процесс мог бы и не быть таким успешным, если бы в число его основных лоббистов не входили Центральный банк России и Минфин. Кроме того, несколько позднее к ним примкнула и ФСФР, довольно долго сохранявшая нейтралитет в вопросе либерализации российского рынка. Каждый при этом руководствовался своими личными интересами, но в данной ситуации они во многом совпали с рыночными. Своими действиями на протяжении последних полутора лет регуляторы демонстрировали готовность к предстоящим изменениям и предпринимали все необходимые действия для безболезненного перехода рынка к новой реальности.

Структурный сдвиг в монетарной политике ЦБР и переход от поддержки стабильного валютного курса к инфляционному таргетированию привел к существующему сегодня глубокому дефициту ликвидности в банковском секторе. Решение ЦБ ограничить валютные интервенции, которые были основным источником свежей ликвидности, позволило стабилизировать денежную массу, и в конечном итоге это должно привести к снижению инфляции в будущем. Первые результаты такой политики мы уже наблюдаем: уровень инфляции в первом полугодии долгое время держался на своих исторических минимумах (около 3%). Этому также способствовал перенос срока повышения регулируемых тарифов, однако и по итогам июля инфляция оставалась ниже 6%, что является допустимым уровнем для ЦБ. Даже в периоды высокой волатильности валютного курса рубля ЦБ ведет себя достаточно сдержанно, оказывая минимальное влияние на денежный рынок и обеспечивая его стабильность. В условиях перманентного дефицита ликвидности регулятор достаточно щедро предоставляет практически неограниченные объемы ликвидности.

Стабильно высокая цена на нефть позволяет Минфину чувствовать себя комфортно на рынке заимствований, используя только максимально благоприятные условия для увеличения объемов привлеченных средств. Я думаю, не стоит рассчитывать на значительный рост объема предложения государственного долга в ситуации сбалансированного бюджета или даже небольшого дефицита. При этом Минфин рассчитывает существенно снизить стоимость заимствований путем открытия доступа к внутреннему рынку для как можно большего количества потенциальных инвесторов (в том числе иностранных). Стоит отметить, что Минфин к этому неплохо подготовился, предприняв необходимые действия и построив качественную ликвидную кривую по всей длине. Весной этого года рынку был предложен новый 15-летний выпуск ОФЗ-26207, который позволил значительно

«ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ АКТИВНЫМ ИНОСТРАННЫМ ИНВЕСТОРАМ ИНТЕРЕСНЫ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ ЦЕНОВЫЕ ДВИЖЕНИЯ И ЧУВСТВИТЕЛЬНЫЕ СПРЕДЫ, А ДЛЯ ЭТОГО В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ НЕОБХОДИМЫ ДЛИНА И ЛИКВИДНОСТЬ, КОТОРЫЕ ЕСТЬ НА РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ»

удлинить кривую. Безусловно, это было нужно прежде всего для того, чтобы подготовить рынок к приходу иностранных инвесторов, которые охотно покупают длинную дюрацию. Кроме того, большую часть первичных размещений Минфин сконцентрировал также на длинном конце, сделав его максимально ликвидным.

Иностранные инвесторы не остались равнодушными к таким структурным изменениям на локальном долговом рынке. Об их повышенном интересе к внутреннему долгу красноречивее всего говорят результаты аукциона по размещению ОФЗ, который прошел 1 февраля этого года. Это был первый аукцион после отмены монополии торговой системы ММВБ на заключение сделок с ОФЗ. То есть новые правила дали возможность инвесторам покупать облигации федерального займа вне рынка — over the counter (OTC). Фактически это были первые признаки послабления для иностранных участников. Результат впечатлил: переспрос составил 5.5 раза, особенный интерес был сосредоточен в длинном десятилетнем выпуске. Таким образом, в ситуации, когда до полной либерализации рынка было еще далеко, многие иностранные инвесторы уже готовы были покупать ОФЗ.

Еще одним доказательством повышенного интереса нерезидентов к рублевому государственному долгу являются результаты торгов суверенным евробондом RUSSIA-2018, номинированным в рублях. За прошедшие семь месяцев доходность по этой бумаге снизилась более чем на 1% (на 115 б.п.), в то время как доходность для ОФЗ аналогичной длины (ОФЗ-26204) уменьшилась всего на 70 б.п. Таким образом, спред между данными бумагами расширился до рекордных 170 б.п. в июле этого года. Именно во столько рынок оценивает инфраструктурные риски, связанные с характеристиками локальных ОФЗ по сравнению с евробондом. Многие инвесторы предпочитали покупать явно переоцененный евробонд, не имея достойной альтернативы (объем выпуска рублевого евробонда составляет $3 млрд против совокупного объема рынка ОФЗ в $60 млрд) и возможности принять на себя дополнительные риски.

Причин популярности у иностранцев локальных государственных долгов предостаточно. В первую очередь это очень незначительная доля иностранных инвесторов в структуре внутреннего государственного долга по сравнению с другими развивающимися странами. То есть фактически иностранные инвесторы сильно недоинвестированы в российский локальный долг. Рынок ОФЗ практически весь находится в руках локальных инвесторов: банков, пенсионных фондов, ЦБР.

Учитывая большую активность нерезидентов в первичных размещениях этого года, их доля в выпусках ОФЗ, скорее всего, уже превышает 5%, которые иностранцы имели в конце 2011 года, однако это все еще значительно меньше 20–25%, характерных для большинства развивающихся стран, таких как Польша, Турция, ЮАР, Венгрия, Индонезия.

Второй причиной высокого внешнего спроса к российскому внутреннему долгу является его фундаментальная привлекательность. На сегодняшний день доходности на рынке ОФЗ не отражают те структурные изменения, которые проводит ЦБР и которые впоследствии приведут к снижению уровня инфляции в России. Текущие уровни реальных процентных ставок находятся на своих исторических максимумах и выглядят особенно привлекательно, если сравнивать их с аналогичными показателями других стран. На сегодняшний день российский локальный государственный долг является одним из самых недооцененных среди развивающихся стран, и это становится еще более очевидным, если принимать во внимание незначительный уровень совокупного государственного долга РФ.

На мой взгляд, спрос со стороны локальных инвесторов также будет создавать дополнительное давление на доходности ОФЗ. За последние годы банки значительно нарастили свои инвестиции в государственные облигации. При этом большинство банков используют ОФЗ не только для получения дохода, но и как инструмент управления ликвидностью. Нулевой дисконт для ОФЗ при предоставлении короткого финансирования через инструменты прямого РЕПО с ЦБ позволяет банкам инвестировать в ОФЗ большую часть своей свободной ликвидности.

Изначально ФСФР рассчитывала предоставить доступ Euroclear только к рынку государственных, муниципальных облигаций, а также к облигациям субъектов. Либерализацию сегмента корпоративных бумаг планировалось отложить до 2014 года. Однако совсем недавно регулятор объявил о том, что готов предоставить доступ к корпоративному сегменту одновременно с другими рынками. Весьма неожиданное решение, и рынок к нему явно не готов. Поэтому, даже если это произойдет, не стоит ждать активного участия нерезидентов в локальном рынке корпоративного долга.

У рынка корпоративных облигаций своя парадигма. Он достаточно короткий и концентрированный. В то же время потенциальным активным иностранным инвесторам интересны значительные ценовые движения и чувствительные спреды, а для этого в первую очередь необходимы длина и ликвидность, которые есть, скажем, на рынке евробондов.

На сегодняшний день несколько компаний имеют выпуски евробондов, которые номинированы в рублях (РЖД, Россельхозбанк, «Русгидро»). То есть речь идет о квазисуверенных высококачественных заемщиках. При этом все эти выпуски торгуются со значительно более узкими спредами к своим локальным выпускам, чем текущий уровень спреда между ОФЗ-26204 и RUSSIA-2018. Более того, евробонд «Русгидро» на данный момент торгуется с премией в 15 б.п. к своим аналогичным локальным выпускам. Это может говорить в первую очередь о том, что рынок живет своей низколиквидной жизнью и в отличие от рынка ОФЗ привлекает иностранных инвесторов. Кредитный риск на локальном рынке корпоративного долга сильно недооценен. Более того, риск кредитной дюрации практически не оценивается рынком. На сегодняшний день локальный корпоративный долг для большинства инвесторов является инвестиционным инструментом до погашения (held-to-maturity), а количество выпусков длиннее трех лет очень ограничено, это обуславливает очень низкую ликвидность на длинном конце.

Безусловно, доступ иностранных инвесторов должен привести к улучшению ситуации с ликвидностью в первую очередь, а также к росту оборотов на рынке. Но такой процесс вряд ли будет быстрым, и начнется он, скорее всего, с компаний первого и второго эшелонов, которые представлены на рынке еврооблигаций и, соответственно, знакомы большинству нерезидентов. Их возможное участие на локальном рынке корпоративного долга должно спровоцировать переоценку кредитного риска и расширение кредитных спредов. В то же время это даст возможность компаниям найти спрос на длинном конце кривой (от трех лет), а также, вполне вероятно, позволит увеличить объемы заимствований.