Дмитрий АЛЕКСЕЕВ

«Азиатский тигр»

Если бы 50 лет назад, когда Сингапур отделился от Малайзии, кто-нибудь сказал, что страна станет одним из крупнейших мировых финансовых центров, его сочли бы безумцем. Совершив резкий скачок, «азиатский тигр» сегодня имеет один из самых сильных облигационных рынков в Азии, а разместиться на Сингапурской бирже стремятся компании по всему миру. Каков он, долговой рынок «Европы на экваторе»?

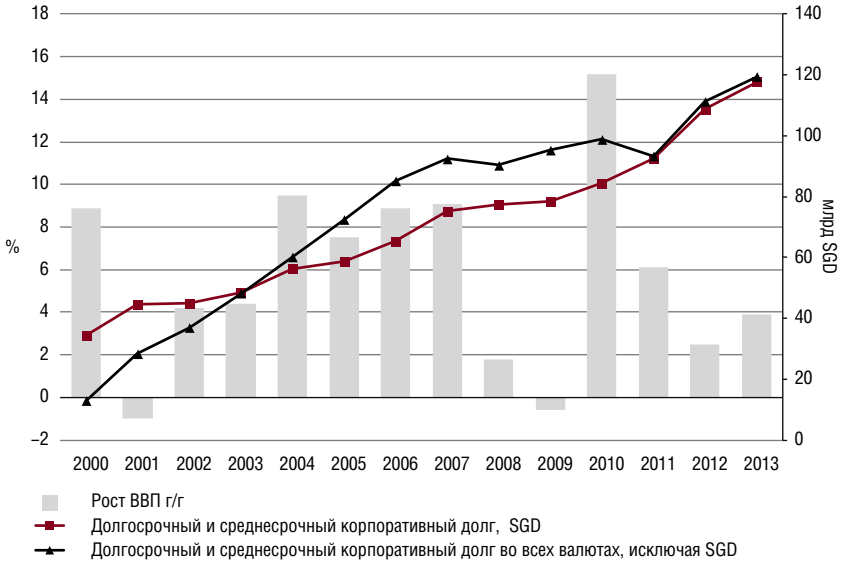
В 2013 году ВВП Сингапура вырос на 3.9%, что относительно немного по сравнению с феноменальным ростом в 2010 году, когда показатель вырос на 15.2%. В целом в 2000-х годах рост был неравномерным, но после кризисов экономика разгонялась достаточно быстро. Росту способствовали низкий уровень безработицы (1.88% в 2013 году) и небольшие темпы инфляции (2.38% г/г в 2013 году).

За последние 20 лет страна пережила три крупных кризиса: азиатский финансовый кризис (снижение ВВП на 2.2% г/г в 1998 году), падение спроса на информационно-технологическую продукцию в 2001 году, вызвавшее снижение ВВП на 1% г/г, и, наконец, мировой финансовый кризис, повлекший падение на 0.9% г/г. На фоне скачков ВВП рост долгового рынка происходил плавно и постоянно. Во многом этому способствовала государственная финансовая политика.

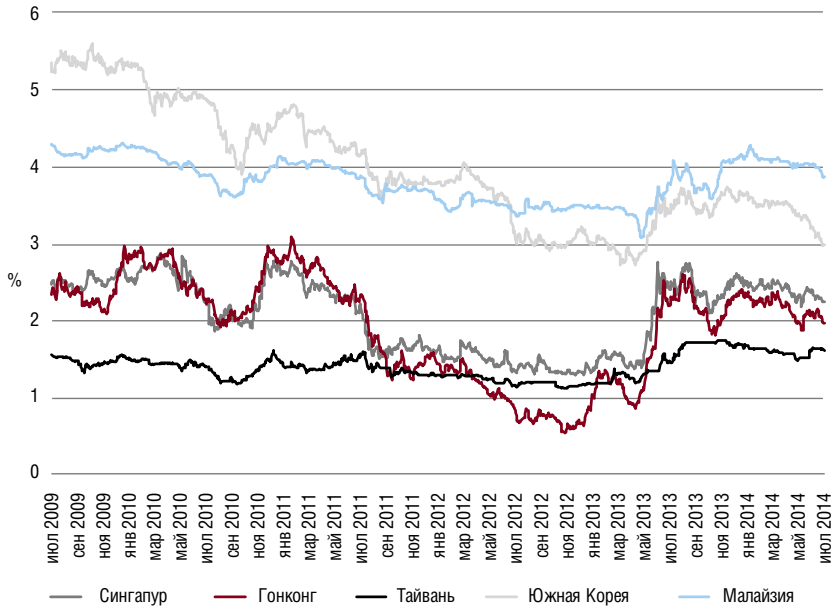
Корпоративный долг по итогам 2013 года составил 117.7 млрд SGD в местной валюте и 119.5 млрд SGD в иностранной валюте. Государственный среднесрочный и долгосрочный долг находится на уровне 92.2 млрд SGD. ВВП в 2013 году был равен $298 млрд. Таким образом, совокупный долг составляет порядка 88% от ВВП.

Развитие корпоративного сектора долгового рынка происходило вследствие развития рынка государственных ценных бумаг. До 1997 года Сингапур активно не занимался облигациями, как и многие другие азиатские страны. Азиатский кризис обнаружил слабые стороны такого подхода, когда компаниям перестало хватать банковского финансирования. Тогда Агентство по монетарной политике Сингапура (MAS), оно же — Центральный банк Сингапура, начало осуществлять план мероприятий по развитию долгового рынка. Первостепенной задачей было построение

Рисунок 1
Динамика роста ВВП, объем корпоративных выпусков на внутреннем и внешнем рынках, млрд SGD



Источник: http://www.mas.gov.sg



Источник: Cbonds.ru

Рисунок 2
Доходности десятилетних суверенных облигаций стран Азиатского региона, %

кривой доходности, на основе которой частные компании могли бы размещать корпоративные эмиссии. Такой рынок планировался быть высоколиквидным и на него должен был быть организован максимально свободный доступ инвесторов со всего мира.

Задача была решена, и на сегодняшний день Сингапур — один из самых надежных эмитентов государственного долга в мире. Существует всего 11 стран с рейтингом AAA, присвоенным тремя крупнейшими рейтинговыми агентствами, в Азии — только одна. Доходность десятилетнего бенчмарка Сингапура на текущий момент составляет 2.25% и находится на одном уровне с облигациями Гонконга (минус 27 б.п.) и Тайваня (минус 63 б.п.). Доходность сравнимых десятилетних облигаций Южной Кореи и Малайзии уже несколько выше (на 75 б.п. и 163 б.п. соответственно).

Государство осуществляет заимствования только на внутреннем рынке и эмитирует два основных типа долговых бумаг: казначейские облигации (SGS Bonds) и казначейские векселя (SGS Bills). Казначейские облигации являются классическими бумагами Plain Vanilla с фиксированным купонным доходом и выпускаются на все стандартные сроки. Изначально срок выпуска не превышал 20 лет, но в 2012 году на рынке появилась первая тридцатилетняя облигация, что позволило создать внутренний бенчмарк для долгосрочных заимствований. Объем выпуска среднесрочных и долгосрочных облигаций постепенно растет — в 2013 году на 4.12% г/г, вместе с тем краткосрочные инструменты используются в меньшей степени, их объем в обращении снизился на 35.5% г/г по итогам 2013 года. Кривая доходности имеет достаточно пологий характер, а спред между 30-летними и 5-летними облигациями составляет 187 б.п.

В основе модели государственного долга Сингапура лежит принцип, когда правительство не заимствует, чтобы тратить. Полученные от размещения средства MAS инвестирует в высоколиквидные активы, что обеспечивает хороший запас прочности даже при высоком уровне долга к ВВП. Попутно выполняется задача повышения ликвидности в других секторах рынка ценных бумаг. Агентство, управляющее государственным долгом, заранее определяет расписание проведения аукционов, что создает понятные условия работы с инструментами. Также поддерживает ликвидность бумаг проведение выкупов и доразмещений.

Помимо рассмотренных двух основных типов государственных облигаций, Сингапур эмитирует специальные сингапурские государственные ценные бумаги (SSGS). Они считаются нерыночными, поскольку их единственным инвестором является Пенсионный фонд страны. Такие ценные бумаги составляют основную базу для инвестиций со стороны Пенсионного фонда, так как они обеспечены гарантией государства и имеют максимальный уровень надежности.

На основе государственного рынка, в Сингапуре развивается рынок корпоративных облигаций. Он представлен как международными выпусками, так и внутренними облигациями. Если до 2003 года выпуски в сингапурских долларах превалировали, то сегодня эмитенты размещаются в разных валютах. Стоит также отметить разнообразие структуры корпоративного долга, эмитированного в сингапурских долларах, в которой 24% от общего выпуска заняли структурные продукты и инструменты секьюритизации в 2013 году.

По итогам первого полугодия 2014 года было размещено еврооблигаций Plain Vanilla на сумму $4.2 млрд, что составляет 1.5% от общего объема эмиссий, выпущенных в регионе EM. Лидером рынка по объему размещения, что характерно для Азии, является банк HSBC. Второе место занимает сингапурский банк OCBC с долей рынка 12.7%,

Таблица 1
Параметры выпуска суверенных облигаций Сингапура

Параметры	Казначейские векселя	Казначейские облигации
Эмитент	Правительство Сингапура	
Срок	1 год	2, 5, 10, 15, 20 и 30 лет
Процентная ставка	Дисконтные	Фиксированный купон
Выплата купона	–	1 раз в полугодие
Минимальная деноминация	1000 SGD	1000 SGD
Стандартный объем	2–4 млрд SGD	2–3 млрд SGD
Первичные покупатели на аукционах	ANZ, Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citibank, Credit Suisse, DBS Bank, Deutsche Bank, Malayan Banking BHD, OCBC, Standard Chartered Bank, HSBC и United Overseas Bank	

Источник: http://www.mas.gov.sg

а третье — американский Bank of America Merrill Lynch, охвативший 11.7% рынка.

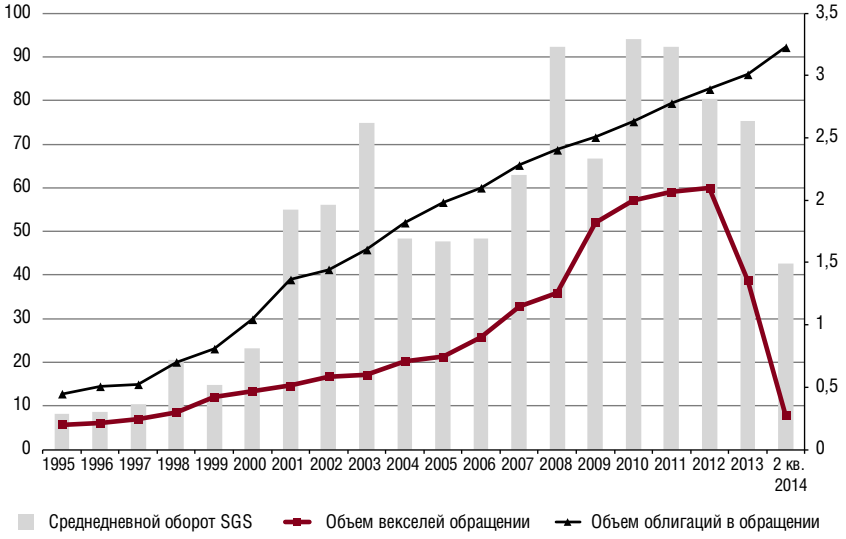
Крупнейшими нефинансовыми компаниями Сингапура являются Wilmar, Singapore Telecommunication, Keppel и CapitaLand. Среди сингапурских банков, активно занимающихся первичными размещениями, обычно выделяют тройку лидеров: OCBC, United Overseas Bank и DBS Bank. В связи с грядущим ужесточением денежно-кредитной политики ФРС и глобальным повышением процентных ставок банковская система страны может столкнуться с ухудшением качества кредитных ссуд. Так, например, рейтинговое агентство Moody`s уже изменило свой прогноз по банковской системе Сингапура на негативный. Данная проблема является глобальной для региона EM, поэтому заемщики сейчас активно выходят на долговой рынок для пополнения запасов капитала по все еще низким процентным ставкам.

Листинг внутри страны обеспечивается одной из крупнейших азиатских бирж — Сингапурской фондовой биржей. Она наравне с Гонконгской является крупнейшей листинговой площадкой в Азии, в том числе и для размещений долларовых выпусков. Для получения листинга на бирже нужно соответствовать стандартным требованиям: необходимо назначить платежного агента в Сингапуре или в Центральном депозитарии, подготовить эмиссионные документы, раскрыть информацию, которая может повлиять на стоимость инструмента, а также, в случае если бумаги планируется продавать не только институциональным и квалифицированным инвесторам, назначить трасти. По данным Cbonds, только в первом полугодии 2014 года на Сингапурской бирже был проведен листинг 103 выпусков еврооблигаций emerging markets из 546 размещенных в мире, то есть доля Сингапурской биржи в мировом листинге составляет весомые 19%.

Иностранным инвесторам доступен весь сингапурский облигационный рынок, он открыт и прозрачен. Государственные облигации можно приобрести при размещении с помощью первичных покупателей — ряда крупных международных банковских групп и сингапурских банков. Ликвидный вторичный рынок государственных облигаций организован как на Сингапурской фондовой бирже, так и на внебиржевом рынке. Корпоративные облигации доступны повсеместно, в том числе и на европейских фондовых площадках.

Конкуренцию Сингапуру по уровню развития долгового рынка могут составить только Гонконг и Южная Корея. В Китае, Индии, Таиланде и Индонезии внутренний рынок менее развит, отчего страны более зависимы от мирового рынка капитала. При этом в Азиатском регионе наблюдается рост объема долгосрочных заимствований. Так, краткосрочный и среднесрочный долг уже составляет менее 30% (в Сингапуре — 26.8%), и концентрация объема среди крупнейших эмитентов остается крайне высокой. В Сингапуре данный показатель составляет 58.4%.

Страна в последние годы сталкивается с проблемой замедления экономического роста вследствие исчерпания своих источников. Экономика главного импортера Сингапура — Европейского союза — находится в плачевном состоянии, что сказывается и на азиатской стране. К тому же эти проблемы приходится решать на ограниченной территории (площадь государства — 716 кв. км) и с ограниченными трудовыми ресурсами. Однако качество долгового рынка страны — одно из самых высоких в Азии, что, безусловно, способствует притоку капитала. В отличие от многих европейских и азиатских стран, Сингапур заимствует исключительно для создания ликвидных инструментов на рынке и построения надежной кривой доходности, что также является большим плюсом и находит отражение в оценке заемщика со стороны рейтинговых агентств. Такой долговой рынок будет лишь способствовать «азиатскому тигру» быстро обрести былую прыть и вернуться к двузначным темпам роста.



Источник: http://www.mas.gov.sg

Рисунок 3
Среднедневной оборот SGS, объем выпущенных государственных облигаций и казначейских векселей, млрд SGD

Таблица 2
Топ-5 банков-организаторов размещений еврооблигаций Plain Vanilla эмитентов Сингапура за январь-июнь 2014 г.

На 01.07.14	На 01.07.13	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка, %	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	5	HSBC	1200	28.13	3	5
2	–	OCBC	543	12.73	2	3
3	2	Bank of America Merrill Lynch	500	11.72	1	2
4	1	J.P. Morgan	500	11.72	1	2
5	–	Nomura International	425	9.95	1	1
ИТОГО топ-5			3168	74.25		

Источник: Cbonds.ru