Рынок еврооблигаций России в 2006 году: от количества к качеству

Статьи рубрики «Еврооблигации» подготовил Константин Васильев

Российский рынок еврооблигаций в 2006 году показал значительный рост как в количественном выражении, так и на качественном уровне. Объем бумаг в обращении превысил уровень в 100 млрд долларов, увеличившись за год почти на 20%; активно стали развиваться сделки по секьюритизации. 2006 год по праву можно считать годом зарождения и развития рынка еврооблигаций, номинированных в рублях. Действия участников рынка и рейтинговых агентств на фоне макроэкономического позитива и существенного уменьшения внешнего долга позволили значительно снизить стоимость заимствований для российских компаний. Мы ожидаем дальнейшее стабильное развитие рынка еврооблигаций в 2007 году.

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ ГОДА

Ключевым событием, позитивно повлиявшим на рынок еврооблигаций России, как и в 2005 году, стало существенное снижение внешнего суверенного долга на фоне высоких нефтяных доходов, роста Стабилизационного фонда и золотовалютных резервов страны.

Министерство финансов Российской Федерации в конце ноября объявило о завершении обмена второй части коммерческой задолженности бывшего СССР общей суммой $1.075 млрд на еврооблигации Российской Федерации с окончательными датами погашения в 2010 и 2030 гг. Минфин РФ заявлял также о готовности выпустить и третий транш облигаций для обмена коммерческой задолженности бывшего СССР. Россия 21 августа завершила досрочное погашение задолженности бывшего СССР перед Парижским клубом стран-кредиторов, осуществив плановые платежи на $1.3 млрд и досрочные выплаты на $22.5 млрд. Договоренность о досрочном погашении долга Парижскому клубу была достигнута в середине июня. Платежи в счет досрочного погашения долга были осуществлены с 15 по 21 августа 2006 г. Россия досрочно выплатила всю сумму долга и премию в $1 млрд, чтобы компенсировать недополученные кредиторами процентные платежи. Таким образом, Россия больше не является страной-дебитором Парижского клуба, а внешний долг РФ снизился до 9% ВВП. Но остается также долг бывшего СССР перед рядом других стран, которые не являются членами клуба, в размере 3–4 млрд долларов, который в основном реструктуризирован и погашается экспортными поставками. Средства, сэкономленные в результате досрочного погашения долга, в сумме 7.7 млрд долларов планируется направить в инвестиционный фонд.

Досрочное погашение долга и позитивная макроэкономическая обстановка привели к повышению странового рейтинга России двумя ведущими мировыми рейтинговыми агентствами Standard & Poor's и Fitch Ratings до уровня BBB+ — верхней строчки из группы рейтингов нижнего инвестиционного уровня. Эксперты рейтинговых агентств ссылаются на снижение объема внешнего государственного долга и прочие позитивные для страны факторы, но при этом указывают на растущий частный внешний долг и отсутствие шагов по структурным экономическим реформам.

Агентство Moody's Investors Service пока не меняет своей позиции в отношении кредитного рейтинга России (Baa2), аналитики компании изучают среднесрочный прогноз развития политической ситуации в стране и то, как отразятся на продолжении экономических реформ и институциональных преобразованиях в стране президентские выборы 2008 года, хотя и отмечают уже указанные позитивные факторы, добавляя к ним профицит бюджета и счета текущих операций на протяжении уже нескольких лет. Тем не менее, большинство участников рынка ожидает в начале 2007 года повышение рейтинга России от данного агентства, причем, возможно, сразу на 2 ступени — до уровня A3. Также Moody's ввело новую методику присвоения потолков суверенных рейтингов по облигациям в иностранной валюте. Согласно новому подходу, агентство допускает, что дефолт правительства по облигациям в иностранной валюте не обязательно влечет за собой мораторий на обслуживание валютного долга эмитентов данной страны, что привело к появлению рейтингов российских эмиссий вплоть до уровня A1.

В корпоративном сегменте рейтинговые решения коснулись в основном квазисуверенных эмитентов и компаний с преобладающим государственным участием и/или активно вовлеченных в процессы слияний и поглощений (M&A). Наиболее широко среди эмитентов еврооблигаций данные процессы наблюдались среди компаний металлургического и банковского сектора. Отдельно можно выделить только повышение рейтинга компании «Норильский никель» агентством S&P до BBB-. Таким образом, «Норильский никель» стал единственной частной компанией в России, имеющей рейтинг инвестиционного уровня.

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА

В 2006 году были сделаны некоторые шаги по совершенствованию инфраструктуры рынка еврооблигаций: НДЦ и Депозитарно-Клиринговая Компания (ДКК) начинают обслуживание еврооблигаций. Депозитарный учет данных ценных бумаг обеспечивается с использованием счетов НДЦ и ДКК в Clearstream Banking S.A. и Euroclear. А Банк России намерен включить в ломбардный список номинированные в валюте корпоративные еврооблигации, и ЦБ сможет использовать евробонды в качестве залоговых инструментов, но включение корпоративных еврооблигаций пока будет действовать для одного вида операций — для операций РЕПО. На данный момент залог по ломбардным кредитам реализуется только через систему публичных торгов, а евробумаги пока не обращаются на организованном рынке России.

Отметим также, что ФСФР в 2006 году зарегистрировала спецификацию фьючерсного контракта на облигации внешнего облигационного займа РФ с погашением 31 марта 2030 г., и с февраля 2006

года РТС запустило торги фьючерсными контрактами на еврооблигации РФ.

Минэкономразвития и ФСФР подготовили в 2006 году окончательный текст законопроекта, создающего в России условия для секьюритизации финансовых активов. По мнению экспертов, проект действительно защищает владельцев облигаций, обеспеченных залогом прав требования по банковским кредитам, но при этом существенно ужесточает требования к заемщикам банков. Данный законопроект частично может поспособствовать развитию рынка внутренней и внешней секьюритизации. А позитивным фактором для всего рынка еврооблигаций может стать обсуждаемое разрешение инвестировать средства Стабфонда в бумаги с рейтингом до BBB включительно.

ДИНАМИКА РЫНКА

Рынок еврооблигаций России в 2006 году показал значительный рост: объем рынка увеличился за год на 19% (в 2005 году на 14%) или на 16 млрд долларов до 102.6 млрд долларов на конец года. Объем новых эмиссий за год составил 27.5 млрд долларов, объем погашения еврооблигаций — около 6 млрд долларов, за год выплачено купонов на сумму также около 6 млрд долларов.

Рынок государственных еврооблигаций снизился на 14%, так как в емкости рынка с августа 2006 года мы перестали учитывать кредитные ноты Aries (около 6.3 млрд долларов) в связи с погашением Россией той части долга перед Парижским клубом, с которой были связаны ноты, выпущенные правительством Германии. Без учета Aries емкость данного сегмента незначительно снизилась: был погашен один выпуск Минфин-6 на 1.75 млрд долларов, но был совершен обмен коммерческой задолженности бывшего СССР на еврооблигации РФ на 1.075 млрд долларов. В 2007 году ожидается существенное снижение емкости данного сегмента, так как планируется погашение двух суверенных выпусков Минфин-8 и Россия-2007 на общую сумму 3.7 млрд долларов. При этом, со слов замминистра финансов России Сергея Сторчака, Российская Федерация не планирует выпуск суверенных евробондов по крайней мере до 2008 года. В то же время г-н Сторчак подчеркнул, что, по его личному мнению, страна должна постоянно присутствовать на долговом рынке, чтобы иметь хорошую кредитную историю и постоянный контакт с кредиторами.

Практически не изменился рынок евробондов субъектов РФ: Москва погасила один выпуск и разместила новый на сравнимую сумму. Мы ожидаем в 2007 году небольшого роста данного сегмента за счет крупных регионов РФ — либо заемщики будут напрямую выходить на рынок, если им разрешат осуществлять внешние заимствования за рубежом не только для рефинансирования уже существующих долгов, либо регионы будут повторять опыт Татарстана по предоставлению гарантий по еврооблигациям дочерних компаний.

Развитие рынка еврооблигаций в 2006 году в основном обязано значительному росту сегмента корпоративных облигаций: объем этого рынка в обращении вырос за год в 1.5 раза до 63.1 млрд долларов, обогнав сегмент суверенных бумаг. На данный момент на рынке находятся в обращении 204 эмиссии корпоративных бумаг 96 эмитентов, за год рынок вырос на 83 эмиссии и 30 эмитентов. Всего за год на рынок вышли 62 эмитента со 103 эмиссиями.

Агрессивнее всего за этот год вырос сегмент банковских еврооблигаций, обогнав сегмент облигаций корпораций на 1.5 млрд долларов и увеличившись за год почти в 2 раза до 32.3 млрд долларов. Сегмент еврооблигаций нефинансовых корпораций вырос только на одну треть. Многие участники рынка ожидают, что данная тенденция в дальнейшем будет только усиливаться. А в сочетании с высоким ростом самого банковского сектора и благоприятной рыночной конъюнктурой (более высокий спрос на более высокодоходные инструменты) это приведет к значительному увеличению эмиссий ценных бумаг, учитываемых в капитале банка: гибридных инструментов и субординированных долговых обязательств. Еще одним катализатором увеличения объема

Объем рынка еврооблигаций РФ, динамика за 2006 год

Сегменты рынка еврооблигаций РФ	29.12.06, млн $	Доля в общей емкости	30.12.05, млн $	Изм-е объема за 2006 год	Кол-во эмиссий	Изм-е за год	Кол-во эмитентов	Изм-е за год
Суверенные еврооблигации	38 460	37.5%	44 803	-14%	8	-4	2	-1
Еврооблигации субъектов РФ	1 030	1.0%	937	10%	2	0	1	0
Все корпоративные и банковские еврооблигации	63 139	61.5%	40 652	55%	204	83	96	30
Корпоративные еврооблигации (комп., связ. с гос-вом)	17 146	16.7%	13 481	27%	24	2	7	-1
Корпоративные еврооблигации	13 699	13.3%	9 380	46%	58	22	47	19
Все корпоративные еврооблигации	30 845	30.1%	22 861	35%	82	24	54	18
Банковские еврооблигации (комп., связ. с гос-вом)	17 246	16.8%	11 152	55%	34	10	10	1
Банковские еврооблигации	15 048	14.7%	6 640	127%	88	49	32	11
Все банковские еврооблигации	32 294	31.5%	17 792	82%	122	59	42	12
Объем рынка CLN	3 690	3.6%	2 592	42%	36	13	33	13
Объем рынка ABS	3 975	3.9%	511	679%	17	14	10	7
Объем рынка еврообл., номин. в EUR	10 289	10.0%	7 903	30%	20	11	12	5
Объем рынка еврообл., номин. в RUR	1 702	1.7%	95	1696%	10	9	8	7
Общий объем рынка еврообл. РФ	102 628	100.0%	86 392	19%	214	79	99	29

подобных эмиссий в будущем, по мнению экспертов рейтингового агентства Fitch Ratings, является внедрение стандартов Базель II, которые могут оказать давление на показатели капитализации из-за более высоких требований по коммерческому кредитованию и операционному риску. В качестве наиболее активных участников банковского сегмента отметим ВТБ (Группой ВТБ за год привлечено 4.1 млрд долларов), Банк «Русский Стандарт» (привлечено 2 млрд долларов), более 1 млрд долларов привлекли МДМ, «Альфа-Банк», Сбербанк, Россельхозбанк, чуть меньше 1 млрд долларов привлек Сибакадембанк. Среди корпораций масштабные заимствования осуществляли только Газпром (3 млрд долларов) и ТНК-ВР (1.5 млрд долларов).

появляться все больше нот с трех- и четырехлетним сроком обращения. Исходя из заявленных планов на сумму более 2 млрд долларов и хорошей возможности заимствований с помощью CLN компаниям без рейтинга, мы ожидаем дальнейшего стабильного развития данного рынка.

Небольшое развитие получил сегмент краткосрочных нот (STN), в рамках программ по выпуску подобных нот со сроком обращения 1–1.5 года «Абсолют Банк», «БИНБАНК» и Пробизнесбанк за год выпустили в общей сумме 11 траншей на 230 млн долларов. До этого схожие бумаги выпускали только «МДМ-Банк» и «Альфа-Банк» в форме еврокоммерческих бумаг (ECP). На данный момент заявлено достаточно много планов по

>>> Агрессивнее всего за этот год вырос сегмент банковских еврооблигаций, обогнав сегмент облигаций корпораций на 1.5 млрд долларов и увеличившись за год почти в 2 раза до 32.3 млрд долларов. <<<

Заимствования государственных компаний пока еще занимают доминирующее положение на рынке и на конец 2006 года составляют 34.4 млрд долларов, за год емкость данного подсегмента выросла на 40%, тогда как емкость бумаг, выпущенных частными компаниями, выросла в два раза быстрее (на 80%) до 28.7 млрд долларов. Мы ожидаем, что данная тенденция продолжится в 2007 году, и, возможно, на конец года государственные компании потеряют свое доминирующее положение. На относительное снижение темпов роста емкости подсегмента бумаг корпораций и банков, связанных с государством, возможно, повлиял общий курс страны на снижение объема внешних заимствований и намерение финансовых служб страны развивать внутренний рынок.

ОТ КОЛИЧЕСТВА К КАЧЕСТВУ

Наиболее бурное развитие в 2006 году получил рынок секьюритизации (ABS), объем бумаг в обращении увеличился в 8 раз до уровня в 4 млрд долларов. На данный момент уже заявлено планов по размещению подобных бумаг на 4 млрд, что закладывает хороший потенциал для дальнейшего развития данного рынка.

Достаточно активно продолжил развиваться рынок кредитных нот (CLN) — была размещена 21 эмиссия на общую сумму 2 млрд долларов, емкость рынка достигла к концу года 3.7 млрд долларов. По-прежнему большая доля новых эмиссий (около 2/3) приходится на эмиссии корпораций небанковского сектора. Средняя сумма эмиссии колеблется около 100 млн долларов, не изменилась и средняя стоимость заимствований данного типа (около 9.5%), но несколько увеличился срок заимствований — стало

выпуску подобных бумаг: «АЛРОСА», «Альфа-Банк», ВТБ, Газпромбанк, «МДМ-Банк» и ТНК-ВР на общую сумму около 3.5 млрд долларов, но осуществленных эмиссий пока не было.

Российские заемщики освоили также процедуру обмена одних еврооблигаций на другие с улучшением условий заимствования, в 2006 году обмен бумаг провели Сибакадембанк, «ВымпелКом» и «Ренессанс Капитал». Но объемы обмена пока несущественны, и рост популярности данных процедур следует ожидать только после более существенного повышения рейтингов российских компаний, например, на фоне сделок слияний и поглощений и, в частности, вхождения в капитал компаний крупных западных инвесторов.

Среди новых типов еврооблигаций отметим появление облигаций высокой доходности — high yield bond (Rapsod Trade (Gallery Group), 2013), ориентированных на фонды, работающие с долгами с высокой доходностью. Также на рынке была проведена первая структурированная сделка в форме облигаций, обеспеченных долгом — CDO (Red Square, 2008). После длительной паузы появилась вторая эмиссия конвертируемых еврооблигаций (Angara Mining, 2008). Первой такой сделкой была эмиссия «ЛУКОЙЛА» в 2002 году. На наш взгляд, появление данных сделок характеризует качественное развитие самого рынка, и в ближайшее время на рынке еще будут появляться эмиссии указанных типов.

Российские эмитенты еврооблигаций пока только начинают диверсифицировать валюту заимствований: кроме выпусков в долларах и евро, в 2006 году были освоены только займы в местной валюте (рублях) и был один частный выпуск в венгерских форинтах (Сибакадембанк,

2009, LPN). На рынке еще пока не было эмиссий еврооблигаций, номинированных в фунтах стерлингов, японских иенах или швейцарских франках, тогда как заемщики из Украины и Казахстана, помимо данных валют, привлекали займы уже и в польских злотых и сингапурских долларах. О диверсификации валюты заимствований уже заявляли некоторые крупные традиционные заемщики, такие как ВТБ, и в 2007 году, возможно, мы увидим размещение еврооблигаций среди новых групп инвесторов.

Важной тенденцией 2006 года стали действия по либерализации валютного рынка и укрепление рубля относительно доллара, что привело к появлению и бурному росту рынка еврооблигаций (включая CLN), номинированных в рублях. Емкость сегмента данных еврооблигаций, выпущенных российскими компаниями, за год выросла со 100 млн долларов до 1.7 млрд долларов, на рынке обращается 10 эмиссий 8 эмитентов. Пока расчеты еще проводятся в долларах США, но крупнейшая европейская система расчетов по ценным бумагам Clearstream уже объявила о том, что с 15 января предоставит возможность осуществлять операции напрямую в российских рублях. Банком-корреспондентом расчетов в рублях станет российская «дочка» Deutsche Bank. Euroclear также планирует начать осуществление расчетов в рублях в первом квартале 2007 года. Мы ожидаем бурное развитие сегмента евробумаг, выпущенных в рублях, причем не только российскими компаниями, но и международными организациями. На конец 2006 года объем рублевых евробумаг международных финансовых институтов оценивался в 5 млрд рублей (в обращении были эмиссии Barclays Capital, Svensk Exportkredit AB и Eksportfinans), а в январе 2007 года ЕБРР и немецкий государственный банк развития KfW уже выпустили евробонды, номинированные в рублях, на общую сумму 4 млрд рублей. Также заметим, что при выравнивании для крупных российских заемщиков стоимости заимствований на внутреннем и внешнем рынке возможность занимать в рублях на еврорынке будет важным элементом развития всего рынка облигаций.

ПРОГНОЗЫ

Мы прогнозируем дальнейшее увеличение рынка корпоративных еврооблигаций до 80–85 млрд долларов к концу 2007 года. Данный прогноз в первую очередь основывается на многочисленных заявленных планах компаний, и, естественно, он может значительно снизиться при неблагоприятной рыночной конъюнктуре. Тем не менее, серьезную поддержку рынку окажут многомиллиардные планы Газпрома, Транснефти, АФК «Система», ТНК-ВР, ВТБ и Сбербанка и среднесрочные программы коммерческих банков. В общей сложности о своих планах выпустить еврооблигации заявило около 90 эмитентов на сумму, превышающую 60 млрд долларов.