Обзор облигационного рынка Бразилии

Кирилл АНДРИАНОВ,
проектный менеджер
по долговому рынку
Латинской Америки,
Cbonds

Важное значение для бразильской экономики и долгового рынка имеет показатель инфляции IPCA. Наибольших значений этот показатель достигал в 2015 и 2020 годах, когда происходило резкое падение ВВП. В 2021 годовое значение данного показателя составило 8.29%.

В 2020 году в Бразилии в связи с пандемией коронавируса произошел серьезный спад экономической активности, значительно сократился ВВП и показатели активности на рынке облигаций. Тем не менее по большинству показателей в 2021 году по отношению к 2020 году бразильская экономика показала рост, а по некоторым из них вернулась к докризисному уровню. В настоящий момент бразильская экономика остается крупнейшей в Латиноамериканском регионе, а потенциал ее роста оценивается на уровне 2.5% в год, что обуславливает инвестиционную привлекательность данного рынка. В статье приведен обзор основных показателей макроэкономики, динамики и структуры облигационного рынка Бразилии.

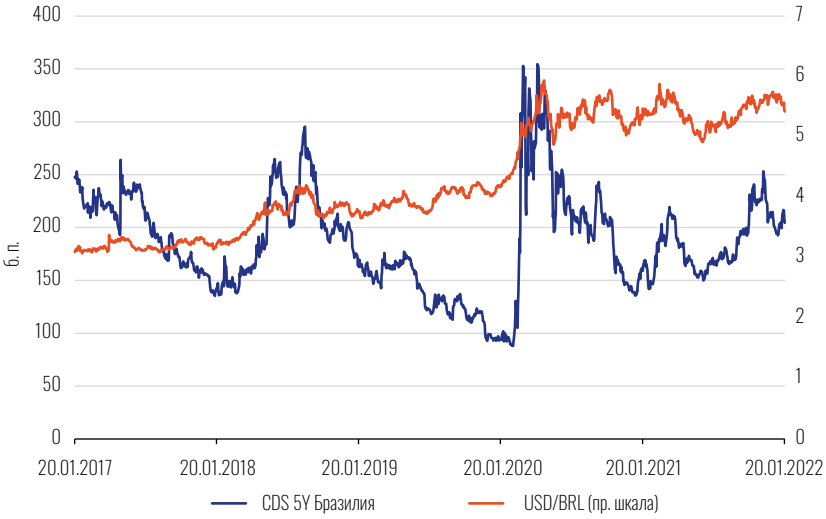


Рисунок 1
Динамика курса USD/BRL и дефолтного свопа Бразилии сроком на 5 лет

Источник: World Bank Data

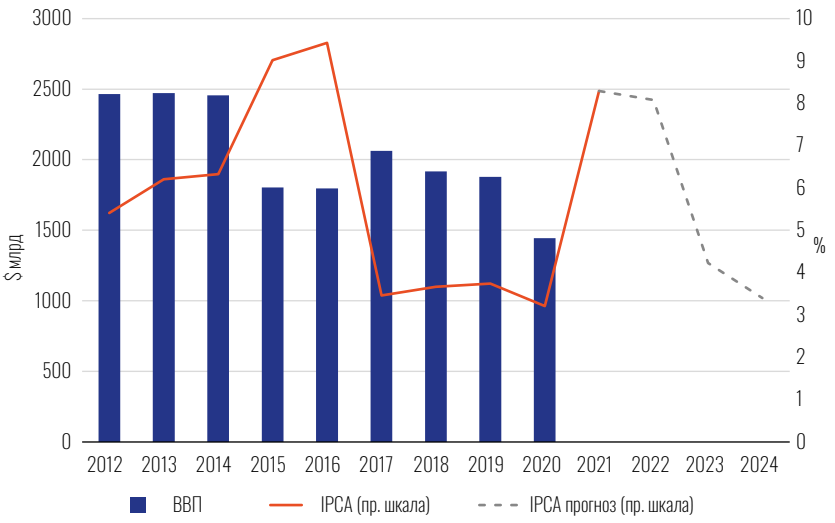


Рисунок 2
Динамика ВВП и инфляции в Бразилии

Источник: World Bank Data, Banco Central do Brazil

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Бразилия является крупнейшей среди стран Латинской Америки и единственной из них, входящей в десятку крупнейших стран мира по ВВП до 2019 года. Несмотря на это, динамика ВВП Бразилии показывает неоднозначную тенденцию. С одной стороны, первая декада текущего столетия ознаменовалась для Бразилии очень быстрым ростом ВВП с 2000 по 2010 год. Именно этот период роста определил лидирующее положение Бразилии среди других стран Латинской Америки. Начиная с 2011 года в стране наблюдается практически непрерывное снижение ВВП. Особенно сильное падение ВВП наблюдалось в 2015 году (–27%) и «коронавирусном» 2020 году (–23%). Относительно влияния коронавируса также стоит отметить, что падение ВВП в 2020 году имело место во всей Латинской Америке. В процентном соотношении ВВП Бразилии снизился значительнее (–27%), чем в других странах региона: ВВП в Аргентине сократился на 14%, в Мексике — на 15%, в Колумбии — на 16%.

По прогнозам бразильского министерства экономики, в 2022 и 2023 годах ожидается среднеквартальный рост ВВП на 2.5% год к году. В ближайшие 5 лет также ожидается рост реального ВВП в среднем на 2.5% за год.

Динамика курса бразильского реала к доллару характеризуется планомерным ослаблением национальной валюты в среднем на 12% в год. Тенденция ослабления реала усиливается в кризисные периоды (Рисунок 1), что весьма характерно для валют развивающихся стран. Что касается вероятности дефолта, оцененной рынком с опорой на цену дефолтных свопов, можно отметить, что цена данного инструмента значительно и быстро поднималась в начале пандемии до 350 б. п., однако затем снизилась до докризисных значений и в 2021 году варьировала в пределах от 150 до 250 б. п.

Бразильская экономика остается крупнейшей в Латиноамериканском регионе, а потенциал ее роста оценивается на уровне 2.5% в год, что говорит о высокой инвестиционной привлекательности данного рынка

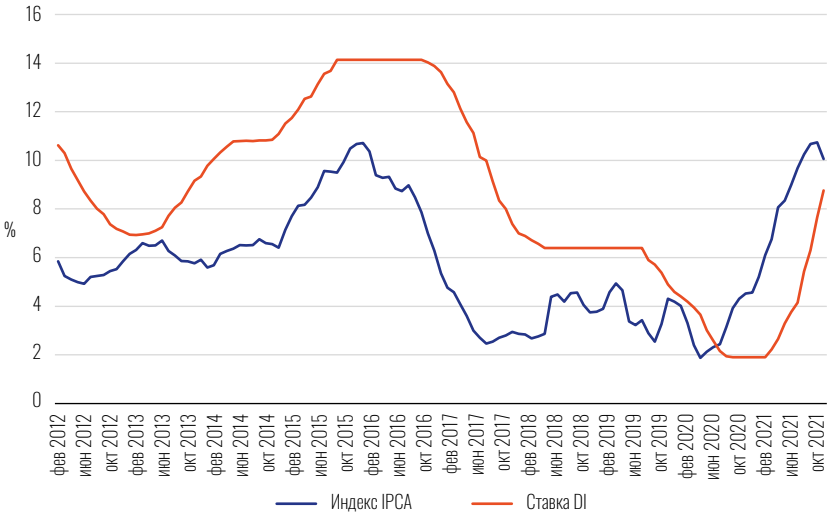


Рисунок 3
Динамика среднемесячных значений ставки DI и индекса IPCA

Источник: Banco Central do Brazil

Место	Страна	Все облигации, $ млн	Локальные облигации, $ млн	Международные облигации, $ млн
1	Мексика	733 654	446 893	286 761
2	Бразилия	707 516	499 805	207 711
3	Коста-Рика	519 914	512 249	7666
4	Чили	390 695	286 912	103 783
5	Аргентина	328 363	114 362	214 001
6	Колумбия	238 980	171 237	67 743
7	Перу	105 516	36 035	69 481
Остальные страны Латинской Америки		377 194	109 192	268 003

Таблица 1
Рейтинг стран Латинской Америки по объему долгового рынка

Важное значение для бразильской экономики и долгового рынка имеет показатель инфляции IPCA. Наибольших значений этот показатель достигал в 2015 и 2020 годах, когда происходило резкое падение ВВП. В 2021 годовое значение данного показателя составило 8.29%. Согласно прогнозу Центрального банка Бразилии, в ближайшие три года ожидается снижение и стабилизация показателя на уровне 3–4% (Рисунок 2).

Не менее важным для бразильского долгового рынка является также ставка межбанковских депозитов (DI). Данная ставка рассчитывается ежедневно и является своего рода усредненной ставкой процента в экономике за день. Именно она является базовой ставкой для большинства корпоративных облигаций Бразилии.

В 2020 году завершилась трехлетняя тенденция к снижению ставки, а в течение 2021 года ставка выросла вслед за ростом инфляции до значений, соответствующих середине 2017 года (Рисунок 3). Примечательно, что в июле 2020 года значение данной ставки впервые за 10 последних лет оказалось ниже индекса IPCA и пока не превысило его, но разрыв между ними сократился в последние месяцы 2021 года.

Рисунок 4
Структура облигационного рынка Бразилии по укрупненным секторам

Источник: Cbonds

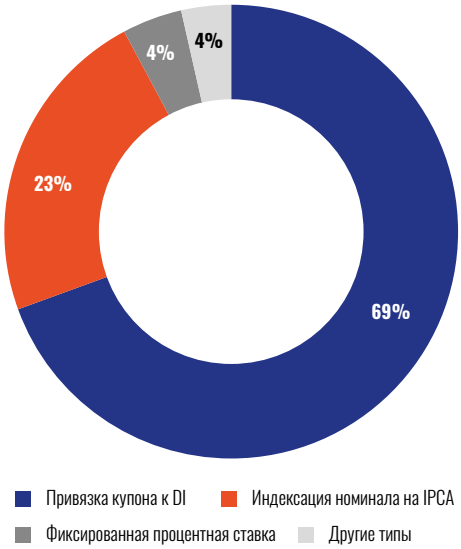
ОБЗОР И ОСОБЕННОСТИ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА БРАЗИЛИИ

На конец 2021 года объем рынка Бразилии оценивается в $707 млрд, около 21% от всего долгового рынка Латинской Америки, он немного меньше, чем у лидера — Мексики. При этом по объему внутренних заимствований рынок Бразилии даже превосходит мексиканский (Таблица 1).

Что касается структуры долгового рынка, то более 70% облигаций представлены

Рисунок 5
Структура бразильских облигаций по типу индексирования номинала и купонов за последние 10 лет

Источник: Cbonds



Важное значение для бразильской экономики и долгового рынка имеет расширенный национальный индекс потребительских цен (по-португальски IPCA). Наибольших значений этот показатель инфляции достигал в 2015 и 2020 годах, когда происходило резкое падение ВВП

На конец 2021 года объем рынка Бразилии оценивается в $707 млрд, около 21% от всего долгового рынка Латинской Америки. Это немногим меньше, чем у лидера — Мексики

локальными бумагами, около половины всего рынка занимают государственные локальные облигации. Бóльшая часть международных облигаций приходится на корпоративный сектор (23% от всего объема рынка). Также присутствуют международные государственные (около 6% от общего объема) и муниципальные (менее 1% от общего объема) облигации (Рисунок 4).

С инфляцией и ее различными показателями связана одна из главных особенностей облигационного рынка Бразилии — привязка номинала и купонных выплат по внутренним корпоративным облигациям к различным индексам (Рисунок 5).

Так, более двух третей всех бразильских внутренних облигаций составляют бумаги с плавающей ставкой купона, привязанной к индексу DI. Номинал еще примерно около четверти облигаций индексируется по показателю IPCA на ежедневной основе. Всего около 4% бумаг имеют фиксированную процентную ставку. Преимущественно к бумагам этого типа относятся государственные дисконтные облигации (LTN) и некоторые корпоративные бумаги. Такая структура внутреннего облигационного рынка позволяет сделать его более устойчивым к макроэкономическим изменениям и уменьшить волатильность цены долговых инструментов.

Вместе с тем корпоративных облигаций к индексам создает некий информационный барьер для инвесторов: затрудняется расчет цен, текущих и ожидаемых доходностей от инвестирования в долговые инструменты.

Еще одной отличительной особенностью внутренних корпоративных облигаций является большая доля амортизируемых бумаг (Рисунок 6) и наличие бумаг, для которых сумма амортизации заранее не определена. Более того, для части бумаг даже сам факт выплаты амортизации заранее не определен, а решение о ее выплате и величине принимается руководством эмитента, как в случае с дивидендами по акциям.

Рынок еврооблигаций Бразилии не отличается подобным разнообразием

Рисунок 6
Структура бразильских корпоративных облигаций в обращении по типу амортизации

Источник: Cbonds

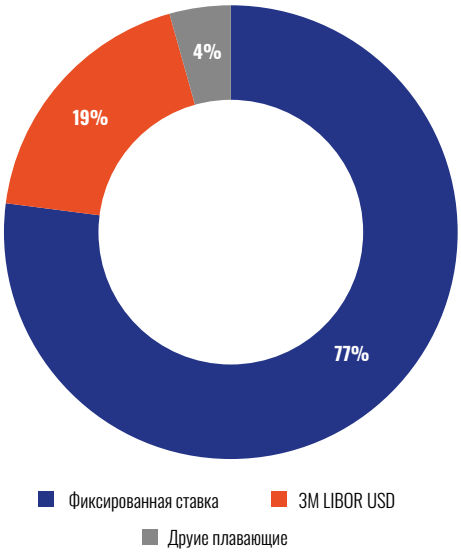


Рисунок 7
Структура бразильских корпоративных еврооблигаций в обращении по типу ставки купона

Источник: Cbonds

и в основном представлен облигациями с фиксированной процентной ставкой без индексации номинала. Более 95% из них являются неамортизационными. Что касается плавающих ставок, наиболее распространенной является 3M LIBOR USD (Рисунок 7).

ДИНАМИКА ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА БРАЗИЛИИ

В 2015–2019 годах внутренний облигационный рынок Бразилии демонстрировал положительную динамику объема новых выпусков. Пропорционально росту объемов увеличивалось и количество новых выпусков.

В 2020 и 2021 годах в связи с коронакризисом произошло серьезное сокращение объема новых выпусков корпоративных облигаций Бразилии. Количество новых выпусков сократилось в 2020 году, но за 10 месяцев 2021 года

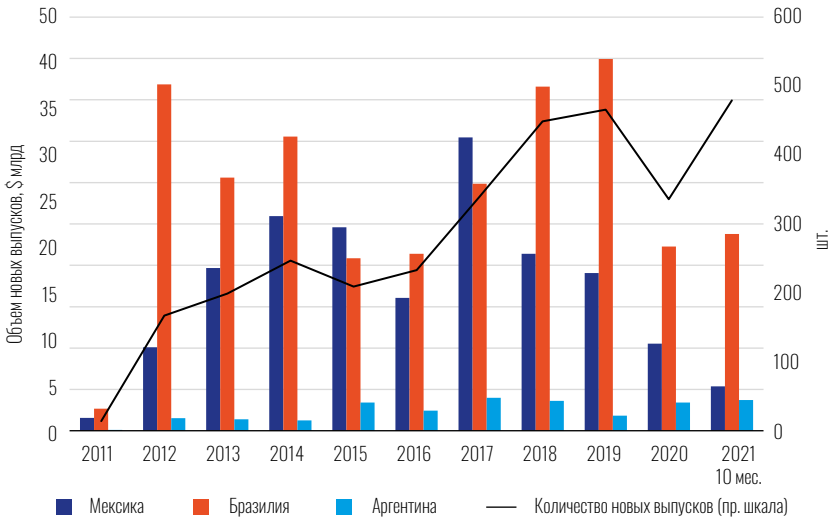


Рисунок 8
Объем новых выпусков внутренних корпоративных облигаций и количество новых выпусков корпоративных облигаций Бразилии

Источник: Cbonds

успело превзойти докризисные значения. Восстановление количества выпусков до докризисных значений может свидетельствовать о выходе долгового рынка из кризиса, связанного с коронавирусом. Параллельное уменьшение объема новых выпусков свидетельствует о сокращении среднего объема заимствования на один выпуск внутренних корпоративных облигаций и о неуверенности заемщиков в будущем.

Сравнивая рынки внутренних корпоративных облигаций Бразилии и других крупнейших экономик Латинской Америки, следует отметить, что бразильский рынок показывал позитивную динамику в предковидные годы на фоне снижения объема новых выпусков в Мексике и примерно неизменном их объеме в Аргентине. За первые 10 месяцев 2021 года рынок Бразилии, как отмечалось ранее, показал положительный рост объема новых выпусков относительно наиболее кризисного 2020 года на фоне еще большего снижения объема новых выпусков в Мексике и примерно неизменного — в Аргентине (Рисунок 8).

Что касается рынка еврооблигаций Бразилии, за последние года он показывает тенденцию к снижению объема и количества новых выпусков. По сравнению с 2020 годом в 2021 году на этом рынке имел место рост числа новых выпусков, а их объем за 10 месяцев практически достиг показателя 2020 года. В этом сегменте рынка по объему новых выпусков в последние годы Бразилия проигрывала Мексике, однако в 2021 году ситуация переменилась, и Бразилия вновь стала лидером в регионе (Рисунок 9).

Что касается динамики доходности государственных облигаций, ввиду индексации всех государственных облигаций по различным экономическим показателям наиболее репрезентативным можно назвать индекс доходности государственных еврооблигаций. За последние пять лет данный индекс показывал

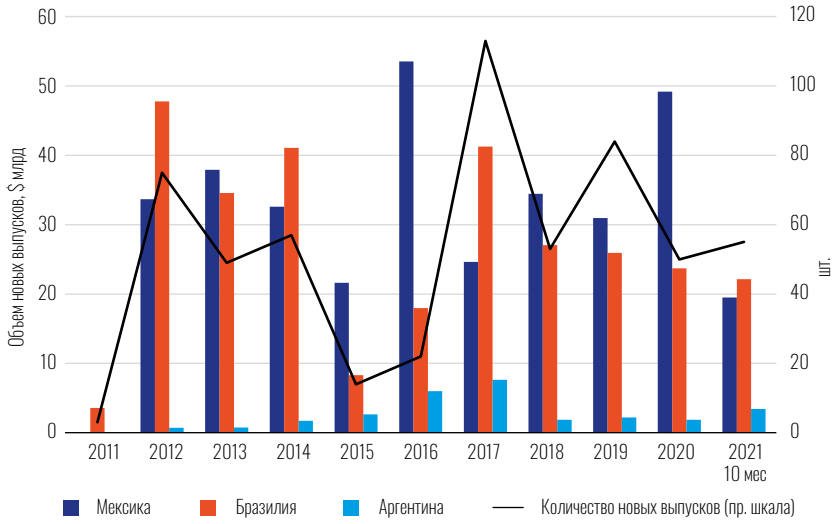
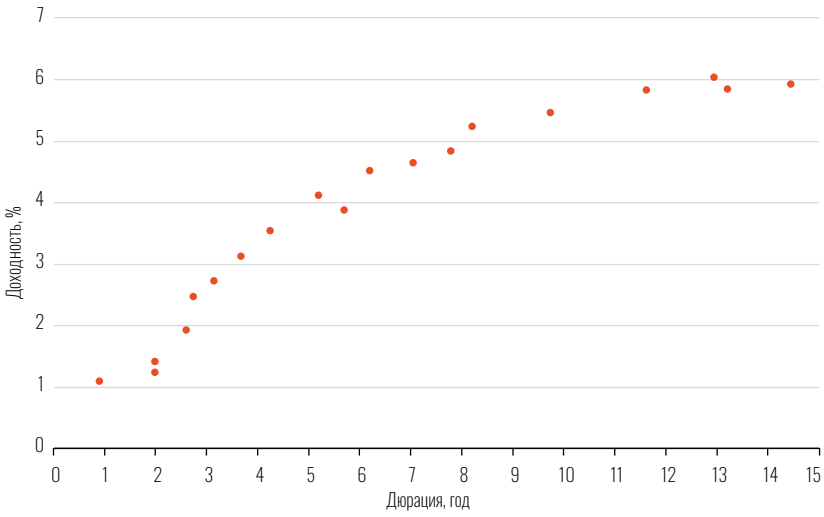


Рисунок 9
Объем новых выпусков внутренних корпоративных еврооблигаций и количество новых выпусков корпоративных еврооблигаций Бразилии

Источник: Cbonds

Рисунок 10
Средневзвешенная доходность к погашению по индексу бразильского рынка государственных и корпоративных еврооблигаций

Источник: Cbonds



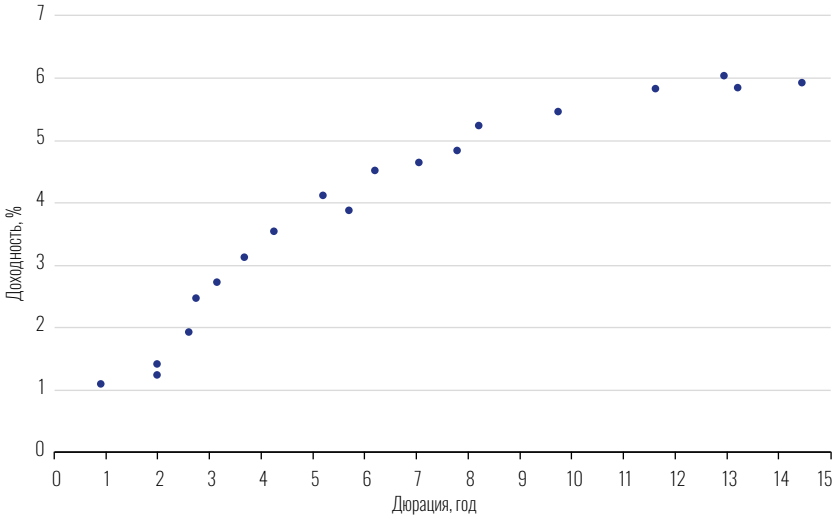
значения от 3.5 до 6.5% с достаточно сильной волатильностью. В последний год данный индекс составлял примерно 4.5%, наверстав падение, произошедшее в 2020 году (Рисунок 10). Примечательно, что в течение 2021 года доходность государственных еврооблигаций практически сравнялась с доходностью корпоративных, а в некоторые периоды времени (например, с сентября по октябрь 2021) даже превосходила ее. В общем, сегодня доходность государственных еврооблигаций Бразилии варьирует от 0.92 до 5.93% в зависимости от их дюрации (Рисунок 11).

СПОСОБЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА БРАЗИЛЬСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Для иностранного инвестора есть несколько способов вложения средств в бразильские активы. Наиболее простым и удобным можно назвать инвестирование в еврооблигации, доступ к которым можно получить через международные торговые платформы. Еще одним способом инвестирования без непосредственного выхода на бразильский рынок могут выступать депозитарные расписки (ADR и GDR). Что касается инвестирования во внутренние бразильские активы и долговой рынок, наиболее простыми и удобными можно назвать международные ETF, в портфеле которых находятся бразильские бумаги.

Другим способом работы на бразильском финансовом рынке является непосредственный доступ к крупнейшей бразильской бирже B3 (BM&F) через авторизованных на ней брокеров. Формально на иностранных инвесторов в Бразилии не накладывается дополнительных серьезных ограничений по сравнению с местными инвесторами. При этом для иностранного инвестора обязательна регистрация в бразильских налоговом органе и органах, регулирующих функционирование финансового рынка.

Рынок еврооблигаций Бразилии не отличается разнообразием и в основном представлен бондами с фиксированной процентной ставкой без индексации номинала

Рисунок 11
Карта рынка еврооблигаций Бразилии

Источник: Cbonds