

## Тенденции развития рынка долгового капитала в России

© 2014 Гисин Владимир Борисович

кандидат физико-математических наук, профессор

© 2014 Карамян Гайк Арамович

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

125993, г. Москва, ГСП-3, Ленинградский пр., д. 49

Email: karamyah.h@gmail.com

Финансовый кризис 2008 г. подтолкнул мировое сообщество к осознанию необходимости ужесточения политики регуляторов в отношении риска, присущего долговым инструментам и производным от них. В то же время посткризисный период привел к структурным сдвигам, получившим выражение в существенном раздувании балансов крупнейших регуляторов и массовом перетекании капитала в развивающиеся страны. Рассмотрены тенденции российского рынка долгового капитала последних лет, проведена сравнительная оценка локальных и внешних долгов России и ее основных конкурентов. Анализ кривых доходностей крупнейших экономик развивающегося мира позволяет прогнозировать перспективы отечественных активов в случае разворота существующих тенденций.

*Ключевые слова:* долговой рынок, кривая доходности, политика количественного смягчения.

С начала 2008 г. ключевые мировые центробанки значительно увеличили свои балансы для обеспечения рынков достаточной ликвидностью и стимулирования кредитной активности (рис. 1)<sup>1</sup>. ФРС, например, закачала более 2 трлн долл. в финансовую систему в последние 5 лет, более чем втрое раздув свой баланс. Объем М1 же вырос за этот период только на 72 %, а М2 - только на 35 %.

Такой разрыв между индикаторами предполагает, что денежный мультипликатор сильно сократился (с 5,6 в середине 2008 г. до 4,3 в III квартале 2013 г.). Первичной причиной падения мультипликатора было уменьшение уверенности потребителей, которое привело к сокращению спроса на кредиты. Однако недавнее восстановление настроений населения не привело к активизации банковского кредитования и росту

денежного мультипликатора. Это можно объяснить нежеланием или неспособностью кредитных институтов расширить кредитование ввиду недостаточной капитализации или роста доли проблемных активов в портфеле<sup>2</sup>.

Учитывая фактор влияния на фондовые рынки большого объема дешевой ликвидности, интересно рассмотреть поведение долговых инструментов РФ. Ниже представлены кривые доходности близких по кредитному качеству стран развивающегося сектора (рис. 2). Статистические данные, использованные в данной статье, получены с применением платформы Bloomberg.

Российские суверенные еврооблигации показали хорошие результаты в 2012 г. и первой половине 2013 г. Доходность к погашению 8-летних бумаг, номинированных в долларах

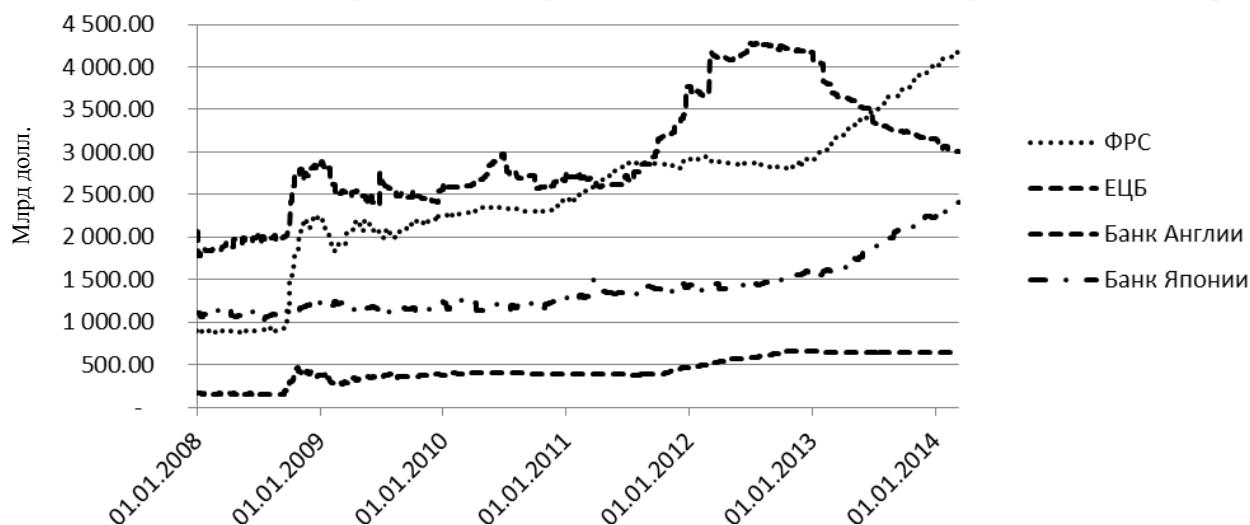


Рис. 1. Балансы мировых центральных банков

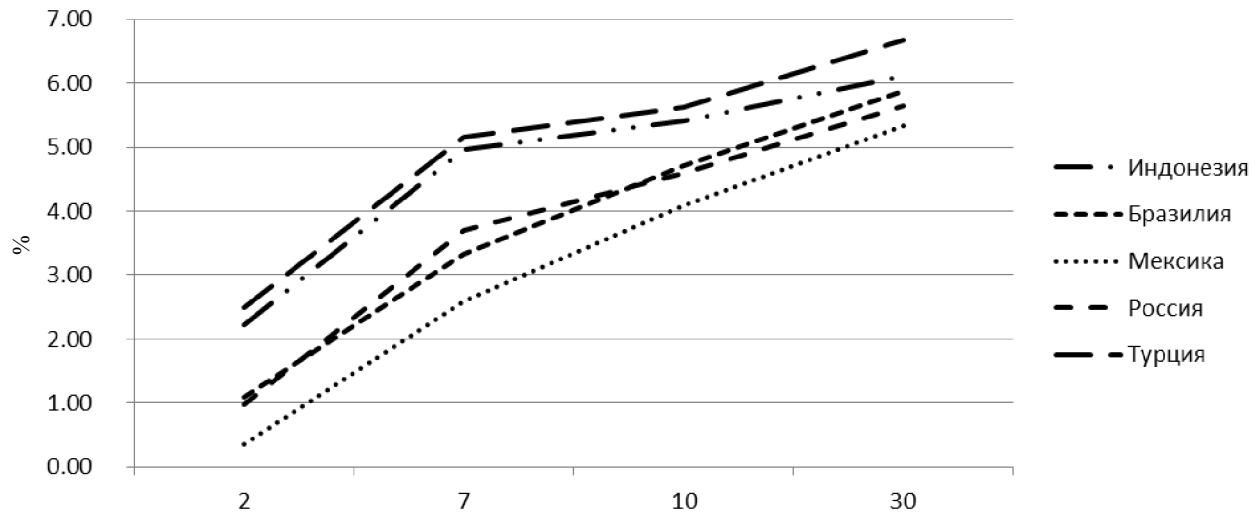


Рис. 2. Кривые доходности некоторых развивающихся стран

США, опускалась ниже 3 %. Индекс совокупной доходности Euro-Cbonds Sovereign Russia прибавил 7,3 %. В результате выпуски с короткой дюрацией (до 3 лет) торговались на уровне кривых Бразилии, Польши и Катара, несмотря на более высокие рейтинги двух последних стран (S&P: A- и AA, соответственно).

Более долгосрочные бонды, впрочем, по-прежнему предлагают премию за кредитный риск по сравнению с польскими или катарскими бумагами и выглядят привлекательно на фоне Бразилии и Мексики с аналогичными рейтингами (которые, в свою очередь, на деле торгуются дороже польской и катарской кривых). Этот факт мог бы привлечь внимание инвесторов к российским бумагам.

Впрочем, нужно помнить, что участники рынка считают кредитное качество РФ близким к турецкому (хотя качество и фундаментальные показатели турецкой экономики в значительной степени уступают российским), чем к мексиканскому или бразильскому. На это указывает разница CDS-спрэдов (рис. 3). Поэтому уровни доходности российских еврооблигаций, свойственные периоду количественного смягчения со стороны крупнейших регуляторов мира, представляются беспрецедентными<sup>3</sup>.

Кроме того, текущие уровни доходности предполагают очень ограниченный потенциал роста, а спрэды ко всем бенчмаркам близки к историческим минимумам, в то время как понижательные риски в случае разворота настроений инвесторов довольно значительны.

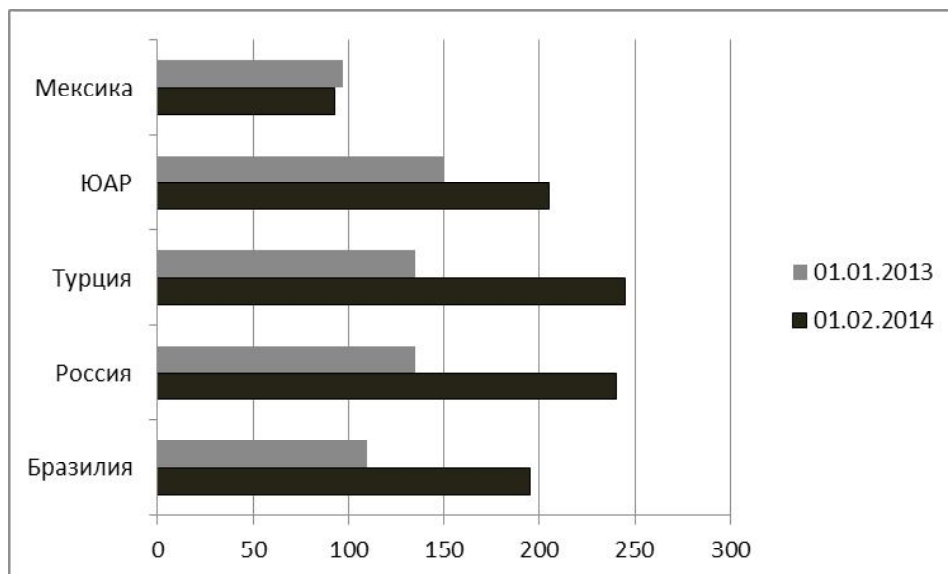


Рис. 3. Спрэды CDS, б.п.

До текущего момента речь шла об обязательствах, номинированных в иностранной валюте. При рассмотрении тенденций на внутреннем рынке можно выделить много похожих особенностей.

Попытаемся сравнить скорректированную на инфляцию и стоимость хеджирования валютного риска доходность владения локальными облигациями на некоторых развивающихся рынках (включая Россию). Обратим внимание на страны, составные рейтинги которых аналогичны рейтингу РФ (в том числе Мексику и Бразилию), а также на некоторые из тех, чье кредитное качество, по мнению рейтинговых агентств, несколько отличается (см. таблицу).

**Кредитные рейтинги стран развивающихся рынков**

Страна	Moody's	S&P	Fitch
Бразилия	Baa2	BBB	BBB
Россия	Baa1	BBB	BBB
Турция	Baa3	BB+	BBB-
ЮАР	Baa1	BBB	BBB
Мексика	A3	BBB+	BBB+

Несмотря на очень схожие темпы ожидаемого роста, кредитное качество и трудности, влияющие на торможение основных показателей на данный момент, номинальная доходность локальных бумаг стран нашей выборки различается на деле куда существеннее, чем можно было бы предположить из дифференциала инфляции. Среди шести стран выборки в России ожидается одна из самых высоких инфляций в ближайшие годы (примерно 6 % в год), а в Мексике - самая низкая (несколько выше 3,5 %).

Скорректировав доходность на ожидаемую инфляцию, получим скромные ставки по индонезийским, мексиканским, а также по коротким

южноафриканским бумагам (рис. 4). В более долгосрочной перспективе номинированный в южноафриканских рандах долг выглядит схоже с российскими бумагами, с точки зрения реальной доходности. Но абсолютным фаворитом остается бразильский рынок: локальные бонды здесь предлагают более 300 базисных пунктов сверх ожидаемой инфляции, в то время как рублевые бонды - в среднем 100-150 пунктов.

В последние 12 месяцев национальные валюты всех стран нашей выборки демонстрировали высокую волатильность. Более того, среди валют развивающихся рынков южноафриканский ранд в настоящее время обладает наибольшей ожидаемой волатильностью (по данным Bloomberg). Так или иначе, стоимость хеджирования рисков валютного рынка на годовом горизонте располагается в достаточно узком коридоре, а значит, большая разница номинальных доходностей отражается и в разнице доходности, скорректированной с учетом валютных рисков.

Долларовая доходность локальных бондов России и Мексики в среднем находится на уровне 100 б.п., а в Индии и Турции равна порядка 200 б.п. И вновь бразильские бонды представляются наиболее привлекательной инвестицией - средняя хеджированная доходность в долларах составляет в среднем около 300 б.п.

В результате при сравнении с развивающимися рынками с тем же кредитным качеством российские локальные облигации выглядят достаточно дорогими, хотя они и предлагают положительную реальную доходность по всему диапазону дюрации. Ожидания в отношении улучшения инфраструктуры финансовых рынков (например, предоставление Euroclear и Clearstream права на осуществление транзакций с ОФЗ), которые стимулировали рост в 2012-2013 гг., веро-

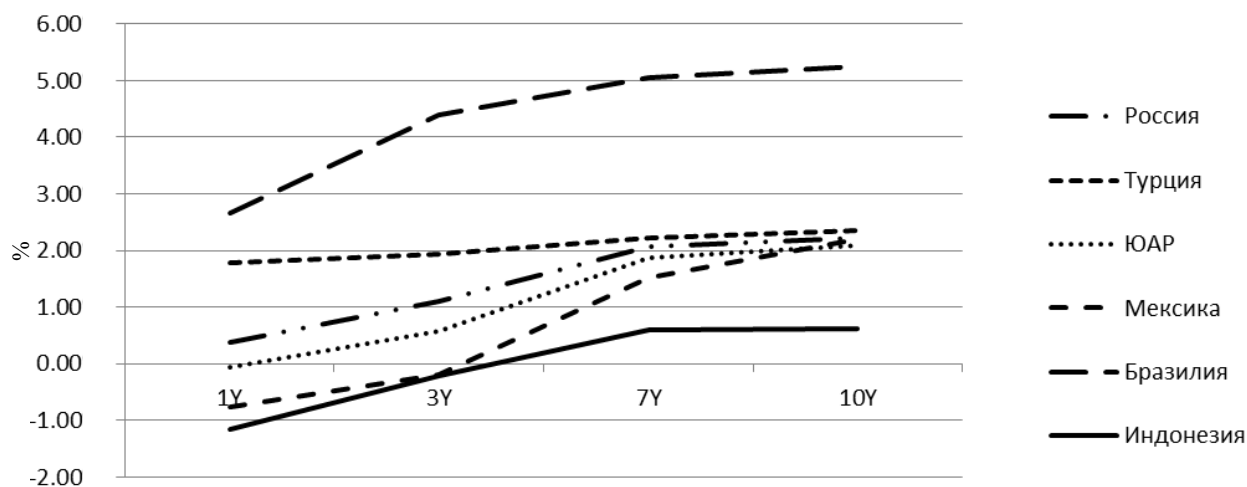


Рис. 4. Скорректированная на темпы инфляции доходность локальных бондов, б.п.

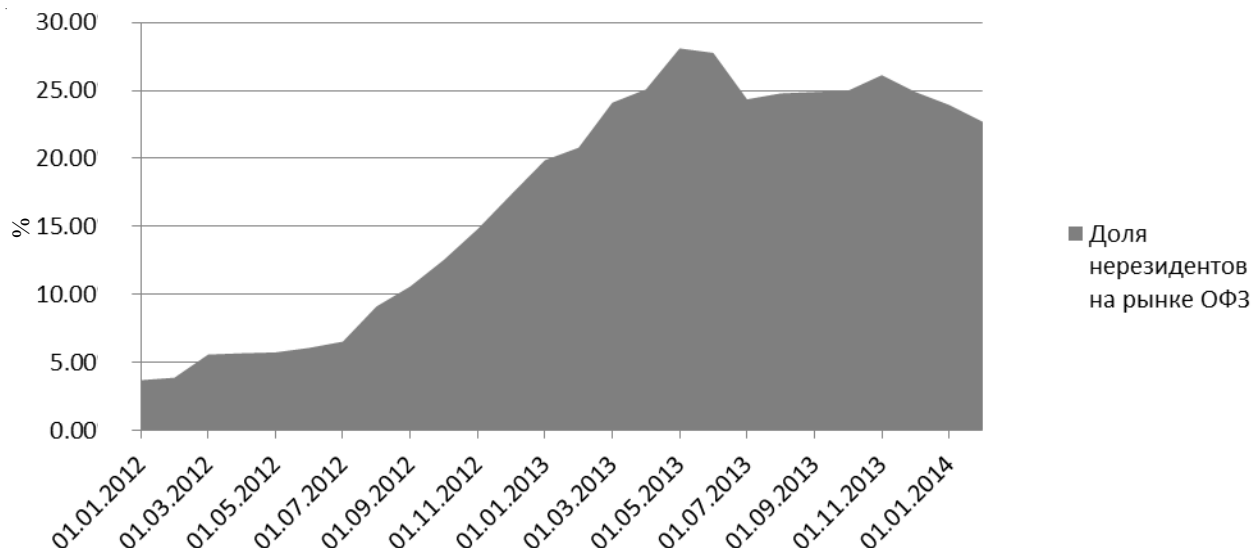


Рис. 5. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ

ятно, пойдут на спад, так как доля иностранных фондов уже достигла значений выше 20 %, что является достаточно высоким уровнем для столь молодого рынка (рис. 5).

В данной связи стоит отметить, что открытость внутреннего рынка для иностранных фондов несет в себе и негативные последствия в виде высокой волатильности и большей подверженности стоимости заимствования для суверена глобальным трендам в перераспределении капитала между различными географиями и активами.

Несмотря на фундаментальные проблемы в мировой экономике и опасные геополитические конфликты в некоторых странах, российский долговой рынок за последние два года показал необычайно стремительную динамику понижения доходности. Предпосылки этого тренда, а

также внутривостановые характеристики роста реального сектора экономики указывают на то, что портфельным управляющим необходимо уделить особое внимание кредитным рискам, аллоцированным в их вложениях. Премию любого инструмента с фиксированной доходностью важно разделять на процентную и кредитную составляющие. Кредитная составляющая на текущий момент смотрится существенно недооцененной.

<sup>1</sup> Lowell R., Christopher J. The rise and (eventually) fall in Fed's balance sheet // The Regional Economist. January 2014.

<sup>2</sup> David M., Jochen S. The relevance or otherwise of the central bank's balance sheet // J. of International Economics. January 2014.

<sup>3</sup> Barry E., Poornam G. Tapering talk: the impact of expectations of Federal Reserve security purchases on emerging markets // World Bank Research. January 2014.

Поступила в редакцию 03.04.2014 г.