



Вадим Смирнов

главный специалист аналитического
отдела ИФК «Алемар»

РЫНОК РУБЛЕВОГО И ВАЛЮТНОГО ДОЛГА

Российский рынок инструментов с фиксированной доходностью — это суверенные еврооблигации на 43 млрд долл., еврооблигации российских компаний на 20 млрд долл., рублевые гособлигации на 340 млрд руб., корпоративные облигации на 200 млрд руб., муниципальные облигации на 100 млрд руб. Значительные абсолютные показатели позволяют валютному сегменту рынка российских долгов занимать ведущие позиции среди развивающихся рынков.

Основным определяющим фактором на рынке облигаций остаются потоки капитала, направленные в развивающиеся рынки. Такая зависимость характерна для всех *emerging markets*, а в России проявляется особенно явно, причем существенной разницы в динамике между рублевыми бумагами и еврооблигациями не наблюдается. Это связано с тем, что основная часть обращающегося долга приходится на валютные инструменты, а ликвидность внутреннего рынка достаточно высока, рублевые и валютные инструменты движутся в общем тренде, а расхождения между ними происходят в результате чрезвычайных обстоятельств временного характера. Кроме того, иностранные инвесторы играют значительную роль на внутреннем рынке, а российские участники, в свою очередь, активные покупатели еврооблигаций российских компаний.

Особенно явной зависимость от направления международных денежных потоков является в настоящее время, для которого характерно завершение процессов консолидации на рынке российских финансовых инструментов после кризиса 1998 г. Так, спрэд между российскими еврооблигациями и американскими *US Treasuries*, еще в начале 2001 г. достигавший 1200 б. п., к концу 2003 г. вошел в диапазон 260–300 б. п. На данном уровне он находится и в настоящее время. Это произошло из-за резкого повышения кредитоспособности России благодаря росту экспортных поступлений за счет исключительно благоприятной ценовой конъюнктуры, позволившему расплачиваться по старым долгам, воздерживаясь при этом от выпуска новых внешних долговых обязательств. В результате объем внешнего долга после кризиса снижался как в абсолютном

выражении, так и по отношению к ВВП (с почти 80% в начале 2000 г. до менее чем 30% в начале 2004 г.) благодаря росту экономики и укреплению реального курса рубля.

В то же время объем рынка рублевых государственных облигаций (ГКО/ОФЗ) хотя и увеличивался в абсолютном выражении за счет новых выпусков, по отношению к ВВП положительной динамики не демонстрировал. На протяжении последних 4 лет планы Правительства РФ по выпуску новых рублевых долговых обязательств, определенные параметрами проектов государственных бюджетов, не выполнялись из-за постоянного превышения профицита по сравнению с заложеным в бюджет.

Ожидается, что в 2004 г. государство займет на внутреннем рынке на 100 млрд руб. меньше суммы, определенной бюджетными планировками. Минфин и ЦБР

планируют к 2010 г. довести соотношение валютного и рублевого долга до 50/50 (в настоящее время 80/20). Очевидно, что достижение этой цели, если и будет происходить, то за счет сокращения внешнего долга, в то время как объемы эмиссии рублевых бумаг будут и дальше сдерживаться высоким уровнем бюджетных доходов или возможным ростом процентных ставок в случае резкого падения экспортных цен, так как в такой ситуации у государства появится возможность воспользоваться средствами стабилизационного фонда, который и предназначен для этих целей.

На рынок ГКО/ОФЗ оказывает влияние и другой сдерживающий фактор: большинство бумаг аккумулировано в портфелях Сбербанка (60%) и Пенсионного фонда (12%). Таким образом, на долю остальных институтов приходится не более 28% рублевых госбумаг, что существенно сокращает возможности их рыночного обращения. Действительно, доля ГКО/ОФЗ составляла около 20% рыночного оборота рублевых долговых инструментов, хотя на них приходится более половины общего объема выпусков.

Ограничения, которые существуют на рынке госбумаг, открывают дорогу корпоративным и муниципальным заимствованиям — как рублевым, так и валютным, —

динамика которых в последние годы превышает снижение объема государственных долговых обязательств. Скорее всего, уже к концу 2004 г. объем выпущенных корпоративных и муниципальных рублевых облигаций превысит объем рынка ГКО/ОФЗ.

Как уже отмечалось, определяющее значение для конъюнктуры рынка российских долговых бумаг имеет состояние мировых финансовых рынков, задающее направление потоков капитала: динамика процентных ставок, курс доллара по отношению к мировым валютам. Непосредственное влияние на рынок рублевых инструментов оказывает состояние рублевой ликвидности, которая в настоящее время находится в районе исторических максимумов, однако рост процентных ставок в США и последующее укрепление доллара способны развернуть ситуацию в противоположном направлении.

В отношении динамики отдельных бумаг действуют более разнообразные факторы. Текущий год отмечен усилением политического давления на рынок. В результате доходность облигаций таких компаний, как Газпром и Роснефть, вплотную приблизилась к уровню российских суверенных облигаций, тогда как не столь близкие к государству эмитенты демонстрируют крайне неустойчивую динамику.

Действительно, с начала года спрэд между еврооблигациями Газпрома по отношению к российским еврооблигациям сократился почти на 100 б. п., Роснефти — на 200 б. п.; по большинству остальных бумаг сокращение не превысило 50 б. п., а особенно пострадала связанная с «делом ЮКОСа» Сибнефть, чей спрэд по отношению к суверенным долгам вопреки общей рыночной тенденции вырос на 100 б. п.

Следствием активного влияния политических факторов стало то, что объективные финансовые показатели эмитентов отодвинулись на второй план. Это предоставляет инвесторам возможность в условиях, когда потенциал общего роста рынка практически исчерпан, «делать» деньги на динамике отдельных эмитентов. Если политическое давление на рынок в 2005 г. ослабнет, разница в доходности между близкими к государству и не обладающими подобными привилегиями компаниями неизбежно сократится; повышенное внимание будет уделяться показателям прибыли и динамике продаж.

Другой возможностью получить прибыль станет арбитраж на разнице между доходностью валютных и рублевых бумаг. Проценты по валютным облигациям ниже доходности рублевых бумаг тех же эмитентов, что странно выглядит на фоне растущего курса рубля. ■

ЧИТАЙТЕ В СЛЕДУЮЩЕМ НОМЕРЕ



РЫНОК
ЦЕННЫХ
БУМАГ

№ 24 (279) 2004

Фондовый рынок — рычаг для удвоения ВВП

О бедном миноритарии замолвите слово

РЦБ — Дальний Восток

Финансы городов и регионов

Специальный проект: Управление активами