

**АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ РЫНКА  
ДОЛГОВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ  
ИНСТРУМЕНТОВ РФ В ПЕРИОД  
НЕСТАБИЛЬНОСТИ МИРОВОЙ  
ЭКОНОМИКИ**

*Статья посвящена анализу действий государства и участников долгового рынка в период финансового кризиса 2008 года. В статье дан анализ действий государства и даны рекомендации для развития локального рынка долгового финансирования для уменьшения волатильности государственных финансов РФ.*

**Ключевые слова:** *долгового рынок, еврооблигации, кризис, центральный банк.*

**THE ANALYSIS OF MARKET DEBT  
INVESTMENT INSTRUMENTS  
OF THE RUSSIAN FEDERATION DURING  
THE INSTABILITY OF THE GLOBAL  
ECONOMY**

*This article analyzes the actions of the State and participants of the debt market during the financial crisis of 2008. The paper analyzes the State actions and gives some recommendations for the development of the local market debt financing to reduce the volatility of the RF finances.*

**Keywords:** *debt market, Eurobonds, crisis, central bank.*

На протяжении всего периода становления рыночных отношений в России абсолютное большинство российских компаний, а также непосредственно органы государственной власти испытывают острую необходимость привлечения инвестиционного капитала в целях реализации собственных инвестиционных программ, рефинансирования и докапитализации. На сегодняшний день механизмы рыночной экономики предлагают различные варианты привлечения инвестиций, однако только долговой рынок позволяет осуществлять привлечение средств с учетом интересов и особенностей конкретных заемщиков.

Наиболее распространенным инструментом привлечения капитала на мировом финансовом рынке являются инструменты долгового рынка с фиксированной, а также плавающей доходностью, к ним мы в первую очередь относим различные виды облигаций. Так, на текущий момент соотношение объемов капитализации всех мировых рынков облигаций и акций составляет диапазон 1,38–1,42.

<sup>1</sup> Главный специалист Управления обслуживания на финансовых рынках, Отдел денежных рынков Московского банка ОАО «Сбербанк России».

Когда грянул мировой финансовый кризис 2008 года, произошел мощный отток инвестиционного капитала на всех страновых финансовых рынках. Россия не стала исключением и также лишилась значительной части инвестиционного капитала иностранных институциональных инвесторов, максимально сокративших (на \$41,1 млрд) кредитные лимиты для российских заемщиков. Российский долговой рынок оказался неготовым к восполнению докризисных объемов инвестирования. Доходность облигаций наиболее устойчивых эмитентов достигала двузначных уровней, что совершенно не отражало их кредитного качества. Благодаря вмешательству государства, в частности задействованию стратегических финансовых резервов, системного кризиса удалось избежать. Так, в 2009 году, когда бюджетный дефицит составил 6% ВВП, началось расходование средств Резервного фонда. Одновременно Правительство РФ озвучило масштабную трехлетнюю программу внешних и внутренних заимствований на 2010–2012 гг. в объеме \$154 млрд. Стоит отметить, что, несмотря на это, Россия по сравнению с другими странами остается достаточно безопасной стра-

ной по коэффициенту «дефицит бюджета/ВВП», который остается ниже 10%.

Кризис мировой финансовой системы 2008 года показал, что в России до сих пор остаются нерешенными многие ключевые вопросы, сдерживающие развитие долгового рынка. Ярким примером может являться отсутствие надежного механизма государственной поддержки интересов инвесторов долгового рынка. Имеющиеся в распоряжении Минфина финансовые резервы могли быть направлены на развитие российских компаний через инструменты долгового рынка, однако объем российского рынка корпоративных долговых ценных бумаг по-прежнему в 10 раз меньше рынка Нидерландов, в 22 раза меньше Франции, в 188 раз меньше США. Если по какой-либо причине рынок российского долга для иностранных институциональных инвесторов утратит свою привлекательность, то это может привести к существенным трудностям как для отечественных компаний, в частности, так и для экономики в целом. По этой причине риск рефинансирования остается слабым местом большинства российских заемщиков.

Декларируемое представителями Минэкономики замедление инфляции в России, вероятно, будет способствовать снижению процентных ставок долгового рынка. Прогнозный уровень инфляции на конец 2014 года – 5%, на 2015 год – 4,5% [1]. Однозначные цифры по инфляции в новейшей истории России были впервые достигнуты в 2006 году (9%) и далее: в 2009 г. (8,8%), 2010 г. (8,8%), 2011 г. (6,1%), 2012 г. (6,6%), 2013 г. (6,5%) виден тренд на снижение инфляции [2]. В результате снижения инфляции основная ставка ЦБ РФ составляет 7,00% [3] (временно повышена на 150 б.п. 3 марта 2014 года для предотвращения оттока капитала). Доходность рублевых облигаций по индексу IFX-Cbonds составляла около 8,64% [4]. Как демонстрирует мировой опыт, замедление инфляционных процессов в конкретно взятом государстве способствует привлечению на рынок внутреннего долга этой страны иностранного капитала, что стимулирует укрепление национальной валюты и уменьшение ставок по NDF. Применительно к России это вызовет исчезновение возможности для синтетического фондирования, суть которого в выпуске облигаций в рублях с последующим обменом по операции своп вырученных средств на валюту. Это даст российским заемщикам стимул активнее выходить на внешний рынок.

Еще одним фактором, влияющим на конъюнктуру российского рынка долговых ценных бумаг, являются мировые цены на энерго-

носители – основная статья доходов российского бюджета. Существует объективная зависимость между размером бюджета страны и объемом ее финансового рынка, частью которого является долговой рынок. Если в 2005 году бюджет РФ был бездефицитным при цене \$25 барр., то сейчас эта цифра близка к \$100 барр. Стоит отметить, что до периода ослабления рубля в январе – марте 2014 года бюджет был бездефицитным при цене нефти сорта Brent около \$110 барр. Рынок долговых обязательств РФ в дальнейшем также будет реагировать на колебания цен на нефть, и впереди длинный путь избавления от нефтяной зависимости, о котором постоянно заявляют российские власти. Необходимость диверсификации основных источников дохода российского бюджета обусловлена крайне нестабильной ситуацией на мировом рынке энергоносителей и вероятных последствий этой нестабильности для экономики страны. Так, эксперты МВФ прогнозируют, что в случае снижения стоимости нефти ниже \$70 барр., скорее всего, произойдет резкая девальвация рубля, рост процентных ставок, а также резкое снижение ликвидности [5]. В итоге спреды расширятся и котировки CDS вырастут. В случае роста цен на энергоносители, дополнительные доходы бюджета могут подстегнуть нецелевые расходы, что еще более усилит зависимость бюджета от цены на нефть и подстегнет инфляцию и, в конечном счете, процентные ставки. Таким образом, лучший сценарий для России – это стабильные цены на нефть.

Возвращаясь к структуре российского долгового рынка и мерах по стимулированию его развития, следует напомнить, что в кризисный период 2008–2009 гг. российские банки считались главными носителями рисков в экономике России. На долю банков приходилось 36% российского внешнего долга, или \$197,9 млрд в номинале [6]. Отсутствие механизма рефинансирования только усиливало опасения инвесторов. К счастью, российские власти сумели принять меры по спасению ситуации. Ключевым элементом программы стало расширение списка залоговых инструментов ЦБ под рефинансирование и предоставление беззалоговых кредитов ЦБ. Также важным элементом стало увеличение капитала первого и второго уровней. Эти меры помогли российским банкам рефинансировать свои долги без разного рода дефолтных ситуаций и реструктуризации. Представляется, что использование подобного механизма для российских компаний нефинансового сектора позволит существенно увеличить привлекательность облигаций таких компаний для потенциальных инвесторов. Объ-

ем долга компаний нефинансового сектора в разгар кризиса составлял \$307,6 млрд, или 56% от общего внешнего долга.

Программа рефинансирования, представленная ВЭБ, на практике оказалась сложной и труднореализуемой, так как при общем объеме в \$50 млрд российские компании сумели получить лишь \$11 млрд. Другим направлением стало создание списка стратегических предприятий, что, по сути, было списком компаний с государственными гарантиями. На практике этот список оказался малоэффективным, так как ряд компаний из этого списка объявили дефолт.

Особая поддержка банковского сектора РФ предполагала увеличение кредитования частного сектора. На практике же, как показал кризис, банки предпочитали покупать валюту за рубли, предоставленные властями, в ожидании дальнейшей девальвации рубля. В результате снижения кредитоспособности предприятий предоставление займов было рискованным занятием. У банков было мало причин для кредитования экономики и все больше консерватизма.

Один из факторов, способный повлиять на рынок рублевых облигаций, – политика ЦБ на открытом рынке. В последние годы денежные власти стремились при регулировании финансовой системы сместить акцент с обменного курса на процентные ставки. Благодаря кризису значение механизмов рефинансирования ЦБ значительно возросло, и инвесторы начали считать его процентные ставки одним из ориентиров. В результате денежные власти теперь могут эффективнее использовать ставки, при этом готовясь к переходу на режим плавающего курса без коридора колебаний, который уже, по сути, является анахронизмом.

Представляется, что главная цель ЦБ, исходя из темпов инфляции, – устанавливать процентные ставки таким образом, чтобы поддерживать экономически оправданный уровень доходности на открытом рынке.

Отдельно следует упомянуть внешние заимствования российского долгового рынка. В последнее время интерес иностранных инвесторов к российским еврооблигациям очень высок, что связано с текущей острой нестабильностью международного долгового рынка и в первую очередь снижением кредитных лимитов по целому ряду европейских стран (Греция, Португалия, Ирландия, Испания и др.). В условиях вероятного последующего оживления мировой экономики можно ожидать, что компании будут искать «длинные» деньги для новых инвестиций, а это приведет многих из них на рынок евро-

облигаций. Главной задачей Правительства РФ в этом случае будет развитие внутреннего рынка. Сейчас государство гораздо больше зависит от рыночной конъюнктуры, чем любой частный заемщик. У Министерства финансов РФ нет особого поля для маневра в случае повышения стоимости заимствований в ходе первичных размещений еврооблигаций, то есть оно не сможет платить значительную премию к уровню вторичного рынка без ущерба для бюджета. Также в отсутствие первичных дилеров эмитент не может быть уверен в том, что в трудные времена спрос будет достаточным, даже если ставки будут близки к рыночному уровню. Кризис показал, каким слабым оказался международный рынок долга в период общемировой финансовой нестабильности. Российские власти в этот период столкнулись с очень низким спросом на свои рублевые бумаги на внутреннем рынке; и если учесть, что внешний рынок в это время был недоступен ввиду низкой привлекательности российского долга, у государства был лишь один источник средств для покрытия бюджетного дефицита – Резервный фонд.

Несомненно, государству необходим стабильный крупный источник внешнего финансирования, и это значит, что Правительству РФ потребуется разработка отдельной программы повышения инвестиционной привлекательности инструментов внешнего долга. Также дальнейшая диверсификация финансовых механизмов потребует от российских властей большего внимания к развитию внутреннего рынка рублевых облигаций, который теоретически должен быть самым стабильным источником привлечения средств для бюджета. Улучшить рыночную инфраструктуру и помочь решить проблему развития внутреннего долгового рынка РФ может комплекс мер, в том числе:

- 1) введение института первичных дилеров;
- 2) развитие рынка производных инструментов на суверенные облигации;
- 3) унификация торгового и налогового режимов для государственных и корпоративных облигаций;
- 4) увеличение выпуска облигаций с плавающей ставкой (в том числе привязанной к инфляции);
- 5) облегчение иностранным инвесторам доступа на внутренний рынок долга.

В результате введения данных мер может ощутимо повыситься ликвидность ОФЗ и их кривая доходности станет ориентиром и для российских, и для зарубежных инвесторов. Наличие полноценной кривой доходности как в

локальной, так и в иностранной валюте будет очень благоприятно и для частных заемщиков: они смогут размещать долгосрочные облигации на более выгодных условиях.

Именно долгосрочные облигации будут пользоваться спросом у инвесторов, рассчитывающих на дальнейшее замедление инфляции. Технически российские банки и компании первого круга могут выпускать не только обычные рублевые бумаги, но и биржевые облигации. Максимальный срок обращения биржевых облигаций ограничен тремя годами, но на подготовку эмиссии требуются недели, а выпуск обычных облигаций приходится готовить три-четыре месяца. Однако излишне резкий рост рынка биржевых облигаций чреват избыточным предложением краткосрочных инструментов и некоторым дефицитом долгосрочных. В результате короткие заимствования могут стать дороже длинных.

Волна дефолтов во время кризиса продемонстрировала, что коэффициент возврата вложенных средств, равно как и уровень защиты держателей облигаций, был низким. Регулятор предложил ряд существенных изменений к законодательству, призванных обеспечить более полное соблюдение прав инвесторов. В частности,

могут быть созданы институты общего представителя владельцев облигаций, общего собрания держателей долговых бумаг и т.п.

В заключение хотелось бы отметить, что развитие рынка долговых ценных бумаг РФ должно иметь системный характер, и основную роль в данном процессе следует отвести государству, так как именно долговой рынок может стать связующим звеном между средствами целевых инвестиционных программ поддержки отраслей российской экономики и конкретными компаниями.

### Литература

1. [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)
2. <http://www.cbr.ru/statistics/>
3. [http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=130913\\_13504271.htm](http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=130913_13504271.htm)
4. [http://www.cbonds.info/rus/index/index\\_detail/group\\_id/13](http://www.cbonds.info/rus/index/index_detail/group_id/13)
5. <http://www.imf.org/external/country/RUS/INDEX.htm>
6. [http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=itm\\_16709#CheckedItem](http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=itm_16709#CheckedItem)