



Владимир Брагин

Директор департамента макроэкономики и стратегии ОАО «Национальный банк «ТРАСТ»

## ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ РУБЛЕВОГО ДОЛГА: ОГРОМНОЕ И НЕ ПРОБЛЕМНОЕ

Недавнее снижение ставок денежного рынка и последовавшее за ним снижение доходности рублевых облигаций резко снизило стоимость заимствований для большинства типов заемщиков. С учетом гигантского объема уже зарегистрированных выпусков и озвучиваемых планов эмитентов объем первичного предложения в этом году может побить все рекорды.

Первичное предложение будет исходить от эмитентов всех типов, ожидается большой объем предложения корпоративных эмитентов и банков, ОФЗ, а также облигаций Москвы. Также весьма вероятно возникновение нового третьего эшелона.

В то же время мы не думаем, что первичное предложение станет большой проблемой для котировок облигаций на вторичном рынке. С учетом объемов погашений, приходящихся на этот год, а также расслабленной ситуации с рублевой ликвидностью долговой рынок может поглотить практически любой объем нового предложения.

Наиболее серьезные изменения могут произойти в части структуры держателей рублевых облигаций. По мере снижения доходности рублевых облигаций управляющие компании скорее всего будут переключаться с качественных облигаций на банковские депозиты. Впрочем, необходимость увеличивать доходность

портфеля может заставить их проявить спрос и на высокодоходные бонды.

### ДЛЯ НАЧАЛА — НЕСКОЛЬКО ЦИФР...

Чтобы увидеть, насколько велико потенциальное предложение корпоративных рублевых облигаций, достаточно взглянуть на объем зарегистрированных облигаций. Их объем на начало года составлял порядка 1226,5 млрд руб. Сумма выглядит особенно внушительной с учетом того, что капитализация рынка корпоративных облигаций сейчас находится в пределах 1839 млрд руб.

Следует отметить, что большая часть выпусков была зарегистрирована в III и IV кв. 2009 г., то есть уже после того, как стало ясно, что первичный рынок открылся для широкого круга эмитентов. Например, только с сентября 2009 г. было зарегистрировано корпоративных облига-

ций на общую сумму 905 млрд руб., что соответствует половине капитализации рынка корпоративных рублевых облигаций.

Большая часть потенциального первичного предложения исходит от контролируемых государством компаний, таких как ОАО «РЖД» (зарегистрировано облигаций на сумму 170 млрд руб.), ОАО «Атомэнергопром» (зарегистрировано 135 млрд руб.). Из заемщиков, не столь близких к государству, наиболее амбициозные планы строят металлургические компании, такие как ОАО «Северсталь», ОАО «НЛМК», «Евраз Груп», ТМК, у каждой из которых зарегистрировано рублевых бондов на 30–35 млрд руб. (рис. 1).

### СУВЕРЕННЫЕ И СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ

Примечательно, что первое крупное размещение рублевых облигаций провел



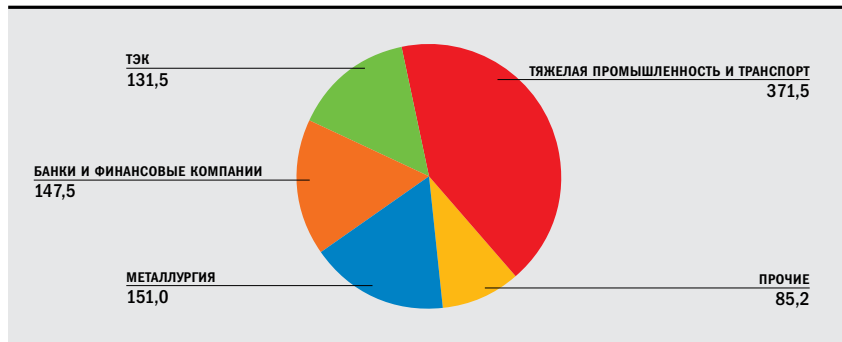
не кто иной, как Минфин России, разместивший на аукционе 20 января 2010 г. 39 млрд руб. ОФЗ 25072. Это оказалось рекордным по объему разовым размещением рублевых госбумаг. Общий же лимит эмиссии внутреннего рублевого долга на 2010 г. установлен в размере 869,3 млрд руб., так что исключительным случаем указанное размещение стать не должно. Скорее всего Минфин России попытается по максимуму использовать возможности, предоставляемые сильным спросом на рублевые облигации, вместо расходо-

вания средств резервных фондов для покрытия дефицита бюджета. Он, кстати, несмотря на более высокие, чем заложенные в бюджетные проектировки, цены на нефть, будет очень значительным, порядка 1,0–1,5 трлн руб.

В то же время Минфин России не раз подчеркивал, что не будет форсировать размещения и конкурировать с корпоративными заемщиками. Так что вряд ли участникам рынка следует ожидать от него премий за первичное размещение.

Субфедеральные заемщики также не будут спать. Наиболее крупный из них — Москва — планирует разместить в 2010 г. до 144,9 млрд руб. С учетом того что доходы города, как, впрочем, и других регионов, очень сильно пострадали от снижения экономической активности, а восстановление скорее всего будет не таким уж быстрым, есть все шансы на то, что Москомзайм в течение года выберет весь лимит размещений. В то же время Москва не будет торопиться с размещениями, причиной чему является некоторый объем недоисрасходованных средств бюджета 2009 г., а также желание лучше понять ситуацию с доходами.

Рисунок 1. ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ ВЫПУСКИ ПО СЕКТОРАМ, МЛРД РУБ.



Источник: Оценка НБ «ТРАСТ».

## РУБЛЕВЫЕ БОНДЫ ДОСТУПНЫ... ДЛЯ ЗАЕМЩИКОВ

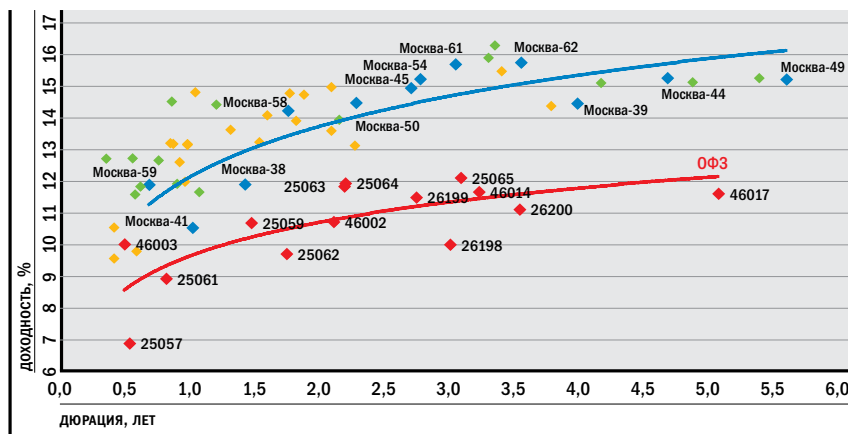
Очень сильным стимулом для эмитентов в этом году станут низкие процентные ставки, особенно по сравнению с прошлым годом. Например, в период с середины 2009 г. по начало 2010 г. доходность облигаций первого эшелона снизилась примерно на 600 б. п. В июне–июле 2009 г. облигации первого эшелона размещались с доходностью УТМ 13,75–15% в зависимости от дюрации (рис. 2). В настоящее время рыночная доходность таких бумаг находится в районе УТМ 8–9% при дюрации 2–3 года (рис. 3). Столь существенное снижение стоимости заимствований вряд ли пройдет незамеченным для эмитентов. Скорее всего, объемы размещений начнут быстро увеличиваться по мере того, как компании будут определяться со своими планами по заимствованиям на 2010 г.

В 2009 г. объем первичного предложения впервые превысил отметку 100 млрд руб. в месяц в июне, когда средневзвешенная доходность по облигациям первого эшелона составляла УТМ 14,6% (рис. 4). С учетом же сохраняющейся высокой потребности в заемных средствах и гораздо более низких ставок средний месячный объем размещений в этом году вряд ли будет ниже 100–150 млрд руб.

Стоимость заимствований для компаний первого эшелона уже находится ниже уровня инфляции, которая в 2009 г. составляла 8,8%, и, по нашим прогнозам, в 2010 г. составит 9,5%.

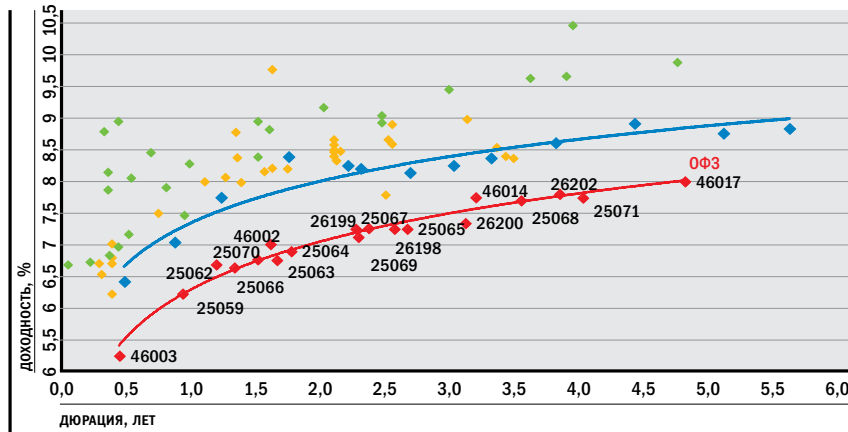
Фактически реальная процентная ставка для многих заемщиков стала отрицательной, что сильно ослабляет требования к проектам, финансируемым за счет заемных средств, а это, в свою очередь, создает не совсем здоровые стимулы для эмиссии нового долга.

Рисунок 2. ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА ПО СОСТОЯНИЮ НА ИЮЛЬ 2009 Г.



Источник: Оценка НБ «ТРАСТ».

Рисунок 3. ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА В КОНЦЕ ЯНВАРЯ 2010 Г.



Источник: Оценка НБ «ТРАСТ».

## ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЙ ТОРМОЗ

Говоря о первичном предложении, нельзя не упомянуть об изменениях в законодательстве, касающихся эмиссии бумаг. Эти изменения могут затруднить процесс размещения для многих эмитентов. Новые правила, вступившие в силу 1 января 2010 г., содержат ряд новых требований к эмитентам и поручителям.

В частности, объем эмиссии теперь не может быть выше, чем размер чистых активов эмитента и поручителей по выпуску. Это требование, впрочем, не применяется по отношению к эмитентам, которые либо уже имеют ценные бумаги, обращающиеся на рынке, либо имеют рейтинг выше определенного уровня, также это не применяется к ипотечным облигациям и облигациям, предназначенным исключительно для приобретения профессиональными участниками рынка.

Хотя большинство крупнейших эмитентов удовлетворяют всем указанным требованиям, не исключено, что некоторым из них придется вносить изменения в эмиссионные документы, что может замедлить процесс эмиссии. Кроме того, норма, связанная с минимальным кредитным рейтингом, будет работать лишь после того, как соответствующее решение будет принято ФСФР России. Пока, насколько нам известно, конкретных уровней названо не было.

Впрочем, как показали размещения января и начала февраля, новые правила серьезных препятствий для эмитентов не создали.

## КТО ВСЕ ЭТО КУПИТ?

Основными покупателями рублевых бондов осенью 2009 г. были банки, которые даже в условиях отсутствия роста кредитования довольно быстро наращивали облигационные портфели. Для банков облигации имеют несколько явных преимуществ по сравнению с кредитами: облигации легко можно использовать в качестве залога для получения рефинансирования, причем не только в Банке России, но и на рынке; в случае острой необходимости их можно продать на рынке, пусть и с дисконтом. В то же время такие плюсы кредитов, как более высокий приоритет долга над облигациями и наличие залога, как оказалось, не дают тех преимуществ, на которые хотелось бы надеяться.

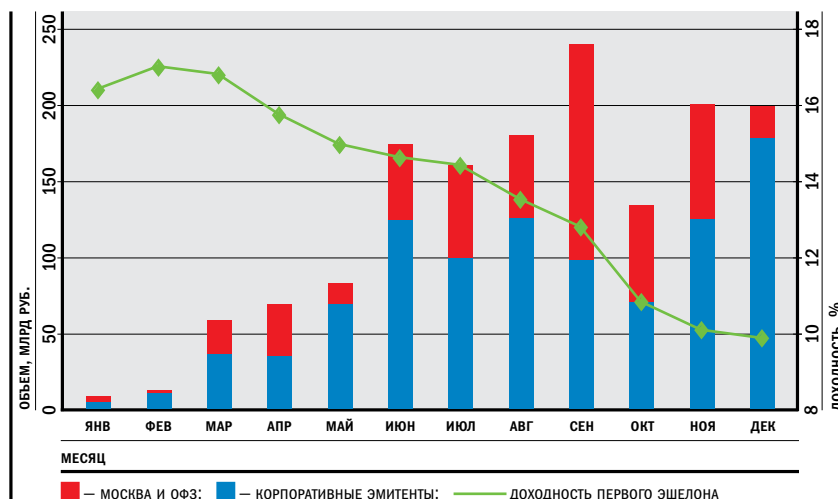
В настоящее время у банков скопился значительный запас ликвидности, излишки которой складываются на депозитах в Банке России под 3,5–4% либо используются для приобретения ОБР, доходность

которых с погашением в июне 2010 г. составляет УТМ 5,4%. По состоянию на 10 февраля объем средств в этих «зачаках» составлял более 1 трлн руб., которые банки потенциально могут использовать для приобретения бумаг.

В начале года недостаток первичного предложения долговых инструментов спровоцировал исключительно высокий спрос на ОБР, в результате чего Банку России удалось разместить практически весь объем 400 млрд руб. эмиссии ОБР с погашением в июне 2010 г. Мы сомне-

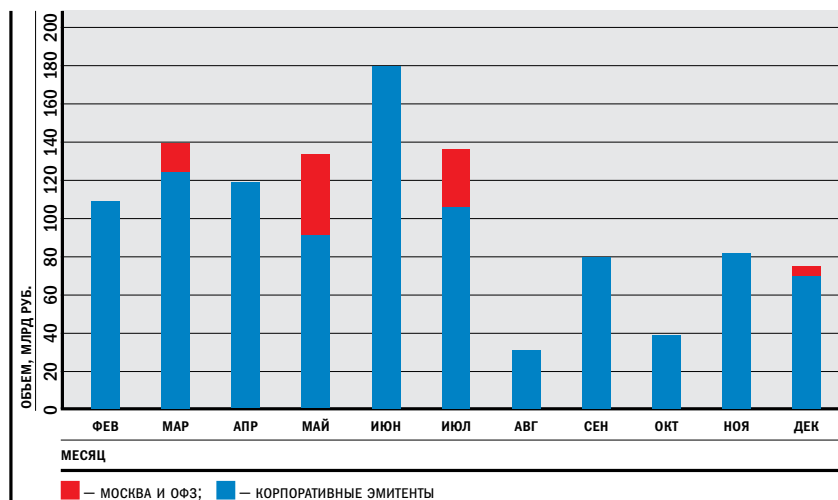
В то же время далеко не все участники рынка склонны демонстрировать столь же сильный спрос на новые выпуски. Изменения в правилах инвестирования средств пенсионных накоплений, вступившие в силу в середине 2009 г., позволяют управляющим компаниям инвестировать до 80% портфеля в банковские депозиты (ранее эта величина была равна 20% для средств обязательного пенсионного страхования и 50% для средств добровольных пенсионных накоплений). С учетом того что управляющие

Рисунок 4. ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ В 2009 Г.



Источник: Оценка НБ «ТРАСТ».

Рисунок 5. ПРЕДСТОЯЩИЕ ПОГАШЕНИЯ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2010 Г. (ВКЛЮЧАЯ ОФЕРТЫ)



Источник: Оценка НБ «ТРАСТ».

ваемся, что размещения этих бумаг были бы столь же успешными в случае наличия первичного предложения со стороны качественных эмитентов. Хорошей иллюстрацией этого является сильный спрос в ходе недавних размещений выпусков РЖД-23, а также РСХБ-10,11. Хотя бумаги размещались почти без премии к вторичному рынку, выйдя на торги, они тут же выросли в цене на 0,5–0,7 п. п.

компании не имеют возможности использовать плечо или использовать облигации для получения рефинансирования, они должны обращать большее внимание на разницу между их доходностью и доходностью альтернативных инструментов, включая депозиты.

Собственно, в настоящее время доходность облигаций первого эшелона вплотную приблизилась к ставкам по





депозитам, при этом депозиты имеют несколько несомненных преимуществ. Во-первых, депозиты не подвержены риску отрицательной переоценки в случае, например, роста ставок. Во-вторых, риск дефолта по ним все-таки ниже: за время кризиса правительство не позволило рухнуть ни одному сколько-нибудь значимому банку.

Для справки: добровольные пенсионные накопления в настоящее время составляют 518 млрд руб., а объем накопленного обязательного пенсионного страхования находящихся в управлении частных управляющих компаний, — 85,8 млрд руб. Изменения в правилах инвестирования этих средств могут привести к сокращению спроса на облигации компаний первого эшелона на 100–150 млрд руб., что, впрочем, не является критичным на фоне увеличения спроса со стороны банков.

### ПОГАШЕНИЯ И ОФЕРТЫ

Еще один фактор поддержки спроса на рублевые облигации — это средства, которые нынешние держатели получают в результате погашений облигаций и происхождения эмитентами оферт. По нашим оценкам, в течение 2010 г. объем по-

гашений и оферт составит порядка 1,13 трлн руб., причем погашения на 820 млрд руб. состоятся в первой половине года (рис. 5). Вследствие этого эмиссия нового долга в размере порядка 160 млрд долл. в месяц не увеличит общую капитализацию рынка. И не окажет давления на котировки на вторичном рынке.

### НОВЫЙ ТРЕТИЙ ЭШЕЛОН

Хотя третий эшелон рублевых облигаций в прошлом году тихо «скончался», мы не думаем, что придется долго ждать появления новых эмитентов.

Причин для этого более чем достаточно. Во-первых, удовлетворение критериям Банка России для включения в ломбардный список некоторое время назад перестало быть обязательным условием для успешного размещения. Кроме того, восстановление рынка междилерского РЕПО делает получение рефинансирования возможным для гораздо более широкого круга бумаг.

Во-вторых, по мере снижения рыночной доходности управляющим и инвестиционным компаниям станет все труднее показывать высокие результаты, вслед-

ствие чего они могут снова обратить внимание на высокодоходные облигации. Этот путь повышения общей доходности портфеля слишком очевиден, чтобы его игнорировать.

Что же касается новых требований ФСФР России к эмитентам рублевых облигаций, упомянутых выше, то мы не думаем, что они смогут остановить эмитентов третьего эшелона. Например, если буквально применять норму, требующую, чтобы чистые активы эмитента и предоставленного третьими лицами обеспечения были не ниже объема выпуска, то она по своей сути ограничивает лишь размер одного выпуска, а не совокупный объем эмиссии долга. Ведь после размещения первого выпуска и включения его в котировальный список биржи эмитент сможет выходить на рынок долга с новыми выпусками, на которые ограничение, связанное с размером чистых активов и обеспечения, предоставленного третьими лицами, не распространяется.

Понятно, что в данном случае многое будет зависеть от практики применения данной нормы, но мы сомневаемся, что ФСФР России удастся предотвратить массовый выход на рынок высокорисковых заемщиков. ■

#### НОВОСТИ НДЦ

## ЗАО НДЦ присвоило международные коды *ISIN* депозитным ставкам Центрального Банка Российской Федерации

4 февраля 2010 г. Закрытое акционерное общество «Национальный депозитарный центр» (ЗАО НДЦ) по запросу иностранных участников российского финансового рынка присвоило международные коды *ISIN* депозитным ставкам Центрального Банка Российской Федерации. Каждая из 14 депозитных ставок Банка России теперь может идентифицироваться с помощью уникального *ISIN*-кода, доступного любому российскому и зарубежному участнику фондового рынка. Присвоение международных кодов *ISIN* депозитным ставкам Банка России стало очередным шагом ЗАО НДЦ по расширению перечня финансовых инструментов, отвечающих требованиям международных стандартов, применяемых на международном финансовом рынке для идентификации финансовых инструментов.

Выполняя функции Национального нумерующего агентства (ННА) по России, ЗАО НДЦ ежедневно присваивает международные коды *ISIN* акциям и облигациям российских эмитентов,

паям паевых инвестиционных фондов. В 2007 г. ЗАО НДЦ начало присваивать международные коды торговым индексам российских торговых площадок, а в октябре 2009 г. приступило к присвоению международных кодов дополнительным выпускам акций российских эмитентов. База данных ЗАО НДЦ как ННА по России насчитывает около 6500 *ISIN*-кодов (и столько же *CFI*-кодов), присвоенных указанным финансовым инструментам, из которых около 2000 кодов (и столько же *CFI*-кодов) аннулировано в связи с погашением, а также аннулированием выпусков ценных бумаг в результате проведения эмитентами различных корпоративных действий.

Подробная информация о международных кодах, присвоенных депозитным ставкам Банка России, размещена в Базе данных по международным кодам, присвоенным российским финансовым инструментам, на официальном сайте ЗАО НДЦ — [www.isin.ru](http://www.isin.ru) — в открытом доступе.