

Китайский облигационный рынок — один из крупнейших в мире, российский же страдает от нехватки ликвидности, но для нерезидентов размещение в КНР сопряжено с большими сложностями, чем в России, поскольку регулирование этого рынка в РФ является относительно простым. Такие выводы содержатся в совместном исследовании, подготовленном рейтинговыми агентствами АКРА и Golden Credit Rating. В нем впервые по единой методике были исследованы два крупнейших рынка fixed assets — в России и КНР. Оба рынка схожи по структуре как эмитентов, так и инвесторов: первые чаще всего связаны с государством и имеют прямые или косвенные гарантии, а вторые в основном представлены банками. В целом обнаруженные сходства рынков дают возможность говорить о больших перспективах их сближения.

Обязательства на русском и китайском

— рынок —

Китайский рынок облигаций уже является третьим в мире по объему бумаг в обращении (86 трлн юаней, около 840 трлн руб.), уступая только японскому и американскому. Общий объем выпуска в прошлом году составил 44 трлн юаней (428 трлн руб.), а средние темпы роста за последние пять лет — 9,1% ВВП в год. Для сравнения: объем российского рынка составляет лишь 21 трлн руб. (20–30-е место в мире), в 2018-м было выпущено бумаг на 5,6 трлн руб., а средние темпы роста с 2013-го составили 1,7% ВВП в год. В отношении к размеру экономики объем рынка в Китае также несопоставимо больше — 95% ВВП против 21% в РФ. Такие данные приводятся в исследовании сходств и различий китайского и российского рынков облигаций, проведенном рейтинговым агентством АКРА совместно с одним из ведущих китайских агентств Golden Credit.

«Типы облигаций, экономическая ситуация и финансовые институты двух стран различаются, однако участники этих рынков могут сталкиваться с одними и теми же трудностями, учитывая практически одинаковый возраст, активное государственное регулирование и неустойчивую систему оценки рисков», — указывают авторы исследования. В условиях увеличения бизнес-связей спрос на экспертизу в области кредитных рисков контрагентов будет расти, полагают в АКРА.

Пока в общей структуре источников финансирования доля облигаций остается небольшой как в Китае, где она составляет 12% (на банковские кредиты приходится 84%, на акции — 4%), так и в России, где выше доля акций — 54%, тогда как на кредиты приходится 39%, а на размещение бондов — всего 7%. Низкие доли публичных размещений объясняются в том числе наличием очень крупных банков, которые по отдельности могут покрыть потребность в финансировании практически любого заемщика, поясняют авторы.

Дешевле и быстрее

Из-за различий в инфляционных ожиданиях и восприятии риска средняя доходность к погашению пятилетних гособлигаций в Китае составляет 3–4%, тогда как в России — 7–8%.

Однако налогообложение в Китае ведет к существенной разнице в доходности госбумаг и корпоративных облигаций. Такие спреды по китайским бондам в среднем существенно выше, чем по российским, — 1–1,5% против 0,5–0,8%. Это объясняется тем, что при покупке гособлигаций в КНР не требуется уплаты налогов на купонный доход, тогда как по прочим бумагам взимается НДС в 6% и подоходный налог в 25%. В России, напротив, действует единая ставка в 13%.

При этом типичный срок размещений на российский рынке выше — четыре-шесть лет для нефинансовых компаний и три-шесть лет для финансовых (также популярны займы сроком менее одного месяца). В Китае бизнес занимает в среднем на три-пять лет, популярны и размещения до года, а финучреждения — на срок до года, два-три года либо девять-десять лет. В целом на обоих рынках наблюдается перекос в сторону краткосрочных бумаг — в РФ половина из них должна быть погашена в течение пяти лет, в Китае — в течение трех, тогда как в развитых странах этот показатель составляет семь-восемь лет. В КНР выше и доля облигаций со сроком погашения в течение года — одна четвертая от всего объема против одной пятой в РФ.



Несмотря на черты сходства финансовых рынков Китая и России, облигационные рынки двух стран имеют значимые различия

Тенденция к более коротким размещениям связана с ожидаемым замедлением экономического роста в Китае, что снижает интерес корпораций к долгосрочным инвестициям, а у покупателей с этим же связано падение аппетита к риску, полагают эксперты. В России же ключевыми ограничениями остаются недостаточная предсказуемость процентной и валютной конъюнктуры, а также низкий уровень доверия населения к финансовым институтам и инвестициям, в том числе через негосударственные пенсионные фонды. Китайское население активнее приобретает бумаги через инвестиционные облигационные фонды. Данные бумаги стали популярным средством сбережения, но это объясняется в том числе жесткими ограничениями на инвестиции в рынок недвижимости, применяемыми правительством КНР в последние годы.

Влияет на доходность и политика монетарных регуляторов. В прошлом году в Китае средняя доходность снижалась — этот тренд был поддержан сокращением процентных ставок, однако на фоне кампаний по борьбе с излишней долговой нагрузкой в финансовом секторе заемщикам с низким рейтингом, наоборот, стало сложнее рефинансировать свои обязательства, что привело к значительному участию случаев дефолтов по облигациям.

Государство размещает, банки покупают

Большинство облигаций в обращении или непосредственно выпущены органами власти разных уровней, или имеют явные либо неявные госгарантии (когда эмитентом выступают государственные и системно значимые компании). На центральное и региональные правительства в Китае приходится 38,7% выпущенных облигаций, в РФ — 52,4%, на нефинансовые госкомпании — 18% и 16,9% соответственно. Еще 34,9% в КНР и 12,6% в РФ обеспечивают выпуски системно значимых или государственных финучреждений и институтов развития. В итоге связанные с государством можно считать более 80% российских облигаций и более 90% — китайских. «Контроль и поддержка со стороны государства порождают проблему мягких бюджетных ограничений», — указывают авторы исследования. — Ожидание гарантированного предоставления субсидий ведет к завышению расходов и долговой нагрузке».

В свою очередь, основными держателями бумаг в обоих случаях являются коммерческие банки — в РФ на них приходится 67% бумаг, в Китае — 56%. Учитывая, что банки, как правило, держат бумаги до их погашения, ликвидность обоих рынков относительно низкая (по сравнению с развитыми странами), в России к этому добавляется невысокий уровень доверия населения к финансовым институтам и инвестициям. Так, коэффициент оборачиваемости (измеряется как объем торговли к объему облигаций в обращении на конец года) в 2014–2017 годах составил 0,7 в РФ и 1,4 в Китае. К тому же в условиях, когда банки являются крупнейшими держателями, спрос на бумаги существенно меняется в зависимости от коэффициентов риска, устанавливаемых ЦБ — этим, к примеру, объясняется спред между бондами центральных правительств и регионов.

Трудности перевода

Российский рынок более открыт по многим параметрам: от объема операций с участием иностранных инвесторов до простоты доступа для внешних игроков. В Китае нерезиденты являются держателями не более чем 2–3% облигаций, в России — 10% (хотя эта доля в большей степени подвержена действию санкций и возмозможных ограничений на держателей долга). Что касается гособлигаций, выпущенных в нацвалютах, то здесь доля иностранных инвесторов в обоих случаях выше — 8% и 20–25% соответственно. В то же время, несмотря на значительную величину рынка, в Китае доля облигаций, размещенных нерезидентами, даже ниже, чем в России, — 0,3% против 0,5%. Наконец, на российский рынок 10–15% всех размещений проводятся в иностранной валюте (долларах США), тогда как в Китае их доля ничтожна.

Российский рынок характеризуется и более упорядоченным регулированием: фактически все полномочия по эмиссии и биржевой деятельности отнесены к ЦБ РФ, а операционный контроль за регистрацией выпусков и обращением бумаг КНР и влиятельными Госкомитет по реформам и развитию.

«Система регулирования рынка играла положительную роль в минимизации рисков в Китае в период очень быстрого роста облигационного рынка страны, наблюдавшегося с

2006 года, но в обеспечении большей открытости внешним рынкам она исчерпала себя», — отмечают АКРА и Golden Credit. Кроме того, добавляют эксперты, многочисленные регулирующие органы и своды законов опираются на разные моральные принципы, механизмы и логику, оправдывая существование различных торговых площадок, каждая из которых в итоге страдает от недостатка ликвидности. Китайские регуляторы публично признают существование проблемы: в сентябре прошлого года ЦБ и Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг КНР объявили о постепенной унификации принципов использования рейтингов в различных сегментах рынка. Пока основным рынком для торговли облигациями является внебиржевой межбанковский рынок. В России же большая часть операций ведется на бирже, при этом значительная доля эмиссий проводится по закрытой подписке.

В то же время на китайском рынке выпускаются «зеленые» бонды, инфраструктурные облигации под инициативу «Один пояс — один путь», а также особые облигации для малого бизнеса и инновационных компаний. На российском же рынке выделяется два основных типа облигаций, что недостаточно гибко по меркам большинства развитых стран, замечают авторы исследования.

Занять за рубежом

Несмотря на действие санкций, внешний рынок заимствований играет для российских заемщиков более важную роль из-за открытости трансграничных потоков капитала.

Среди нефинансовых компаний в России на внешний долг приходится 34% облигаций в обращении и кредитов, тогда как в Китае — лишь 3%. Впрочем, помимо ограничений на движение капитала и операции с валютой относительно более слабая активность китайских компаний объясняется и меньшей разницей в ставках при размещении за рубежом — 2–3% против 5–6% для российских.

Компании, занимающие за рубежом, как правило, характеризуются значительным объемом валютных затрат и доходов, что позволяет хеджировать риски, а также в среднем более крупным размером бизнеса. Но и сами по себе готовность и способность эмитентов занимать на внешних площадках оказывают влияние на внутренние рынки: чем больше таких компаний, тем сильнее реакция внутреннего рынка облигаций на изменение внешних условий, заключают эксперты.

Татьяна Едовина

«Мы по-хорошему амбициозны»

— интервью —

В начале года Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) возглавил новый генеральный директор ИГОРЬ ЗЕЛЕЦКИЙ. В беседе с Review он рассказал, чем живет агентство, какие планы строит и как реализует международные проекты. А также поделился актуальными новостями о том, в каком направлении сейчас развивается сотрудничество в рамках БРИКС.

— Вы стали руководителем АКРА недавно. Как бы вы описали текущую ситуацию в агентстве, изменились ли его приоритеты, стратегия? Иными словами, что происходит у вас сейчас?

— В статусе руководителя АКРА я действительно не так давно, однако в агентстве работаю практически с момента его основания, то есть более трех лет. Ключевой стратегической задачей АКРА всегда было создание в России федеральной рейтинговой и аналитической платформы, и именно на это нацелены наши основные усилия. Речь идет

не только об увеличении количества присваиваемых рейтингов, но и о формировании спроса на сложные аналитические продукты. Судите сами, на мировой арене выигрывают те страны, которые могут продать свой риск, и для этого покупателям риска нужна максимально полная информация, а не просто данные о рисках юрисдикции. АКРА располагает всеми необходимыми ресурсами, чтобы такой сложный финансовый продукт рынку предложить и во многом научить участников рынка с ним работать. В этом смысле наша польза для государства может быть неопределима, поскольку сложные финансовые инструменты позволяют оптимизировать использование бюджетных средств, а многие элементы финансового инжиниринга направлены на дополнительную защиту инвестора.

Если говорить о более нишевых стратегических целях АКРА, то здесь речь не о каких-то глобальных изменениях, а скорее о повышении эффективности работы и распределения ресурсов. Впрочем, нововведения у нас тоже есть, и касаются они двух аспектов.

с 15

БРИКС строит рейтинговую аналитическую базу

— технологии —

Проект БРИКС по созданию структуры, альтернативной рейтинговым агентствам «Большой тройки», сейчас реализуется по более фундаментальному и более долгосрочному пути. Как подтвердил в конце марта совет директоров АКРА, для российского рейтингового агентства приоритетным международным проектом является в том числе расширение деятельности в Китае и Индии. АКРА делает ставку на создание совместной и унифицированной информационно-статистической базы с рейтинговыми агентствами CARE Ratings и Golden Credit Rating — технологическое содружество в рамках БРИКС может стать первым шагом к появлению «рейтингового агентства БРИКС».

О том, что страны БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка) хотели бы отчасти по политическим соображениям, отчасти из соображений финансовой безопасности создать на своих рынках альтернативу «большой тройке» — S&P, Moody's и Fitch — стало известно еще в 2009 году, накануне формализации отношений стран в рамках БРИКС. Тогда рынок рейтинговых услуг в силу проблем с доверием к его информации, связанных с subprime-кризисом в США, испытывал один из сильнейших кризисов в своей истории, а потому альтернативные «тройке» проекты были очень популярны.

При формализации отношений в альянсе БРИКС в совместной декларации 2012 года правительства пяти стран подтвердили намерение «поощрять создание независимых рейтинговых агентств государств-участников», причем речь шла не столько о «политической борьбе», сколько о рисках возникновения проблем в крайне важной для финансового сектора рейтинговой индустрии — развитии кризиса на рынке рейтинговых услуг могло угрожать дефицитом информации для банковского и финансового секторов крупных emerging markets. Впрочем, катастрофы не произошло, и торопиться с созданием «рейтингового агентства БРИКС» как совместного предприятия пяти стран правительства не стали. В 2012 году Россией и Китаем был представлен первый проект такой компании — Universal Credit Ratings Group (UCRG) на базе российского агентства «Рус-Рейтинг» и китайского Dagong Global Credit Rating в UCRG также должна была войти американская Egan Jones Rating, испытывающая проблемы с регуляторами. Практически параллельно с этим процессом в 2013 году

появился проект создания объединения пяти рейтинговых агентств Бразилии, Индии, ЮАР, Малайзии и Португалии. Существовали также и другие частные инициативы рейтинговых компаний вне «большой тройки» и вне БРИКС, которые могли бы в теории стать «альтернативой „тройке“ на развивающихся рынках».

По разнообразным причинам все эти проекты не заработали: несмотря на достаточно благожелательное отношение к ним со стороны правительств стран БРИКС, быстро войти на стабилизирующийся рынок «большой тройки» этим проектам не удалось, в том числе самоамбициозному из них — китайскому Dagong, проходящему сейчас через вполне предсказуемые кризисные явления. Между тем рабочая группа БРИКС по этой проблеме продолжает работать, а в мае 2018 года на Петербургском международном экономическом форуме представитель АКРА заявил, что экспертная группа БРИКС готовит финальный пакет предложений правительств пяти стран. Летом 2018 года уже достаточно уверенно говорилось о том, что «рейтинговое агентство БРИКС», что бы под этим ни подразумевалось, начнет работу в 2019 году, хотя АКРА, очевидный потенциальный российский участник подобных проектов, в своих комментариях по данному вопросу не ожидало старта работы такого проекта ранее 2020 года.

Хотя резкие инициативы российских политиков начала десятилетия о переходе БРИКС на «суверенные рейтинги» с отказом от рейтингов «тройки» сейчас менее популярны, по существу работа над проектом продолжается. Так, в феврале 2019 года АКРА подписало меморандум о сотрудничестве с индийским рейтинговым агентством CARE Ratings Ltd (входит в тройку крупнейших рейтинговых агентств Индии). При этом генеральный директор CARE Ratings Раджеш Мокаши подчеркнул, что целью договоренностей «АКРА является «совместная разработка методологий и достижение единого подхода в вопросах, связанных с рейтинговой деятельностью».

Соглашение с CARE по смыслу схоже с соглашением АКРА с китайским рейтинговым агентством Golden Credit Rating (GCR), подписанным еще в ноябре 2017 года. А 21 февраля текущего года на презентации совместного исследования АКРА и GCR Стелла Чан, глава по развитию международного бизнеса GCR, отметила: «Программа по обмену опытом оказалась очень успешной в части информационного и технологического взаимодействия».

с 14