

# Новая архитектура рынка рублевых облигаций

Санкт-Петербург. Декабрь 2008

Овчинников Александр  
Вице-президент  
Управление глобальных рынков



**Тройка** Диалог

# Внутренний долговой рынок: “модель роста”

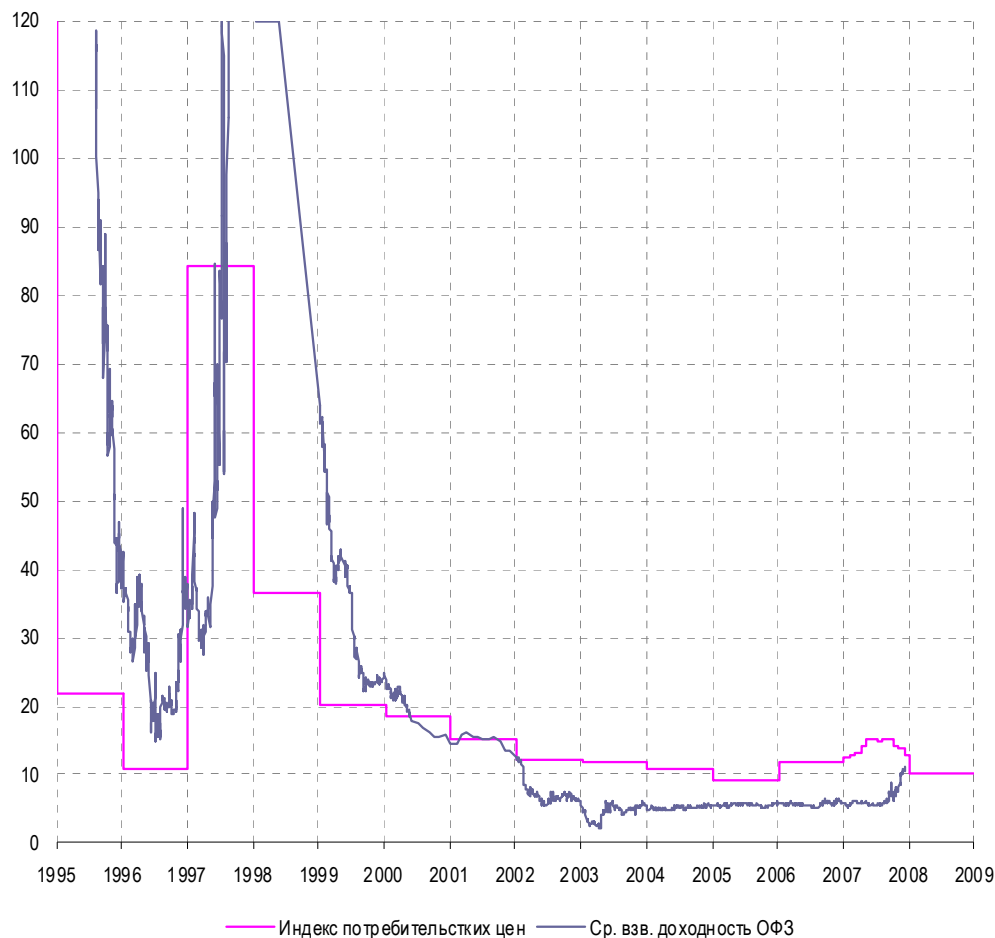
Являясь классом активов с огромным потенциалом, рынок характеризуется узким спектром инструментов, слабым уровнем развития системы финансовых услуг, в результате чего его вклад в экономический рост страны малоэффективен

В рамках существующей модели рынок развивался как “рынок роста”, стимулируя инвесторов “кататься” на ниспадающих ставках, как серфингист на волнах:

- Стабилизация воспринимается как “застой” и “стагнация”
- На первичном рынке от эмитентов ждут “премии”

Облигации не только не смогли защитить капиталы, но, как и рынок акций, сами стали источником потерь.

Доходность государственных облигаций (ОФЗ) и Инфляция, %



Источник: Банк России, Тройка Диалог

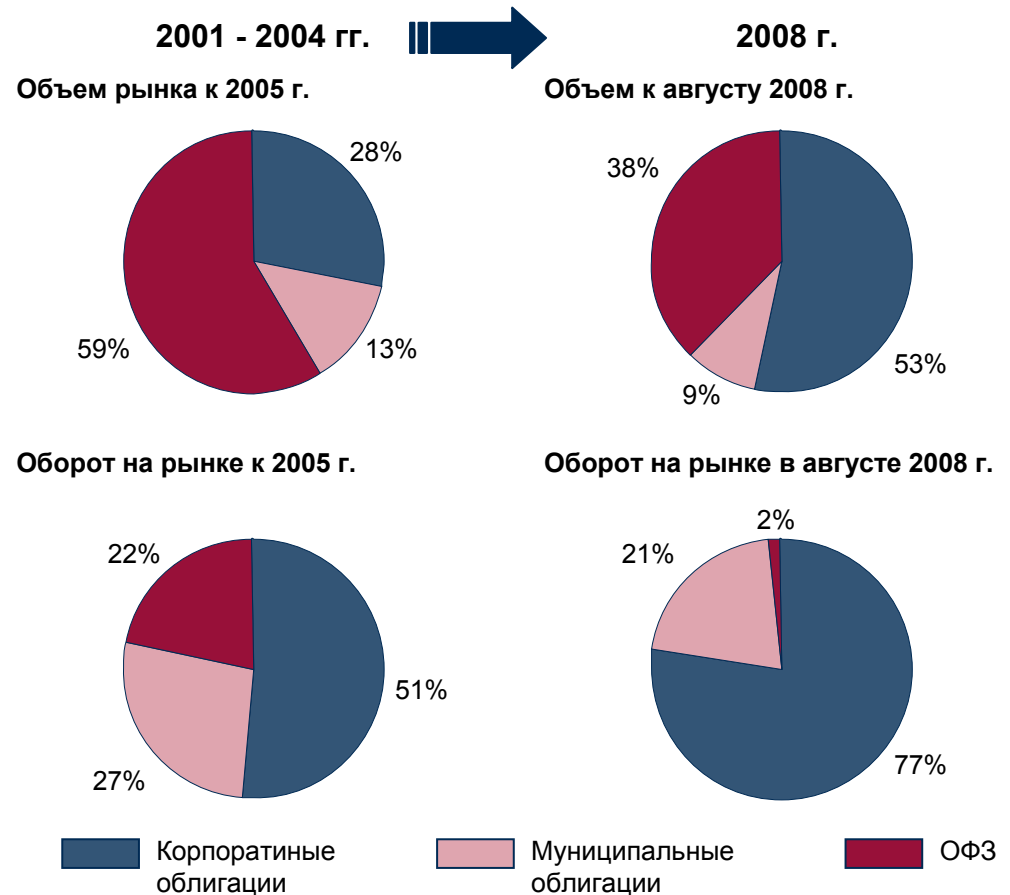
# Композиция внутреннего долгового рынка

Рынок негосударственных займов, развивавшийся в последние годы наиболее динамично, прирастал преимущественно бумагами 2-го и 3-го эшелонов

Высокая ликвидность банков и низкая стоимость кредитных ресурсов заставляла инвесторов охотиться за активами даже с низким качеством

Оборачиваемость достигла 120%, но дюрация - менее 2-х лет. Может быть Акции?

Выпускать новые облигации “рыночным”, а не “клубным” методом не представляется возможным, что приводит к вымыванию с рынка бумаг второго и третьего эшелонов, большинство из которых являются краткосрочными.



Источник: Банк России, НДЦ, Тройка Диалог

# Внутренний рынок: эпоха за эпохой

С учетом перспектив длительного восстановления внешних рынков капитала, основная нагрузка по финансированию бюджетных расходов, поддержанию экономического роста, финансированию инфраструктурных и социальных проектов в 2009 году полностью ложится на государство, что потребует от Минфина расширения объема внутренних заимствований

У Минфина есть ресурс для покрытия дефицита в виде госфондов (однако он небесконечен), тогда как частным компаниям можно рассчитывать только на себя

Вопрос уровня краткосрочных ставок противоречив, однако всецело находится в руках Банка России, роль которого, как кредитора в последней инстанции, растет

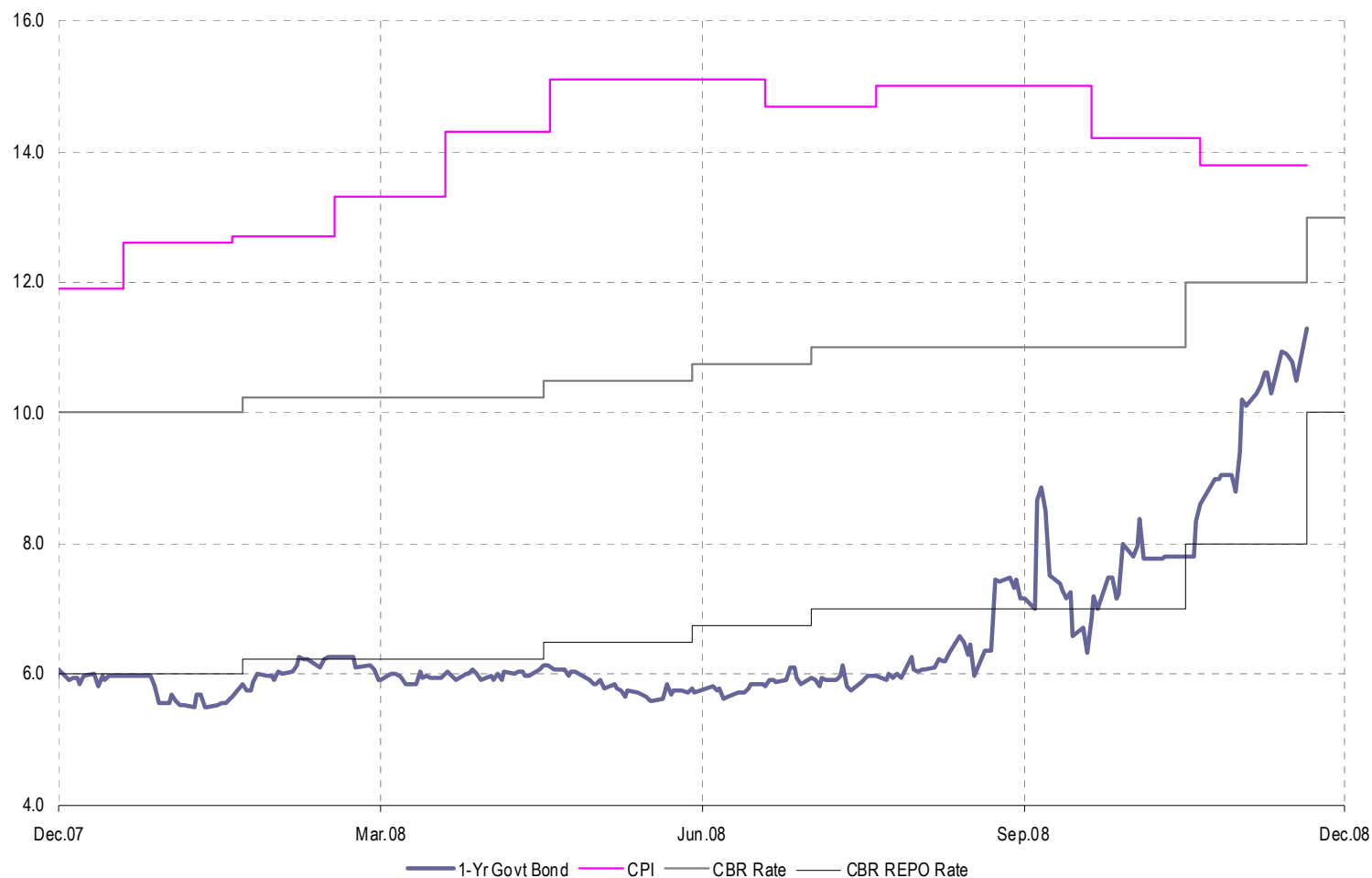
- краткосрочные ставки ЦБ вплотную приблизились к уровню инфляции, которая, как мы ожидаем, снизится в 2009 году до 10-11%.
- уже в 2009 году это обеспечит формирование положительных в реальном выражении процентных ставок, как для государства, так и для корпоративных заемщиков.
- в тоже время, в условиях высоких процентных ставок долгое время национальная экономика существовать не сможет
- от “девальвационных ожиданий” сейчас → к политике “инфляционного таргетирования” в перспективе года - двух. Условия свободного плавания рубля. Как это отразится на спросе на инструменты внутреннего финансового рынка?

Задача создания модели капиталоемкого и эффективного внутреннего рынка, как альтернативы внешним рынкам капитала является императивом сегодняшнего дня

Рынок государственных займов должен быть положен в основу как инструмент сохранения капиталов и эффективный индикатор стоимости безрисковых вложений

# Безрисковая ставка. Переоценка

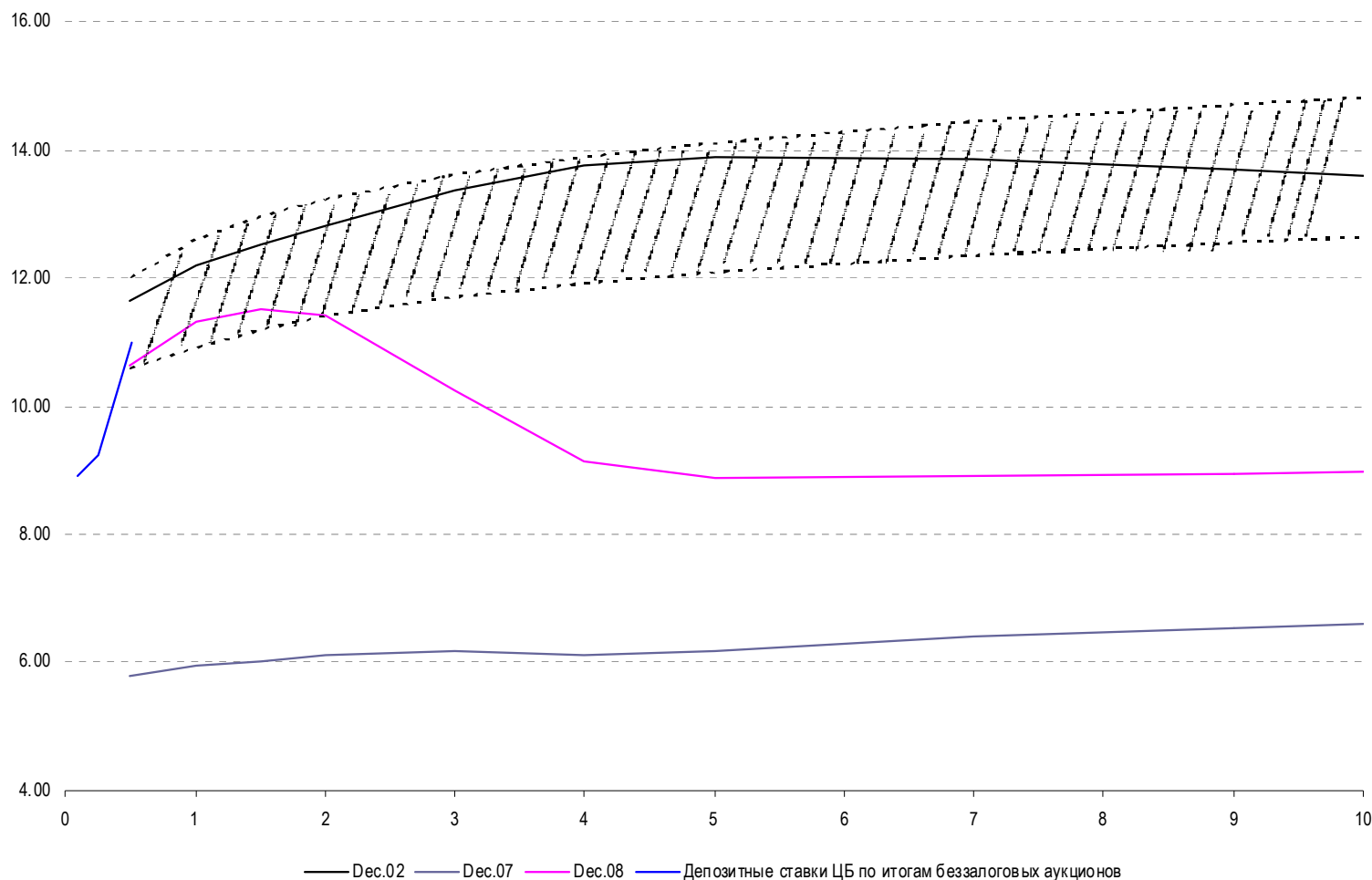
Ключевые ставки внутреннего рынка, %



Источники: Банк России, Тройка Диалог

# Стоимость заимствования вырастет и для МФ

Изменение доходности государственных внутренних долговых обязательств, %



Источник: Тройка Диалог

# Внутренний долговой рынок в 2009 году

## I. Основные заемщики

Минфин РФ: около 2 трлн. руб. в течение 2009-11 гг.

Квази-суверенные корпоративные заемщики: 200 млрд. руб. в 2009 г.

## II. Стоимость заимствования

|             |   |
|-------------|---|
| Минфин      | Нулевые ~ положительные реальные процентные ставки        |
| НГ заемщики | спрэд +150 до 300 б.п. к ОФЗ. (ранее – от 70 до 100 б.п.) |
| Прочие      | для эмитентов 2-3 уровня рынок закрыт                     |

## III. Характеристики рынка

|                     |  |
|---------------------|--|
| Уровень ставок      | В рамках денежно-кредитной политики ЦБ. Инфляция. Валютный рынок. Потоки капитала                        |
| Способы привлечения | Налогообложение. Рынок РЕПО. Расширение залогового списка за счет появления новых инструментов.          |
| Капиталоемкость     | Капиталоемкость и ликвидность должны вырасти настолько, чтобы заменить инвесторам внешние рынки капитала |

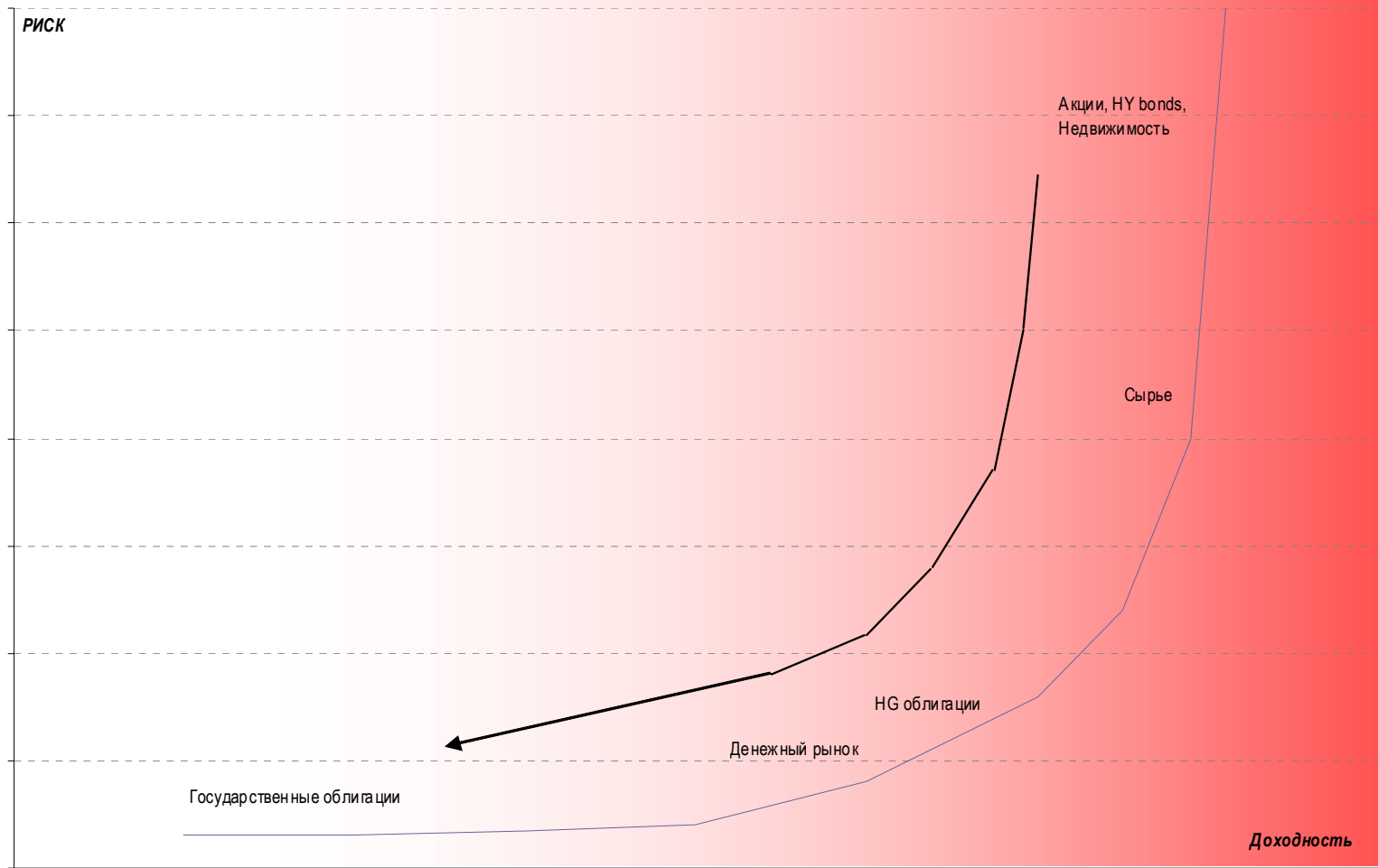
## IV. Облигации 2-3 уровней

В результате погашений и исполнения оферт/дефолтов объем рынка к концу 1H09 сократится почти вдвое

Спрэд к ОФЗ от +500 б.п. → ∞. Distressed debt

# “Назад в будущее”

Отношение риск / доходность



**Аналитическое управление****(495) 258 05 11****Начальник  
управления**

Паоло Занибони (495) 787 23 81

**Стратегический анализ**Главный аналитик Кингсмилл Бонд, CFA +44 (207) 583 32 57  
Аналитик Андрей Кузнецов (495) 933 98 44**Нефть и газ**Старший аналитик Олег Максимов (495) 933 98 30  
Аналитик Алекс Фэк (495) 933 98 29  
Аналитик Валерий Нестеров (495) 933 98 32**Электроэнергетика**Старший аналитик Александр Котиков (495) 933 98 41  
Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42**Телекоммуникации, ИТ и медиа**Старший аналитик Евгений Голосной (495) 933 98 34  
Младший аналитик Анна Лепетухина (495) 933 98 35**Металлургия**Старший аналитик Сергей Донской, CFA (495) 933 98 40  
Аналитик Михаил Стискин (495) 933 98 39  
Младший аналитик Ирина Лапшина (495) 933 98 52**Машиностроение**Аналитик Геннадий Суханов, CFA (495) 933 98 50  
Аналитик Михаил Ганелин (495) 933 98 51**Финансовый сектор**Аналитик Эндрю Кили (495) 933 98 45  
Аналитик Ольга Веселова (495) 933 98 46**Потребительский сектор**Старший аналитик Виктория Гранкина (495) 933 98 36  
Аналитик Михаил Красноперов (495) 933 98 38**Химическая промышленность**

Аналитик Михаил Стискин (495) 933 98 39

**Химическая промышленность**

Аналитик Михаил Стискин (495) 933 98 39

**Транспорт**

Аналитик Кирилл Казанли (495) 933 98 53

**Компании малой и средней капитализации**Аналитик Геннадий Суханов, CFA (495) 933 98 50  
Аналитик Михаил Ганелин (495) 933 98 51**Анализ рынка**

Младший аналитик Надежда Утенкова (495) 933 98 55

**Экономика**

Старший экономист Антон Струченевский (495) 933 98 43

**Опционы**

Аналитик Денис Агапонов, CFA (495) 258 05 11

**Долговые бумаги**Руководитель группы Александр Кудрин (495) 933 98 47  
Старший аналитик Антон Табах, CFA (495) 933 98 57  
Старший аналитик Алексей Булгаков (495) 933 98 66  
Аналитик Екатерина Сидорова (495) 933 98 49**Украина**Старший аналитик Роман Захаров  
Экономист Ирина Пионтовская  
Аналитик Евгений Гребенюк  
Старший аналитик Питер Келлер  
Аналитик Александр Мартыненко  
Аналитик Александр Цепенда**Казахстан**Нач. управления Эмиль Милушев (727) 244 23 33  
Аналитик Заурбек Жунисов  
Аналитик Айнур Медеубаева**Тройка** Диалог