

28 февраля 2019

Развитие российского рынка облигаций.....	2
Организация выпуска облигаций, структура первичного и вторичного рынков.....	5
Кто в России эмитирует облигации?.....	7
Кто в России владеет облигациями?.....	10
Структура облигационного рынка России с точки зрения валюты выпуска и срока до погашения.....	11
Оценка кредитного риска в России на основе статистики дефолтов.....	14
Отраслевая составляющая кредитного риска в России.....	16
Оценка кредитного риска в России с помощью кредитных рейтингов	18
Системный риск в финансовом секторе России.....	20
Как иностранные организации могут инвестировать в облигации на российской бирже?.....	22

Василиса Баранова
Старший аналитик, группа исследований и прогнозирования
+7 (495) 139-0480, доб. 136
vasilisa.baranova@acra-ratings.ru

Дмитрий Куликов
Заместитель директора, группа исследований и прогнозирования
+7 (495) 139-0492
dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Алексей Чурилов
Младший менеджер по внешним коммуникациям
+7 (495) 139-0480, ext. 169
alexey.churilov@acra-ratings.ru

Краткое описание российского рынка облигаций

Текущая структура, прошлое и будущее

- **Рынок облигаций в России относительно небольшой** — около 21% ВВП. Это связано как с исторически сложившимися высокими процентными ставками, которые сдерживали развитие всех видов долговых отношений, так и с длительной историей банковского кредитования и долевого финансирования компаний.
- **Российский рынок облигаций устойчиво растет, поскольку низкая инфляция позволяет заемщикам и инвесторам иметь более длинный горизонт прогнозирования**, чем было ранее. Отчасти рост связан и с господдержкой. Санкции, направленные на внешний долг российских компаний, стимулируют их проводить заимствования внутри страны. В отсутствие поддержки со стороны обязательной пенсионной системы развитие НПФ замедлилось. Крупнейшими держателями облигаций остаются российские коммерческие банки.
- **Государственные облигации играют важную роль:** на них приходится около половины обращающихся долговых бумаг. Доходности по гособлигациям широко используются как ориентир по доходности для частных размещений с низкими рисками. Среди облигаций нефинансовых компаний три четверти приходится на нефтегазовую, строительную и металлургическую отрасли.
- **Большинство облигаций номинированы в рублях и имеют сроки до погашения от четырех до шести лет.** Облигации с погашением более чем через десять лет — это либо ипотечные бумаги, либо облигации, выпущенные инфраструктурными компаниями (ряд из них имеют явную или неявную госгарантию). С 2017 года некоторые крупнейшие финансовые институты начали выпускать сверхкраткосрочные бумаги с погашением менее чем через месяц (используются для управления ликвидностью). В целом по рынку минимум 20–30% облигаций имеют встроенные опционы (пут или колл). Купоны у большинства бумаг фиксированные.
- **Кредитный риск эмитентов в России может быть оценен с помощью рейтингов**, присвоенных по национальной шкале двумя российскими рейтинговыми агентствами. Кредитные рейтинги, помимо прочего, включают в себя информацию об отраслевом риске — относительно устойчивом факторе общего кредитного риска. Для некоторых отраслей рынок облигаций в принципе является менее доступным — они вынуждены искать иные виды финансирования.
- **Системный финансовый риск можно оценить с использованием индикаторов финансового стресса.** Финансовая система, связывая разные отрасли экономики, может способствовать распространению неплатежей по контрактам агентов, работающих на одних рынках, на контракты агентов, присутствующих на других рынках. Масштабные эпизоды такого рода (финансовые кризисы) могут приводить к нарушению работы реального сектора экономики (изначально из-за возникновения локальных кризисов ликвидности), что определяет важность внимания к ним.

Развитие российского рынка облигаций

Совокупный объем облигаций, выпущенных по состоянию на 31 декабря 2018 года, составлял около 300 млрд долл. США (корпорации, государство, регионы и муниципалитеты). На облигационном рынке присутствует 350–450 активных заемщиков с потенциалом размещения 50–150 млрд долл. США в год¹. Доля российского рынка облигаций в глобальном масштабе мала даже в сравнении с долей России в мировой экономике (0,5% против 1,5%). Это определяется несколькими факторами.

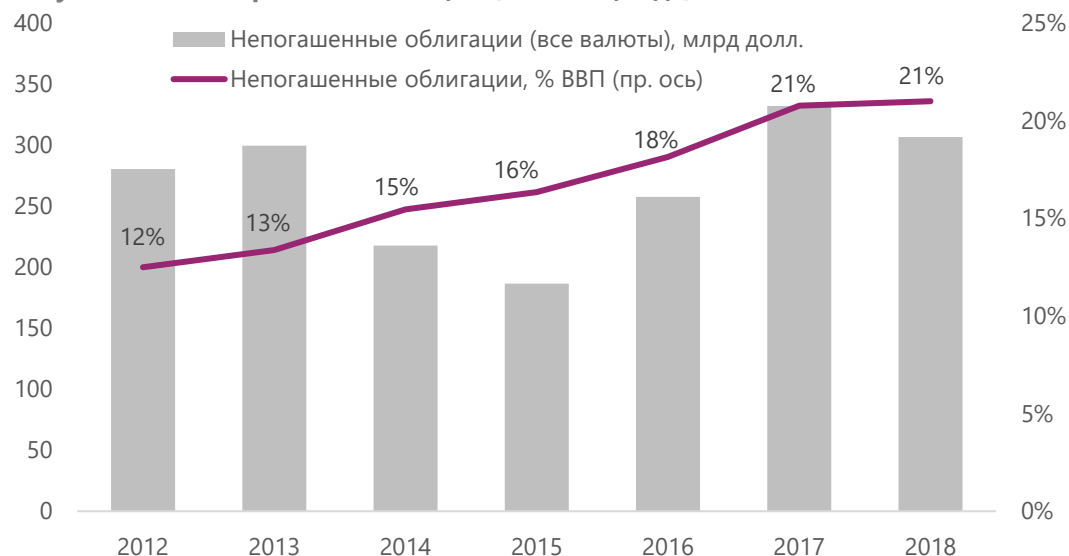
Во-первых, российский рынок облигаций относительно молод. Первые корпоративные облигации были выпущены лишь в конце 1990-х, существенно позже, чем стали широко использоваться другие способы финансирования². Потребности большинства потенциальных заемщиков по-прежнему удовлетворяются в основном за счет выпуска акций и путем привлечения банковского кредита. В целом по экономике структура пассивов в разрезе финансовых инструментов выглядит так: 54/39/7 (акции/банковский кредит/облигации). У нефинансовых компаний это соотношение — 60/37/3, у финансовых — 58/32/10. Значительно более существенная распространенность банковского кредита отчасти связана с высокой концентрацией банковского рынка: существуют банки настолько крупные, что могут удовлетворить финансовые потребности даже крупнейших заемщиков. На сегодняшний день федеральное правительство — единственный крупный заемщик, использующий в целях привлечения финансирования в основном облигационный рынок.

Во-вторых, множество внешних шоков, вызывавших финансовый и экономический стресс, сдерживали развитие российского рынка облигаций, подрывая доверие к нему (самые глубокие кризисы: 1998, 2009 и 2014 годов). Впрочем, отношение объема выпущенных облигаций к ВВП продолжало расти даже в периоды нестабильности (см. *рис. 1*) и на начало 2019 года составило около 21%, что является максимумом с 2004–2005 годов. За последние десять лет годовой прирост показателя в среднем составлял 1,5 п. п. Стабильный рост облигационного рынка сейчас обусловлен исторически низкой инфляцией (что расширяет горизонты прогнозирования), «дедоларизацией» сбережений и платежей, а также появлением доступа к внутреннему финансовому рынку у международных клиринговых организаций (Euroclear, Clearstream). Последнее позволяет нерезидентам инвестировать в бумаги, выпущенные внутри страны, с меньшими транзакционными издержками.

¹ Исключая сверхкраткосрочные облигации со сроком погашения от одного до семи дней.

² Финансовые отношения, существовавшие в времена Советского Союза, были разрушены в процессе трансформации 1990-х.

Рисунок 1. Объем рынка облигаций (на конец года)



Источник: Банк России, Росстат, расчеты АКРА

Расширение российского рынка облигаций в период с 2012 по 2018 год было по большей части обусловлено ростом потребностей в заимствованиях у существовавших заемщиков, а не появлением на рынке новых заемщиков. Отчасти рост облигационного рынка был связан и с тем, что облигации стали использоваться в «новом формате». Так, с 2016 года ВТБ начал выпускать сверхкраткосрочные бумаги для управления ликвидностью, тогда как ранее для этих целей служил в основном рынок межбанковского кредитования.

Более или менее поступательное развитие российского рынка облигаций,³ наблюдавшееся после перехода страны к рыночным отношениям, прерывалось минимум из-за трех поворотных событий.

1. Кризис государственного долга 1998 года. Два внешних шока (азиатский финансовый кризис 1997-го и последовавшее за этим снижение спроса и цен на нефть и цветные металлы) привели к тому, что Россия израсходовала значительную часть международных резервов. Это снизило возможности государства по поддержанию фиксированного валютного курса и обслуживанию долга (на тот момент он имел крайне незначительные сроки до погашения). 17 августа 1998 года российское правительство девальвировало курс рубля в четыре раза (до этого действовал режим регулируемого плавающего курса, близкий к режиму фиксированного курса обмена валют), отказалось от обслуживания внутреннего долга и объявило мораторий на погашение внешнего долга. В результате как резиденты, так и нерезиденты утратили уверенность в кредитоспособности подавляющего большинства российских контрагентов. Это привело к тому, что минимум в течение двух лет финансовый рынок страны не развивался.

Риск-ориентированный подход к оценке среднесрочных перспектив российской экономики описан в обновленном макропрогнозе АКРА [«Стрессовые сценарии становятся более вероятными для российской экономики»](#) от 25 октября 2018 года

Более подробно вопрос влияния санкций рассматривается в исследовании АКРА [«Изменение экономической политики — основной канал влияния санкций на российскую экономику»](#) от 10 июля 2018 года, а также [«На американских резидентов приходится 8% российского госдолга»](#) от 17 августа 2018 года

³ Подробнее об ограничениях по темпам роста см. Мамонов М. Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности / Деньги и кредит. Научный журнал. — 2018. — Т. 77 № 3. — С. 89–123.

2. Начало «освоения» российского рынка инвесторами-нерезидентами. В 2012 году к расчетам с российским НРД получили доступ Euroclear и Clearstream, что облегчило для инвесторов из стран, подключенных к данным системам, процесс торговли российскими ценными бумагами. В результате российский рынок капитала стал интегрирован с рынками Лондона и Нью-Йорка. Доля нерезидентов — держателей суверенного долга в национальной валюте значительно выросла, что позволило резидентам производить заимствования существенно дешевле. Так, доля держателей суверенного долга в национальной валюте выросла с 5% до 25% в основном благодаря доступности внешнего клиринга.
3. Санкции США и ЕС, введенные в 2014 году и позднее (ограничивают внешние заимствования и экспорт-импорт для отдельных компаний). Большинство компаний, находящихся под санкциями, изменили свою политику заимствований: доля внешнего долга у них значительно упала (впрочем, этот тренд был характерен и для тех, в отношении кого санкции не были введены). Поскольку в отношении таких компаний теоретически могут вводиться ограничения по любым взаимодействиям с компаниями из США, структура их долга может и далее меняться, учитывая потенциальную угрозу введения вторичных санкций на компании вне США за операции с ними. По состоянию на начало 2019 года 57% долга российского корпоративного сектора и 16% пассивов банковского сектора находятся на балансе компаний, в отношении которых были введены санкции. Дальнейшие изменения ситуации с санкционным режимом являются важнейшим фактором для развития долгового рынка и изменения структуры заимствований.

Организация выпуска облигаций, структура первичного и вторичного рынков

Доля необлигационных долговых инструментов (таких как векселя) в совокупном объеме долговых финансовых инструментов как правило не превышает 5%

Большинство облигаций в России выпускаются и обращаются на организованном биржевом рынке, хотя эмиссия и обращение данных бумаг возможны и без прохождения процедуры листинга (см. табл. 1). С 2014 года биржевые облигации практически полностью вытеснили классические корпоративные облигации (более 80–85% новых выпусков по объему), что связано в основном с их более быстрой и удобной регистрацией. Коммерческие облигации — новый вид внебиржевых облигаций, призванных заменить собой векселя, — до сих пор особой популярностью не приобрели.

Таблица 1. Типы облигаций в России

Тип	Классические корпоративные	Коммерческие	Биржевые
Регистрирующая организация	Банк России	НРД	Московская биржа
Листинг на бирже	Возможен	Нет	Да
Проспект эмиссии	Нет	Нет	Необходим
Вторичный рынок	Биржевой и внебиржевой	Внебиржевой	Биржевой и внебиржевой
Эмиссионные документы действительны	1 год	Бессрочно	Бессрочно
Обеспечение	Возможно	Нет	Нет
Размещение по подписке	Открытая или закрытая	Закрытая	Открытая или закрытая
Срочность	Без ограничений	Без ограничений	Без ограничений
Программа эмиссии ⁴	Возможна	Возможна	Возможна

Источник: НРД

В России работают две ключевые биржевые площадки: Московская биржа и Биржа «Санкт-Петербург». Торговые операции с облигациями российских резидентов сконцентрированы на Московской бирже.

Выпуск облигаций должен соответствовать определенным критериям для прохождения процедуры листинга на Московской бирже (существуют три уровня) и начала торговых операций. Попадание облигаций в список того или иного уровня позволяет инвесторам предварительно оценить риски по данной бумаге и ее потенциальную ликвидность.

⁴ Новые облигации могут быть выпущены существенно быстрее, если большинство их параметров заранее зафиксированы в программе эмиссии.

Таблица 2. Общие требования к эмиссии и эмитенту для прохождения процедуры листинга на Московской бирже на 31.01.2019⁵

Уровень листинга	1	2	3
Объем выпуска	> 2 млрд руб.	> 0,5 млрд руб.	-
Номинал облигации	< 50 000 руб. или 1 000 единиц иностранной валюты		-
Срок существования эмитента	Более трех лет	Более года	-
Срок, в течение которого у эмитента не было дефолтов	Последние три года	Последний год	-
Раскрытая консолидированная отчетность по МСФО	За три года	За год	-
Положительный показатель прибыли у эмитента	В течение двух лет за последние три года	За один год из последних трех лет	-
Кредитный рейтинг	>=BBB+ (национальная шкала)	-	-
	>=BB/Вa3 (международная шкала)		
Требования к менеджменту эмитента	Совет директоров и система внутреннего и внешнего аудита	-	-

Источник: Московская биржа

Облигационный выпуск иностранного эмитента может пройти процедуру листинга на Московской бирже, если он уже имеет листинг на одной из крупнейших мировых биржевых площадок или соответствует требованиям, схожим с требованиями к эмитентам-резидентам (см. *табл. 2*), но при условии получения дополнительного разрешения от Банка России.⁶

Ликвидность большинства торгуемых на российском рынке облигаций низкая по сравнению с более «глубокими» рынками. Средний годовой коэффициент оборачиваемости государственных облигаций составляет 0,7-0,8, а корпоративных долговых обязательств — 0,45-0,6. Отчасти это обусловлено малым числом разнообразных стимулов осуществлять вложения в облигации у участников рынка, а также тем, что в условиях структурного дефицита ликвидности в банковской системе, коммерческие банки широко используют операции РЕПО для привлечения ликвидности от Банка России.

⁵ Полный список требований для всех видов эмитентов опубликован на сайте Московской биржи, в таблице приводится краткая информация.

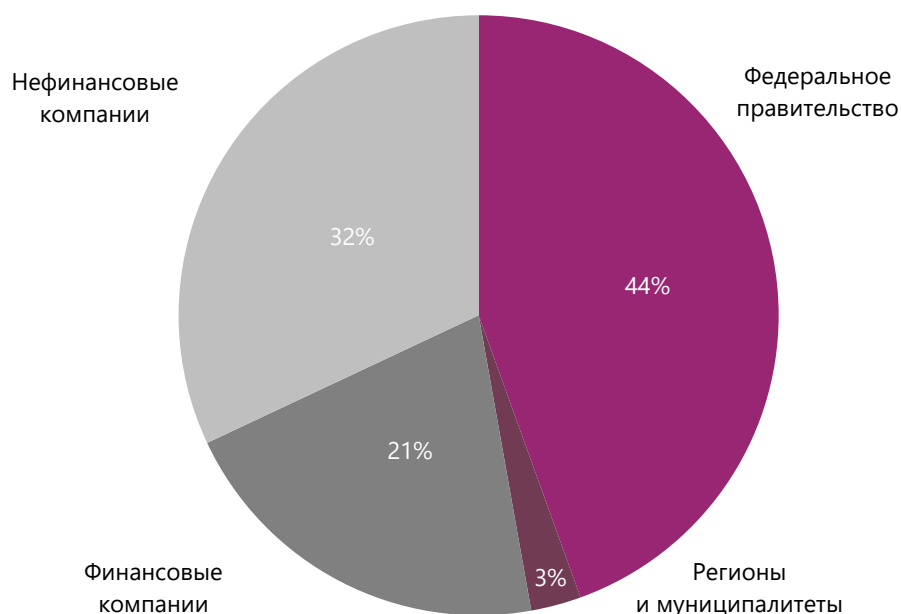
⁶ Ключевые регуляторные документы опубликованы на [странице Банка России, посвященной финансовым рынкам](#).

Кто в России эмитирует облигации?

В 2018 году государственные облигации составляли половину от общего числа долговых обязательств в обращении (см. *рис. 2*). В основном это ОФЗ — средне- и долгосрочные облигации с фиксированной или плавающей ставкой купона. Доходности государственных облигаций широко используются как ориентир для долговых обязательств, выпускаемых частными компаниями с низким кредитным риском.

Доля облигаций, выпущенных финансовыми и нефинансовыми компаниями (НФК), постоянно растет на фоне развития инфраструктуры финансового рынка и увеличения горизонтов планирования у инвесторов (см. *рис. 3*). В России все большее число нефинансовых компаний достигает зрелого возраста. По глобальным меркам длительно существующие компании могут рассматриваться как более стабильные (из-за наличия публичной истории, в том числе кредитной), поэтому в целях финансирования они могут использовать облигации (публичные обязательства).

Рисунок 2. Государственные облигации — очень важная часть рынка (доли облигаций в обращении на 30.11.2018)



Источник: Банк России, Минфин России, АКРА

Половина находящихся в обращении облигаций НФК выпущены нефтегазовыми компаниями (50%, см. *рис. 4*). За ними следуют строительные компании, девелоперы и производители стройматериалов (13%), а также металлургические и горнодобывающие компании (9%). Такая структура объясняется тем, что эти компании, как правило, крупные по размеру и имеют достаточный объем основных средств, которые могут выступать обеспечением возврата инвестиций.

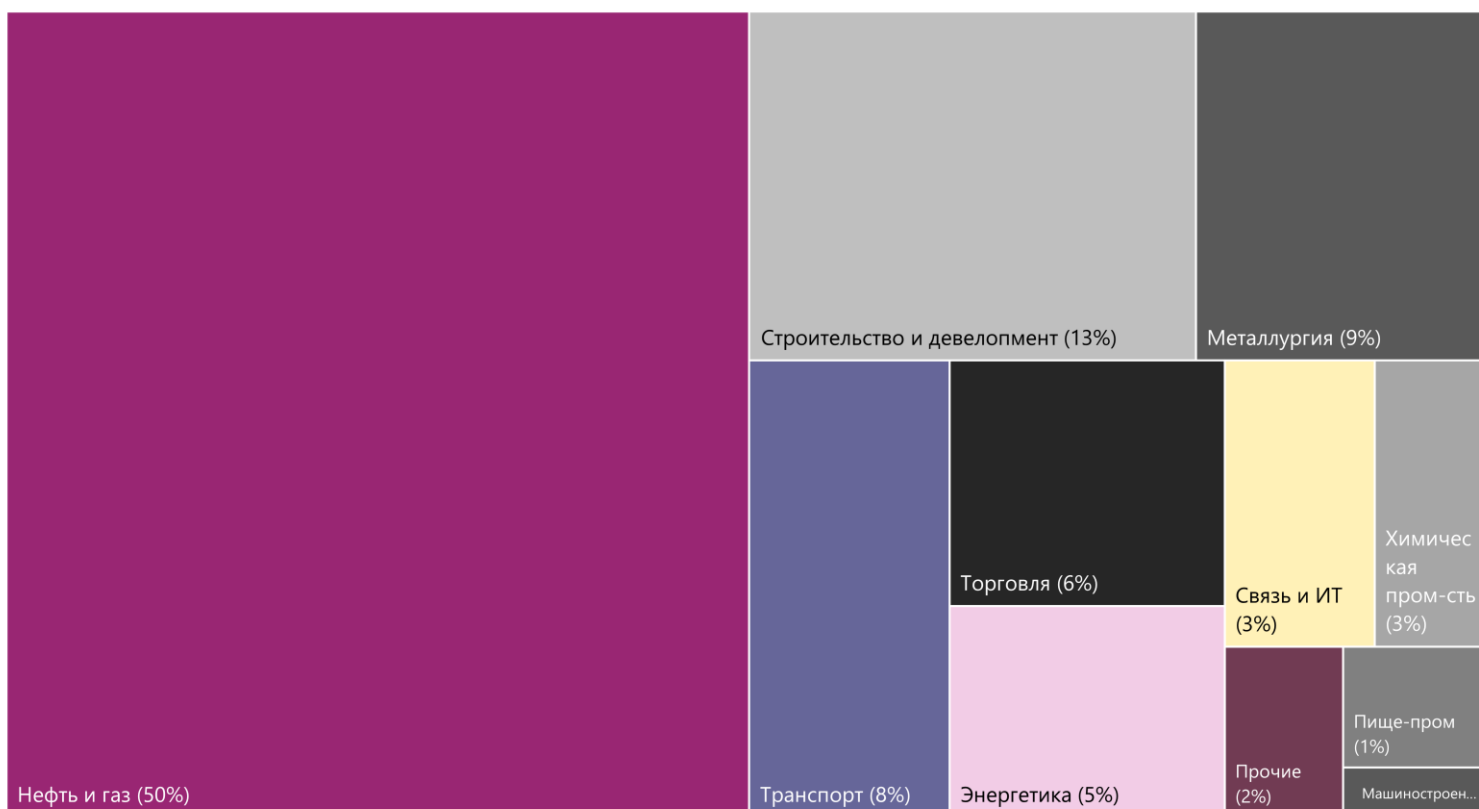
Рисунок 3. Доля корпоративных облигаций продолжит расти по мере «созревания» рынков



Источник: Cbonds, Банк России, Минфин России, АКРА

Российский рынок корпоративных облигаций высококонцентрированный, крупнейшим эмитентом является Роснефть (см. рис. 5). Объем облигаций данного эмитента в обращении (в стоимостном выражении) превышает 44,5 млрд долл. США — около 40% совокупного объема облигаций НФК в обращении. Это объясняется масштабными программами поглощения и капитальных расходов, реализованными компанией в 2008–2015 годах. Введенные после этого санкции осложнили Роснефти рефинансирование значительной части долга перед нерезидентами.

Рисунок 4. Крупные компании с достаточным объемом основных средств доминируют на рынке облигаций (находящиеся в обращении облигации НФК на 31.12.2018)

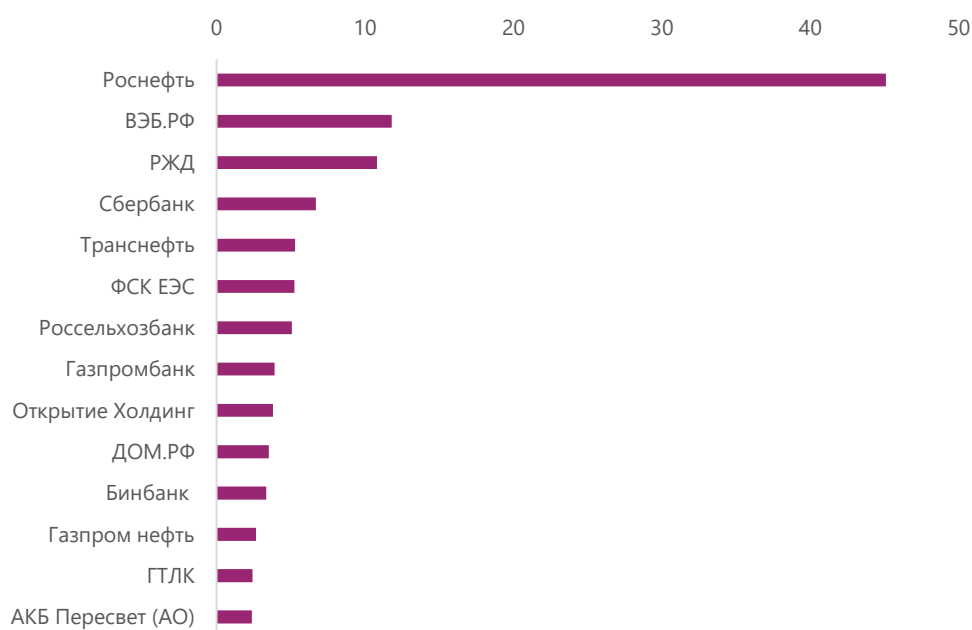


Источник: Cbonds, АКРА

Реальная процентная ставка — это процентная ставка, уменьшенная на ожидаемый или наблюдаемый уровень инфляции

С 2015 года диверсификация корпоративного сегмента рынка облигаций (по эмитентам) снижалась, что также объясняется недавней рецессией и соответствующим ростом реальной процентной ставки (в связи с замедлением инфляции и жесткой денежно-кредитной политикой Банка России). Такие условия, как правило, оказывают сдерживающее влияние на заемщиков, за исключением случаев, когда им необходимо рефинансировать существующий долг. Реальная процентная ставка, вероятно, останется выше нуля, но влияние последствий рецессии на текущую финансовую конъюнктуру постепенно снижается.

Рисунок 5. Крупнейшие корпоративные эмитенты по объему облигаций в обращении на 15.01.2019, млрд долл. США

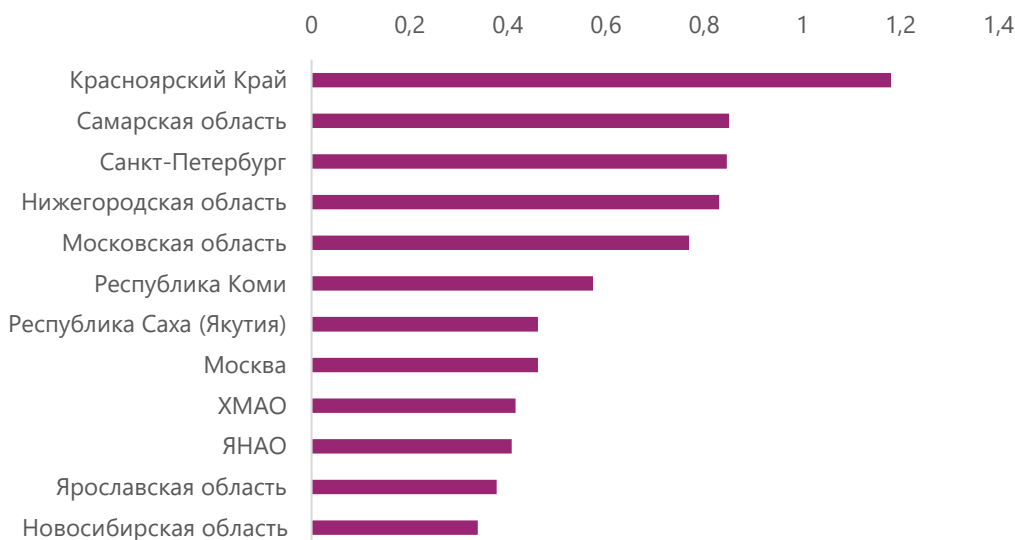


Источник: Cbonds, АКРА

Региональные органы власти, как правило, привлекают займы только в рублях

Общий объем региональных и муниципальных облигаций относительно мал. На конец 2018 года он составлял порядка 8,5 млрд долл. США, или около 3% от непогашенной задолженности по облигациям российских резидентов. Это объясняется тем, что годовые денежные потоки у регионов и муниципалитетов суммарно меньше, чем у корпоративных эмитентов (соотношение примерно 1:7), следовательно, они в целом способны обслуживать меньший объем долга при сравнимых сроках погашения. Минимум для трети регионов банковский кредит остается основным способом финансирования дефицита, несмотря на то, что федеральное правительство применяет поощрительные меры для стимулирования их выхода на рынок облигаций.

Рисунок 6. Крупнейшие региональные эмитенты по объему облигаций в обращении на 16.04.2019, млрд долл. США

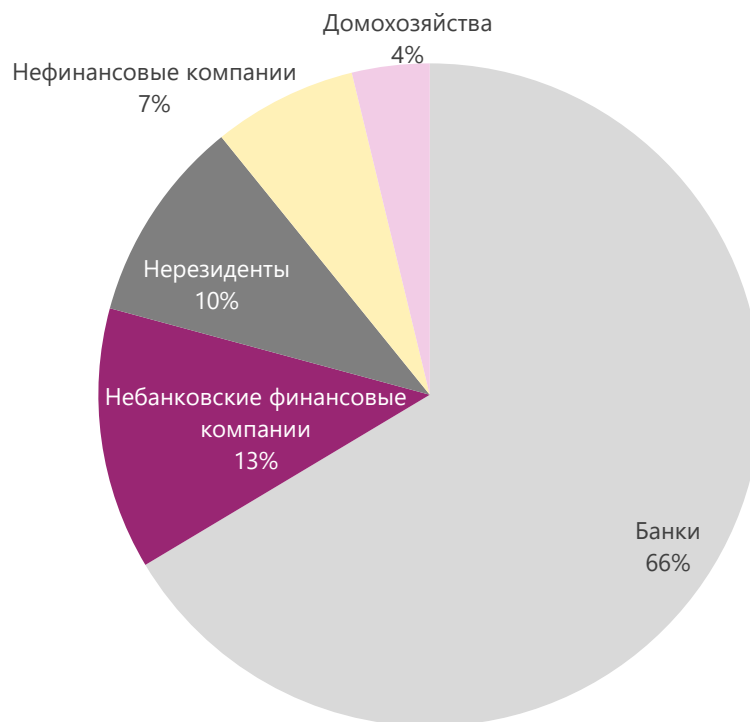


Источник: Rusbonds, АКРА

Кто в России владеет облигациями?

Владельцами большинства облигаций, выпущенных в России, являются коммерческие банки и небанковские финансовые компании (см. рис. 7). Во времена структурного дефицита ликвидности (до 2015 года) данные финансовые инструменты широко использовались в целях привлечения ликвидности от Банка России посредством сделок РЕПО.

Рисунок 7. Структура владения облигациями в России на 30.06.2018



Приведенное на графике цифры рассчитаны с учетом данных по облигациям, выпущенным как резидентами, так и нерезидентами. Среди облигаций, выпущенных нерезидентами, мы рассматриваем только те бумаги, которыми владеют резиденты

Источник: Банк России, АКРА

Домохозяйства в России до настоящего момента не были склонны к вложению средств в облигации напрямую, поскольку население в целом, судя по всему, по-прежнему рассматривает все виды финансовых сбережений как достаточно рискованные и связывает их с вероятными потерями своих средств. Благодаря «трансформации» 1990-х большинство россиян хорошо представляет себе возможные варианты неблагоприятного развития событий в экономике, что объясняет в среднем высокий уровень восприятия риска при осуществлении вложений. С течением времени доля экономически активных людей, сберегательные решения которых определяются негативным опытом, будет падать.

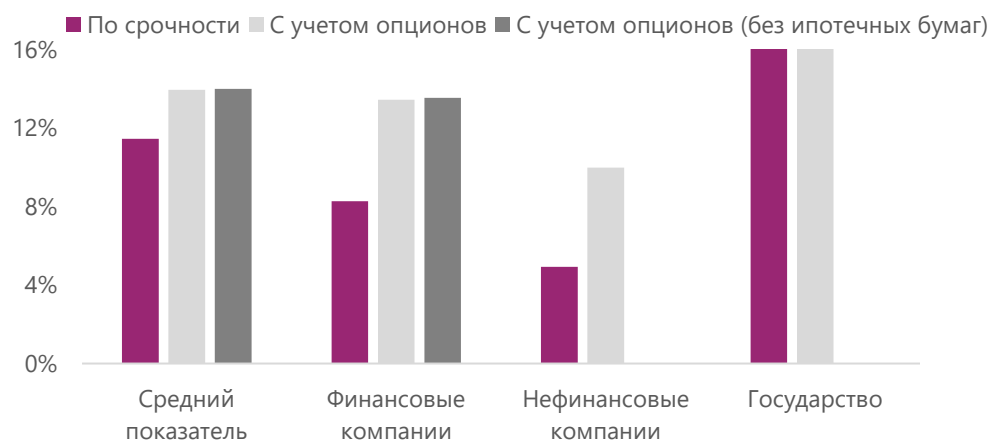
Финансовые компании и финансовые инструменты в России не заслужили особого доверия, поскольку в среднем не гарантировали сохранности реальной стоимости денежных средств на протяжении последних двадцати лет. В целом для России на протяжении долгого периода времени (до 2014 года) были характерны отрицательные реальные процентные ставки, хотя в последние годы ситуация начала меняться.

Как правило, 20–30% облигационных выпусков имеют в своей структуре встроенные пут-опционы и колл-опционы

Структура облигационного рынка России с точки зрения валюты выпуска и срока до погашения

Средний срок погашения облигаций в России составляет от четырех до шести лет. Облигационные выпуски нефинансовых компаний имеют более длинные сроки до погашения, поэтому в каждый конкретный момент времени доля краткосрочных облигаций среди них ниже, чем у других эмитентов (см. рис. 8). Как правило, наиболее долгосрочные облигационные выпуски финансовых институтов — это ипотечные облигации. Доля таких бумаг увеличивается, и на настоящий момент на них приходится порядка 3% всех находящихся в обращении облигационных выпусков. В то же время 15% облигаций, выпущенных финансовыми компаниями, это краткосрочные бумаги. Так, самые «короткие» бумаги имеют срок до погашения один день и выпускаются некоторыми банками на ежедневной основе в целях управления ликвидностью.

Рисунок 8. Доля краткосрочных облигаций на 31.12.2018⁷



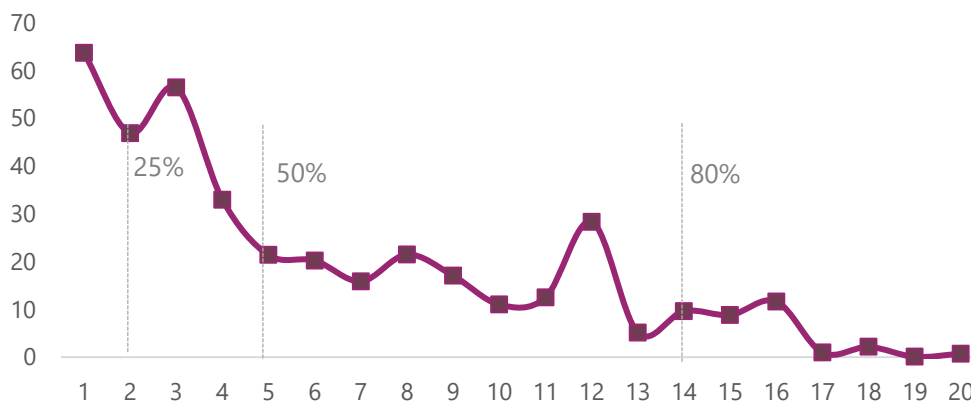
Источник: Cbonds, АКРА

⁷ Подсчитано с использованием фактического срока до погашения (не даты погашения, отраженной на момент эмиссии).

Более подробная информация о структуре долговых отношений в России (включая кредиты и т.д.) в исследовании АКРА «[Структура долговых отношений в России может сдерживать развитие и рост](#)» от 14 февраля 2018 года

Почти 50% долговых обязательств должны быть погашены в течение пяти лет, а 80% облигаций — в следующие 14 лет (см. рис. 9). Как и в большинстве стран график погашения в России монотонно убывающий. Составляющие исключения пики погашений (8-летний и 12-летний) приходятся на даты выплат по долгосрочным государственным еврооблигациям.

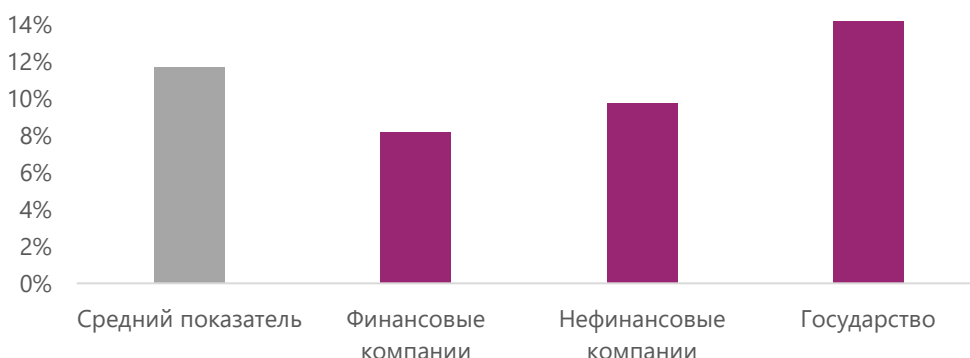
Рисунок 9. График погашения облигационного долга (по дате опциона) на 31.12.2018, млрд долл. США



Источник: Cbonds, АКРА

Среди всех эмитентов облигаций у государства наиболее велика доля иностранной валюты (см. рис. 10), но сам внешний долг невелик по сравнению с иностранными активами, находящимися в международных резервах. Последние годы в мире наблюдалось снижение доли иностранной валюты в государственных обязательствах. За последние 15 лет указанный показатель снизился в развивающихся странах с 45% до менее чем 20%. В этом смысле структура российского рынка облигаций типична. В среднем доля иностранной валюты в долговых отношениях внутри России (включая банковские кредиты) составляет 40%, из которых на внутренний долг приходится более половины.

Рисунок 10. Доля облигаций в иностранной валюте на 31.12.2018



Источник: Cbonds, АКРА

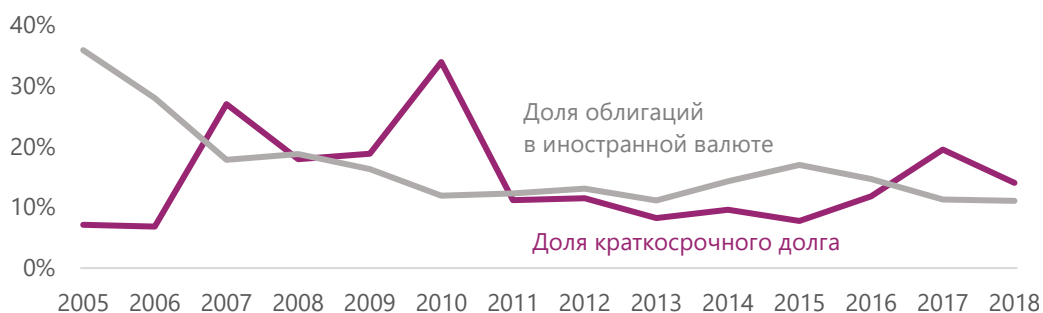
На сегодняшний день более 95% выпущенных в России облигаций в иностранной валюте номинированы в долларах США, хотя основными торговыми партнерами исторически являются страны ЕС (с национальной валютой евро). Это связано с тем, что цены большей части товаров, экспортируемых Россией (например, нефти и газа), традиционно номинированы в долларах США, вне зависимости от того, кто является торговым партнером страны.

В 1990-е и 2000-е доллар США воспринимался российским населением как надежное средство для хранения сбережений (даже некоторые внутренние

платежи проводились в долларах в те времена, когда рубль был подвержен высокой инфляции). Сочетание этих факторов обусловило чрезмерную склонность использовать доллар и во внутренних финансовых отношениях.

Теперь, когда санкции делают прямые отношения с резидентами США более рискованными (возможные будущие санкции могут осложнить операции, номинированные в долларах США, даже с неамериканскими компаниями), есть стимул для увеличения доли долга и активов, номинированных в других иностранных валютах. Торговля и долг, вероятно, будут двигаться в одном направлении — в сторону увеличения доли евро и юаня.

Рисунок 11. Доля краткосрочного долга в обычные годы достигает 10%



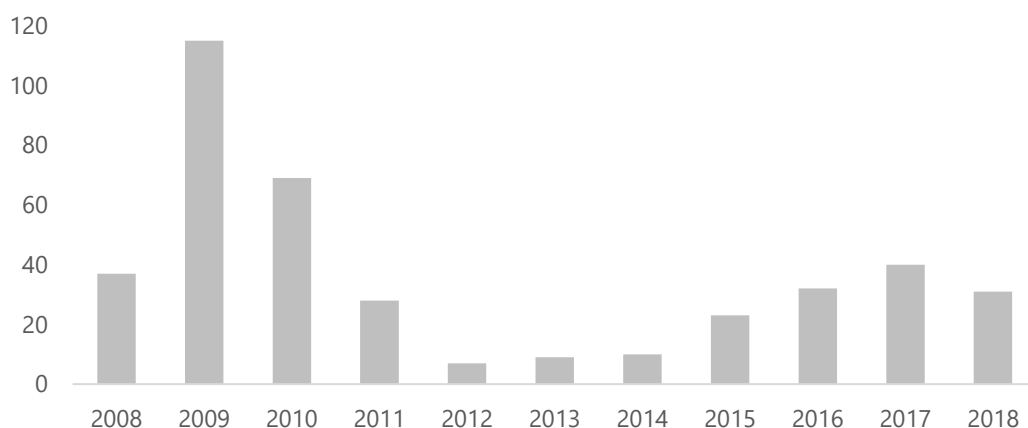
Источник: Cbonds, АКРА

Оценка кредитного риска в России на основе статистики дефолтов

Наибольшее количество дефолтов по облигациям на российском рынке произошло во время глобального кризиса 2008–2009 годов (см. рис. 12). В 2018 году по облигациям 31 компании, включая SPV (компании специального назначения), были зафиксированы неплатежи. Стабильный рост их числа наблюдается в период с 2013 года вместе с ростом доли банков и небанковских финансовых компаний в дефолтах (см. рис. 13). Такая динамика стала следствием усиления норм регулирования, условий низкой инфляции и снижения прибыли эмитентов в номинальном выражении.

Доля компаний сектора торговли, по облигациям которых произошли дефолты, значительно сократилась вслед за консолидацией сектора и переоценкой степени рискованности данного вида деятельности после потребительского бума 2006–2008 годов и последовавшего за ним кризиса 2009-го.

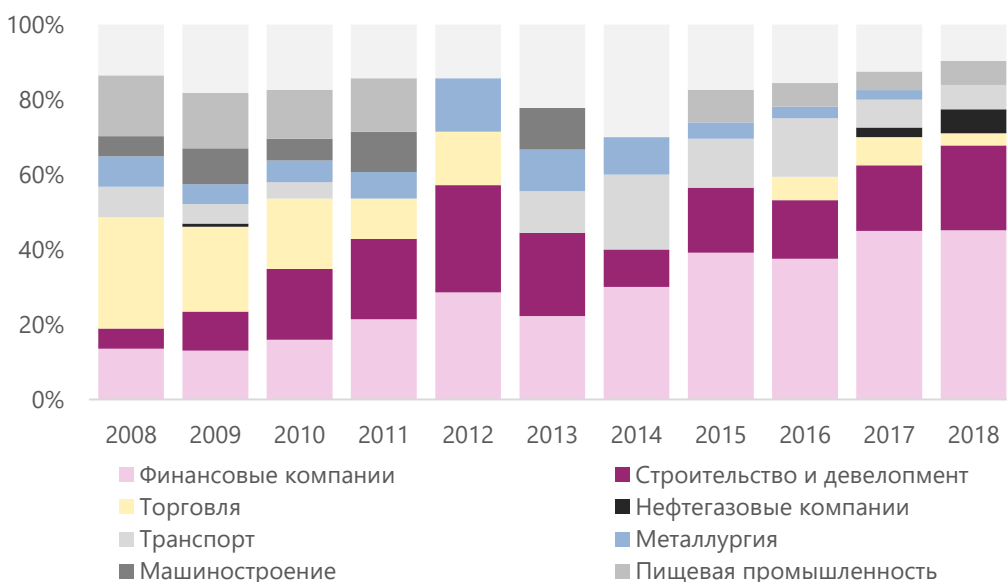
Рисунок 12. Количество компаний, по облигациям которых были зафиксированы дефолты (без учета технических дефолтов)



Источник: Cbonds, АКРА

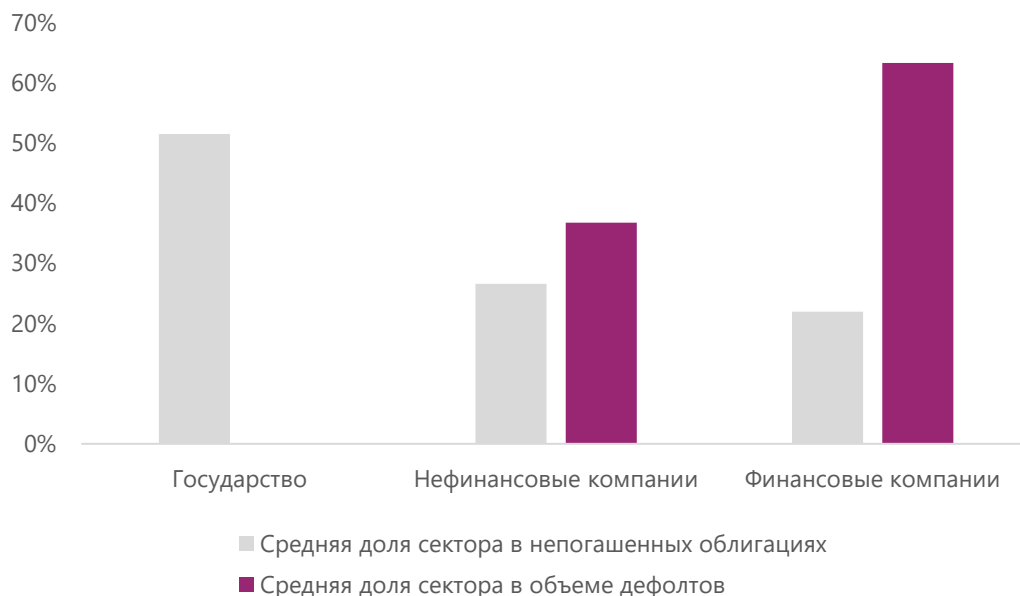
Рисунок 13. Распределение эмитентов, по облигациям которых были зафиксированы дефолты, в разрезе по секторам

В категорию «Прочие» входят: легкая промышленность, энергетика, целлюлозно-бумажная промышленность, химическая промышленность, телекоммуникации и ИТ, муниципалитеты и иные сферы деятельности, которые сложно классифицировать



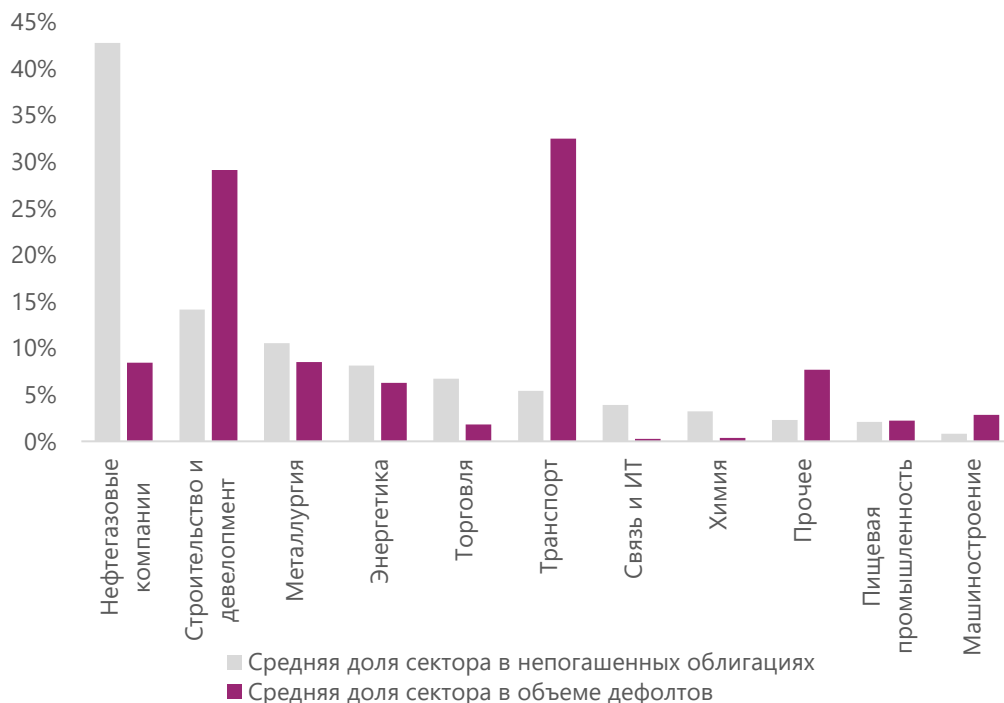
Источник: Cbonds, АКРА

Рисунок 14. Средняя доля трех крупных сегментов экономики в совокупном объеме облигаций в обращении и доля каждого из этих сегментов в общем объеме необслуживаемых (дефолтных) обязательств (2013–2018 годы)



Источник: Cbonds, АКРА

Рисунок 15. Средняя доля отраслей экономики в совокупном объеме облигаций в обращении и доля каждой из этих отраслей в общем объеме необслуживаемых (дефолтных) обязательств (2013–2018 годы)

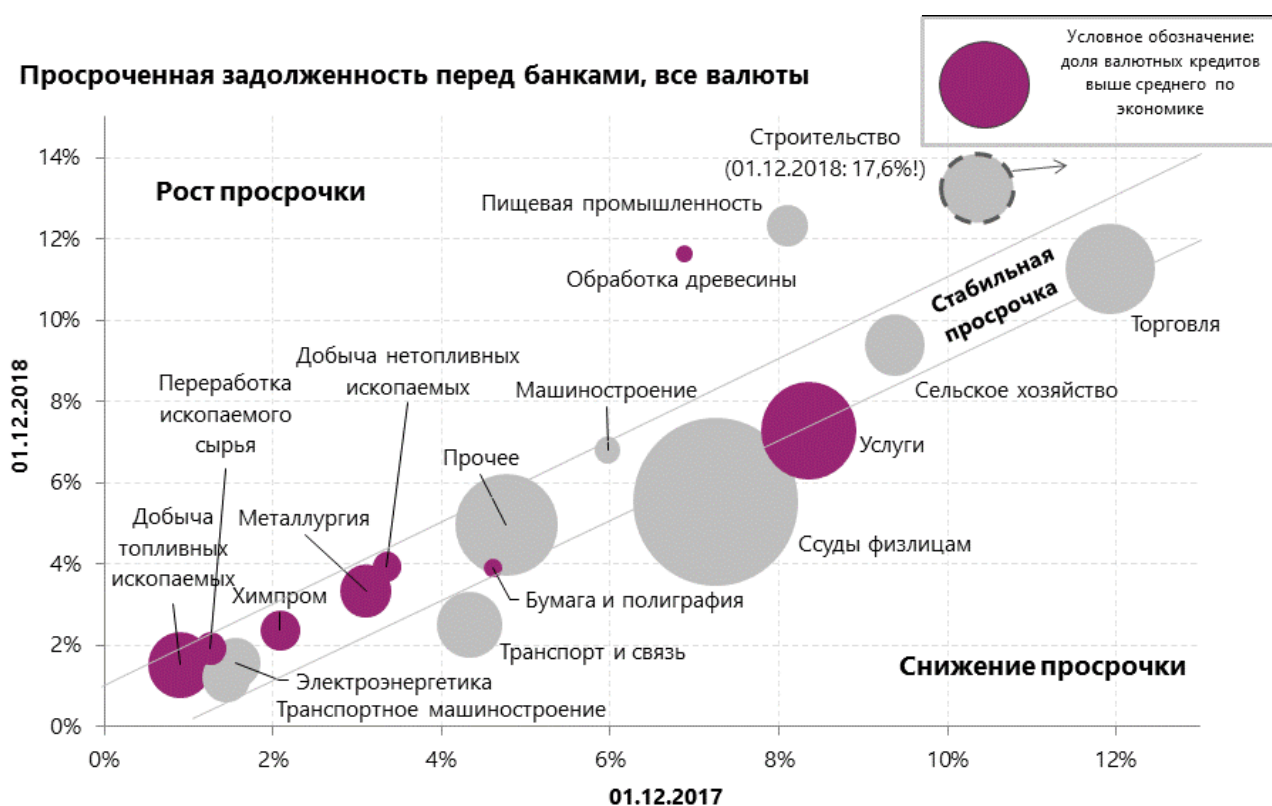


Источник: Cbonds, АКРА

Отраслевая составляющая кредитного риска в России

Совокупная статистика коммерческих банков по просроченной задолженности может служить вполне достоверным источником информации о кредитных рисках, обусловленных спецификой той или иной отрасли экономики. На практике данная статистика полнее отражает эту информацию, чем статистика дефолтов по облигациям поскольку в меньшей степени подвержена такому явлению, как «самоотбор в выборке». Иными словами, в том или ином секторе только наиболее кредитоспособные заемщики выходят на рынок облигаций, а потому судить об отраслевом риске на основе дефолтов по их облигациям было бы неверно (в этом случае оцениваемый риск ниже, чем кредитный риск по данному сектору в целом).

Рисунок 16. Кредитное качество имеет устойчивую отраслевую составляющую



Источник: Банк России, АКРА

Статистика по просроченной задолженности — запаздывающий и ретроспективный индикатор, однако при оценке рисков можно напрямую использовать и информацию, позволяющую прогнозировать будущие тренды. Для более детальной оценки отраслевой составляющей кредитного риска можно использовать три фактора: цикличность отрасли, барьеры входа, а также технологические и общие тренды развития данного сектора экономики. Эти показатели могут существенно отличаться на рынках разных стран.

- Цикличность оценивается с точки зрения колебаний как объемов производства, так и его рентабельности. При этом последний показатель — более фундаментальный индикатор, поскольку он в большей степени связан со способностью отрасли генерировать денежные потоки, а соответственно, и обслуживать свои долговые обязательства.

Изменения в экономической ситуации всегда довольно быстро сказываются на объеме инвестиций, что делает отрасли, удовлетворяющие инвестиционный спрос, менее предсказуемыми и более циклическими. В России наименьшая цикличность характерна для инфраструктурной промышленности и отраслей, связанных с производством товаров первой необходимости, тогда как наиболее циклическими являются строительная отрасль и горнодобывающая промышленность.

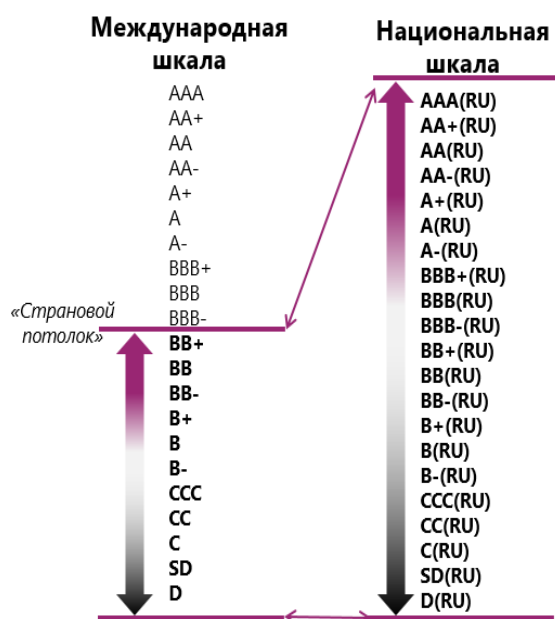
- Компании, работающие в высококонцентрированных и капиталоемких отраслях с высокими барьерами входа, зачастую имеют более стабильные денежные потоки и рентабельность в сравнении с представителями высококонкурентных отраслей с минимальными барьерами. Менее волатильные денежные потоки и рентабельность позитивно сказываются на кредитоспособности компаний. В России наиболее высокие барьеры входа характерны для нефтегазовой отрасли, металлургии и горнодобывающей промышленности, электрогенерирующих компаний и сектора машиностроения.
- Долгосрочные тенденции развития отрасли сказываются на объемах производства и уровне рентабельности. В свою очередь это может оказать влияние на способность компании обслуживать свои долговые обязательства. Процессы консолидации или деконсолидации, а также излишняя или недостаточная загрузка производственных мощностей могут серьезно повлиять на перспективы сектора. В России, как и в целом по миру, относительно «молодые» отрасли традиционно генерируют более высокие кредитные риски и имеют меньшие объемы физического капитала, а потому являются менее заметными на традиционном финансовом рынке. Недогрузка мощностей, столь часто встречающаяся во многих отраслях промышленности в первой половине 2000-х, во многом сошла на нет, что снизило способность традиционных секторов быстро развиваться без дорогостоящих инвестиций в основной капитал.

Таблица 3. Классификация на основе долгосрочных средних показателей проблемной банковской задолженности по отраслям российской экономики

Группа	Сектор		
Группа 1 (наименьший риск)	Электроэнергетика	Транспортная инфраструктура	Телекоммуникации
Группа 2	Нефтегазовая и химическая промышленность	Металлургия	Выработка электроэнергии
Группа 3	Оборонная промышленность	Машиностроение	Горнодобывающая промышленность
	Транспорт	Розничная торговля	Сельское хозяйство
	Фасованные продукты питания и напитки	Здравоохранение	Медиа и ИТ
Группа 4	Недвижимость	Целлюлозно-бумажная промышленность	Нефтесервисные компании
Группа 5 (наивысший риск)	Инфраструктурное строительство	Жилищное строительство	Оптовая торговля

Оценка кредитного риска в России с помощью кредитных рейтингов

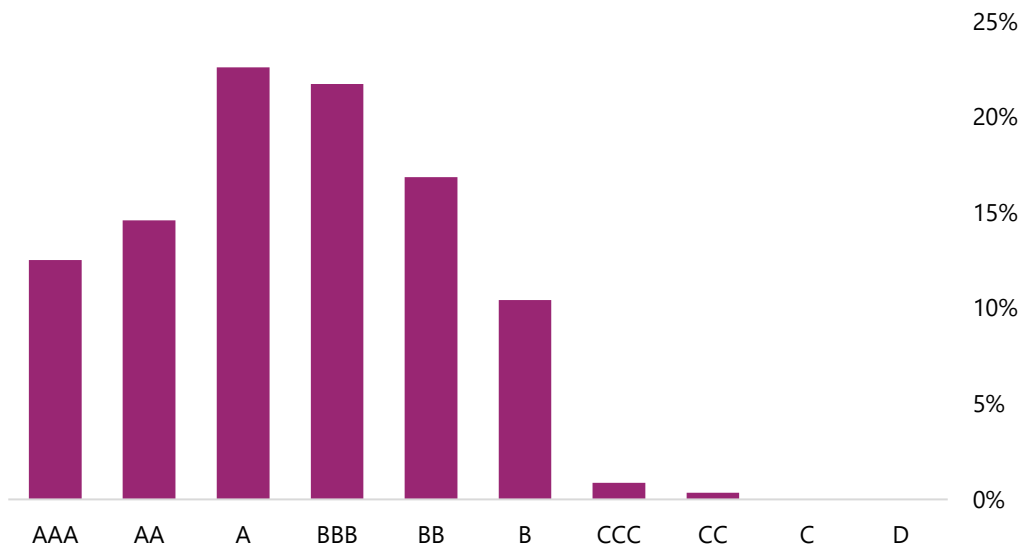
Публичная оценка кредитного риска в России осуществляется кредитными рейтинговыми агентствами. В 2015 году Банк России принял довольно строгие нормы регулирования для индустрии кредитных рейтингов, что привело к изменению отношения к национальным и международным агентствам (последние приняли решение не учреждать дочерние структуры в России). На сегодняшний день два агентства — АКРА и «Эксперт РА» — имеют право присваивать кредитные рейтинги по национальной шкале, которые используются в регулировании финансового сектора. Международные агентства «большой тройки» по-прежнему присваивают рейтинги компаниям, выпускающим долговые обязательства за рубежом, с использованием международной рейтинговой шкалы.



Концептуальные различия между национальной и международной рейтинговыми шкалами затрудняют прямое сопоставление кредитных рейтингов, присвоенных двумя типами рейтинговых агентств. Рейтинги по национальной шкале используются для оценки кредитного качества компаний по сравнению с другими компаниями этой же страны. По этой причине лучшие заемщики-резиденты получают рейтинги на уровне AAA, а не ниже, если бы их сравнивали с некоторыми наиболее кредитоспособными зарубежными компаниями. В случае России Правительство, как правило, рассматривается в качестве наиболее надежного заемщика. Международная рейтинговая шкала (в отличие от национальной) должна сравнивать кредитоспособность заемщиков многих стран. В практике ее применения так называемый страновой потолок ограничивает рейтинг эмитента рейтингом суверена, что приводит к существенному сжатию используемой рейтинговой шкалы в странах, чей суверенный рейтинг не очень высок, в результате чего заемщикам качественно разного уровня устойчивости присваиваются одинаковые рейтинги. Регуляторы в различных странах используют рейтинги по национальной шкале, что позволяет добиться более точной градации организаций во внутренних регуляторных нормах.

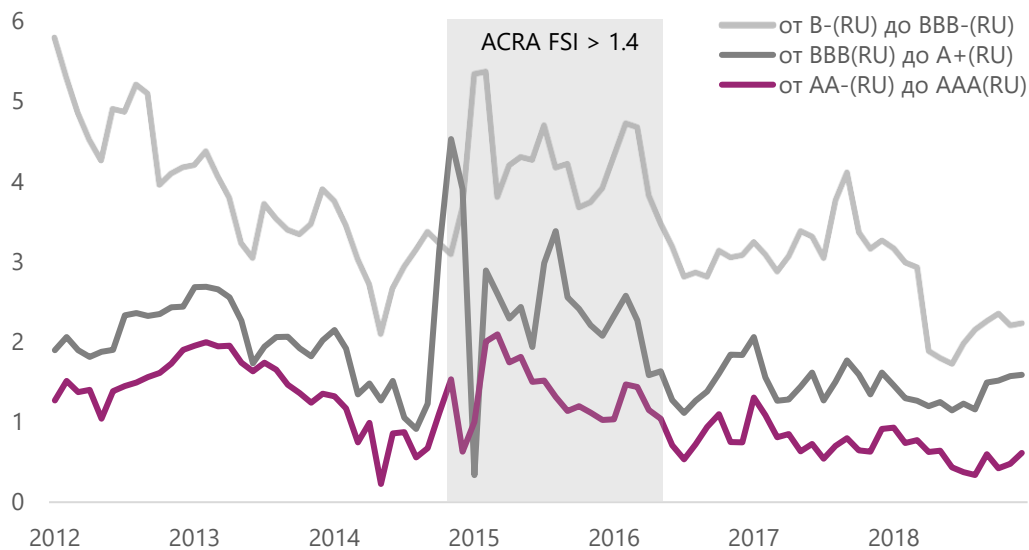
В 2018 году национальная шкала для российских компаний включала в себя 21 уровень рейтинга, в отличие от 11–12 возможных рейтингов по международной шкале (из которых только шесть-семь не считаются дефолтными). Около 85% облигаций на российском рынке имеют рейтинги, присвоенные по национальной шкале. Облигации с разными уровнями рейтинга обычно и рынком оцениваются по-разному. G-спреды, как правило, демонстрируют общую отрицательную корреляцию с рейтингами по национальной шкале. Однако такая корреляция не может служить надежным показателем кредитного качества. Национальные рейтинги отрицательно коррелируют с реализованной вероятностью дефолта.

Рисунок 17. Распределение рейтингуемых лиц в зависимости от уровня рейтинга, присвоенного по национальной шкале (на конец января 2019 года)⁸



Источник: АКРА, «Эксперт РА»

Рисунок 18. Исторические G-спреды для облигаций из различных рейтингуемых групп⁹



Источник: Cbonds, АКРА

⁸ В целях упрощения на данном графике рейтинговые ступени объединены в категории. Например, уровень рейтинга BBB включает в себя BBB-, BBB и BBB+ рейтинги. Были использованы данные по рейтингам эмитентов, присвоенным АКРА и «Эксперт РА» (без учета кредитных рейтингов по облигациям).

⁹ ACRA FSI — индекс финансового стресса; подробнее см. стр. 19–20.

Системный риск в финансовом секторе России

Подробное описание показателей финансовой нестабильности приведено в [«Методике расчета индекса финансового стресса для Российской Федерации»](#)

Отрасли, в значительной степени зависящие от краткосрочного финансирования, более других страдают в случае возникновения дефицита ликвидности в банковской системе. Финансовая система, будучи связующим звеном, может способствовать росту неплатежей между контрагентами на различных рынках в ответ на возникновение неплатежей на других рынках. Масштабные эпизоды такого рода (финансовые кризисы) могут привести к сбоям в экономической деятельности в реальном секторе (изначально из-за локальных кризисов ликвидности). В связи с этим данному вопросу уделяется повышенное внимание как в России, так и в других странах.

Основываясь на международном опыте, АКРА выделяет пять основных внешних проявлений финансового стресса.

1. Неопределенность в фундаментальных ценах финансовых активов или биржевых товаров. Коррелирует с волатильностью цен финансовых инструментов, заставляет агентов сильнее и быстрее реагировать на любую новую (даже нерелевантную) информацию.
2. Недостаток информации о мотивах и текущем состоянии других участников рынков. Может приводить к неверной интерпретации динамики цен и эпизодам резкой коррекции ожиданий.
3. Асимметрия информации о качестве активов (продавец знает больше) или качестве заемщика (заемщик более осведомлен). Появляется в результате роста разброса оценок качества и усугубляет проблемы неблагоприятного отбора и морального риска, что, в свою очередь, приводит к снижению доверия, падению кредитной активности.
4. «Бегство в качество». Рост вероятности потерь заставляет инвесторов предпочитать менее доходные, но при этом и менее высокорисковые способы вложения средств, что приводит к зачастую быстрому изменению их относительных цен.
5. «Бегство в ликвидность». Снижение возможностей для кредитования создает дополнительные стимулы для предпочтения более ликвидных активов, необходимых для удовлетворения потребности в покрытии кассовых разрывов.

Точно спрогнозировать эпизоды сильного финансового стресса практически невозможно, поэтому мы считаем мониторинг одновременных индикаторов стресса необходимым этапом правильной оценки кредитного риска той или иной зависящей от внешней ликвидности компании (оценка point-in-time).

В России существует ряд индексов финансового стресса, из которых по состоянию на февраль 2019 года только один является общедоступным и ежедневно обновляемым — это индекс ACRA FSI.

Анализ матрицы перехода индекса ACRA FSI позволяет интерпретировать состояния, соответствующие значениям 2,5 и выше, как состояния финансового кризиса. Именно начиная с этой границы вероятность того, что индекс изменится на 0,5 или более на протяжении ближайшей недели (при медианном недельном изменении 0,15), становится устойчиво выше, чем вероятность его сохранения в текущем диапазоне. Иными словами, устойчивые состояния индекса встречаются лишь при его низких значениях, а повышенная волатильность входящих в индекс факторов ассоциируется с его высокими значениями.

Стабильные и нестабильные состояния индекса соответствуют различным режимам работы финансовой системы. Анализ распределения уровней индекса также подтверждает правильность выбранного порогового значения. Значения, превышающие 2,5, отобранные в период с января 2006 года по ноябрь 2018 года, встречались менее чем в 7% случаев. Таким образом случаи, когда индекс превышает пороговое значение 2,5, соответствуют тем редким состояниям финансовой системы, которые характеризуются большой неопределенностью в отношении ставок, спредов и цен и высокой скоростью их изменения.

Способ расчета индекса не предусматривает его ограничение минимальным и максимальным значениями. Теоретически, его значение может упасть ниже нуля в ситуации, когда уровень отдельных факторов становится ниже исторических значений исходных данных (за период с 2006 по 2018 год). Если значение индекса превысит отметку 10, это будет означать финансовый стресс, более серьезный, чем наблюдавшиеся в 2009 и 2015 годах стрессы.

Рисунок 19. Динамика индекса ACRA FSI для России в 2006–2018 годах



Источник: АКРА

Как иностранные организации могут инвестировать в облигации на российской бирже?

Ввиду отсутствия внутренних норм, формально сдерживающих нерезидентов от покупки российских инструментов с фиксированной доходностью, финансовый рынок России отличается в основном свободными перетоками капитала. По сравнению с облигациями, эмитируемыми европейскими и американскими компаниями, облигации российских эмитентов с сопоставимыми сроками до погашения в среднем имеют несколько более высокие риски и более высокие доходности. В связи с этим многие международные инвесторы, не предъявляющие повышенных требований к уровню риска, готовы покупать данные бумаги в целях диверсификации своих портфелей. Благодаря тому, что клиринговые системы Euroclear и Clearstream получили доступ к российскому рынку, иностранные инвесторы стали осуществлять торговые операции с российскими облигациями напрямую (без необходимости открывать специальные счета в российских банках или регистрировать дочерние предприятия в России). Благодаря этому российский рынок капитала стал доступен иностранным инвесторам.

Правила инвестирования в российские ценные бумаги для нерезидентов регулируются несколькими внутренними законами, но затрагивают они в основном рынок акций. В отношении инвестиций как в акции, так и в облигации действуют внешние ограничения, связанные с западными санкциями в отношении российских компаний и банков. Например, резидентам США запрещено покупать облигации российских госбанков со сроком погашения более 14 дней, а также облигации некоторых нефтегазовых компаний с погашением более чем через 60 дней (это относится к банкам и компаниям, внесенным в список лиц, в отношении которых были введены секторальные санкции (список SSI)). Если российская компания внесена в список лиц особой категории (список SDN), то американские граждане и организации не имеют права покупать выпускаемые этой компанией акции или облигации (с любым сроком погашения). Кроме того, если какая-либо иностранная компания ведет бизнес с компанией из списка SDN, то на нее могут быть наложены вторичные санкции США. В результате все американские активы такой иностранной компании будут заморожены, а операции по всем ее корреспондентским счетам в США приостановлены (применимо только к банкам). Однако вторичные санкции в целом распространяются только на военно-промышленный комплекс. В настоящее время более 400 российских компаний и банков находятся под санкциями. Полные списки SDN и SSI, составленные Управлением по контролю иностранных счетов (OFAC), размещены на странице: <https://sanctionssearch.ofac.treas.gov/>. Евросоюз, Канада и Австралия также ввели санкции в отношении России. В целом они схожи с санкциями со стороны США и распространяются на те же компании.

Более подробная информация о санкциях и их последствиях приводится в исследовании АКРА [«Изменение экономической политики — основной канал влияния санкций на российскую экономику»](#) от 10 июля 2018 года

Таблица 4. Налоги, взимаемые по операциям с облигациями, осуществляемым нерезидентами на российском рынке (СИДН — Соглашения об избежании двойного налогообложения)¹⁰

	Доход от торговли, обратного выкупа или погашения основной суммы		Ставка купона	
	Физическое лицо	Юридическое лицо	Физическое лицо	Юридическое лицо
ОФЗ	30%	-	-	15%
Региональные облигации	30%	-	-	15%
Муниципальные облигации	30%	-	-	9%/15%/СИДН
Облигации российских корпоративных эмитентов	30%	-	30%/СИДН	20%/СИДН
Еврооблигации	30%	20%/СИДН	30%/СИДН	20%/СИДН
Облигации иностранных корпоративных эмитентов	30%/СИДН	-	30%/СИДН	-

Источник: Московская биржа, НРД, Налоговый кодекс РФ

Нерезиденты, инвестирующие в российские инструменты с фиксированной доходностью, обязаны уплачивать налоги. При этом налоги для физических и юридических лиц различны, а также отличаются в зависимости от вида облигаций (гособлигации, корпоративные облигации, еврооблигации и т.д.). Ставка налога на процентный доход по облигациям составляет 15% для нерезидентов — юридических лиц и 30% для нерезидентов — физических лиц. Для нерезидентов — физических лиц, проживающих в России более 183 дней в году, ставка составляет 13%. В табл. 4 приведена обобщенная информация о налоговых ставках (более подробная информация и особые случаи отражены в Налоговом кодексе Российской Федерации).

¹⁰ Дополнительную информацию о СИДН можно найти по ссылке https://www.nsd.ru/en/services/withholding_agent/in_nom/, а также в статье 246.2 НК РФ. Некоторые иностранные инвесторы могут платить более низкие налоги в России (остальные должны уплачиваться в соответствующих юрисдикциях).

(С) 2019

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Только в случае распространения информации о присвоенном кредитном рейтинге и прогнозе по кредитному рейтингу любым способом, обеспечивающим доступ к ней неограниченного круга лиц, данный кредитный рейтинг и прогноз по кредитному рейтингу входит в сферу регулирования Центрального банка Российской Федерации.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.