

ДОЛГОСРОЧНЫЕ ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА: СТРУКТУРА РЫНКА И ИНСТРУМЕНТЫ ОГРАНИЧЕНИЯ РИСКА

Может ли в Украине появиться рынок долгосрочных долговых обязательств предприятий и что этому мешает?

Александр Мертенс

Говорят, что в Украине - облигационный бум. Объемы эмиссии облигаций предприятий (по официальным данным ГКЦБФР) выросли с 72 млн. грн. в 2000 г. до 641 млн. грн. в 2001 г. В этом году ожидается увеличение объемов эмиссии в несколько раз. Даже если учитывать тот факт, что цели эмиссии иногда бывают достаточно специфичными - например, обслуживание тех или иных финансовых схем, нельзя отрицать, что предприятия начинают видеть в облигациях альтернативный и относительно более дешевый (по сравнению с банковским кредитом) источник финансирования. Это хороший знак. Тем не менее, на пути развития этого крайне важного сегмента финансового рынка есть целый ряд системных ограничений, без преодоления которых облигации не станут действительно важным источником финансирования украинских предприятий.

Конкуренция на рынке заимствований

Главная фундаментальная проблема украинского рынка долговых обязательств (и финансового рынка вообще) - отсутствие конкуренции. Отсутствие *настоящей конкуренции* между заемщиками с одной стороны, и инвесторами (кредиторами) - с другой. Конкуренция - это не лозунг. Это система стимулов, заставляющая субъекта рынка, действуя в своих интересах, принимать эффективные решения.

Облигации потенциально могут стать *действительно* важным источником финансирования для предприятий - причем не только для больших, но и для средних, тем самым способствуя решению ключевой проблемы украинской экономики - недостатка у предприятий инвестиционных ресурсов. Облигации *могут* помочь предприятиям решить проблему доступа к долгосрочным ресурсам, и одновременно - обойти банковскую маржу (по размеру которой Украина - на одном из первых мест в мире), обращаясь непосредственно к инвесторам. Но насколько эффективно будет развиваться этот рынок и будет ли он развиваться вообще зависит от нескольких вполне определенных условий, - в первую очередь, условий, обеспечивающих конкурентность.

Структура рынка

Рынок долговых обязательств в современной экономике - сложное сооружение, каждый элемент (составная часть) которого имеет чрезвычайно важное (если не решающее) значение. Назовем несколько ключевых элементов. Во-первых, это - *инвестиционная база*, - институциональные инвесторы, заинтересованные во вложениях в облигации предприятий. Во-вторых - наличие эффективных и ликвидных *ориентирных*

(*benchmark*) рынков, определяющего стоимость денег во времени, - рынков государственных обязательств и межбанковских кредитов. В-третьих, инструменты оценки кредитного риска (риска неплатежа) - системы *рейтингов надежности* долговых обязательств. В четвертых, наличие *инструментов ограничения рыночных рисков* (в данном случае - риска процентной ставки). Наконец, в-пятых, - эффективная *инфраструктура рынка*, снижающая транзакционные издержки для участников. Эти выводы - не теория, а простое обобщение опыта многих стран в данной области.

Инвестиционная база

Кто сегодня является *основным* инвестором на рынке корпоративных облигаций в Украине и России? Комерческие банки. Это ненормально. Более нормальной можно считать ситуацию, когда краткосрочные потребности в финансировании (кассовые разрывы, а также связанные с сезонностью потребности в оборотном капитале) покрывают в основном банковские кредиты, тогда как средне- и долгосрочные потребности - рынок облигаций. Кто должен быть инвестором на рынке облигаций?. Как ни странно, банки *тоже могут*. Они могут в случае, если срок инвестиций соответствует сроку их обязательств. Они могут *и* в случае, когда срок инвестиций *превышает* срок обязательств при условии, что есть *ликвидный рынок* и существуют *инструменты ограничения риска* процентной ставки.

Но все же, в нормальной рыночной экономике, *не банки* являются основными инвесторами на рынке облигаций. Основными инвесторами являются пенсионные фонды и инвестиционные фонды. Можно завидовать опыту Казахстана, где волевым (кто-то скажет - авторитарным, волонтаристским) решением уже проведена пенсионная реформа, создавшая институциональных инвесторов, имеющих долгосрочные обязательства (общим объемом *всего лишь* более 3,5 млрд. долларов - нам можно только помечтать).

Излишне говорить, что в Украине *почти ничего* не сделано для появления институциональных инвесторов с долгосрочными пассивами. Год назад принят закон о институтах совместного инвестирования (при этом заложенные в законе ограничения на структуру активов можно сравнить разве что со смирительной рубашкой), но ни одного ИСИ не появилось, т.к. все еще не готовы необходимые подзаконные акты (может быть они появятся к моменту выхода этой статьи?) О пенсионной реформе и негосударственных пенсионных фондах просто умолчим - разговоров слишком много, никаких сдвигов нет.

Рынок государственных обязательств

Роль рынка государственных обязательств в современной экономике - не только лишь (и далеко не в первую очередь), - средство финансирования дефицита государственного бюджета. Ликвидный и эффективный рынок государственных облигаций - это *общественное благо*, обеспечивающее функции (а) информационного источника относительно стоимости денег во времени (т.е. *незаменимого* для участников рынка источника информации о временной структуре процентных ставок и инфляционных ожиданиях), (б) безрискового актива, необходимого для управления рисками институциональных инвесторов, (в) базового актива для инструментов ограничения риска процентной ставки (форвардов, фьючерсов, свопов, опционов, и т.п.)

Простая статистика показывает, что рынки корпоративных облигаций в большей степени развиты в тех странах, где более развитыми являются рынки государственных обязательств, а также связанные с ними рынки (репо, производных, и т.д.).

Задача государственных органов (НБУ, Минфина, и др.), если их целью *действительно* является повышение конкурентоспособности украинской экономики, -

состоит в том, чтобы сделать формирование ликвидного рынка государственных обязательств *первоочередным приоритетом* государственной политики.

Не нужно переоценивать *эффект вытеснения* - когда государственные заимствования вытесняют частные. Действительно, так было в 1997 - 98 гг., но в нормальной экономике государственные и корпоративные заимствования скорее *дополняют* друг друга, чем конкурируют, положительное влияние развитого рынка государственных обязательств значительно перевешивает пресловутый эффект вытеснения.

Рыночный риск

Рыночный риск - это риск потерь, связанных с непредвиденными колебаниями рыночных цен. На рынке заимствований рыночный риск - это риск колебаний процентных ставок. Если нет конкурентного рынка - нет и прозрачного механизма определения рыночной цены. Нет рыночной цены - нет ценового риска. Другими словами, наличие рыночного риска является своеобразной *ценой*, которую платят участники рынка за наличие эффективного финансового рынка.

Выше было сказано, что коммерческие банки, имея краткосрочные пассивы, не могут быть главными инвесторами на рынке долгосрочных облигаций. Это лишь отчасти правда. Даже имея краткосрочные пассивы, можно вкладывать в долгосрочные долговые обязательства, - если рынок является ликвидным и есть возможность в любой момент эти долгосрочные обязательства *продать*. Здесь, естественно, возникает риск - *по какой цене* эти обязательства будут проданы? Значит, помимо ликвидности рынка, должны существовать *инструменты страхования ценового риска*.

Есть морская мудрость, что если не хочешь утонуть в океане можно: (а) просто никуда не плыть, (б) должным образом подготовить корабль и команду. По-видимому, Национальный банк Украины предпочитает никуда не плыть. Это решение действительно помогает сохранить стабильность. Показательны меры, принятые после кризиса 1998 г.: если валютные форварды и фьючерсы угрожают стабильности, их просто нужно запретить. То же касается производных *процентных* инструментов (FRA, свопов, и др.) Рыночные колебания угрожают стабильности - следовательно, лучше пусть не будет рынка, не будет инструментов ограничения рыночного риска, не будет необходимости этот риск контролировать (Украина - одна из немногих стран мира, где понятие «рыночный риск» полностью отсутствует в банковском регулировании), все будет на «ручном управлении». То, что при этом мы никуда не плывем (читай - теряем конкурентоспособность) уже не так важно.

Инструменты ограничения риска

Рассмотрим простой пример. Предприятие нуждается в долгосрочных ресурсах для финансирования своего развития. Банк, выступающий в роли менеджера по выпуску облигаций говорит, что выпустить облигации сроком 2-3 года или даже больше возможно, но так как инвесторами выступают в основном коммерческие банки, процентная ставка должна быть *плавающей* - т.е. зависеть от текущих цен банковских ресурсов. Все хорошо, но это создает проблемы для предприятия - денежные потоки, и так зависящие от множества случайных факторов, начинают зависеть еще и от колебаний процентных ставок - возникает дополнительный риск. Для предприятия, имеющего достаточный запас рентабельности, эта проблема может выглядеть не такой уж серьезной, но множество предприятий, столкнувшись с этим риском, *откажется от заимствования*. В стране с нормальным финансовым рынком эта проблема может быть решена - через специальные инструменты ограничения риска. Можно заключить *Forward Rate Agreement (FRA)*, фиксирующее для клиента величину будущих процентных платежей. Можно заключить

процентный своп, обменяв обязательства с плавающей ставкой на обязательства с фиксированной ставкой. Можно купить *кэп* - процентный опцион, ограничивающий размер процентных платежей.

Приведем несколько цифр. На середину 2001 г. объем существующих во всем мире процентных свопов (по условному номиналу) составил 51 трлн. долларов, FRA - 6,5 трлн. долларов, опционов (в т.ч. *кэп* и *флор*) - 9,5 трлн. долларов (по данным Bank of International Settlements). Для сравнения, мировой ВВП в 2001 году - немногим более 30 трлн. долларов. Можно считать, что к нам это не имеет отношения. Один банкир (топ-менеджер крупнейшего российского банка) сказал автору этих строк, что раз активный рынок процентных производных инструментов на Западе возник *всего лишь* лет 15 назад - чего уж нам равняться (при нашей-то бедности). Следуя этой логике, нам нужно перестать пользоваться мобильными телефонами - они в качестве общедоступного блага тоже возникли не более чем 15 лет назад.

Рейтинги надежности заемщиков

По-видимому, проблема рейтинга созрела, может быть даже *перезрела*. Если раньше, лет пять-шесть назад, разговоры о «национальном рейтинге» были вызваны тем, что «у *них* есть, - почему бы и нам не иметь», то сейчас это действительно насущная задача. Дальнейшее нормальное развитие рынка заимствований очень трудно представить без создания качественной и, главное, - *воспринимаемой большинством участников рынка*, - системы рейтингов надежности заемщика, потому что только воспринимаемый участниками рынка рейтинг может служить эффективным источником информации и незаменимым средством в процессе формирования рыночных процентных ставок. Самое главное (и самое трудное) здесь - эта система должна стать плодом совместных усилий *и* государственных органов, *и* участников рынка, при *непрерывном* сотрудничестве с мировыми рейтинговыми агентствами. Очень плохо, если рейтинговая система будет результатом усилий *только* государственных органов. Только в страшном сне можно представить себе что-то вроде «*Методики визначення надійності боржника...*», подготовленную каким-то из государственных ведомств. Не менее опасной (в лучшем случае - мертворожденной) окажется рейтинговая система, подготовленная *только лишь* по частной инициативе. Рейтинг не будет работать, если он не будет вызывать *доверия*, по меньшей мере - у большинства участников рынка. В том числе поэтому важно работать в сотрудничестве с мировыми агентствами. Инвесторам, заемщикам и государству нужно договариваться о *независимом и компетентном* рейтинге. От этого выиграют все.

Вместо заключения

Эта статья - своего рода «мысли на лестнице», возникшие после конференции ПФТС по развитию рынка долговых обязательств, состоявшейся в марте этого года (то, что не удалось сказать, а нужно было бы).

Итак, главный вывод - настоящего рынка пока нет, потому что нет реальной конкуренции между инвесторами с одной стороны, и заемщиками - с другой. Если бы можно было соединить на одном рынке пенсионные фонды Казахстана, российские банки и украинские предприятия - может быть, какое-то подобие нормального рынка получилось бы.

Когда российские банки говорят, что эмитенты выпускают облигации с возможностью выкупа каждый квартал, и каждый квартал определяют ставку доходности, - замечательно. Это безусловно выгодно банкам-инвесторам, так как никакого (рыночного) риска они не несут - доходность определяется в соответствии с текущей стоимостью ресурсов. В отношении заемщиков сложнее. Тут действует логика, высказанная как-то в одном из автомобильных журналов. Речь шла о ценах на

Mercedes Gelendwagen у официальных дилеров. «Конечно, у официальных дилеров будет на тысячу пять дороже, но для человека, покупающего Gelendwagen, - тысячу туда, тысячу сюда, - какой базар». То же в отношении эмитентов облигаций (таких как Газпром, ТНК или АЛРОСА) - миллион туда, миллион сюда - «какой базар». Вопрос о том, - можно ли не переплатить лишний миллион в следующем квартале, - как правило, не возникает, - «рынок такой».

Почему бы банку не застраховать следующий купон заемщика и не продать ему Forward Rate Agreement? Ответ очевиден - банку не нужны лишние риски. Нормальный (западный) банк, заключая FRA, тут же хеджирует эту позицию, а издержки будут перенесены на заемщика (включены в цену). Если хеджировать невозможно, никаких FRA не будет. То же касается свопов. Выгоды (потенциальные) от наличия инструментов ограничения рисков очевидны - это снижение стоимости заимствований и снижение риска для конкретного эмитента, но если нет рынка, т.е. нет механизма определения цен будущих денег, - это не может работать.

Особый вопрос о стоимости и сроке ресурсов банков. Когда говорят, что у банков нет долгосрочных пассивов, поэтому они не могут иметь долгосрочных активов - это не совсем правда. Просто банки пока не выполняют ключевую функцию финансового посредничества - согласования краткосрочных вкладов и долгосрочных инвестиций. Не выполняют не потому, что не сознательные, - просто конкуренция не заставила. Банки могут иметь долгосрочные активы, профинансированные за счет краткосрочных пассивов (об этом свидетельствует мировой опыт), но для этого нужно, чтобы эти долгосрочные активы были ликвидны. Кроме того, в этом случае возникает риск процентной ставки (колебания стоимости активов, если процентные ставки меняются). Сейчас риск процентной ставки не имеет никакого значения - если облигации, ставка по которым определяется каждые три месяца, профинансированы трехмесячным депозитом - процентного риска нет.

Еще одна функция финансового посредника (т.е. еще одна возможность зарабатывать деньги) - это торговля риском (в данном случае, риском процентной ставки). Сегодня потенциальные выгоды от торговли риском настолько мизерны по сравнению с получаемыми прибылями, что банки об этом даже не думают. Объединяя риск и перераспределяя риск, можно зарабатывать деньги. Банки России и Украины этого не делают. Значит им это пока не выгодно.

Банк - так называемый natural floater. Ему выгодна плавающая ставка по инвестициям. Предприятию - нет, потому что денежные потоки по его основной деятельности с процентной ставкой не связаны, в то время как долгосрочные ресурсы ему нужны. Возникает объективная потребность в торговле процентным риском, которую также могут осуществлять банки. Но не осуществляют. Рынок не созрел.

Банк-менеджер выпуска облигаций говорит: «рынок диктовал доходность 25%, но мы гарантировали валютную доходность 7%, что позволило снизить ставку до 20%». Говоря финансовым языком, в облигацию был встроен валютный опцион. Простой и естественный вопрос - сколько такой опцион стоит? Почему 20%, а не 19% или 21%? Почему 7% а не 6% или 8%? Во что это обойдется заемщику? «Процент туда, процент сюда - какой базар».

Все это, на самом деле, ведет к неутешительным результатам. Конечно, иметь хотя бы неэффективный рынок облигаций вместо никакого - хорошо. Но правда в том, что заемщики могут платить меньше и, очень важно, - нести при этом меньшие риски. Конкурентоспособность экономики складывается в том числе и из стоимости займов для предприятий. Нет рынка - нет рыночных цен - нет инструментов страхования риска, - тем самым, выше издержки предприятий. Есть обратная закономерность - для большинства предприятий существующий рынок является очень дорогим и очень рисковым, и пока он будет таким - предприятия на него не выйдут.

Конечно, все сказанное - следствие недоразвитости (говоря мягче, - определенного этапа развития) рынка долговых инструментов. Можно ожидать, что конкуренция заставит точно оценивать финансовые инструменты и страховать риски. Когда-нибудь. Проблема в том, что отставание в финансовых технологиях от развитых стран непрерывно увеличивается, тем самым конкурентоспособность предприятий и экономики в целом - снижается.

Нормально, если недоразвитость рынка долговых обязательств - следствие определенных объективных фундаментальных факторов (отсутствие достаточной инвестиционной базы, и т.д.) Гораздо хуже, если недоразвитость - следствие некомпетентности участников рынка - как государственных органов и эмитентов, так и посредников.