

## Финансовая сфера

УДК 336.763.3

### ПОСТКРИЗИСНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ НА ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ

**Т.В. ТЕПЛОВА,**

*доктор экономических наук,  
профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций,  
руководитель проектно-учебной лаборатории  
анализа финансовых рынков*

*E-mail: tamarateplova@mtu-net.ru***Т.В. СОКОЛОВА,**

*кандидат физико-математических наук,  
аналитик проектно-учебной лаборатории  
анализа финансовых рынков*

*E-mail: sokol-t@yandex.ru*

*Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»*

---

*В статье сопоставлены на кризисном и посткризисном временных периодах мировой и российский рынки облигаций с акцентом на корпоративных заемщиков. Проведен анализ динамики привлечения капитала в разных валютах для разных инвесторов и на разных условиях (плавающие процентные ставки, конвертируемые облигации, еврооблигации). Сопоставлены по инвестиционной привлекательности рынки акционерного и заемного (облигационного) капитала. Выявлены тенденции в формировании спроса и предложения по сегментам облигаций на мировых и локальных рынках, а также в уровнях доходности корпоративных облигаций эмитентов разного уровня риска. Анализ тенденций, складывающихся на облигационных рынках, проведен с точки зрения двух групп заинтересованных лиц: инвесторов и эмитентов.*

**Ключевые слова:** корпоративные облигации, рублевые корпоративные облигации, долгового рынок, вторичный рынок облигаций, плавающие процентные ставки, конвертируемые облигации, еврооблигации

---

#### Введение

«Работа» на заемном капитале остается одной из ключевых экономических идей, которая обеспечивала рост и удовлетворяла интересы бенефициаров как компаний, так и стран в течение уже более 50 лет. Активная кредитная экспансия, количественно выражаемая в росте совокупного долга государственного и частного секторов, до настоящего времени сохраняет значимость в ряду важнейших движущих сил экономического развития.

Тенденция посткризисного экономического развития — это рост доли долгового рынка в структуре инвестиций глобальных инвестиционных фондов [8]. К 2012 г. акции потеряли статус самого весомого класса активов в портфеле фондов (29 трлн долл. инвестиции в акции, или 34,7% от инвестиций всего). Доля государственных облигаций в портфеле глобальных фондов составила 25 трлн долл. (30,0% от общего портфеля рынка), а

негосударственные (корпоративные) облигации и ипотечные бумаги обеспечили 18,4% (15,4 трлн долл.)<sup>1</sup>. По оценкам авторов, к середине 2013 г. доля государственных облигаций с рейтингом AAA от объема торгуемых суверенных облигаций снизилась до 38% с 58% на начало 2010 г. Интерес инвесторов перемещается в корпоративный сектор. Цель исследования заключается в сопоставлении рынка корпоративных облигаций с государственными и муниципальными облигациями, а также с рынком акционерного капитала с точки зрения привлекательности для глобальных и локальных инвесторов и эмитентов-заемщиков. В результате сопоставления авторам удалось выявить тенденции в развитии облигационных заимствований по видам и формам привлечения, подтвердить гипотезу о потенциальной привлекательности корпоративных облигаций в национальной валюте.

Ситуация посткризисного функционирования экономики (с 2011 г.), когда при продолжающемся процессе вливания ликвидности со стороны центробанков<sup>2</sup> почти до нуля снизились ставки по обязательствам ведущих стран мира, когда остается высоковолатильным рынок акционерного капитала, а также сохраняется со стороны инвесторов «бегство от риска» (предпочитают кредитовать, а не инвестировать), породила ряд инвестиционных идей именно на рынке инструментов с фиксированной доходностью<sup>3</sup>. Облигационный рынок радовал инвесторов на протяжении всех кризисных и посткризисных лет (см. табл. 1, где показана привлекательность рублевых облигаций). По оценке EPFR Global, чистый приток средств в глобальные фонды

<sup>1</sup> Все остальные категории активов, включающие также и все существенные нефинансовые активы в портфелях инвестиционных фондов, занимают небольшую долю по сравнению с тремя перечисленными классами активов. Они составляют от 0,4 трлн долл. (0,5%) для товарных активов до 3,7 трлн долл. (4,4%) для недвижимости. Суммарно инвестиции глобальных фондов в семь относительно небольших категорий активов можно оценить в 14,1 трлн долл. (16,9%).

<sup>2</sup> Центробанки продолжают сохранять низкие процентные ставки в соответствии с третьим раундом «количественного смягчения» (QE-3), Федеральная резервная система (ФРС) США ежемесячно тратила в 2013 г. по 85 млрд долл. на покупку казначейских обязательств, на 2014 г. целевые уровни понижены до 75 млрд долл. с последующим снижением до 45 млрд долл. (20 млрд долл. в месяц).

<sup>3</sup> За последние 15 лет аналитики фиксировали три всплеска интереса инвесторов на рынке гособлигаций: в 1999, 2009 и 2011 гг. (так, в 2011 г. индекс облигаций emerging markets (EMBI + Composite) показал рост на 17,4%).

облигаций с начала 2012 г. составил рекордный объем — 455,7 млрд долл. (предыдущий инвестиционный интерес фиксировался в 2009 г., когда для сглаживания острой фазы кризиса большое число размещений поддержали государственные гарантии). При этом в 2012 г. активнее всего на долгом рынке вели себя корпоративные эмитенты, выпустившие рекордные объемы облигаций (более 3,89 трлн долл.), что превысило объем 2009 г., когда компании разместили облигации на 3,4 трлн долл. (в 2010 и 2011 гг. объем размещений составил 3,23 и 3,29 трлн долл. соответственно)<sup>4</sup>.

### Тенденции на глобальном корпоративном долгом рынке в посткризисный период

До середины 2013 г. глобальные фонды облигаций показывали положительный приток средств (порядка 1,5 млрд долл. в месяц). К 2013 г. суммарный спрос на корпоративные долги компаний США оказался выше, чем на казначейские облигации (оценка исследовательской фирмы Lipper). С начала 2013 г. по сентябрь 2013 г. компании США разместили рекордный объем долга — 1,3 трлн долл. В результате, объемы корпоративных выпусков облигаций глобального рынка с инвестиционным рейтингом достигли 2,7 трлн долл. (рост на 15% по сравнению с 2011 г.).

Наблюдались и некоторые особенности в уровнях доходности по корпоративным облигациям, что свидетельствует о том, что 2012 г., а также начало 2013 г. были «окнами возможностей» для эмитентов. Так, стоимость заимствования для корпорации Майкрософт (Microsoft) в ноябре 2012 г. составила 0,875%, что лишь на 0,27 п.п. больше доходности аналогичных по сроку казначейских облигаций США (это минимальный уровень спреда корпоративного дефолта, наблюдаемый с 1994 г.). Ставка 0,875% была зафиксирована в процессе размещения 5-летних облигаций в объеме 2,25 млрд долл. (размещение в целях досрочного погашения облигаций, размещенных в феврале 2011 г., когда купонная ставка составляла 2,5% годовых). Ситуация с размещением в конце 2012 г. корпоративных облигаций Майкрософт не уникальна: в 2013 г. по ряду эмитентов фиксировалась парадоксальная

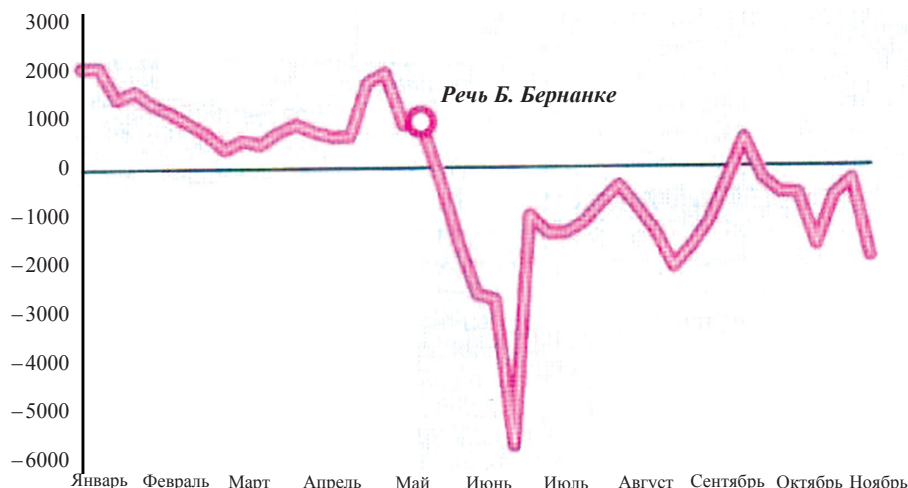
<sup>4</sup> Оценки по глобальному рынку Global Deals Intelligence — исследовательское подразделение Thomson Reuters.

ситуация, когда доходность корпоративных выпусков наивысшего рейтинга оказалась даже ниже, чем по государственным облигациям. Так, доходность облигаций Еххон рейтинга AAA по шкале S&P с дюрацией 13 мес. была на 0,01 п.п. ниже, чем у аналогичных казначейских облигаций (данные Benchmark Solutions). У облигаций Johnson & Johnson (J&J) с погашением в мае 2014 г. также фиксировалась доходность на 0,01 п.п. ниже, чем у казначейских облигаций США соответствующего срока. Разница

в доходности между корпоративными (наивысшего рейтинга) и государственными облигациями на глобальном рынке сократилась к началу 2014 г. до 5 б.п. по однолетним облигациям. В начале 2013 г. средний купонный доход еврооблигаций компаний европейского рынка составил 4%. Из-за такого снижения купонных ставок и доходности к погашению интерес инвесторов в середине 2013 г. стал перемещаться на внутренние (локальные) рынки капитала, что активизировало спрос как на региональные и муниципальные облигации, так и корпоративные в национальной валюте.

Быстрорастущие национальные рынки корпоративных облигаций являются важным источником фондирования для эмитентов из развивающихся стран. Тенденция к росту объемов выпуска корпоративных облигаций в национальной валюте и в виде еврооблигаций усилилась после некоторых последних событий на глобальном рынке капитала.

Так, наблюдалось бегство капитала от риска после катаклизмов глобального финансового кризиса 2008–2009 гг., способствовавшего сокращению банковского кредитования и сужению спектра сложных финансовых инструментов, а также в связи с кризисом государственного долга в Еврозоне (что побудило инвесторов искать альтернативные рынки для вложения денежных средств и диверсифицировать страновые и валютные риски) и с политикой монетарного смягчения, проводимого ФРС США (что привело к катастрофическому падению ставок на государственные бумаги). Глобальных инвес-



Источник: Credit Suisse Bond Research, 2013.

Рис. 1. Динамика оттока капитала из фондов облигаций развивающихся рынков в 2013 г., млн долл.

торов с 2013 г. привлекают национальные рынки корпоративных облигаций из-за сравнительно высоких ставок доходности (по еврооблигациям РФ фиксируется ставка в 8–9% годовых), возможности участия в ожидаемом экономическом росте развивающихся стран и потенциала роста кредитных рейтингов эмитентов. С 2010 по 2012 г. объем выпуска корпоративных облигаций на развивающихся рынках возрос на 398 млрд долл. по сравнению с выпуском государственных облигаций, который увеличился на 172 млрд долл. [9]. Рынок России, наряду с Китаем и Бразилией, является одним из лидеров по объему выпуска корпоративных облигаций среди быстрорастущих стран.

Перелом на облигационном рынке развивающихся экономик произошел в мае 2013 г. в связи с ухудшающимися прогнозами по ликвидности финансового рынка (рис. 1 демонстрирует резкий отток средств из глобальных фондов облигаций с мая 2013 г. после выступления главы ФРС Бена Бернанке). Чистый отток средств в фонды, инвестирующие в облигации развивающихся рынков, составил 6 млрд долл. за 2013 г.

Хотя на развивающихся рынках преобладают облигации, номинированные в иностранной валюте (их доля составляет свыше 80% от общего объема выпущенных облигаций), в последние годы наметилась тенденция к увеличению доли облигаций в национальных валютах: доля последних в общем объеме выпущенных облигаций по всему миру возросла с 3% в 2005 г. до 15% в 2009–2011 гг. [7].

В связи с этим авторы считают актуальным подробно рассмотреть динамику развития российского рынка корпоративных облигаций, включая облигации, номинированные в национальной валюте, а также еврооблигации.

В 2012–2013 гг. на рынке возник огромный интерес к корпоративным облигациям без инвестиционного рейтинга. В первом квартале 2014 г. из эмитированных в странах еврозоны почти 80 млрд евро корпоративных облигаций (без компаний финансового сектора) 25 млрд евро составили размещения облигаций с неинвестиционным рейтингом (BB и ниже). На европейском рынке попытки разместить еврооблигации делали даже низкокачественные эмитенты с рейтингом CCC. В итоге объем выпуска высокодоходных облигаций по глобальному рынку за 2012 г. составил 389 млрд долл. (на 38% больше по сравнению с 2011 г., что является рекордом с 1980 г.). Лидерами привлечения высокорискованного долгового капитала стали компании из развивающихся стран (общий объем их привлечения в 2012 г. составил 306 млрд долл., что на 32% больше, чем в 2011 г., — является рекордом с 1980 г.), прежде всего из трех стран: России, Индии и Бразилии (корпоративные эмитенты этих стран в совокупности выпустили более половины от общего объема корпоративных облигаций эмитентов развивающихся рынков капитала).

В 2012 г. выиграли те глобальные инвесторы, которые ориентировали портфели на еврооблигации развивающихся рынков капитала (эти инструменты давали приемлемые уровни отдачи на инвестированный капитал), однако, по мнению ряда аналитиков, новой инвестиционной стратегией для 2014 г. можно рассматривать «внутренние» облигации в локальных валютах<sup>5</sup>. По прогнозам аналитиков компании «Уралсиб капитал», доходность еврооблигаций России с погашением в 2030 г. к началу 2014 г. опустится до 3,25% годовых.

<sup>5</sup> В 2012 г. приток средств в облигационные фонды развивающихся рынков, номинированных в твердых валютах (долларах и евро), составил 41,3% от стоимости чистых активов. Фонды облигаций, номинированных в местных валютах, менее привлекали инвесторов (в 2012 г. приток был в 2 раза меньше — 20,6%). Однако при условии устойчивости национальных валют, сохранении невысокой долговой зависимости, либерализации рынка капитала национальные долговые рынки могут стать очень привлекательными для иностранных инвесторов (на этих предположениях и строится инвестиционная идея интереса к локальным облигациям в национальных валютах).

### Российский рынок облигаций в национальной валюте и тенденции на внутреннем облигационном рынке

Объем внутреннего долгового рынка РФ по номинальной стоимости на декабрь 2013 г. составил 9,95 трлн руб. Динамика рынка по сегментам за 2006–2013 гг. (рублевые субфедеральные и муниципальные, государственные, корпоративные облигации, облигации Банка России) показана на рис 2.

Объем рынка корпоративных рублевых облигаций за период с декабря 2006 г. до декабря 2013 г. вырос в 5,8 раза, а доля данных облигаций в общем объеме внутреннего облигационного рынка (включая государственные и муниципальные облигации) увеличилась с 30–35% в 2006–2007 гг. до 52–53% в 2012–2013 гг. В декабре 2013 г. номинальный объем находящихся в обращении корпоративных рублевых облигаций составил 5 154 млрд руб. (табл. 1). За тот же период (2006–2013 гг.) совокупная доля государственных рублевых облигаций и облигаций Банка России сократилась с 55 до 42%. Доля субфедеральных и муниципальных облигаций в 2006–2013 гг. составляла лишь 6–12% от общего объема внутреннего облигационного рынка. Таким образом, рынок рублевых корпоративных облигаций растет опережающими темпами по сравнению с рынком государственных и субфедеральных облигаций.

Объем рынка российских корпоративных облигаций в процентах от ВВП с 2009 г. вырос с 4,4 до 6,6% и на протяжении 2009–2012 гг. стабильно находится на уровне, превышающем 6,4% (в 2012 г. — 6,7%). Институциональные изменения способствовали росту российского рынка: допуск иностранных участников к государственным облигациям через европейские депозитарно-клиринговые центры<sup>6</sup> Euroclear и Clearstream, упрощение процедуры выпуска биржевых облигаций для эмитентов<sup>7</sup>, не включенных в котировальные списки биржи.

Количество эмитентов на внутреннем рынке корпоративных рублевых облигаций существенно

<sup>6</sup> Системы с унифицированными правилами для проведения депозитарных и расчетных операций с еврооблигациями. С февраля 2013г. глобальные инвесторы получили возможность приобретать ОФЗ РФ.

<sup>7</sup> В феврале 2013 г. Московская биржа упростила процедуру выпуска биржевых облигаций.



Источник: Cbonds [4], расчеты авторов.

Рис. 2. Объем внутреннего облигационного рынка (по номинальной стоимости), 2006–2013 гг., млрд руб.

росло до финансового кризиса 2008–2009 г. (так, в декабре 2006 г. насчитывалось 372 эмитента обращающихся облигационных выпусков, а в декабре 2008 г. — 476). Начиная с конца 2008 г., количество эмитентов обращающихся облигаций сократилось на 28% и в декабре 2013 г. составило 344. Количество выпусков находящихся в обращении корпоративных облигаций в период с 2006 по 2013 г., напротив, увеличилось почти вдвое: с 491 до 975 (табл. 2). Таким образом, на рынке остается все меньше эмитентов, которые увеличивают объемы заимствований и количество привлеченных займов.

На внутреннем рынке корпоративных облигаций преобладают краткосрочные займы (так, доля займов с дюрацией до 3 лет в общем количестве выпусков в период с 2006 по 2013 г. составляла свыше 90%, максимальное значение (98%) было достигнуто в декабре 2008 г.)<sup>8</sup>. Доля займов с дюрацией до 1 года в общем количестве выпусков в 2006–2007 г. составляла 52–60%, затем достигла пика в период глобального финансового кризиса (81% в декабре 2008 г.), в 2010–2013 гг. она снизилась до уровня 41–51%.

Самую большую долю эмитентов рублевых корпоративных облигаций составляют компании финансового сектора (банки и финансовые институты), компании нефтегазовой отрасли, а также энергетические, транспортные компании, предприятия черной металлургии. Доля облигаций с фик-

<sup>8</sup> Источник: данные Cbonds, расчеты авторов. В выборку для расчета включены котировавшиеся рублевые корпоративные облигации, данные по дюрации взяты по состоянию на декабрь соответствующего года.

сированной ставкой купона на 5-летнем отрезке проведенного анализа составляла более 90%, в 2009 г. данный показатель снизился до 70%, а к концу 2013 г. вновь вернулся на докризисный уровень — 93% (от общего объема корпоративных рублевых облигаций).

Тенденция рублевого корпоративного облигационного рынка — это рост размещений с плавающими ставками. Если в декабре 2006 г. в обращении находилось лишь четыре корпоративных облигационных займа

с плавающей ставкой (три из них рассчитывались на основе MosPrime), то в декабре 2013 г. их количество возросло до 69, причем ставка купонного дохода рассчитывается не только в зависимости от MosPrime, но и от других макроиндикаторов. Например, указанная ставка рассчитывалась от ставки рефинансирования ЦБ РФ (например, облигации АИЖК 13 — 15), от инфляции (РЖД БО-09, БО-13, БО-15<sup>9</sup>), от индекса потребительских цен (Газпром БО-19, БО-20, Главная дорога 03, 06, 07, РЖД БО-10, БО-12, ФСК ЕЭС 22, 23, 26 — 30), от индекса ММВБ (ВТБ Капитал Финанс 01, 11, Росбанк БСО-01), от ставки прямого РЕПО с ЦБ РФ (РЖД 13 — 15, 17, 18).

Доля облигаций, размещенных на биржевых площадках на конец 2013 г., составляла 99,6% от общего объема размещенных корпоративных рублевых облигаций. Доля биржевых облигаций<sup>10</sup> составила 30% от общего объема корпоративных рублевых облигаций. Доля биржевых сделок с корпоративными облигациями<sup>11</sup> в суммарном объеме торгов в 2011–2012 гг. превышала 80% (табл. 3).

<sup>9</sup> 150 млрд руб. было привлечено в 2013 г., 50 млрд руб. предполагается привлечь в 2014 г. Ставка по этим инфраструктурным облигациям строится на следующей формуле: *Инфляция + 1 п.п.*, срок погашения — от 15 до 30 лет.

<sup>10</sup> Эти облигации предназначены для широкого круга инвесторов, они должны быть включены в Список ценных бумаг, допущенных к торгам. То есть это облигации эмитента, который уже имеет обращающиеся на бирже ценные бумаги, и дополнительно по упрощенной процедуре может осуществлять выпуск биржевых облигаций.

<sup>11</sup> Биржевая сделка — это сделка с облигацией, размещенной на бирже.

Таблица 1

**Динамика объемов рублевых корпоративных облигаций по состоянию на 31 декабря, млрд руб.**

Показатель	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Номинальный объем размещенных корпоративных облигаций	889	1 234	1 775	2 452	2 857	3 454	4 146	5 154

Источник: Cbonds [4], расчеты авторов.

Примечание. Учитывались все корпоративные облигации российских эмитентов, номинированные в рублях, размещенные на российском биржевом и внебиржевом рынках, с датой размещения до 31 декабря и датой погашения после 31 декабря соответствующего года. Исключены из расчетов аннулированные размещения и планируемые размещения.

Таблица 2

**Динамика количества выпусков и эмитентов обращающихся рублевых корпоративных облигаций**

Показатель	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Количество облигационных выпусков	491	607	659	643	686	771	859	975
Количество эмитентов	372	464	476	422	385	347	340	344

Источник: Cbonds [4], расчеты авторов.

Таблица 3

**Динамика торговой активности облигационного рынка: объем торгов биржевыми облигациями на Фондовом рынке группы «Московская биржа» в 2005–2012 гг.**

Год	Объем торгов, млрд руб.	Доля в суммарном объеме торгов корпоративными облигациями, %
2008	107	0,9
2009	761	8,1
2010	4 797	19,9
2011	8 875	24,6
2012	17 248	30,0

На российском рынке наблюдается тенденция снижения доходностей у длинных рублевых облигаций (они пользуются большим спросом у инвесторов, чем короткие бумаги). Разница между доходностью привлечения высококлассных заемщиков и ОФЗ (спред корпоративного дефолта) снизилась к концу 2013 г. до 90–170 б.п. (доходность по 2-летним ОФЗ снизилась до 6,4%, по 5-летним бумагам ставка находится на уровне 7,2% годовых), что позволило заемщикам с высоким кредитным рейтингом относительно дешево занимать средства. Можно констатировать, что первая половина 2013 г. была на российском рынке годом заемщиков. В результате и на внутреннем, и на внешнем рынках российские компании в 2013 г. поставили рекорд по заимствованиям (как за последние 5 лет, так и за период с 2002 по 2007 г.).

Недооцененность собственного капитала многих российских компаний после кризиса 2008–2009 гг. породила интерес к привлечению гибридного капитала в виде конвертируемых облигаций. По этим облигациям в 2013 г. фиксировались очень низкие

ставки, на уровне 1–2% годовых, а при недооцененности акций их можно было продать инвесторам на 30–40% дороже при размещении конвертируемых облигаций (при этом, конечно, сохраняется риск снижения ликвидности акций, так как падает free float из-за необходимости залога акций).

**Инвестиционный интерес к рублевым корпоративным облигациям**

Можно констатировать, что в 2012 г. именно рынок облигаций спас деньги российских пенсионеров, когда в ожидании массового притока средств зарубежных инвесторов в связи с допуском к рынку облигаций через систему клиринговых расчетов Euroclear<sup>12</sup> и соответствующим ростом доходности ОФЗ, а также в связи с расширением доли вложений государственным управляющим пенсионными

<sup>12</sup> Доля иностранных инвесторов на рынке гособлигаций РФ достигла 24% к 2014 г. по сравнению с 1–3% в докризисный период (до 2008 г.).

Таблица 4

Средневзвешенная доходность ПИФов российского рынка, %

Категория	Открытые ПИФы				Интервальные ПИФы			
	Март 2013 г.	1 год работы	3 года работы	5 лет работы	Март 2013 г.	1 год работы	3 года работы	5 лет работы
Фонды акций	-5,82	-10,35	-12,70	-5,51	-6,85	-8,89	-14,48	-10,47
Фонды облигаций	0,55	8,99	29,06	50,83	На рынке нет фондов данной категории			
Фонды смешанных инвестиций	-3,20	-3,87	-0,07	2,36	-3,12	-2,80	-0,17	-28,25
Фонды денежного рынка	0,60	8,06	22,27	38,63	На рынке нет фондов данной категории			

Источник: Национальная лига управляющих (НЛУ) [6], расчеты авторов.

накоплениями (ВЭБом) в более доходные инструменты (корпоративные облигации и депозиты<sup>13</sup>) доходность пенсионных накоплений наконец-то превысила инфляцию (доходность инвестирования накоплений по расширенному портфелю за 2012 г. составила 9,21%, а по портфелю госбумаг по выбору граждан — 8,47% (при инфляции за 2012 г. в 6,6%<sup>14</sup>). В конце 2012 г. правительство расширило инвестдекларацию ВЭБа, увеличив лимиты инвестиций в корпоративные облигации, обладающие рейтингом не ниже суверенного (в первую очередь это относится к инфраструктурным компаниям). В 2013 г. ВЭБ нарастил объем вложений в облигации инфраструктурных компаний с 90 млрд руб. на конец 2012 г. до 200–300 млрд руб. к концу 2013 г. Это стало еще одним фактором роста интереса к корпоративным облигациям локального (российского) рынка.

На конец 2012 г. на российском рынке работали 79 фондов облигаций открытых ПИФов (243 фонда акций). Сопоставление доходностей по инвестиционным стратегиям, включая фонды облигаций российского рынка, представлено в табл. 4. Так, положительную доходность инвесторам обеспечили только облигации и активы денежного рынка, фонды российских акций на 5-летнем горизонте демонстрировали отрицательную доходность (см. табл. 4).

Еще одно преимущество долгового облигационного рынка для инвесторов — это возможность

диверсификации портфеля, так как по облигационному рынку фиксируется более низкая концентрация по сравнению с рынком акций, более того, сохраняется тенденция к снижению концентрации. Так, доля десяти наиболее ликвидных выпусков облигаций по итогам 2012 г. составляет 13,5% против 16% в начале года (гораздо меньше, чем на рынке акций), индекс Херфиндаля–Хиршмана (НН) — 55% в 2012 г. и 70% в 2011 г. Однако доля десяти крупнейших эмитентов облигаций растет, по итогам 2012 г. на нее приходится 53,2% общего оборота (это на 10 п.п. больше, чем в начале 2012 г.).

Проблема с дефолтами по корпоративным облигациям в 2012–2013 гг. утратила свою актуальность: показатели, характеризующие нарушения при исполнении эмитентами обязательств по корпоративным облигациям, практически вернулись на докризисные уровни (пик количества дефолтов наблюдался в 2009 г.: 299 фактических и 30 технических дефолтов в 2009 г., в 2012 и 2013 гг. количество фактических дефолтов составило всего около 4–5% от максимума 2009 г.) [4].

Общий уровень доходности инвестирования в корпоративные облигации российского рынка можно оценить по индексу MICEX CBI TR (рис. 3 и табл. 5)<sup>15</sup>. В посткризисный период индекс достиг своего максимума в декабре 2013, увеличившись с начала года на 8,62% (что практически совпадает с доходностью за 2012 г.). Средневзвешенная доходность к погашению корпоративных облигаций по

<sup>13</sup> Доля инвестиций в корпоративные облигации в расширенном портфеле за 2012 г. увеличилась с 14,3 (190 млрд руб. в 2011 г.) до 20% (328 млрд руб.), доля банковских депозитов возросла с 10,3 (137 млрд руб.) до 15% (245 млрд руб.). При этом доля ОФЗ в расширенном портфеле ВЭБа сократилась с 34,6 (460 млрд руб.) до 25% (408 млрд руб.).

<sup>14</sup> В 2011 г. ВЭБу, как и половине частных управляющих российского рынка, не удалось уберечь средства будущих пенсионеров от обесценения — доходность по обоим портфелям ВЭБа (5,5 и 5,9% соответственно) была ниже инфляции (6,1%).

<sup>15</sup> В индекс входят облигации, которым присвоен рейтинг долгосрочной кредитоспособности по обязательствам в иностранной валюте не менее чем одним из международных рейтинговых агентств, либо присвоен рейтинг кредитоспособности не менее чем одним из национальных рейтинговых агентств, объем выпуска по номиналу должен превышать 3 млрд руб.; срок до погашения/ближайшей оферты (на период действия базы расчета) — не менее 6 мес.; средневзвешенный объем сделок за квартал — не менее 3 млн руб. На 15.05.13 дюрация облигаций индекса составляет 924 дня.

Таблица 5

**Доходность и волатильность индекса рублевых корпоративных облигаций MICEX CBI в динамике, %**

Показатель	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2009–2013 гг.
Доходность MICEX CBI	21,52	13,31	5,63	8,57	8,62	11,53
Волатильность	4,04	1,62	1,30	0,88	0,71	1,71

Источник: Thomson Reuters [3], Cbonds [4], расчеты авторов.



Источник: Cbonds [4], расчеты авторов.

**Рис. 3.** График динамики индекса MICEX CBI на основе совокупного дохода TR по корпоративным облигациям в 2009–2013 гг.

индексу MICEX CBI TR в течение 2012 г. находилась в диапазоне 8,44–9,25% и превышала ставку рефинансирования Банка России (среднее значение ставки — 8,73%). На конец 2013 г. значение дюрации облигаций, входящих в индекс MICEX CBI, составило 775 дней (в докризисное лето 2008 г. дюрация повышалась до 990 дней, а в кризисном 2009 г. дюрация опускалась до 520 дней). По итогам 2013 г. волатильность индекса MICEX CBI составила 0,71%, что является минимальным значением за весь период наблюдения (см. табл. 5).

Объемы новых размещений рублевых корпоративных облигаций существенно выросли за последние 8 лет: с 469 млрд руб. в 2006 г. до 1 698 млрд руб. в 2013 г. (табл. 6). В 2013 г. на внутреннем рынке корпоративных облигаций было размещено 297 новых выпусков.

Облигационный рынок РФ позволяет диверсифицировать портфель инвестора, включая ипо-

течные бумаги и облигации компаний, зарегистрированных в иностранных юрисдикциях. В последние годы бурно растет рынок рублевых ипотечных облигаций, позволяющий кредитным организациям привлечь дешевые деньги (ставки по ипотечным ценным бумагам ниже, чем по депозитам) для выдачи ипотечных займов. Если в 2006–2007 гг. объем обращающихся ипотечных облигаций составлял лишь 6–11 млрд руб., то к концу 2012 г. данный показатель увеличился до 179 млрд руб., а к концу 2013 г. — до 309 млрд руб. В посткризисный период на российском рынке появились облигации иностранных

компаний, ведущих бизнес на территории РФ (TELE2, Uranium One). Активизировались операции по производным инструментам на корзины ОФЗ (на срочном рынке обращаются контракты на корзину 10-летних ОФЗ, фьючерсы на корзину ОФЗ). Рынок инфраструктурных облигаций российских эмитентов остается крайне слабым, с низким спросом и фактически нерыночными процентными ставками из-за низкой ликвидности этих бумаг. Это связано с малым количеством инвесторов в эти облигации (покупают всего 2–3 участника рынка, прежде всего ВЭБ). Кроме того, с прогнозируемым снижением инфляции и с привязкой ставки по инфраструктурным облигациям к уровню инфляции имеет место ожидаемое падение купона по облигациям с длинными сроками, что делает более привлекательными для участников рынка долгосрочные классические облигации, например облигации ФСК (когда по 8-летним

Таблица 6

**Динамика количества новых выпусков рублевых корпоративных облигаций и объема заимствований с 2006 по 2013 г.**

Показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Количество новых выпусков	251	195	166	178	207	270	248	297
Объем заимствований, млрд руб.	469	459	669	975	818	1 033	1 180	1 698

Источник: Cbonds [4], расчеты авторов.



облигациям падение рыночной ставки на 0,5% приносит дополнительно 4% годовых).

На основе сказанного можно сделать вывод о том, что для внутреннего (рублевого) российского облигационного рынка в посткризисный период характерны:

- высокая активность размещений и торгов;
- значительный рост объемов заимствований, сопровождающийся сокращением числа эмитентов;
- опережающий рост сегмента корпоративных облигаций по сравнению с сегментом государственных и субфедеральных облигаций;
- разнообразие условий заимствования.

Рублевый облигационный рынок обеспечивает эмитентам относительно короткие сроки привлечения средств (не более 5 лет) и растущие ставки («оттепель» фиксировалась в марте–апреле 2013 г, после чего ставки выросли). Для заемщиков в 2014 г. более предпочтительны с точки зрения удешевления стоимости капитала будут обеспеченные банковские кредиты (залоговое банковское финансирование), аккредитивы и экспортное финансирование под поставку оборудования с амортизационной структурой.

### Сопоставительный анализ тенденций на внутреннем и внешнем (еврооблигации) рынках зарубежных и российских эмитентов

В 2011–2012 гг. российские эмитенты еврооблигаций достойно конкурировали на рынке долгового капитала: доля России и СНГ в общем объеме еврооблигационных займов развивающихся стран составила на конец 2012 г. 35% (доля Центральной и Восточной Европы — 36%, доля стран Ближнего Востока и Северной Африки — 24%). Массовый интерес к еврооблигациям, включая заимствования государств, на фоне продолжающегося притока ликвидности со стороны центробанков породил предположения ряда финансовых аналитиков о надувании 30-летнего пузыря на облигационном рынке.

На развивающихся рынках к 2013 г. сформировалась тенденция роста привлечения заемных денег в виде еврооблигаций, номинированных в евро. Это характерно и для государственных, и для корпоративных заимствований и объясняется рядом причин.

*Во-первых*, заемщики-эмитенты таким образом снижали стоимость долга<sup>16</sup>, делали его менее волатильным, так как обсуждение возможности прекращения количественного смягчения со стороны ФРС приводило на протяжении всего 2013 г. к резким скачкам цен и доходности на долларовые облигации (например, в сентябре 2013 г. облигации в американской валюте подешевели на 7,7%, а в европейской — только на 0,3%).

*Во-вторых*, таким образом заемщики привлекали новых клиентов, которые стремились к диверсификации своих облигационных портфелей, а с восстановлением еврозоны инвесторы уже не так сильно пугались еврооблигаций, как в 2010–2011 гг., а кроме того, ЕЦБ проводит противоположную ФРС политику, анонсируя долгий период низких процентных ставок для восстановления экономики еврозоны. В итоге общий объем номинированных в евро еврооблигаций составил за 2013 г. 40,2 млрд долл., что на 34% больше объема выпуска в евро за 2012 г., также росло и число выпусков облигаций в евро по сравнению с долларowymi заимствованиями (табл. 7). Одна из крупнейших сделок с трехкратной переподпиской (2013 г.) — это размещение 7-летних облигаций мексиканской государственной нефтяной компании Pemex на 1,3 млрд евро. Таким образом, в перспективе ближайших лет эмитентам будет выгоднее выпускать облигации в евро по низким ставкам.

Главное преимущество еврооблигаций для российских компаний — это длительный срок обращения (более 7 лет), что позволяет обеспечить плавность расчетов по заемному капиталу (рис. 4). Например, публичные компании российского рынка ориентированы на средний срок погашения (не менее 4 лет), что могут обеспечить только еврооблигации (в 2013 г. ОАО МТС удалось разместить 10-летние еврооблигации под 8,25% годовых, ТМК удалось разместить 7-летние еврооблигации, что на российском рынке было бы невозможно). Привлечь рублевые деньги на срок более 5 лет компаниям крайне сложно, 7 лет до погашения рассматриваются участниками рынка как экзотика. Ради сглаживания выплат по заемному капиталу, размещающие «длинные» еврооблигации российские компании вынуждены принимать ряд издержек, которые заключаются:

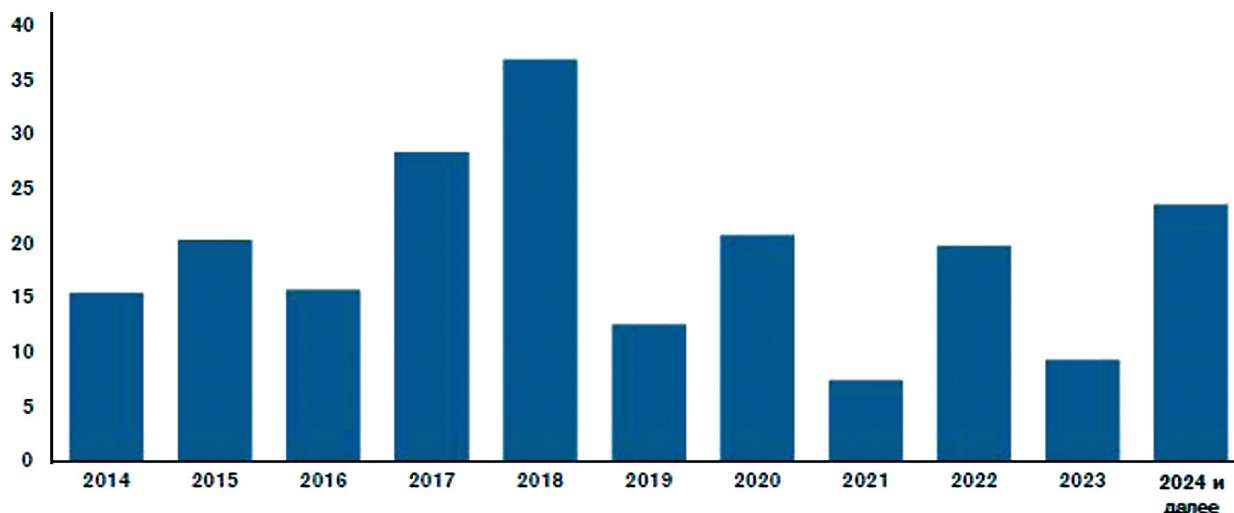
<sup>16</sup> Средняя доходность облигаций в евро на конец 2013 г. фиксировалась на 1,9 п.п. ниже, чем у номинированных в долларах, что является максимумом с 2011 г.

Таблица 7

Количество выпусков еврооблигаций в мире, номинированных в разных валютах

Год	Количество выпусков облигаций в долларах	Количество выпусков облигаций в евро
2010	27 899	23 906
2011	23 837	29 414
2012	23 634	39 161
2013	21 428	47 918

Источник: база Блумберг [1].



Источник: расчеты авторов.

Рис. 4. График погашения еврооблигаций российских эмитентов с 2014 г., млн долл.

1) в увеличении волатильности прибыли в отчете о доходах (P&L);

2) в удорожании займа, так как эффективная ставка процента по еврооблигациям оказывается в среднем на 2,5п.п. выше по сравнению с кредитами;

3) в сложности изменения ковенант<sup>17</sup> по сравнению с банковскими кредитами, так как требуется согласие 75% инвесторов — держателей облигаций, которых может быть достаточно много (процедура изменения может оказаться достаточно дорогой).

Объем совокупного рынка российских еврооблигаций уверенно рос на всем временном отрезке с 2006 по 2013 г. (рис. 5): объем займов вырос с 2,9 трлн руб. в 2006 г. до 7,8 трлн руб. в 2013 г. Этот рост почти полностью обусловлен расширением сегмента корпоративных еврооблигаций: за рассматриваемый период их доля в совокупном объеме заимствований на внешнем облигационном рынке увеличилась с 64 до 79%.

Объемы корпоративных заимствований российских эмитентов на внутреннем и внешнем об-

лигационном рынках сопоставлены в табл. 8. Так, можно наблюдать, что доля внутреннего рынка выросла после глобального финансового кризиса: если в 2006–2008 гг. она составляла 32–34%, то в 2009–2013 гг. — от 41 до 46%.

Подавляющая часть российских еврооблигаций номинирована в долларах, хотя постепенно растет доля еврооблигаций в других валютах: в 2006 г. доля долларовых облигаций составляла 86%, в 2012–2013 гг. — 81% и 78% соответственно<sup>18</sup>.

В среднем корпоративные еврооблигации размещаются на более длительный срок, чем облигации на внутреннем рынке. Если доля рублевых облигаций с дюрацией до 3 лет в общем количестве выпусков превышает 90%, то аналогичный показатель для еврооблигаций в 2012–2013 г. составил 47–50%. Среди еврооблигаций преобладают бумаги с дюрацией 5–7 лет [4].

Доля корпоративных еврооблигаций с плавающей процентной ставкой купона относительно низка: максимальное значение — 18% от общего количества выпусков — было достигнуто в период

<sup>17</sup> Consent solicitation.

<sup>18</sup> Источник: Cbonds, расчеты авторов.

Таблица 8

**Доля внутреннего рынка в общем объеме российского рынка корпоративных облигаций с 2006 по 2013 г., %**

Показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Доля внутреннего рынка	32	32	34	41	43	45	46	45

Источник: Cbonds [4], расчеты авторов.

Таблица 9

**Динамика количества выпусков и эмитентов обращающихся корпоративных еврооблигаций**

Показатель	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Количество облигационных выпусков	217	321	332	305	266	270	317	472
Количество эмитентов	96	127	124	104	91	83	81	86

Источник: Cbonds [4], расчеты авторов.



Источник: cbonds [4], расчеты авторов.

**Рис. 5.** Объем внешнего российского облигационного рынка (по номинальной стоимости), 2006–2013 гг., млрд руб.

финансового кризиса в 2009 г., в 2012–2013 гг. доля облигаций с плавающей ставкой составляет лишь 4–6% [4].

Как для внутреннего рынка, так и для рынка еврооблигаций в посткризисный период характерно снижение числа эмитентов с одновременным увеличением количества выпусков и объемов заимствований (табл. 9).

В отличие от внутреннего рынка количество дефолтов на рынке корпоративных еврооблигаций было относительно невелико даже в период глобального финансового кризиса (максимум был достигнут в 2009 г. и составил 15 фактических дефолтов, в 2012 г. произошло всего 2 дефолта, в 2013 г. дефолтов еврооблигаций не фиксировалось [4]).

Рынок ипотечных еврооблигаций, размещенных кредитными организациями, в 2009–2013 гг. не демонстрировал столь высоких темпов роста, как рынок рублевых ипотечных облигаций. Объем привлеченных ипотечных займов остается стабильным и составляет около 1,2 млрд долл. [4].

Если для внутреннего рынка корпоративных облигаций в период с 2006 по 2013 г. был характерен практически непрерывный рост количества и объемов размещений (см. табл. 6), то на рынке корпоративных еврооблигаций в 2008–2011 гг. наблюдалось снижение количества выпусков и объемов размещений. Так, по данным Cbonds [4], в 2007 г. объем размещений корпоративных еврооблигаций

составил 1,2 трлн руб., то в 2008–2011 гг. — 0,5–0,9 трлн руб., и только в 2012–2013 гг. данный показатель превысил докризисный уровень (1,5 трлн руб. в 2012 г. и 1,7 трлн руб. в 2013 г.).

На рынке еврооблигаций в 2012–2013 гг. компании демонстрировали не только большие объемы привлечения (в 2013 г. 200 млрд руб. привлекла компания «Газпром», 127 млрд руб. — ВЭБ, 97 млрд руб. — компания «Лукойл»), но и оригинальные условия (в 2012 г. — конвертируемые в GDR облигации компании «Северсталь» на 475 млн долл. под 1% годовых<sup>19</sup>, «длинные облигации», например 7–10-летние облигации компаний «Газпром», РЖД, ФСК, бессрочные облигации (например, «вечный евробонд» VTB perpet с купонным доходом 9,5% годовых и торгуемой доходностью в I квартале 2013 г. на уровне 9,25% со спредом к «старшим выпускам» ВТБ на уровне от 380 до 370 б.п.), нестандартную

<sup>19</sup> Эффективная ставка на уровне 2%, возможность конвертации через 41 день после размещения.

валюту привлечения (например, в 2012 г. компания «ВТБ капитал» разместила в Турции 2-летние облигации на 300 млн турецких лир (170 млн долл.) со ставкой купона 3,89%).

### Сопоставительный анализ тенденций на российском облигационном и акционерном рынках капитала

Прямо противоположная ситуация складывалась в последние годы на акционерном рынке капитала. Объем первичных размещений в всем мире, по данным базы Thomson Reuters [3], в 2012 г. упал до уровней, лишь немного превышающих объемы в кризисные 2008 и 2009 гг., а в странах BRIC — до самого низкого уровня за последние 9 лет. И в РФ, и в мире преобладали вторичные размещения. За 2012 г. российские компании разместили всего 10 выпусков акций<sup>20</sup>, еще 11 эмитентов сделали неудачную попытку выхода на рынок и были вынуждены отменить размещение. Увеличились дисконты, по которым размещаются российские эмитенты. Если в докризисные годы дисконт при первичном размещении составлял порядка 4–5%, то с начала 2010 г. дисконт вырос до 20–30%. В отличие от долгового рынка большинство размещений акций компаний, оперирующих на российском рынке (по объему привлекаемого капитала), проводятся на зарубежных площадках.

В 2013 г. акционерные рынки развитых и развивающихся стран демонстрировали разнонаправленную динамику: если для первых был характерен высокий рост индексов (например, индекс S&P 500 вырос на 27%), то для последних — стагнация или падение (по итогам 2013 г. рост индекса ММВБ составил лишь 0,6%, а индекс РТС снизился на 8,6% из-за падения курса рубля к доллару) [9]. Это было обусловлено как сокращением стимулирующих программ ФРС, так и негативными ожиданиями глобальных инвесторов относительно возможности развивающихся экономик продемонстрировать стабильно высокие темпы роста в будущем [**Ошибка! Источник ссылки не найден.**]. Следует отметить, что, несмотря на ожидаемые низкие темпы роста (1,5–1,7%), финансовый рынок РФ на фоне рынков других развивающихся стран оставался относитель-

<sup>20</sup> Отечественные эмитенты привлекли всего около 10 млрд долл., причем значительную долю привлечения составило размещение акций Сбербанка России, в сентябре 2012 г. продавшего 7,6%-ный пакет за 5,2 млрд долл.

но устойчивым (так, в 2013 г. курс рубля к доллару снизился лишь на 7,1%, а курс индийской рупии и бразильского реала упал на 13–14%) [2].

В 2013 г. на развитых рынках вложения в облигации проигрывали акционерному капиталу. Сопоставляя российские рынки акционерного и долгового капитала, напротив, можно сделать вывод, что в РФ на фоне стагнирующего рынка акций сложился достаточно развитый и успешно функционирующий облигационный рынок, который может представлять интерес для инвесторов. К 2014 г. выросла доходность к погашению по государственным и корпоративным облигациям и еврооблигациям (например, в декабре 2013 г. доходность к погашению выпуска Россия-26207 с погашением в 2027 г. составила 7,9%, доходность выпуска Россия-2022 — 4,3%, доходность Лукойл-2022 — 5,2% годовых) [2]. Можно предполагать, что 2014 г., скорее всего, будет «рынком инвесторов». С учетом валютных рисков (ожидаемого ослабления рубля), в настоящее время рынок еврооблигаций представляется более инвестиционно привлекательным, чем внутренний рынок.

При этом следует отметить, что не все возможности облигационного внутреннего рынка реализованы. Например, запуск центрального депозитария и анонсирование допуска расчетно-клиринговых организаций Euroclear и Clearstream на российский рынок способствовали притоку иностранных инвесторов только на рынок ОФЗ (доля нерезидентов в структуре внутреннего госдолга в РФ занимает лишь 10%, по сравнению в конкурентами по привлечению капитала (Польша и Турция), где эти доли составляют 25–35% соответственно) и пока не породили интереса к корпоративным заемщикам. Потенциальное снижение доходности на рынке государственных облигаций<sup>21</sup> должно породить массовый интерес к корпоративным заемщикам, причем не первого эшелона.

### Заключение

В представленном исследовании проведен анализ тенденций, складывающихся на глобальном и российском акционерном и облигационных рынках в посткризисный период. Если 2012–2013 гг. были «рынком эмитентов», позволяющим привлекать

<sup>21</sup> Приход иностранного капитала (по оценкам Национального расчетного депозитария) может в итоге достичь 40 млрд долл., что опустит доходность госбумаг на 100 б.п.

относительно дешевые деньги, то к 2014 г. рост доходности на облигационном рынке и широкая диверсификация долговых инструментов формируют новые возможности для инвесторов. Для российских эмитентов корпоративных облигаций и еврооблигаций 2012–2013 г. были успешными: объемы заимствований росли опережающими темпами (по сравнению с государственными бумагами), для рынка была характерна высокая активность размещений и торгов. Еврооблигации, номинированные в евро, демонстрировали бурный рост как по числу размещений, так и по привлекаемому объему средств.

Относительная устойчивость рубля по сравнению с другими развивающимися рынками и ограничения по привлечению денег на банковские депозиты под высокие ставки, стагнация на рынке акционерного капитала формируют и на российском рынке возможности для локальных инвесторов (хотя рост развитых фондовых рынков формирует тенденцию оттока капитала с развивающихся и акционерных, и долговых рынков). В 2013 г. был зафиксирован разворот от «рынка публичных заемщиков» к «рынку инвесторов» (на рынке облигаций). Минимальные ставки привлечения заемных денег («окна» возможностей или «оттепель долгового рынка») фиксировались в первой половине 2013 г., к 2014 г. стоимость фондирования в долларах на аналогичные сроки поднялась у компаний российского рынка на 1,5 п.п., что связано как с изменением

базовых кредитных ставок к концу 2013 г., так и с расширением кредитных спредов.

*Список литературы*

1. База данных Bloomberg. URL: <http://www.bloomberg.com>.
2. База данных Investfunds. URL: <http://world.investfunds.ru>.
3. База данных Thomson Reuters. URL: <http://thomsonreuters.com>.
4. База данных по облигациям CBONDS. URL: <http://www.cbonds.ru>.
5. Московская биржа. URL: <http://moex.com>.
6. Национальная лига управляющих (НЛУ). URL: <http://nlu.ru>.
7. *Delikouras S.* Do Dollar-Denominated Emerging Market Corporate Bonds Insure Foreign Exchange Risk? // EFA, 2013.
8. *Doeswijk R.Q., Lam T.W., Swinkels L.A.P.* Strategic Asset Allocation: The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959–2011 (2012). URL: <http://ssrn.com/abstract=2170275>.
9. Emerging markets corporate debt: a maturing asset class. // Capital Guardian. Viewpoints. Capital Group Institutional Investment Services. September, 2012.
10. *Pritchett L., Summers L.* Asiaphoria Meet Regression to the Mean. 2013. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/events/2013/november/asia-economic-policy-conference/program/files/Asiaphoria-Meet-Regression-to-the-Mean.pdf>.

Financial sphere

POST-CRISIS TENDENCIES IN THE BOND MARKET

**Tamara V. TEPLOVA,**  
**Tat'iana V. SOKOLOVA**

**Abstract**

The article analyzes the Russian and world bond markets by means of the analysis of dynamics of the capital attractiveness in different currencies for investors and on different conditions (variable interest rates, convertible bonds, Eurobonds) in the crisis and post-crisis periods. The authors consider the markets of stock and loan (bonded) capital according

to investment attractiveness. The paper reveals the tendencies in supply and demand formation on segments of bonds in the world and local markets, and also in the levels of profitability of corporate issuers bonds for different risk levels. The work analyzes the tendencies in the bond markets from the point of view of two groups of interested persons: investors and issuers.

**Keywords:** corporate bonds, ruble corporate bonds, debt market, secondary bond market, variable interest rates, convertible bonds, Eurobond

### References

1. *Baza dannykh Bloomberg* [Bloomberg database]. Available at: <http://www.bloomberg.com>. (In Russ.)
2. *Baza dannykh Investfunds* [Investfunds database]. Available at: <http://world.investfunds.ru>. (In Russ.)
3. *Baza dannykh Thomson Reuters* [Thomson Reuters database]. Available at: <http://thomsonreuters.com>.
4. *Baza dannykh po obligatsiiam CBONDS* [Cbonds Database]. Available at: <http://www.cbonds.ru>. (In Russ.)
5. *Moskovskaia birzha* [Moscow Exchange]. Available at: <http://moex.com>. (In Russ.)
6. *Natsional'naia liga upravliaiushchikh* [National League of Managing Directors]. Available at: <http://nlu.ru>. (In Russ.)
7. Delikouras S. Do Dollar-Denominated Emerging Market Corporate Bonds Insure Foreign Exchange Risk? EFA, 2013.

8. Doeswijk R.Q., Lam T.W., Swinkels L.A.P. Strategic Asset Allocation. The Global Multi-Asset Market Portfolio, 1959–2011 (2012). Available at: <http://ssrn.com/abstract=2170275>.

9. Emerging markets corporate debt: a maturing asset class. Capital Guardian. Viewpoints. Capital Group Institutional Investment Services. September, 2012.

10. Pritchett L., Summers L. Asiaphoria Meet Regression to the Mean. 2013. Available at: <http://www.frbsf.org/economic-research/events/2013/november/asia-economic-policy-conference/program/files/Asiaphoria-Meet-Regression-to-the-Mean.pdf>.

---

### Tamara V. TEPLOVA

National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russian Federation  
[tamarateplova@mtu-net.ru](mailto:tamarateplova@mtu-net.ru)

### Tat'iana V. SOKOLOVA

National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russian Federation  
[sokol-t@yandex.ru](mailto:sokol-t@yandex.ru)