VII ЕЖЕГОДНЫЙ РОССИЙСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС - 2009

10-11 декабря
Санкт-Петербург



НЕВСКАЯ «БОНДИАНА»

Антонина Тер-Аствацатурова,
Ольга Войтова

В ДЕКАБРЕ СЕВЕРНАЯ СТОЛИЦА ПО ТРАДИЦИИ СОБРАЛА СЛИВКИ РОССИЙСКОГО ИНВЕСТБАНКОВСКОГО СООБЩЕСТВА. НА ЭТОТ РАЗ, ДАБЫ ОБСУДИТЬ АНТИКРИЗИСНЫЙ СЦЕНАРИЙ РАЗВИТИЯ СОБЫТИЙ НА ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ, НА «СЪЕМКИ» ОЧЕРЕДНОЙ, СЕДЬМОЙ ПО СЧЕТУ СЕРИИ «БОНДИАНЫ» ПРИБЫЛО ПОЛТЫСЯЧИ ИНВЕСТБАНКИРОВ. ДВА ДНЯ САМЫЕ ОТВАЖНЫЕ ИЗ НИХ, ВЫЖИВШИЕ В СХВАТКЕ С КРИЗИСОМ, ПОДСЧИТЫВАЛИ ПОНЕСЕННЫЕ ПОТЕРИ И РАЗРАБАТЫВАЛИ ОЧЕРЕДНОЙ ПЛАН ДЕЙСТВИЙ, ПРОДОЛЖАЯ ЗАДАВАТЬСЯ САКРАМЕНТАЛЬНЫМ ВОПРОСОМ: СТОИТ ЛИ ЖДАТЬ НОВОЙ БЕДЫ И ОТКУДА?

НА СЕКРЕТНОЙ СЛУЖБЕ ЕГО ВЕЛИЧЕСТВА…

Мысль о том, что российская экономика «почти» вернулась к докризисным значениям, в этом году прозвучала в выступлении не одного участника VII Российского облигационного конгресса. Вот и группе Cbonds «почти» удалось догнать докризисный рекорд по количеству делегатов самого статусного на бондовом рынке события — на главную облигационную тусовку страны собралось 500 человек. Вглядитесь в магию цифр: самым многочисленным в истории до сих пор остается предвосхитивший кризис V облигационный конгресс, на который съехалось 700 участников.

Получив в качестве памятного сувенира традиционную футболку с жизнеутверждающей надписью «Я пережил кризис», практически никто из «конгрессменов» за два дня облачиться в волшебную «кольчугу» так и не решился. То ли боясь сглазить момент, то ли решив сохранить трофей в качестве талисмана для потомков, большинство делегатов осторожно попрятали сувенир в портфель участника.

Оказалось, о том, что кризис закончился, говорить как-то не принято, а то и вовсе неприлично. Иные из собравшихся даже с легким сожалением вспоминали пережитое «военное» время: общая беда, мол, делала всех сплоченнее, а нынче каждый снова сам за себя…

Вернуться в прошлое, дабы заглянуть в будущее, на нынешнем бонд-конгрессе норовили и известные макроэкономисты. По словам Александра Морозова, главного экономиста HSBC в России и СНГ, в течение последних пяти лет экономический рост в большинстве стран мира превышал средние темпы. В результате перегрев экономик стал глобальной проблемой.

В этом плане кризис вернул нас на более умеренную траекторию развития, убежден Евгений Гавриленков, главный экономист ИК «Тройка Диалог»: «Низшая точка была пройдена в январе-феврале. Коррекция на потребительном рынке длилась пару месяцев. Потом мы наблюдали помесячный рост. Сейчас население решает свои кредитные проблемы и увеличивает потребление. Мы постепенно нащупываем более здоровую, сбалансированную модель роста».

Те темпы роста, которые мы наблюдаем сейчас, имеют восстановительный характер, полагает Александр Морозов. Не факт, что они сохранятся в будущем. Крах на сырьевых рынках может спровоцировать новую рецессию. Сейчас промышленность и экономика в целом почти вернулись на докризисные уровни. Но за этой динамикой стоит слабый потребительский спрос, который продолжает падать. Наличие экспортного спроса — основной фактор восстановления промышленности. Последний зависит от ситуации в азиатских экономиках. «В трехлетней перспективе мы прогнозируем тренд медленного роста: на уровне 2–4 п.п. в год», — сказал экономист HSBC.

В качестве российских факторов, которые будут препятствовать ускоренным темпам роста, он называет уменьшение расходов, сокращение государственных инвестиций и все еще довольно противоречивую ситуацию в банковском секторе. Необходим дальнейший делевередж, чтобы банки привели в порядок свои балансы и начали снова наращивать предложение денег.

«В последние годы мы видели, как на фоне дешевого финансирования предприятия начали расти. Происходил сброс инвестиций, государство применяло неэффективные стратегии инвестирования, — рассуждает Евгений Гавриленков. — Сейчас идет поиск более уместной доли накоплений в нашей экономике. В этом смысле снижение инфляции (отличительная особенность нынешнего года) будет способствовать повышению эффективности экономики: большее количество экономических агентов, вовлеченных в данный процесс, позволит диверсифицировать экономику в нужном направлении».

Согласно прогнозу г-на Гавриленкова, инфляция в России в следующем году может снизиться до 6%. Не постоял за ценой и директор аналитического департамента Банка Москвы Кирилл Тремасов. Его команда прогнозирует замедление инфляции к началу 2010 года до уровня 5.5%

Переварить внушительную порцию макростатистики участникам конгресса предстояло в процессе вкушения пищи земной.

ИЗ РОССИИ С ЛЮБОВЬЮ…

После обеда часть делегатов обсуждала перспективы доступа на международные рынки капитала для российских компаний: объем новых выпусков в банковском секторе снизился и составил всего 22% от новых размещений в 2009 году по сравнению с 48% в 2008 г.; на внутренний рынок переориентировались многие компании, причем как заинтересованные в привлечении рублей, например телекомы, так и экспортно-ориентированные, получающие привлекательную синтетическую ставку в долларах через своп, посетовал на общую ситуацию на рынке российских евробондов Никита Гусаков, вице-президент Ситибанка). Вторая половина участников отправилась на круглый стол, посвященный дефолтам и реструктуризациям, чтобы в который раз поговорить о наболевшем.





Сергей Ковалев, управляющий партнер юридической группы PRINCIPIUM: «Российские суды позволяют нам добиваться результата»

После презентации Антона Селивановского, юриста «Бейкер и Макензи», участники круглого стола схлестнулись в споре о пользе и вреде законопроекта об общем собрании владельцев облигаций и их представителе (трасти).

Новый орган может сыграть как положительную, так и отрицательную роль для участников рынка облигаций. «Трасти назначается эмитентом, но фактически призван действовать против него. Можно предположить, какой логикой будет руководствоваться эмитент, который получает значительные возможности для манипуляции. Фактически на рынке появится новое звено, которое не добавляет защиты инвесторам», — предостерег присутствующих Антон Селивановский.

«Трасти — это не представитель в терминах российского права. Такого понятия в нашем законодательстве не существует, — возмущались юристы. — Давайте использовать существующий инструментарий! О какой стабильности правового оборота можно говорить, если закон меняется три раза за год?»



Восстановление рынка началось с размещения выпуска «Газпром нефти», которая получила медаль за лучшую сделку на первичном рынке



Во время традиционного выступления Николая Кащеева акции Сбербанка обновили годовой максимум



За звание «Лучший сейлз года» боролись два имени: Илья Бучковский и «ВТБ Капитал»



«Спекулянты — это соль рынка», — подытожил Алексей Лушин, директор УКОФР «ВТБ Капитал»

В рамках конгресса впервые были организованы встречи инвесторов с эмитентами



«Шпион, который меня любил...»





«Мы еще увидим немало дефолтов, особенно среди компаний, поспешно реструктуризировавших займы в 2009 году», — предупредил Михаил Зак, начальник аналитического управления ИК «Велес Капитал»



Оптимизм и оголтелость на рынке превзошли все докризисные показатели, констатировал начальник департамента инструментов долгового рынка – управляющий директор Газпромбанка Павел Исаев



Пятничным вечером банкиры отправились в Стрельну, чтобы отужинать в ресторане «Летний дворец», неподалеку от президентской резиденции



Любимым напитком «СиБОНДА» в ресторане Paulaner первым неформальным вечером стал вовсе не мартини, а свежесваренное пиво



Зажигательная Bond Party прошла в этом году в клубе «Зал ожидания»



«Этот законопроект нужно воспринимать как свершившееся зло. Сомнений нет, наверху уже все решено», — мрачно констатировал Алексей Колесников, директор Центра судебных процедур.

«Когда есть один представитель, который может объединить многочисленных разрозненных держателей и позволит им существенно сократить издержки на представительство своих интересов в судах, почему бы не создать такой институт», — робко вступился за пока еще мифический орган Сергей Ковалев, управляющий партнер юридической фирмы RRINCIPIUM.

Посотрясав воздух на тему светлого будущего российского облигационного рынка, в котором (нужно верить) обязательно найдется место и legal opinion, и кодексу корпоративного поведения заемщиков, за нарушение которого эмитентам будет закрыт доступ на долговой рынок, представители юридических фирм и собравшиеся в зале инвесторы перешли к обсуждению итогов прошедших за последний год реструктуризаций. «В настоящий момент можно говорить о том, что реструктуризация облигационных долгов на российском рынке не состоялась», — с тоской резюмировала Марина Карпачева, старший юрист юридической группы «Яковлев и партнеры».

«Для того чтобы реструктуризация перестала быть стихийной, а стала цивилизованной, необходимо как минимум закрепить на законодательном уровне это понятие, прописать сроки, условия и установить повышенный режим защиты для подобных соглашений», — призвал коллег к активным действиям Виктор Юзефович, старший юрист юридической фирмы «Вегас-Лекс».

На что кто-то из зала философски заметил: неплохо бы вообще подумать о реформировании всей российской судебной системы. Но это уже совсем другая история, согласились собравшиеся и разошлись пить кофе.





ИСКРЫ ИЗ ГЛАЗ

Одной из самых оживленных, как и ожидалось, оказалась секция, посвященная посткризисным перспективам инвестиционно-банковского бизнеса. Подискутировать о его судьбах устроители конгресса пригласили представителей четырех «суперагентов» (если верить традиционному рейтингу организаторов выпусков, публикуемому Cbonds) по размещению облигаций на российском рынке: ВТБ, Газпромбанка, ИК «Тройка Диалог» и Райффайзенбанка.

«За прошедший год, который был очень тяжелым для рынка, ни эмитенты, ни инвесторы, ни инвестиционные банки не сделали никаких выводов, — взял слово Павел Соколов, управляющий директор ИК «Тройка Диалог». — Мы опять видим огромные выпуски без ковенант. Эмитенты хотят, чтобы банки размещали их через три месяца по ставке 9% годовых, независимо от текущих условий, и банки на это соглашаются, подписываясь на размещение практически за нулевую комиссию. Это вызывает озабоченность».

Но есть и некоторые плюсы. Так, за последний год свое место на рынке, по мнению инвестбанкиров, наконец-то занял такой способ размещения, как букбилдинг. «Мы очень много времени потратили на объяснение, что букбилдинг не ущемляет права инвесторов, — тяжело вздохнув, сказал Павел Соколов. — Он позволил отказаться от практики огромных синдикатов, включающих по 25 имен, при которой банки получали комиссию за размещение три пипса и два отдавали андеррайтерам».

Правда, аукционы до сих пор пользуются спросом у эмитентов, проявляющих излишнюю жадность и наивно полагающих, что вероятность снижения ставки на конкурсе намного выше, с сожалением отмечали представители организаторов.

И тут на трибуну поднялся Павел Исаев, начальник департамента инструментов долгового рынка — управляющий директор Газпромбанка. Если бы в рамках конгресса вручали медаль за самое яркое выступление, то она бы по праву досталась представителю ГПБ, сошлись во мнении присутствующие, вдохновившись программным заявлением топ-менеджера госбанка.

«Инвесторы, требуйте справедливую цену! Эмитенты, помимо собственных интересов, считайтесь с интересами инвестиционного сообщества, верьте инвестиционным банкам — они ваши помощники! Банки, не «ведитесь» на деньги и давление различных сторон, а делайте сбалансированные справедливые сделки. Ибо несправедливые условия ведут к несовершению сделки», — отчаянно жестикулируя, декламировал с трибуны Павел Исаев.

«Кстати к вопросу о справедливом ценообразовании, — обратился к участникам дискуссии модератор круглого стола, генеральный директор Cbonds Сергей Лялин. — Как так получается, что размещается бумага по одной цене, а после размещения выходит на вторичный рынок и сразу уходит на две фигуры вверх? Тут уж возникает резонный вопрос о коррупции».

Владислав Кирияк, старший менеджер по синдицированным кредитам, управление синдикации кредитов ЕБРР: «В этом году, возможно, впервые за пять лет, мы имели справедливый прайсинг в сделках по синдикации»



«Обвинения в коррупции участники рынка слышат регулярно, — смущенно потупив взор, заметил Олег Гордиенко, начальник отдела по организации облигационных займов Райффайзенбанка. — Как сделать процесс прозрачным? Давать аллокацию по справедливости. Как говорится, на все воля божья и эмитента».

«Что такое справедливость инвестбанкиров? У каждого своя правда, — усмехнулся Алексей Лушин, директор УКОФР «ВТБ Капитал». — Есть один критерий: конкуренция…»

«Если банки и эмитенты хотят договориться о чем-то, они сделают это при любых условиях. Неважно, в ходе аукциона размещается бумага или по схеме букбилдинг, — пылая праведным гневом, произнес защитное слово Павел Соколов. — А если эмитент рыночный и бумага рыночная, но при выходе на вторичный рынок она начинает торговаться по 102%, значит, кто-то что-то недосмотрел».

И все же аллокация должна быть более прозрачной, не унимались собравшиеся в зале инвесторы: «А что мы видим сегодня? К примеру, чтобы получить аллокацию на 100 млн руб., очень часто приходится выставлять заявку на 1 млрд руб.», — признался начальник по работе с долговыми обязательствами ИК «Велес Капитал» Евгений Шиленков.

Тут в спор снова вступил Павел Исаев, пропев давно известную, по его словам, «мантру» синдиката: «Преференции отдаются ранее поставленному ордеру, агрессивно поставленной по цене заявке, байэндхолдеру перед спекулянтами, давним партнерам эмитента».

БРИЛЛИАНТЫ НАВСЕГДА

Выйти из транса собравшихся заставил призыв организаторов собраться на одно из самых приятных и интригующих мероприятий в рамках облигационного конгресса — вручение традиционных наград Cbonds Awards.

Первое место в номинации «Лучшая аналитика» который год подряд занял непобедимый «ТРАСТ». Медаль за второе место унесли тоже титулованные аналитики — Михаил Галкин и Максим Коровин, на этот раз принесшие награду не МДМ-Банку, а «ВТБ Капиталу». Бронза досталась команде аналитиков «Ренессанс Капитала».

ФРС, ЕЦБ, БАНК АНГЛИИ… КОГДА НАЧНЕТСЯ ПОВЫШЕНИЕ СТАВОК?

Дмитрий Дудкин: ФРС сможет довольно долго не повышать ставки. Скорее всего, это произойдет не раньше, чем в конце 2010 года. ЕЦБ рискует оказаться менее толерантен к инфляционному давлению. В 2010 году это может создать риск для доллара и вызвать дальнейшее снижение доллара относительно евро.

Ольга Ефремова: Ситуация в экономике США пока не благоприятствует повышению ставки. Существует еще очень много проблем в американской экономике, которые необходимо решить. ЕЦБ может действовать более оперативно. Но экономики стран зоны евро очень неоднородны. Скорее всего, будет выбрана некая точка (например, экономика Германии). Как только появятся признаки восстановления, ставка будет повышена.

Владимир Малиновский: В следующем году будет сделана ставка на поддержку реального сектора, а не финансовой системы. Это позволит направить избыточную банковскую ликвидность на стимулирование кредитования экономики. Повышение ставки ФРС возможно к лету 2010 года.

Павел Пикулев: Ужесточение денежной политики в следующем году будет минимальным. ФРС продолжит удерживать ставки на минимальном уровне и снабжать рынки ликвидностью.

Михаил Галкин: В следующем году вероятность повышения ставки очень низкая.

Николай Кащеев: ФРС станет последним ЦБ мира, который повысит ставку. Сделать это до второй половины следующего года значило бы совершить колоссальную ошибку, которая приведет к возникновению второго дна рецессии.

ЦБ РФ — СКОЛЬКО РАУНДОВ СНИЖЕНИЯ СТАВКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ НАС ЖДЕТ В 2010?

Дмитрий Дудкин: Торопиться со снижением ставки Банку России не стоит. В следующем году ставка рефинансирования не будет снижена более чем на 1 п.п.

Ольга Ефремова: У нас есть определенные ожидания по поводу того, что в следующем году темпы снижения ключевых ставок замедлятся. В начале года, как правило, наблюдаются инфляционные всплески, слишком агрессивное снижение ставок чревато серьезным оттоком капитала. Мы полагаем, что ЦБ будет консервативен и не станет снижать ставку больше чем на 150 б.п.

Владимир Малиновский: Мы не исключаем, что тренд может измениться быстро, и ЦБ даже придется повышать ставки. При благоприятном развитии событий, скорее всего, снижение составит не более 0.5–0.75 п.п.

Павел Пикулев: Боязнь carry trade диктует большее снижение ставки, чем требует инфляционное давление. Мы полагаем, что снижение составит 1 п.п.

Михаил Галкин: ЦБ снизит ставку однодневного РЕПО на 125 б.п. Она будет отправной точкой для уровня доходностей российских облигаций.

«ЭШЕЛОНЫ» СХОДЯТСЯ? ПРОДОЛЖИТСЯ ЛИ РОСТ СКЛОННОСТИ К РИСКУ И СУЖЕНИЕ СПРЕДОВ?

Михаил Галкин: На фоне роста аппетита к риску компрессия спредов между эшелонами продолжится.

Владимир Малиновский: Компании второго эшелона начинают показывать хорошие результаты: это дает возможности для сужения спредов.

Ольга Ефремова: Мы ожидаем общее снижение доходностей как в госбумагах, так и в корпоративных облигациях.

Дмитрий Дудкин: В настоящее время реальные ставки на рынке значительно выше, чем до кризиса. Компрессия спредов продолжится

И СНОВА О РУБЛЕ: ДЕВАЛЬВАЦИЯ /РЕВАЛЬВАЦИЯ?

Николай Кащеев: Курс рубля будет чуть выше, чем в текущем году. Carry trade продолжится, но будет значительно менее интенсивным.

Михаил Галкин: Наш прогноз составляет 28 руб. за доллар на конец следующего года.

Павел Пикулев: Я считаю, что рубль безумно дорог, но я не думаю, что он будет падать. Carry trade еще не закончился. Эта идея все еще владеет умами. Первым тестом идеи стал инцидент в Дубае. Наш прогноз на 2010 год — 26–27 руб. за доллар.

Ольга Ефремова: Мы полагаем, что курс составит 28–29 руб. за доллар на конец следующего года.

Дмитрий Дудкин: Пока цены на нефть остаются относительно стабильными, курс рубля должен определяться фундаментальными факторами. Рубль будет укрепляться относительно корзины валют. Курс 25–27 руб. за доллар на конец следующего года выглядит разумным.

ОТКУДА ЖДАТЬ НОВОЙ БЕДЫ? ЧТО МОЖЕТ ОБУСЛОВИТЬ НАСТУПЛЕНИЕ «ВТОРОЙ ВОЛНЫ» КРИЗИСА?

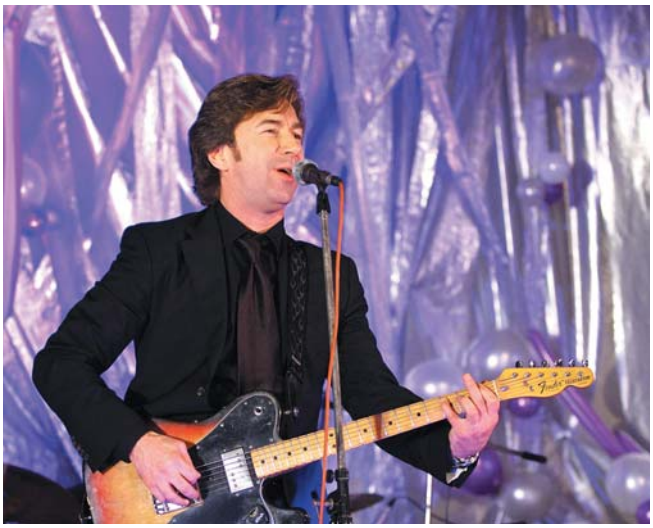
Дмитрий Дудкин: Низкая цена на нефть может серьезно ударить по российскому рынку. Что касается проблем с долгом, то ждать фундаментальных сложностей не стоит.

Ольга Ефремова: Причины внешние. Сейчас рынком правят эмоции. Неблагоприятный внешний фон может подвергнуть рынки коррекции.

Павел Пикулев: Известные неизвестные — это ужесточение политики ФРС, возникновение ситуаций, аналогичных дубайскому инциденту. Что касается «неизвестных неизвестных», то они неизвестны по определению.

Михаил Галкин: Существует, например, риск того, что Конгресс США ограничит полномочия ФРС или Китай не захочет укреплять национальную валюту либо покупать treasures.

Николай Кащеев: Рисков масса. Инфляция торгуемых активов. Чем дальше будет расти carry trade, тем сложнее будет ее оправдывать.



На традиционном гала-ужине участникам конгресса в этом году спел Валерий Сюткин

Звание «Лучшего сейлза» заслужил Илья Бучковский, глава сейлз-блока «ВТБ Капитала». Второе место — у команды ИК «Тройка Диалог», на третьей строчке — ИК «Ренессанс Капитал».

«Лучшим агентом по реструктуризации» был признан Райффайзенбанк. А в борьбе за звание «Лучшая юридическая компания» победила «Линия права», оставив позади «Вегас Лекс» и «Бейкер и Макензи».

В номинации «Лучшая сделка по размещению облигаций» практически 100% голосов участников опроса были отданы «Газпром нефти», которая весной разместила четвертый выпуск облигаций на 10 млрд руб. Организаторами сделки выступили Газпромбанк и ИК «Ренессанс Капитал».

«ЗАВТРА НЕ УМРЕТ НИКОГДА», ИЛИ КОГДА НАСТУПИТ ЗАВТРА?

После насыщенной неформальной программы, стартовавшей в ресторане Paulaner и завершившейся ночью в клубе «Зал ожидания», утро следующего дня наступило для участников конференции довольно незаметно.

Стартовал второй день конгресса едва ли не самой интересной частью программы — традиционной панельной дискуссией аналитиков. В этом году организаторы пригласили поучаствовать в обсуждении начальника аналитического отдела департамента казначейских операций и финансовых рынков Сбербанка Николая Кащеева, начальника отдела анализа кредитных рынков «ВТБ Капитала» Михаила Галкина, управляющего директора дирекции анализа экономики и финансовых рынков НБ «ТРАСТ» Павла Пикулева, начальника управления анализа долговых рынков ФК «ОТКРЫТИЕ» Владимира Малиновского, начальника отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА Ольгу Ефремову и руководителя дирекции анализа долговых рынков банка «УРАЛСИБ» Дмитрия Дудкина.

Вот лишь некоторые материалы дискуссии, которые, как нам кажется, могут заинтересовать наших читателей и стать хорошим поводом для ее продолжения в рамках VIII Российского облигационного конгресса, в следующем году…