Восьмой по счету Российский облигационный конгресс стал безусловным чемпионом по рекордам. Собрав беспрецедентное количество участников — 750 человек из 16 стран, — традиционный питерский съезд инвестбанкиров запомнился рекордно малым за последние пару-тройку лет количеством упоминаний слова «дефолт» и рекордно популярным в году нынешнем — по сравнению с предыдущими — выражением «третий эшелон». Как подметил один из старейших участников РОК-тусовки: «Для облигационного рынка ведь главное что? Предсказуемость!» Предсказать ход его сюжета на ближайший год, следуя «пророчествам» почетных чревовещателей рынка, несложно: будет спрос — будет долг, и да не вознесутся на опасную высоту ключевые ставки вслед за инфляцией, пока рубль есть и стоять будет.

С новым РОКом!

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА
Ольга ВОЙТОВА

К своим десяти годам российский облигационный рынок начинает демонстрировать явные признаки зрелости. И в весе динамично прибавляет (объем превышает 5 трлн руб., порядка 12% ВВП страны), и к бук-билдингу худо-бедно приучен (вот это уже больше на Европу похоже), и с длинными выпусками свыкается понемногу (сокращая пропасть между сроками окупаемости проектов в реальном секторе и срочностью заимствований) — с удовольствием констатировал, приветствуя участников конгресса, его главный идеолог, генеральный директор компании Cbonds Сергей Лялин. Правда, есть и очевидные симптомы того, что период взросления затянулся: узкий круг потенциальных заемщиков, отсутствие механизмов оценки и контроля рисков, несовершенство инфраструктуры, отпугивающее иностранных участников, несбалансированность структуры инвесторов, в которой преобладают банки, тогда как доля институциональных инвесторов по-прежнему крайне мала.

Да и упомянутые выше благие инициативы участников рынка, такие как бук-

Андрей Лифшиц, управляющий ОПИФО «Уралсиб Фонд Консервативный»: «Российские ПИФы уродливы. Регулятор всего боится и запрещает все»

Аналитики задумались о будущем российского облигационного рынка

билдинг, имеют слишком уж явные национальные особенности, взял слово приглашенный на пленарную сессию председатель Комитета финансов Санкт-Петербурга Эдуард Батанов.

«Мы имеем дело с настоящим диктатом со стороны банков. Фактически это способ облапошить эмитента. Не говоря уже о конкурсах по выбору организаторов в сегменте субфедеральных и муниципальных бумаг. Очевидно, что это гримасы рынка, федерального законодательства, которое нужно менять. Но важно, чтобы и у эмитентов была внутренняя потребность бороться с порочной практикой», — возмущался представитель финансового ведомства, предложив в заключении закрепить практику положительную, выпустив некую «белую книгу».

Горячо поддержала предложение коллеги по госслужбе заместитель председателя ФСФР Елена Курицина, напомнив золотое правило: «На регулятора надейся, а сам не плошай». Законы законами, но нужен импульс и со стороны рынка: назовите ее белой, синей или зеленой книгой, но такой свод правил явно необходим, ратовала за благое дело представитель ФСФР. Отрегулировать взаимоотношения участников рынка могут только они сами.

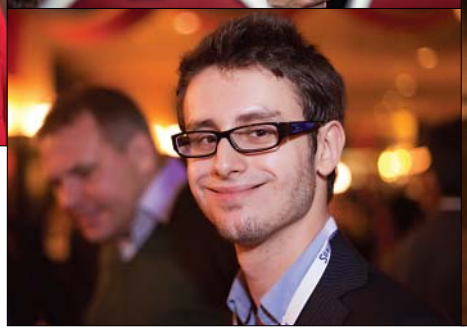
Что касается регулирования государственного, то здесь тоже есть определенные подвижки. Так, по словам Елены Курициной, в октябре 2010 года были внесены изменения в Федеральный закон о рынке ценных бумаг, в частности — введены понятия контролирующего и подконтрольного лица. Эти поправки должны обязать эмитента раскрывать в проспектах информацию о конечных бенефициарах, вплоть до конкретных физических лиц.

Набросав штрихи к портрету российского долгового рынка, участники конгресса перевели разговор в несколько иную плоскость, решив обсудить ситуацию в банковской отрасли в целом.

Полтриллиона рублей — такова, по оценкам ЦБ, прибыль, которую получит российская банковская система в текущем году. Но такой рост кредитные организации показали не за счет увеличения операционной прибыли, констатировал председатель правления Райффайзенбанка Павел Гурин. Значительную часть доходов банкам обеспечили результаты работы на рынках Fixed Income: в условиях когда ставки сильно падали, переоценка портфелей принесла банкам очень хорошие

Дмитрий Харлампиев, ведущий аналитик, банк «Петрокоммерц»: «Банковская система адаптируется, привыкая в более высокой волатильности и меньшей предсказуемости валютного рынка»

Юлия Снижкова, экономический советник Банка России: «Снижать зависимость от рейтинговых оценок при включении бумаг в Ломбардный список пока не планируем»



Михаил Хазин, президент компании экспертного консультирования «НЕОКОН»: «Накопленные в мире долги на $15 трлн вернуть, увы, невозможно»

результаты. Зато прирост корпоративных портфелей в 2010 году, как ожидается, составит около 10% (в тучные годы — 30–35%). «Это не то, к чему мы привыкли, — посетовал Гурин. — Тем более в условиях жесткой конкуренции за качественных заемщиков. Естественно, маржа в банковском бизнесе падает. Не исключено, что банкам придется снижать требования по обеспечению».

Раз надежд на кредитование немного, банкиры вполне обоснованно уповают на непроцентные доходы, в первую очередь — комиссионные. Но и здесь есть свои сложности. В частности, нет единого понимания того, сколько на самом деле должны стоить услуги по организации облигационных займов. «В этом году комиссии падали, рынок рос, в принципе, эту работу можно было делать бесплатно, как и поступали многие участники рынка, — говорит Павел Гурин. — Но такая ситуация не является нормой: прежде всего, данную работу делают профессионалы, чей труд стоит дорого. Кроме того, организатор, размещая бумагу, берет на себя риски, их тоже нужно учитывать в стоимости услуг».

В общем, по всем прогнозам, следующий год для банков будет весьма непростым. Правда, это вряд ли станет поводом для радикального роспуска инвестблоков у небольших рыночных игроков. «Количество банков, работающих на рынке инвестбанковских услуг, будет существенно больше пяти. Принцип too big to fail трансформируется в принцип too big to manage, — рассудил предправления Райффайзенбанка. — Безусловно, консолидация в инвестиционно-банковском бизнесе будет происходить, но не нужно доводить ситуацию до абсурда. Маленькие банки продол-

Екатерина Новокрещеных, вице-президент, ММВБ: «В ближайшее время количество котировальных списков будет сокращено, а критерии перевода из одного списка в другой станут более рациональными»

жат существовать и решать главную задачу — обеспечение финансирования для своих клиентов».

ХОР ПЕССИМИСТОВ

«Когда кризис в разгаре, все вспоминают про макроэкономистов, когда он заканчивается, рынок тут же забывает про роль макроэкономики», — посетовал, глядя на образовавшиеся в зале после окончания пленарной сессии «проплешины», главный экономист ФК «ОТКРЫТИЕ» Владимир Тихомиров, дебютировавший в секции по макроэкономике. Правда, вакантные места в зале очень скоро заполнили отлучившиеся на кофе-брейк слушатели, и зазвучали прогнозы.

Поднимавшиеся один за другим на трибуну главные экономисты крупнейших банков, похоже, вознамерились перещеголять один другого в пессимизме. Хотя ничего удивительного в этом нет: положение в мировой (да и в российской) экономике обязывает.

Пока возвращение к докризисным темпам для России маловероятно, полагает Владимир Тихомиров. Уровень сбережений будет снижаться, доходы — расти на 3–4% в год в реальном выражении. Рост инвестиций продолжит тормозить и составит в лучшем случае 7–9% в следующем году.

Согласно прогнозам «ОТКРЫТИЯ», в 2010 году инфляция в России выйдет на значения 9–9.2%, ВВП составит 3.9–4.1%, а курс доллара (на конец года) — 29–30 руб. В 2011 году рост потребительских цен достигнет 8.4%, показатель ВВП — 4%, курс доллара — 30 руб.

Главный экономист «УРАЛСИБ Кэпитала» Алексей Девятов ожидает инфляцию в 2010 году на уровне 8.5%, в следующем рост цен ускорится до 9.5%. Динамика ВВП составит около 4% в 2010 году и около 4.5% в 2011 году. Доллар будет несколько слабее в 2011 году, что связано с сохраняющимся профицитом торгового баланса и счета текущих операций. Прогноз курса от «УРАЛСИБ Кэпитала» на 2011 год — 29.4 руб. за доллар (среднегодовой).

Оценивая влияние внешних факторов на ситуацию в России, директор аналитического отдела БНП Париба Банка Юлия Цепляева предположила, что QEII — не последнее количественное смягчение, которое увидели рынки. «Россия этому может только порадоваться. Правда, вряд ли стоит ожидать, что деньги, закачанные на рынок, простимулируют частный спрос, скорее они осядут на финансовых рынках», — сказала она. Основная надежда следующего года — это страны BRIC. При этом Россия — единственная из стран

BRIC, которая в 2009 году пережила глубокую рецессию и в 2010 году не вернулась к докризисным темпам роста. Интересным станет следующий год. Волатильность — вот что позволит инвестбанкирам получить свою выгоду и сделать Россию более привлекательной для иностранных инвесторов, полагает Юлия Цепляева.

Приток денег в страны EM будет продолжаться, солидарен с ней главный экономист по России JP Morgan Анатолий Шаль. Один из факторов риска в этой ситуации — активное введение мер противодействия движению капитала странами EM, что уже наблюдается последние два месяца.

По словам директора аналитического департамента Банка Москвы Кирилла

Николай Кащеев, Сбербанк России: «Нам, практикам, известны три варианта выхода из сложной финансовой ситуации»

Тремасова, главная проблема в мировой экономике — избыточный объем долга — так и не была решена за последний год. Во время кризиса произошло лишь перераспределение долга из частного сектора в государственный, в ближайшие несколько лет мы увидим обратный процесс, что приведет к замедлению темпов роста экономики, полагает он.

«ТРЕТИЙ»: ЛИШНИЙ ИЛИ ЛИШНИМ НЕ БУДЕТ?

Отобедав, «конгрессмены» разделились на секции по интересам. Добрая половина участников во главе с представителями ведущих инвестбанков отправилась обсуждать коллизии рынка корпоративных заимствований. Главные темы, которые больше всего взволновали участников — перспективы возвращения третьего эшелона и ситуация, сложившаяся на рынке организации облигационных займов.

С начала года на внутреннем рынке было размещено 170 рыночных выпусков корпоративных эмитентов общим объемом 782 млрд руб. Правда, состав заемщиков пока остается крайне узким: это преимущественно компании первого-второго эшелона. А вот представители «третьей» когорты пока на первичном рынке довольно редкие гости. Правда, это лишь вопрос времени, не сомневаются инвестбанкиры.

«Возможность размещаться для третьего эшелона есть и сейчас, — убежден Алексей Коночкин, заместитель начальника управления рынков долгового капитала «ВТБ Капитала». — В случае стабильных процентных ставок стоимость заимствований для третьего эшелона будет снижаться. В этом случае мы сможем увидеть в 2011 году размещения и в четвертом эшелоне».

Зачастую такие размещения выступают альтернативой банковскому кредиту, продолжает Александр Борисов, начальник отдела по организации размещения новых займов Сбербанка России. Эмитентов это устраивает, они сами стремятся проводить скорее некую клубную сделку, нежели рыночное размещение и получать равновесную ставку. Подобные сделки серьезно тормозят развитие рынка.

«Обе стороны процесса готовы к реализации сделок — и инвесторы, и эмитенты. Вопрос только в совпадении их ожиданий, — рассуждает Павел Исаев, вице-президент и начальник департамента инструментов долгового рынка Газпромбанка. — Это не только термины срочности и доходности. Инвесторы хотят спокойно сидеть в бумаге и мониторить кредитное качество, а не выбивать необходимую информацию из эмитента. А заемщики рассуждают так: я занят делом, я делаю бизнес! У меня есть деньги и есть возможность их занять. Я плачу вам купон — и оставьте меня в покое!»

При этом, несмотря на то что требования к заемщикам со стороны покупателей долга стали жестче, инвесторы по-прежнему

продолжают покупать сомнительные бумаги без серьезных ковенант.

«Чтобы ковенанты заработали, нужен спрос на них со стороны инвесторов, а его нет, — сокрушается Роман Журков, директор департамента инвестиционно-банковских услуг ТрансКредитБанка. — В свое время мы размещали облигации нескольких компаний, заложив в выпуски ряд ковенант, например ограничение по объему долга, но столкнулись с полным равнодушием со стороны инвесторов. Видимо, рынок элементарно не дорос до этого».

«...Я ТАКОЙ ЖЕ, КАК ВЫ, ПРОПАЩИЙ, МНЕ ТЕПЕРЬ НЕ УЙТИ НАЗАД...»

Все бы ничего, но именно сделки по размещению эмитентов третьего эшелона позволяют банкам подзаработать в условиях, когда конкурировать за мандаты в первом-втором эшелоне становится все сложнее, а комиссии на сделках благонадежных заемщиков едва ли не нулевые.

«Есть сделки, которые мы готовы делать для рейтингов, есть сделки, на которых мы зарабатываем, — признается Павел Соколов, управляющий директор ИК «Тройка Диалог». — Основную прибыль инвестбанкам делает не первый эшелон, а компании второго-третьего эшелонов. У нас средняя комиссия по сделкам в 2010 году составила 0.42%. Но на размещении таких эмитентов, как ТКС Банк, можно зарабатывать и до 1%».

Хорошо зарабатывает тот, кто много работает, поделился с любимыми конкурентами нехитрым рецептом Алексей Коночкин, представитель лидера рейтинга по количеству проведенных за три квартала сделок: «Мы в этом году провели 45 выпусков и достаточно заработали».

«Призываю эмитентов платить большие комиссии, чтобы получать качественные услуги! Не надо гнаться за лишней копейкой!» — по традиции декламировал с трибуны Павел Исаев.

А Денис Тулинов, руководитель инвестиционного департамента Промсвязьбанка, просто рассказал историю про «мерседес»: «Мы говорим: не хочешь платить за «мерседес» — езжай на «запорожце». Не надо гнаться за пипсом. Хорошие услуги банков стоят денег».

Правда, случается, что в погоне за очередным мандатом об этом забывают сами банки. «Демпинг — это вопрос времени, — пожимал плечами Михаил Автухов, управляющий директор, руководитель департамента долговых рынков банка «ОТКРЫТИЕ». — Рыночный механизм сам все отрегулирует. Тот, кто готов работать бесплатно, рано или поздно поймет, что нужно ведь и жить на что-то».

«На самом деле, в России демпинга нет, как не было секса в Советском

Зажигаем?

Специальный гость вечера в ресторане Paulaner — группа «Монгол Шуудан»

Кубинские торседоры угощали участников конференции сделанными вручную сигарами

Союзе», — соригинальничал напоследок старший балагур среди DCM-шиков Павел Исаев.

«...СЕРДЦЕ БЬЕТСЯ ВСЕ ЧАЩЕ И ЧАЩЕ, И УЖ Я ГОВОРЮ НЕВПОПАД...»

Обсуждение закулисных новостей рынка за кружечкой-другой светлого нефильтрованного по традиции продолжилось в ресторане Paulaner. Живой саундтрек к неформальной части программы первого дня обеспечила приглашенная организаторами группа «Монгол Шуудан». Когда пиво утекло, а мясо было съедено, те инвестбанкиры, кто не отправился покорять местные караоке-бары, продолжили отплясывать «...всю ночь напролет до зари...» в ночном клубе «Зал ожидания».

«БЕСПЕРСПЕКТИВНЯК»

К началу второго дня индекс посещаемости облигационных конгрессов Cbonds, пробивший 9 декабря отметку 750 пунктов, вопреки ожиданиям отдельных участников, не просел, а удержался на близких к рекордным уровнях. Поддержку ему, как и ожидалось, обеспечили ключевые утренние спикеры. В результате, послушать на сей раз двух главных пессимистов российского рынка — Николая Кашеева и Михаила Хазина — к «заутрене» пришло снова рекордное количество слушателей.

Несмотря на некую идейную непримиримость, оба гуру оказались практически единодушны в определении того, что всех нас дальше ждет: в переводе на народный — «полный бесперспективняк».

«Кризис еще, по большому счету, не начинался», — начал свою тираду президент «НЕОКОНА» Михаил Хазин. «Запомните: все те долги, которые накопились в мировой системе, вернуть невозможно», — закончил он же.

Когда апокалиптичный спич Хазина был завершен, на трибуну поднялся Николай Кашеев. «Я стараюсь быть пессимистом-реалистом, — попытался реабилитироваться аналитик Сбербанка. — Принцип выхода из тяжелой ситуации нам, практикам, в принципе известен. Существует три варианта развития событий, если у вас есть долг: первое — его задефолтить, второе — его реструктурировать, третье — это вырасти из этого долга, то есть получить в конце концов необходимую прибыль для того, чтобы с ним разделаться. Достаточно посмотреть на эти три варианта, чтобы понять, что нам придется иметь дело с комбинацией из всех трех. И самая большая проблема на сегодня — когда именно мы сможем вырасти...»

После того как Кашеев и Хазин откланялись под гром аплодисментов, в президиуме появились люди, мыслящие более приземленными категориями, такими как ключевые ставки, уровень ликвидности, индикативные доходности и другие, без которых рынку ну никак.

По оценкам ведущих облигационных аналитиков, повышение ключевых ставок вероятно уже во втором квартале 2011 года. В среднем за год ставки могут вырасти на величину от 50 до 200 б.п., предсказывают они.

С учетом того, что согласно базовому сценарию цены на нефть останутся высокими, ликвидность в среднем в будущем году останется избыточной, полагает старший аналитик Газпромбанка Павел Пикулев.

Кроме того, несмотря на маниловские планы Минфина занять 1.7 трлн руб. на внутреннем рынке, аналитики сомневаются, что ОФЗ станут ключевым источником финансирования дефицита бюджета. То, сколько в конечном итоге удастся привлечь финансовым властям, будет зависеть от уровня ликвидности и аппетита банков к риску.

Доходности же на рынке рублевых облигаций, скорее всего, увеличатся на 100–150 б.п.

Что касается обстановки на «западном фронте», то события на международном рынке заимствований для российских заемщиков обещают быть не менее интересными. Как отметил глава департамента рынков долгового капитала по России и СНГ «Барклайс Капитал» Ларс Фишер в ходе секции по международным заимствованиям, в текущем году российские компании выпустили еврооблигации более чем на $30 млрд. Прогноз на будущий год – $34 млрд. В 2011 году наиболее актуальным для заемщиков из России станет выбор между рублевым выпуском на международном рынке и размещением облигаций на внутреннем рынке.

«ПО ВОЛЕ РОКА ТАК СЛУЧИЛОСЬ...»

Завершился второй день конференции гала-ужином в ресторане «Летний дворец». Пожалуй, самым ожидаемым пунктом вечерней программы стало торжественное награждение Cbonds Awards. Голосование в этом году проходило по десяти номинациям.

Больше всего лавров снискал «ВТБ Капитал». Илье Бучковскому, представлявшему сейлз-департамент банка, пришлось подниматься на сцену четырежды, чтобы получить вместо коллег по цеху золотую медаль за лучшую облигационную аналитику, «серебро» в номинации «Лучшая макроэкономическая аналитика», награду за лучший трейдинг и, конечно же, сейлз на рынке облигаций. Свою медаль господин Бучковский второй год подряд получает из рук организаторов лично.

Засветился «ВТБ Капитал» и еще в двух номинациях: «Лучшая сделка на рынке еврооблигаций» (ею рынок признал суверенное размещение евробондов России, организованное совместно Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse и ВТБ) и «Лучшая команда DCM на российском рынке».

Второе место за лучшую аналитику по облигациям в результате голосования досталось НБ «ТРАСТ», бронзу присудили Газпромбанку.

Первое место среди макроэкономистов заняла «Тройка». Третье рынок отдал Николаю Кашееву из Сбербанка.

Серебряные медали за лучший сейлз и лучший трейдинг на рынке облигаций унесла «Тройка Диалог». Бронзовым сейлзом стал «УРАЛСИБ Кэпитал», а третье место среди трейдеров получил Промсвязьбанк.

«Лучшим агентом по реструктуризации», как и в 2009 году, стал Райффайзенбанк.

Повторила прошлогодний результат и «Линия права», завоевавшая награду в номинации «Лучшая юридическая фирма на рынке облигаций».

Лучшей рублевой сделкой за этот год участники рынка посчитали размещение «ВымпелКом-Инвест-7», организованное Райффайзенбанком, ФК «Ренессанс Капитал» и Альфа-Банком.

Лучший IR на долговом рынке, по мнению самого рынка, в компании «Трансконтейнер».

Разделив награды, гости вечера отправились разделывать горячее — под напитки покрепче. А на «десерт» собравшихся ждала порция хитов от группы «Звери».

«Звериный» оскал капитализма

Александр Тимофеев, партнер, адвокатское бюро «Линия права»:

На российском рынке не так много рейтингов и наград, которые вызывают доверие бизнес-сообщества. Многие из них в обработке данных и выборе номинантов ориентируются на формальные показатели деятельности, а не на профквалификацию и клиентский фидбек.

Cbonds Awards абсолютно точно можно назвать одной из наиболее реалистичных и заслуживающих доверия профессиональных наград. Для нас получение этой награды почетно и приятно! Прежде всего, это оценка качества нашей работы инвестбанками, с которыми мы работаем, и, конечно же, показатель доверия клиентов, которых мы консультируем.

Антон Струченевский, старший экономист, «Тройка Диалог»:

Полученная награда еще раз говорит о высоком качестве аналитики «Тройки Диалог». Достигнутый результат — заслуга команды экспертов, их слаженной работы. Таким образом, высокий уровень экспертизы подтверждается не только клиентами компании, но и профессиональным сообществом.

Алексей Коночкин, заместитель директора управления операций на рынках долгового капитала, «ВТБ Капитал»:

Мы по праву считаем себя долгожителями на этом рынке. За годы работы ВТБ организовал размещение более 160 выпусков облигаций на общую сумму более 1.2 трлн руб. и пять раз становился лидером рынка организации рублевых облигационных займов, побеждая в рейтингах организаторов и андеррайтеров агентства Cbonds.

Мы считаем эту награду заслуженной. Очень приятно получать ее на конгрессе, организованном агентством Cbonds, которое по праву считается надежным источником информации, объединяющим профессионалов рынка долгового капитала в России.

Олег Гордиенко, начальник отдела по организации облигационных займов, Райффайзенбанк:

Любая награда является неожиданной, но, безусловно, приятной оценкой профессиональной деятельности. Разумеется, получение такой награды — достижение для нашей команды. Сама процедура оценки построена таким образом, что ее результат является максимально близким к фактическому мнению профессионалов рынка.