В середине сентября в Лондоне состоялась вторая конференция Cbonds Russia & CIS Fixed Income. Встретившись аккурат в годовщину падения Lehman Brothers, участники конференции поделились впечатлениями о масштабах очередной набежавшей волны кризиса, предложили варианты безопасного укрытия от финансового шторма на рынках малых стран СНГ и обсудили за круглым столом с российским регулятором проблемы прямого доступа иностранцев к торгам ОФЗ.

Лондонский сплин

В этом году в лондонском митинге финансистов Cbonds приняли участие более 170 человек из 14 стран. В числе делегатов были представители регуляторов, заемщиков, западных фондов, российских и международных инвестиционных банков. За день до официального открытия конференции прибывшие заранее участники встретились на pre-party в одном из местных пабов в центре Сити. Накануне 15 сентября за кружкой пива снова вспоминали события трехгодичной давности, обменивались мнениями о том, близка ли развязка «европейской трагедии», то и дело переходили на темы локального характера, обсуждая последние ротации в крупных инвесткомандах и гадая на пивной пене о том, вернется ли первичка.

На следующее утро уже в официальной обстановке первыми почтили память Lehman Brothers своими выступлениями приглашенные макроэ-

кономисты. Представители крупнейших аналитических команд — «ВТБ Капитала», БНП Париба Банка, Credit Agricole CIB, Bank of America Merrill Lynch — отметили сохраняющиеся риски глобальной рецессии. Основной интригой по-прежнему остается ситуация в еврозоне, которая продолжает держать в напряжении все рынки. «Еврозона — это смирительная рубашка для сумасшедшего, — точно подметил Нил МакКиннон, аналитик по макроэкономической стратегии на глобальных рынках «ВТБ Капитала». — Все действия, которые обсуждаются сегодня руководителями европейских государств, — это выстрелы мимо. Нужны реальные механизмы рекапитализации банков. Дефолт — опасная зараза. Есть серьезные риски того, что он будет распространяться из одной европейской экономики в другую».

По словам МакКиннона, светлым пятном на мрачном фоне еврозоны выглядит разве что Китай. Если бы не Поднебесная, рецессия была бы слишком жестокой.

В довольно светлых красках обрисовали участники конференции и ситуацию на других развивающихся рынках, в том числе в России. «На рынках существует свободная ликвидность, и ее надо использовать, главное правильно выбрать окно. Все это создает хорошие возможности для российских заемщиков, — сказал Дмитрий Алексеев, вице-президент Barclays Capital.

КОММЕНТАРИЙ

Российский рынок облигаций зависит не только от локальных факторов, он живет глобальными событиями. Удивительно, что поведение облигаций в основном обусловлено уходом от рисков в глобальном масштабе, а не ценами на нефть.

Для заемщиков стоимость средств либо объективно низка в тот период, когда на фондовых рынках все хорошо, либо слишком высока, как сейчас. Компаниям было целесообразно занимать впрок, даже если в моменте они не испытывали потребности в финансировании различных инвестпрограмм. Однако, те расходы, которые приходится нести за неиспользование заемных средств, являются основным предлогом не занимать. В результате заемщики подвергают себя риску как рефинансирования уже имеющихся долгов, так и доступности средств для инвестиций с высокой нормой доходности в случае развития кризисных событий.

Совершенно очевидно, что неэффективность российской экономики и, как следствие, низкий уровень экономического роста делает восприятие рисков России — а значит и стоимость заимствований — более чувствительной к глобальной конъюнктуре (в отличие, например, от азиатских рынков).

В данный момент эпицентром эпидемии является Европа: фискальные власти медлят с формированием единой программы поддержки (EFSF), а ЕЦБ не хочет становиться последней инстанцией помощи. Скоординированные действия европейских властей и программа ЕЦБ – ключ к предотвращению развития второй волны кризиса. При этом российским эмитентам впоследствии необходимо запасаться дешевыми деньгами впрок и обезопасить себя от закрытия рынков долгового капитала.

Артур ПЛАУДЕ,
управляющий директор департамента долговых обязательств и деривативов, ИФК «Метрополь»

ТОЧКА ЗРЕНИЯ

Игорь ЕЛЬНИК,
управляющий портфельными инвестициями, IPM

Основные риски, связанные с вложением в развивающиеся рынки вообще и в Россию и страны СНГ в частности, вызваны внешней нестабильностью, например такими факторами, как угроза суверенных дефолтов некоторых стран зоны евро, возможность серьезного замедления или даже прекращения роста китайской экономики. В подобных условиях инвесторы обычно забирают деньги с тех рынков, которые воспринимаются как более рискованные. При этом из более рискованных активов первыми обычно распродаются наиболее ликвидные. Поэтому волатильность азербайджанских активов действительно может оказаться ниже, чем российских. Но цена, которую вы рискуете за это заплатить — практическая невозможность обратить данные активы в деньги по разумной цене на протяжении какого-то времени.

Мне кажется, что несмотря на хорошие макроэкономические показатели развивающихся, в особенности некоторых маленьких развивающихся рынков, рассматривать их как тихую гавань —значит игнорировать их неликвидность и реально существующую структуру рынка.

В то же время, если суммы инвестиций невелики, горизонт инвестирования длинный, а высокая волатильность счета прибылей и убытков раздражает, то, наверное, малоликвидные инвестиции в небольшие, фундаментально недооцененные и немодные развивающиеся рынки не лишены смысла.

— При этом инвесторы все чаще проявляют интерес к локальным валютам. Поэтому не исключено, что в 2012–2013 годах мы увидим больше эмиссий в швейцарских франках, фунтах стерлингов, а также в рублях».

Правда, круг потенциальных заемщиков снова сжался, констатировали представители DCM-команд «ВТБ Капитала» и RBS: Россия по-прежнему является центром для эмиссий из СНГ, однако рынок еврооблигаций в условиях текущей коньюнктуры будет доступен только стратегическим эмитентам из сырьевых отраслей и квазисуверенным компаниям. Представить, что в нынешних условиях на рынок выйдут компании с рублевыми евробондами и рейтингом B, к сожалению, невозможно.

Растуший интерес инвесторов к развивающимся рынкам подогревается желанием спокойно переждать бурю в развитых экономиках. Один из главных плюсов стран EM — низкий уровень долговой нагрузки, сошлись во мнении участники панельной дискуссии – представители международных фондов.

«Emerging markets — это драйвер экономики. Я верю в эти рынки. Тот, кто не понимает этой роли сегодня, просто глупец», — с жаром отстаивала преимущества инвестиций в EM Елена Колчина, директор, управляющая группы долговых инструментов «Ренессанс Управление Инвестициями».

«Если бы у меня был $1 млрд, 40% я бы вложил в СНГ», — сказал Стефан Бенедетти, генеральный директор Alloro Capital, отвечая на вопрос модератора дискуссии Игоря Ельника, управляющего портфельными инвести-

Внутренние рынки облигаций таких стран, как Грузия, Азербайджан или Казахстан, в значительной мере защищены от внешних штормов и могут на время стать «тихой гаванью» для инвесторов. При этом для всех участников рынка очевидно: если неопределенность на мировых площадках перерастет в мировую рецессию, ни один рынок нельзя будет считать надежным.

То, что рынки в малых странах СНГ небольшие и обычно не попадают в поле зрения основной массы инвесторов, в текущей ситуации является скорее положительным моментом. Если инвесторы начнут выводить деньги с рынков, здесь отток капитала будет ограниченным.

Главными предпосылками для инвестирования здесь являются свобода движения капитала в иностранной валюте и отсутствие ограничений на вывод денег из страны. Правительства и центральные банки данных стран должны продолжать увеличивать срок обращения внутренних облигаций, создавая таким образом кривую доходностей и в то же время поддерживая ликвидность бумаг путем наращивания объемов эмиссий, находящихся в обращении.

ЦИТАТА

Роланд ВИЗНЕР,
советник инвестиционного комитета, Metatron Capital SICAV

циями IPM, о том, как каждый из управляющих распорядился бы такой суммой в текущих условиях. – Меня успокаивает то, что у России нет такого высокого уровня суверенного долга, как у многих других экономик. Кроме того, мы видели, как Россия умеет справляться с кризисом. Когда евро взорвется, правительство поможет банковской системе страны, даст ликвидность».

Однако, несмотря на роль драйвера мировой экономики, которую сегодня пытаются играть развивающиеся рынки, очевидны и существенные риски инвестиций в активы ЕМ, отметили остальные участники панельной дискуссии. Как поведут себя российские бонды и бумаги СНГ, если мы увидим повторение ситуации 2008 года? Поддержат ли регуляторы рынки или единственным решением будет

СВОЙ ВЗГЛЯД

Глеб ШЕСТАКОВ,
управляющий директор, Global Fund Management

Дискуссия между оптимистами и пессимистами развернулась по поводу того, являются ли долговые обязательства стран бывшего Советского Союза тихой гаванью, в которой можно переждать финансовый шторм. Крайне оптимистичную позицию отстаивала Елена Колчина из УК «Ренессанс Управление Инвестициями». Она предложила вложить средства в украинских металлургов и ждать погашения. Крайне пессимистично прозвучал вопрос из зала: «Что будет с вашим рынком, когда развалится китайская экономика?» Вопрос по сути риторический: если китайская экономика даст течь, финансовый армагеддон накроет все рынки, включая развитые. Предложение же «Ренессанса» годится только тем управляющим, которые не заботятся о промежуточных результатах и могут показывать двузначные цифры убытков. Консенсус-прогноз управляющих состоял в том, что распродажа еще не началась, а когда это случится, цены на ликвидных рынках серьезно просядут. На мой взгляд, в такой ситуации нужно шортить ликвидные рынки и вкладываться в краткосрочные обязательства стран региона с наилучшими макропоказателями и наименьшей корреляцией с мировыми рынками.

выход из инвестиций? Все эти вопросы являются открытыми. «Фонду, которым я управляю, в следующем году исполняется 15 лет. За эти годы происходило много разных событий, но сейчас самое нестабильное время, которое я помню. Были времена, когда мы знали, что движемся к катастрофе. Сейчас мы не знаем ничего. Если 2008 год повторится, ничто не сможет удержать здесь инвесторов: они будут продавать все», — сказал Глеб Шестаков, управляющий директор Global Fund Management.

Одной из центральных тем конференции стало обсуждение инфраструктуры внутреннего российского рынка и прямого доступа на него нерезидентов, который станет возможен с начала 2012 года. По словам Константина Вышковского, директора департамента государственного долга и государственных

ИНВЕСТИДЕЯ

Марьян ЗАБЛОЦКИЙ,
начальник отдела экономических исследований, Эрсте Банк

Гривна в ближайший год останется на текущем уровне по отношению к доллару США, если на мировом рынке не произойдет нового грандиозного дефолта, сравнимого по масштабам с падением Lehman Brothers. Таким образом, долговые финансовые инструменты, номинированные в гривне, представляют собой высокодоходные активы, привязанные к доллару США. Если инвестор ожидает, что кризис в Европе будет протекать без дефолтов больших стран еврозоны, то вклады под высокие проценты в гривне в ожидании стабильности курса являются привлекательной торговой идеей. Особое внимание следует уделить новым типам инструментов, которые предлагает правительство, а именно пятилетним бумагам с бермудским опционом. Эти облигации можно предъявлять к погашению после каждого квартала через полтора года с момента их выпуска. Рынок же оценивает эти облигации только по доходности к следующей оферте, не учитывая стоимости опциона. Дождавшись оферты, инвестор фактически будет иметь возможность получать фиксированный доход в 9.5%, финансируя основную сумму облигации под плавающую трехмесячную ставку. Высока вероятность получения в течении 3.5 лет безрискового дохода, что пока не оценено рынком.

финансовых активов Минфина РФ, эта мера позволит повысить ликвидность российского рынка госдолга и привлечь на него консервативных инвесторов, настроенных в первую очередь на долгосрочные инвестиции, а не на поиск арбитража. Однако пока присутствует целый ряд инфраструктурных проблем, признает сам регулятор: отсутствует внебиржевой рынок, не существует института центрального депозитария.

Неэффективная и дорогая инфраструктура, низкая ликвидность, излишняя зарегулированность рынка — основные препятствия, откладывающие приход международных инвесторов в Россию, считает Мария Иванова, руководитель депозитарного управления Дойче Банка.

МНЕНИЕ

Сергей СИНКЕВИЧ,
вице-президент,
группа ММВБ

Я полагаю, что создать более эффективную инфраструктуру и снизить расходы на ее услуги позволят меры, которые планируется осуществить в рамках либерализации рынка государственных ценных бумаг, в том числе меры по созданию единых условий обращения для государственных и корпоративных ценных бумаг на фондовом рынке, обеспечению возможности для совершения внебиржевых сделок, расчетов по сделкам в режиме Т+2 или Т+3. Изменение порядка осуществления выплат и налогообложения доходов по ценным бумагам с обязательным централизованным хранением также, на наш взгляд, будет способствовать увеличению эффективности указанных процедур и снижению расходов инвесторов. А создание в России центрального депозитария позволит сократить цепочки депозитариев, стоящих между эмитентом ценных бумаг с обязательным централизованным хранением и их владельцами, а следовательно, и уменьшить расходы владельцев на депозитарный учет.

Мы прекрасно понимаем, что основные риски, связанные с инфраструктурой российского финансового рынка, которые видят для себя иностранные инвесторы, лежат в области дальнейшего развития биржевой и расчетной инфраструктуры рынка. При этом, по мнению иностранных инвесторов, в отношении рынка облигаций по сравнению с рынком акций ситуация не выглядит столь неопределенной. Тем не менее, у инвесторов остаются опасения по поводу монополизации рынка биржевых и расчетных услуг, особенно в части тарификации этих услуг. Кроме того, они сомневаются, будут ли объединенные инфраструктурные институты стремиться к развитию технологий в условиях отсутствия конкуренции на локальном уровне.

С точки зрения sell side, основным препятствием для входа на рынок российских облигаций, торгуемых на ММВБ, является отсутствие эффективной и безрисковой технологии расчетов Т+n. Из-за обязательного преддепонирования активов, в том числе денежных, существующая технология Т+0 либо приводит к их неэффективному использованию (как известно, по остаткам денежных средств на счетах, открытых в НРД, не начисляются проценты), либо создает риск «ухода» цены облигации (и, соответственно, ее доходности) в нежелательную область за время, которое необходимо для подкрепления счета денежными средствами.

В настоящее время обсуждается вопрос о создании качественно нового института центрального контрагента на рынке российских облигаций. Здесь на первый план традиционно выходит тема рисков, связанных с осуществлением расчетов по ценным бумагам, а также наличие механизма, гарантирующего проведение расчетов для стороны, выполнившей свои обязательства по поставке актива (денег или ценных бумаг).

Я не вижу негативных последствий, связанных с прямым доступом иностранных инвесторов на российский фондовый рынок. Для участников российской расчетно-клиринговой инфраструктуры увеличение числа инвесторов, имеющих прямой доступ на рынок, означает рост числа клиентов, что, конечно, также должно благотворно повлиять на экономическую ситуацию.

Либерализация российского фондового рынка и обеспечение технологии прямого доступа как на законодательном, так и на техническом уровнях, безусловно, приведут к росту инвестиций высвобождающихся денежных средств, а значит росту биржевых оборотов и, как следствие, увеличению волатильности курсовой стоимости ценных бумаг. Тем не менее, мы ожидаем появления так называемого долгосрочного инвестора в лице инвесторов-резидентов, которые смогут сдерживать возможные спекуляции на российском фондовом рынке из-за резкого увеличения объема денежной массы за счет нерезидентов.

Александр Кудрин, руководитель группы анализа рынка долговых обязательств ИК «Тройка Диалог», назвал в числе главных недостатков локального облигационного рынка крайне слабую защиту прав инвесторов в ценные бумаги, практически полное отсутствие ковенант в локальных выпусках и большую долю нерейтингованных бумаг, особенно во втором и третьем эшелонах.

Кроме того, помимо перечисленных факторов, отпугивающих нерезидентов, у иностранных участников все еще отсутствует адекватное понимание того, какой будет премия за риск, которую они получат, и насколько ликвидными окажутся эти инвестиции, подчеркнул Кирилл Илинский, управляющий партнер Fusion Asset Management.

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

БЛИЦ-ИНТЕРВЬЮ

Константин ВЫШКОВСКИЙ,
директор департамента государственного долга и государственных финансовых активов, Министерство финансов РФ

«УВЕРЕН, СПЕКУЛЯНТЫ УЖЕ ЗДЕСЬ»

– Что показало ваше общение с иностранными инвесторами: они действительно хотят и готовы прийти на российский рынок?

– Последняя серия встреч в Лондоне подтвердила, что существует внушительная группа инвесторов, действительно готовых принимать суверенный риск России как заемщика, но не брать на себя риски российской инфраструктуры. Основной риск — необоснованные сложности при проведении расчетов, невозможность для нерезидента приобретать государственные облигации напрямую, через счет в международных клиринговых системах. Не секрет, что у иностранцев также существуют опасения в отношении защиты прав собственности инвесторов, которые в России удостоверяют более 40 организаций. Поэтому сейчас для российских финансовых властей одной из ключевых задач является обеспечение для иностранных участников прямого, комфортного и безопасного доступа на российский рынок ценных бумаг.

– Как вы считаете, претензии к инфраструктуре российского рынка со стороны иностранных участников справедливы?

– Справедливые претензии к инфраструктуре российского рынка существуют как у иностранных, так и у российских участников. Поэтому нам очевидно, что необходимо обеспечить возможность для прямой покупки государственных ценных бумаг через международные депозитарно-клиринговые центры, распространить обращение данных инструментов на фондовые биржи и внебиржевой рынок и, наконец, создать в России институт централизованного учета прав на ценные бумаги.

Эти меры, безусловно, приведут к усилению конкуренции среди торговых площадок, депозитариев и регистраторов, что будет способствовать повышению качества и снижению стоимости оказываемых ими услуг.

– Какие риски существуют для российского рынка в случае прямого доступа на него иностранцев?

– Существуют опасения, что открытие российского рынка для иностранцев может вызвать отток части операций как с государственными, так и с корпоративными ценными бумагами за рубеж, потерю российскими участниками части бизнеса, способствовать усилению волатильности рынка. Однако есть основания полагать, что потенциальный негативный эффект открытия рынка не будет иметь значительный и длительный характер и многократно компенсируется в результате притока новых групп инвесторов на российский рынок ценных бумаг и повышения его конкурентоспособности и привлекательности. Более того, в перспективе можно ожидать расширения возможностей для российского бизнеса в этой сфере.

Мы ожидаем, что основной приток иностранцев на российский рынок обеспечат не спекулянты (уверен, они уже здесь), а консервативные долгосрочные инвесторы, чувствительные к качеству эмитента и уровню развития рыночной инфраструктуры, а не к краткосрочным изменениям ситуации на рынке. В этом случае возможное увеличение волатильности на российском рынке будет незначительным.