«БЫК»

Антикризисные покупающие

События на рынке госбумаг наделали немало шуму на финансовом рынке. Напомним вкратце, что же произошло. Вечером 21 сентября появились агрессивные заявки на покупку ОФЗ наиболее ликвидных выпусков (46018 и 46020) по ценам на 1.5–2 п.п. выше текущих котировок. Это вызвало резкий рост цен и оборота по этим выпускам. Ситуация повторилась и в понедельник 24 сентября, когда рост котировок по этим выпускам продолжился еще на 1–1.5 п.п. Все это совпало с заявлениями Владимира Путина и Алексея Кудрина на форуме в Сочи о возможности государственной поддержки финансового рынка и инвестирования в госбумаги ресурсов «институтов развития». Большинство участников рынка сразу же сделали вывод о том, что агрессивные покупки ОФЗ были осуществлены именно со стороны одного из государственных институтов. Это вызвало бурную дискуссию в прессе и на форуме Cbonds о том, нужно ли такое вмешательство государства для стабилизации рынка, или оно только усугубит ситуацию.

Кстати, никаких стопроцентных доказательств того, что покупателем госбумаг выступал один из государственных институтов, нет. Но все же примем как наиболее вероятный тезис о том, что таинственным покупателем госбумаг выступило одно из государственных учреждений. И спокойно, остынув от горячки двадцатых чисел сентября, порассуждаем о том, является ли подобная форма государственного вмешательства в работу финансового рынка желательной или, напротив, негативной с точки зрения последствий.

Как известно, меньше всего ошибается тот, кто ничего не делает. Но бывают ситуации, когда делать что-то все же необходимо. Сейчас на финансовом рынке кризис, следовательно, обязанность государства — попытаться смягчить возможные последствия этого кризиса. И не стоит с глубокомысленным видом говорить о том, что

«МЕДВЕДЬ»

Слонопотамы «развития»

Нет ничего аномального в том, что инвесторы время от времени несут убытки и оказываются в сложном положении, особенно если они используют рисковые стратегии в расчете на повышенную отдачу. «Спасения» за счет налогоплательщиков ведут к деградации дисциплины инвесторов и посредников и частому образованию пузырей. Незаметно, но быстро рынки теряют способность эффективно перераспределять капитал. В частности, сам факт образования стресса на финансовом рынке не должен быть руководством к изменению монетарной политики, так как он не всегда ведет к нежелательному дезинфляционному давлению в экономике. «Спасение инвесторов» — это тот случай, когда государству не сделать ничего лучше, чем сделать что-то. И чем сильнее действия государства нарушают нормальные каналы ценообразования активов и оценки рисков, тем более аккуратными они должны быть.

С ЧЕМ, СОБСТВЕННО, БОРОЛИСЬ?

Накануне интервенций рынок по долгосрочным ОФЗ характеризовался нормальной ликвидностью. Не повышенной, как в периоды ралли весны-лета 2007 г., но нормальной. Снижение цены происходило в условиях сохранения двусторонних котировок адекватно объема и спреда. Боле того, незадолго до интервенций были проведены плановые аукционы по 30-летним и 15-летним ОФЗ, собравшие чистый спрос около 50 млрд руб. и 30 млрд руб. за вычетом произведенных выплат по ОФЗ. Это отнюдь не самые слабые показатели за текущий год, наоборот — одни из лучших. Доступная статистика по ценам заявок указывает на широкий разброс и в среднем больший дисконт ко вторичному рынку по сравнению с сопоставимыми аукционами в 2007 г., но в ноябре-декабре прошлого года спрос был еще более осторожным.

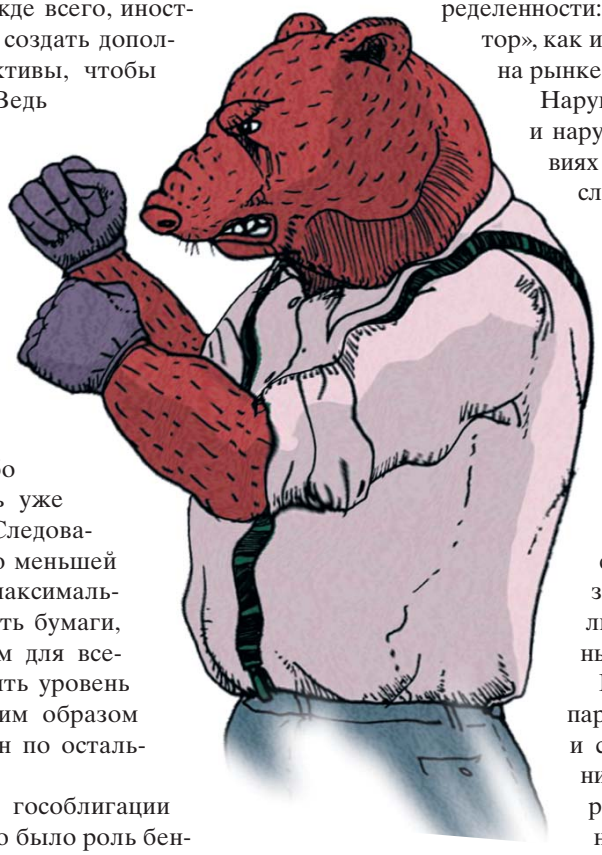
Другим симптомом хронического дефицита ликвидности в активе является его прогрессирующая дешевизна относительно аналогов. Опять же, в отношении ОФЗ такой диагноз был необъективен. С августа спреды к ОФЗ большинства первоклассных корпоративных заемщиков, в том числе квазигосударственных, заметно расширились, а хеджированная в рубль кривая суверенных еврооблигаций РФ стала еще выше относительно ОФЗ. Таким образом, можно говорить о сравнительно избыточной ликвидности на спросе и дефиците предложения по ОФЗ, которые привели к их относительному подорожанию. Контраргументом назовут повышение доходности длинных ОФЗ на фоне сползания вниз ставки долларовой РФ-30, но почему тогда ОФЗ практически проигнорировали падение долларовых бондов в мае-июне этого года?

«БЫК»

«спасать» инвесторов не дело государства! Один раз, в 1998 году, государство их уже «не спасло». Последствия этого все российские финансисты хорошо помнят и вряд ли желают заново пережить что-либо подобное.

Впрочем, речь, наверное, все же не о том, должно ли государство бороться с кризисом на финансовом рынке, а скорее о том, какими методами должна осуществляться эта борьба. Кстати, методов не так уж и много. И увеличение ликвидности за счет выкупа государственных ценных бумаг — один из самых очевидных. Логика весьма проста: если причина кризиса — в оттоке капитала (прежде всего, иностранного), значит, нужно создать дополнительный спрос на активы, чтобы компенсировать отток. Ведь если все продают, то для стабилизации ситуации надо, чтобы кто-то начал покупать.

Естественно, что государственные институты, какими бы финансово мощными они ни были, не могут скупить весь российский рынок облигаций, ибо его совокупная емкость уже превышает 2 трлн руб. Следовательно, чтобы возможно меньшей суммой средств создать максимальный эффект, надо скупать бумаги, являющиеся бенчмарком для всего рынка, чтобы изменить уровень этого бенчмарка и таким образом повлиять на уровень цен по остальным бумагам.



В последнее время гособлигации вернули себе утраченную было роль бенчмарка рублевого рынка. Соответственно, лучший способ повлиять на уровень ставок на рынке — это подвинуть госбумаги. Остальные бумаги, ценообразование которых осуществляется на основе привязки к бенчмарку, должны будут подтянуться к новым уровням. Это необязательно произойдет сразу, но если спред между государственными бумагами и «первым эшелоном» все же расширится, предпочтения инвесторов сместятся туда, затем этот эффект перекинется на второй эшелон и т.д.

Собственно, именно это и было сделано — были подняты котировки по наиболее ликвидным выпускам ОФЗ. Рынку был дан достаточно четкий сигнал, какой уровень ставок по госбумагам является для государства «приемлемым». Вспомним, как это бывает иногда на валютном рынке — рубль начинает быстро падать (или расти), все гадают, где же предел падения (роста), и в какой-то момент на рынок выходит ЦБ и «говорит»: граница вот такая, ниже (выше) курс сейчас не уйдет. И все успокаиваются, заканчиваются спекуляции,

«МЕДВЕДЬ»

С какой стати малорисковые облигации в рублях должны ходить в четком тандеме с долларовыми, когда соответствующие спот и форвардные ставки фондирования в рублях и в долларах движутся в противоположных направлениях?

И НА ЧТО НАПОРОЛИСЬ?

Что стало с ликвидностью рынка ОФЗ после интервенций? Рыночная активность не выросла — объем интервенций нужно вычесть из общего. Складывается впечатление, что спреды рыночных котировок стали даже шире, ведь появились дополнительные факторы неопределенности: как дальше поведет себя «мегаинвестор», как изменится предложение выпусков ОФЗ на рынке РЕПО?

Нарушилась целостность рынков капитала, и нарушилась она надолго. В текущих условиях господам из Минфина и Банка России следовало бы стремиться к прямо противоположному. Представьте, что накануне вам понравился кредитный спред какой-то рублевой облигации, но продолжала смущать общая тенденция ставок. Поэтому вы купили эту облигацию, хеджировав часть ее процентного риска продажей ОФЗ, фьючерсом или заняв подходящий выпуск на рынке РЕПО. Таким образом, вы смогли инвестировать в корпоративные рублевые облигации в сложных рыночных условиях, воспользовавшись более предпочтительной ликвидностью рынка ОФЗ как эталонных рублевых ставок.

Интервенции вынесли цены ОФЗ за пару дней не несколько процентов вверх и смели всю ликвидность на предложении, а в корпоративных облигациях иррационально действующих покупателей не появилось. Вероятно, вы закроете свою позицию с приличным убытком и впредь не будете покупать рублевые облигации, пока вам не будет нравиться и спред, и абсолютная цена, и дюрация, потому что не можете объективно полагаться на эталонные свойства и ликвидность ОФЗ. Тем самым вы частично сократите свои поставки ликвидности на рублевый рынок долга.

Совокупной ликвидности рынков рублевого долга в результате произошедших событий был нанесен серьезный урон, особенно в части каналов трансляции ликвидности между сегментами. Тем временем, именно из-за плохой трансляции ликвидности в финансовой системе РФ можно встретить двузначные ставки РЕПО и судорожные продажи на споте по входящему в ломбардный список Банка России долгу без каких-либо признаков потерь в кредитоспособности заемщика.

Если рассматриваемые события на рынке ОФЗ — воплощение вспомогательных мер властей РФ по поддержанию ликвидности отечественного рынка долга, то меры эти неудачны и по замыслу, и по реализации.

«БЫК»

рынок приходит в нормальное состояние. Кстати, почему-то мало кто критикует ЦБ за операции на валютном рынке — напротив, считают его «гарантом стабильности».

У любого кризиса есть как сценарий его развертывания, так и сценарий его свертывания. Пока мы не увидим установления нового уровня ставок и возобновления первичного рынка в первом эшелоне, не стоит ждать ничего хорошего во втором и третьем эшелонах. Первый эшелон на рынок выходит уже в ближайшее время — на 10 октября запланированы размещения Россельхозбанка и ВТБ 24. Если эти размещения пройдут успешно, будет дан сигнал того, что первичный рынок по первому эшелону восстанавливается. Естественно, этот процесс тоже не будет моментальным, но все же позитивные сигналы рынку будут нужны. Потом на рынок выйдут другие первоклассные заемщики из числа госкомпаний (планов заявлено немало), а затем можно будет говорить об открытии рынка и для второго эшелона.

Конечно, в реальности погасить пожар на рынке не так легко, и начать агрессивно покупать госбумаги — только одна из возможных мер, ни в коем случае не единственная. Необходимо расширять систему рефинансирования (и это тоже планируется сделать за счет расширения ломбардного списка ЦБ), возможно, высвобождать ликвидность за счет снижения резервных требований в ФОР.

А утверждения, что такие методы могут повлечь за собой утрату «рыночности» рынка ОФЗ, выглядят преувеличением. Представьте себе, что кто-то из корпоративных эмитентов, увидев, что ставки по его бондам на вторичном рынке достигли слишком высоких уровней, начинает выкупать их с рынка. Мы что, будем обвинять эмитента в том, что своими действиями он снижает «рыночность» своих бумаг? Скорее наоборот — воспримем это как свидетельство финансовой мощи эмитента и того, что бумага недооценена.

«МЕДВЕДЬ»

Наибольшие вопросы вызывает оправданность столь выраженной ценовой инициативы. Если же это результат действий независимой стороны, то властям РФ надлежит принять системные меры для защиты долговых рынков РФ от подобных манипуляций в будущем.

Несомненно также, что произошедшее добавило оснований для скепсиса в отношении перспектив рынка деривативов на основе ОФЗ, которые с такой помпой были представлены рынку летом. Кстати, что будет с рыночным спросом и ценами, если следующий раз по достижению доходностью ОФЗ сентябрьских максимумов «мегаинвестор» не появится? Это ведь наверняка усилит ретивость продавцов и смятение покупателей и вот тогда с ликвидностью могут начаться настоящие проблемы. Любые интервенции — это игра, где выход стоит гораздо дороже входа, с чем только и остается поздравить наши монетарные власти.

КТО ОПЛАЧИВАЕТ ПРАЗДНИК?

Есть и еще одно крайне существенное замечание. Если интервенции проводил государственный фонд или иное «учреждение развития», то разве не логичнее было бы провести публичный аукцион по покупке ОФЗ, указав целевой объем, сроки и задачи операции? В конечном счете, такие структуры распоряжаются ведь деньгами налогоплательщиков! А в случае открытого аукциона не только цена покупки была бы ниже, но и возможностей для злоупотребления убавилось бы на порядок. Ведь очевидно, что любой участник рынка, обладающий непубличной информацией о происходящем, получает несправедливое преимущество, причем анонимность режима торгов ММВБ в этом случае только помогает инсайдеру. А так получается, что дефицит ликвидности на рынках оказался банальным поводом вздуть кому-то прибыль за счет налогоплательщиков и рядовых участников рынка. Особый цинизм заключается в том, что ликвидность рынков от этих манипуляций не только не поправилась, но и ухудшилась. К сожалению, аналогичные казусы в законотворчестве, реформаторстве и регулировании продолжают встречаться в России удивительно часто.