Инструментарий

АНАЛИТИКА

В преддверии очередной церемонии награждения лучших аналитиков долгового рынка страны, которая традиционно состоится в рамках декабрьского облигационного конгресса, редакция Cbonds Review решила опубликовать подробную информацию обо всех претендентах на Cbonds Awards и заодно узнать, что они думают о нынешнем уровне отечественной аналитики, которая продолжает оставаться самой субъективной отраслью рынка облигаций. И хотя в силу неназванных внутренних причин пара известных аналитических команд отказалась от участия в проекте, в целом картина получилась весьма полной. И даже на самые провокационные вопросы о порядке подсчета годовых бонусов и взаимодействия с инвестиционным департаментом мы в большинстве случаев сумели получить развернутые ответы. Судя по ним, можно уже смело утверждать, что за последние несколько лет аналитики сумели переломить ситуацию и убедить топ-менеджеров российских банков, что их независимые обзоры приносят гораздо больше выгоды, чем выступления «по просьбе IB». Правда, негативных оценок от этого в исследованиях не прибавилось. Но по уверению опрошенных Cbonds Review аналитиков, это вызвано не наличием между ними какого-либо тайного корпоративного сговора, а отсутствием на такие оценки какого-либо спроса со стороны участников рынка, среди которых попросту нет играющих на понижение.

Оле-оле-оле-оле!

В день принципиальнейшего матча сборных России и Англии по футболу в Москве редакция Cbonds Review попросила ведущих аналитиков облигационного рынка дать свои прогнозы на предстоящую игру.

Большинство экспертов, опрошенных главным редактором Cbonds Review Иваном Макаровым, «с лету» прогнозировать ничего не стали. Как совершенно серьезно заметил один из аналитиков, «прежде чем давать какие-то оценки, надо посмотреть, что там пишет Bloomberg». Впрочем, Россия в очередной раз доказала, что и в 21 веке умом ее не понять, в нее и в ее эмитентов надо только верить. Ближе всего к истине оказались те из экспертов, что озвучили свой прогноз прямо по телефону, не пользуясь предоставленной возможностью взять «час на обдумывание». И Александр Ермак из БК «РЕГИОН», и Александр Кудрин из «Тройки Диалог» оказались всего в шаге от абсолютной победы, угадав не только исход матча, но и разницу мячей, с которой сборная Россия победит сборную Англию. Абсолютным же победителем стал Михаил Никитин из Райффайзенбанка, которого звонок главного редактора Cbonds Review застал во время обеда. Из тех же, кто воспользовался временем для раздумий, успех коллег сумел повторить лишь Станислав Пономаренко из ING Bank. Примечательно, кстати, что при обилии на облигационном рынке позитивных прогнозов в большинстве своем, как показал опрос, бондовые аналитики настроены пессимистично. Ничейный прогноз, который, казалось бы, был в тот день отменным компромиссом, дали лишь двое из опрошенных — при шести голосах против сборной России. Справедливости ради надо отметить, что сотрудники редакции Cbonds Review в тот день тоже были полны пессимизма. Итоговый результат угадал только один Роман Чередниченко, который, как и Михаил Никитин, дал свой прогноз навскидку и без долгого подсчета шансов.

А вы говорите, кто-то через процедуру оферты может не пройти. Это с таким-то футболом?

ПРОГНОЗЫ НА ФУТБОЛЬНЫЙ МАТЧ РОССИЯ-АНГЛИЯ, СДЕЛАННЫЕ В ДЕНЬ ИГРЫ

Александр Ермак, БК «РЕГИОН»

1:0

Игра, конечно, будет тяжелой. Но я оптимист и верю, что наши ребята сделают все возможное, чтобы не пропустить от англичан, и сумеют забить хотя бы один гол. Отступать некуда, позади Москва.

Михаил Галкин, МДМ-Банк

1:1

Для обеих команд матч будет очень важным, при этом из-за более низкого положения в турнирной таблице для России победа просто критична. Поэтому наша команда будет стараться больше атаковать, тогда как Англия скорее выберет модель игры «от обороны». Обе команды будут играть предельно внимательно, в связи с чем мы не ожидаем большого количества голов. Учитывая более высокий класс наших соперников, мы предполагаем, что наши скорее не смогут вырвать победу. Коэффициенты на сайтах букмекерских контор указывают на то, что наиболее вероятным будет счет матча 0:1 или 1:1 (Россия-Англия). Исходя из всего этого, а также из личных симпатий к российской сборной, мы считаем, что итоговый счет матча будет 1:1, но при этом искренне желаем нашей команде победы.

Александр Кудрин, «Тройка Диалог»

1:0

Думаю, Семшов забьет в середине первого тайма. А затем наши сумеют выстоять второй тайм. Я был на «Уэмбли», видел и совершенно несправедливо незасчитанный гол, забитый Зыряновым, и ту поддержку английских болельщиков, которая гнала сборную Англии вперед. В выездных матчах без этой психологической поддержки трибун сборная Англии не так сильна, и ее игра с той же Хорватией показала, что обыгрывать англичан вполне можно. В этот раз трибуны будут гнать вперед уже наших. И потом, я верю в талант Гуса Хиддинка, который не зря считается одним из самых талантливых тренеров мира.

Иван Манаенко, «Велес Капитал»

1:3

Основания для такого прогноза очевидны. Класс как игроков, так и команды у англичан на порядок выше. Последняя встреча сборных закончилась со счетом 3:0 не в нашу пользу при том, что у англичан отсутствовало несколько основных игроков. История встреч с эпохи СССР также неутешительна для нашей сборной. Положительны для нашей команды два основных фактора: погода и поле. При этом погода пока в целом нейтральная. Проблема российских игроков состоит в том, что команда не может удержать завоеванных позиций, то есть после одного гола приходит какое-то всеобщее расслабление.

Олег Соломин, «Петрокоммерц»

1:2

Английская сборная очевидно сильнее нашей сборной. Однако в подтрибунных помещениях после матча наши могут и обыграть англичан. Только за эту неделю в Москве и СПб около двух десятков англичан уже почувствовали, что в некоторых видах спорта россияне сильнее. Счет мог бы быть и диаметрально противоположным, если заставить английскую сборную в полном составе добираться до матча на метро с двумя пересадками. В этом случае можно даже ожидать быстрого гола.

Алексей Демкин, «ТРАСТ»

1:1

С одной стороны, во время матча наверняка реализуется желание россиян проявить себя, доказать всем, что они как сборная чего-то стоят, подкрепленное тем фактом, что для Гуса Хиддинка на посту главного тренера сборной России это фактически экзамен и первая возможность ответить на все те вопросы, что на первых порах возникали в отношении его работы. С другой стороны, англичан устраивает и ничья — поэтому они запрутся в своей штрафной и с большой долей вероятности хотя бы один раз поймают нашу сборную на контратаке.

Юрий Бодрин, Связь-Банк

1:2

Счет 1:1, думаю, будет держаться в игре достаточно долго но в конце матча наша сборная как всегда пропустит второй гол и больше не сможет создать ничего дельного у ворот противника — попросту не хватит физических сил противостоять англичанам на протяжении всех 90 минут матча.

Станислав Пономаренко, ING Bank

1:0

Основным нашим преимуществом станет фактор своего поля и поддержка болельщиков. Кроме того, вполне возможно, что после первой тренировки на искусственном покрытии стадиона «Лужники» травмированный капитан англичан Терри не выйдет на поле.

Леонид Игнатьев, ИГ «АТОН»

0:2

Разница в классе игры между нашей сборной и сборной Англии очевидна. А традиционная российская надежда на плохую погоду, в частности, на такой фактор поддержки, как снег, очень пугающий нерезидентов, к сожалению, напрасна — погода в Москве сегодня хорошая, что, безусловно, сыграет на пользу англичанам.

Михаил Никитин, Райффайзенбанк Австрия

2:1

Я оптимистично рассматриваю шансы нашей сборной по футболу. И несмотря на всем известные негативные факторы, рассчитываю на то, что наша команда выложится на все 100% и даже больше и сотворит сенсацию.

Владимир Малиновский, «КИТ Финанс»

1:2

Объективно наши не дотягивают до уровня сборной Англии. Поэтому иного исхода ожидать не стоит.

Игорь Голубев, банк «ЗЕНИТ»

1:2

Исторически сборная Англия сильнее нашей команды. Разница в классе очевидна, а заряд на игру и понимание того, что для сборной России домашняя победа над Англией — единственная возможность попасть на чемпионат Европы, к сожалению, позволит нам забить лишь один гол. Играя в открытый, атакующий футбол с Англией, мы наверняка пропустим пару мячей в свои ворота.

Сергей Лялин, генеральный директор Cbonds

0:2

Откровенно говоря, ну не верю я, что наши что-то смогут противопоставить сборной Англии.

Иван Макаров, главный редактор Cbonds Review

1:2

Сложно ожидать, что наша сборная сможет повторить тот сенсационный успех — победу над французами. Сборная Англия сильнее нашей сборной по всем параметрам, а победа в этом матче ей просто необходима.

Роман Чередниченко, глава проекта Investfunds

2:1

Ну раз все говорят, что сборная проиграет, значит, выиграем. Со счетом, скажем, 2:1.

Альфа·Банк

Александр Шалагин,
руководитель аналитической группы по облигациям, Альфа-Банк

В 2004 году окончил экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова по специальности «Финансы и кредит». После защиты диплома принимал участие в разработке и финансировании крупных инвестиционных проектов в Сбербанке.

В инвестиционную команду Альфа-Банка пришел в 2006 г. из шведского банка Swedbank, где работал в управлении «Risk management». Последующие профессиональные планы в основном связывает с банковским сектором.

Екатерина Леонова,
старший аналитик по долговым рынкам, Альфа-Банк

Родилась в Москве в 1974 г. В 1996 г. закончила Финансовую Академию при Правительстве РФ с красным дипломом.

В 1996-2000 гг. работала в аналитическом отделе Департамента операций на открытом рынке Центрального Банка РФ. Потом в течение года работала журналистом в международном агентстве Reuters. В 2001 г. пришла в Альфа-Банк в аналитический отдел. Стояла у истоков развития аналитики по негосударственному долговому рынку.

Анастасия Сарсон,
аналитик, Альфа-Банк

В 2002 г. окончила механико-математический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова, специализация «Прикладная математика», затем в 2004 г. Российскую экономическую школу, магистр экономики.

Имеет более чем семилетний опыт аналитической работы в различных компаниях: от небольшого российского банка до крупных финансово-промышленных структур. До работы в Альфа-Банке занималась разработкой стратегических перспектив, финансовым анализом, оценкой инвестиционных проектов и сделок M&A в группе «Гута».

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Конец января — февраль 2008 г. — наиболее вероятный период восстановления ликвидности рынка корпоративных облигаций. Наравне с повышением активности иностранных банков, основным индикатором будут выступать первичные размещения компаний второго эшелона. Несмотря на то что рынку требуется время для выхода на прежний уровень деловой активности, вероятность краткосрочного улучшения по-прежнему остается высокой.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе?

Российский рынок находится в стадии развития, его объемы и «инструментарий» несравнимы с аналогичными рынками развитых стран. В среднесрочной перспективе развитие российского рынка корпоративных облигаций будет проходить под влиянием эмитентов, желающих расширить источники финансирования и использовать все более удобные инструменты для бизнеса. В ближайшей перспективе мы видим большой потенциал в развитии направления «биржевых облигаций» как альтернативе классического краткосрочного финансирования.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Четкого приоритета нет.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Наша основная цель — дать объективную оценку, и именно поэтому аналитики не могут быть зависимы от желаний sale side инвестиционного подразделения. Как правило, мы участвуем в первичном отборе наших клиентов, оценке их бизнеса и рисков. Впоследствии данный подход позволяет выводить на рынок облигации первоклассных заемщиков.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перпектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит?

Выход компании на публичный рынок капитала подразумевает соответствие целому ряду стандартов. Любой крупный инвестиционный банк не будет связываться с сомнительными и бесперспективными эмитентами.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Денежная мотивация конкретного аналитика зависит от результата команды и от личной целеустремленности, которая оценивается по результатам года.

На вопросы Cbonds Review отвечал Александр Шалагин

Как это было

Иных уж нет, а те далече

Сергей Лялин

Ты помнишь, как все начиналось.
Все было впервые и вновь.

«Машина времени»

Российский рынок облигаций меняется довольно быстро. Растет круг эмитентов и инвесторов, все больше и больше банков и инвестиционных компаний готовят свои аналитические материалы. На рынок приходят новые люди, и уже не все помнят, кто же стоял у его истоков. Мы решили сделать небольшой экскурс в историю и вспомнить, кто анализировал рынок облигаций четыре года назад, в 2003 году... Почему именно в 2003 году? Просто если принять за точку отсчета рынка корпоративных облигаций в России 2001 год, то можно считать, что к 2003 году на нем уже появились свои «имена» — как компаний, так и конкретных людей.

Аналитики тогда было заметно меньше, зато почти всех аналитиков тогдашние участники рынка знали поименно. Уже тогда патриархом fixed income research в России можно было считать Александра Ермака из компании «РЕГИОН» — он писал аналитические материалы еще в «доисторическую» эпоху (с 1999 года), когда рынок долговых инструментов состоял только из вексельного рынка. Александр по сей день работает долговым аналитиком в «РЕГИОНе» и заслуженно пользуется уважением у всех участников рынка.

Еще один старожил облигационной аналитики — Александр Кудрин из «Тройки Диалог». Как и его тезка из «РЕГИОНа», Александр продолжает руководить аналитикой по долговому рынку в этой компании. Не отставали от «Тройки» и их вечные конкуренты из «Ренессанс Капитала». Группой аналитиков долгового рынка в этой компании в ту пору — как, впрочем, и сейчас — руководил Алексей Моисеев. А вот его коллеги Павел Мамай и Анна Матвеева хоть и продолжают работать в области долговой аналитики, сменили работодателя — Анна Матвеева ушла в «Тройку Диалог», а Павел Мамай — в московский офис Lehman Brothers. Впрочем, «Ренессанс» нашел вполне достойную замену ушедшим кадрам. В частности, ныне в компании работает Петр Гришин, который в 2003 году делал облигационную аналитику РОСБАНКа.

Также одним из первых инвестбанков, который начал делать качественную аналитику по долговому рынку, стал банк «ЗЕНИТ». Тогда бондовой аналитикой в банке занимались Алексей Третьяков и Анастасия Шамина. Они и по сей день работают в «ЗЕНИТе», правда, несколько сменили сферу деятельности: Алексей Третьяков теперь работает на позиции заместителя начальника управления продаж, а Анастасия Шамина — портфельный управляющий.

Продолжение на стр. 39

Антанта Капитал

Дмитрий Монастыршин,
финансовый аналитик долговых инструментов,
Инвестиционная компания «Антанта Капитал»

Родился 23 февраля 1976 г. в Казани. В 1998 г. окончил Казанский университет по специальности «Финансовый менеджмент». В 2001 г. закончил аспирантуру. Начал карьеру в 1997 г. в инвестиционном департаменте АК БАРС Банка.

В 1999–2002 гг. работал руководителем консалтинговых проектов в компании «Диалог-Инвестментс». Осуществлял стратегический консалтинг акционеров и топ-менеджмента компаний «Татнефть», «Укртатнафта», «КАМАЗ».

В 2002–2006 гг. работал финансовым директором в поволжском дистрибьюторе компаний Procter&Gamble и Nestle. Занимался привлечением проектного финансирования, совершенствованием системы бюджетирования, реализовал проекты по снижению затрат и повышению капитализации компании. Занимался вопросами стратегического менеджмента и развитием системы корпоративного управления.

С 2007 г. является финансовым аналитиком департамента долговых инструментов ИК «Антанта Капитал». Сфера компетенции — анализ потенциальных эмитентов, определение параметров эмиссии, структурирование сделок, определение действий эмитентов по повышению инвестиционной привлекательности, подготовка презентационных материалов, информационных меморандумов, участие в переговорах с потенциальными эмитентами и инвесторами.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Российский рынок облигаций находится под давлением мирового финансового кризиса. По состоянию на 24 октября в ФСФР зарегистрировано 106 эмиссий облигаций на 225 млрд руб., которые не размещаются в связи с кризисом ликвидности и ростом стоимости капитала для эмитентов второго и третьего эшелонов на 2–4% годовых. В третьем квартале 2007 г. было размещено всего 35 эмиссий корпоративных облигаций на 71 млрд руб., тогда как в 2006 г. за это время было размещено 58 эмиссий на 128.8 млрд руб. Значительную часть размещений в третьем квартале 2007 г. составили не рыночные, а технические размещения. Большая часть из запланированных размещений бондов в третьем квартале 2007 г. перенесены до лучших времен.

Конец октября охарактеризовался улучшением обстановки на российском долговом рынке. Если в начале октября операции осуществлялись преимущественно с наиболее ликвидными бумагами первого эшелона, то к концу месяца активизировались покупки бумаг второго и третьего эшелонов.

Несмотря на стабилизацию рынка, большинство эмитентов вынуждено практически полностью выкупать свои облигации по оферте и размещать их повторно по более высоким купонным ставкам.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

В результате действий ЦБ РФ по поддержке ликвидности российской банковской системы в ближайшей перспективе можно ожидать увеличения первичных размещений и увеличения операций на вторичном рынке бондов. Высокие цены на нефть, макроэкономическая стабильность и преемственность политического курса станут определяющими факторами роста инвестиционной привлекательности экономики России в 2008 г.

Чистый приток иностранного капитала в российский частный сектор в 2008 г. составит порядка $50 млрд. Прирост золотовалютных резервов будет на уровне 2007 г. Темп прироста реальных располагаемых денежных доходов населения в 2008 г. может составить 10.6%. Инвестиции в основной капитал могут увеличиться на 13.2%. В этих условиях темпы экономического роста составят 6.7%.

Реализация национальных проектов, использование средств стабилизационного фонда и институтов развития дадут приток ликвидности и окажут поддержку рынку облигаций.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-

подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Приоритетом является подготовка закрытых аналитических исследований для использования подразделениями банка и для наших клиентов.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Без комментариев.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов появляются редко, так как для этого отсутствуют предпосылки. Во-первых, организаторы выпусков проводят работу по отбору потенциальных эмитентов. Если финансовые показатели компании недостаточны, не имеет смысла затрачивать ресурсы и выводить такую компанию на долговой рынок. Во-вторых, последние пять лет в связи с экономическим ростом в России финансовые показатели большинства компаний улучшались, совершенствовалась система финансового и корпоративного управления предприятий. В-третьих, на фоне экономического роста в течение последних пяти лет улучшался инвестиционный рейтинг России, рос уровень ликвидности в банковской системе. В поисках направлений инвестиций на фоне благоприятной макроэкономической конъюнктуры большинство инвесторов стали недооценивать риски и снижать требования к эмитентам.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Система мотивации ориентирована на результат и зависит от доходов департамента. Это стимулирует аналитиков повышать качество аналитических материалов.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Для меня работа аналитика — это важный этап на пути личностного и карьерного развития. Свои ближайшие перспективы я связываю прежде всего с ростом компании. Объем операций, реализуемых департаментом долговых инструментов компании «Антанта Капитал», в 2007 г. вырос в четыре раза по сравнению с 2006 г. На 2008 г. у нас не менее амбициозные планы.

Как это было

Иных уж нет, а те далече

Продолжение, начало на стр. 37

Школой аналитиков для облигационного рынка можно назвать инвестиционный банк «ТРАСТ». В 2003 году там работали такие известные ныне (правда, уже по совершенно другим компаниям) люди, как Николай Подгузов (ныне «Ренессанс»), Николай Кащеев (ныне ВТБ), Михаил Галкин (ныне МДМ-Банк). А вот Алексей Демкин, специализировавшийся на кредитном анализе, по-прежнему работает в «ТРАСТе». Среди тех, чье мнение часто шло вразрез с консенсусом, выделялся аналитик МДМ-Банка Артур Аракелян. По информации Cbonds Review, сейчас Артур работает в компании Granat Asset Management, правда, насколько нам известно, компания не занимается операциями на рынке облигаций.

Банк «Уралсиб» в 2003 году еще был известен как «НИК-ойл», и за исследования облигационного рынка там отвечал Борис Гинзбург — один из наиболее авторитетных в ту пору аналитиков. Авторитет Борису Гинзбургу, помимо его действительно очень качественной аналитики, придавало и то, что в отличие от подавляющего большинства других аналитиков той поры, у Бориса была полученная в США степень MBA и достаточно длительный опыт работы в американских финансовых институтах. Борис по-прежнему работает в «Уралсибе», однако сменил направление работы с рынка облигаций на рынок акций.

Сменил свое имя и «Вэб-Инвест банк», известный ныне как «КИТ Финанс». В своем стремительном развитии банк меняет не только имена, но и города — в прошлом году основной офис этого инвестиционного банка переехал из второй столицы в первую. Вместе с банком переехал и бессменный аналитик банка по облигациям Владимир Малиновский, который, как и сейчас, был в числе наиболее известных аналитиков в 2003 году. Его коллега по долговой аналитике Михаил Зак перебрался в Москву еще раньше, и ныне руководит аналитикой в Газпромбанке.

Некоторые инвестиционные дома, которые в прошлом делали аналитику по долговому рынку, ныне на облигационном рынке уже мало кому известны. Среди них и компания «Олма». Аналитику по рынку облигаций в «Олме» делала Ольга Беленькая. В дальнейшем Ольга переквалифицировалась в аналитика на рынке акций и перешла работать в ИК «Финам», а затем в компанию Sovlink.

Есть ли какая-то общая «траектория развития» карьеры аналитиков облигационного рынка? Скорее нет. Кто-то из «старожилов» по-прежнему занимается облигационной аналитикой в той же самой компании. Кто-то сменил место работы, но продолжает заниматься анализом долгового рынка. Некоторые сменили сферу деятельности, став аналитиками на рынке акций, а то и вовсе переквалифицировались в сейлзов или портфельных менеджеров. В общем, каждый выбирает для себя...

Банк Москвы

Кирилл Тремасов,
директор аналитического департамента, Банк Москвы

Имеет два высших образования: экономическое и техническое (Государственный Университет — Высшая Школа Экономики, Институт электронной техники) и степень кандидата экономических наук.

С 1997 г. работал в различных финансово-кредитных учреждениях (ИК «Церих», МДМ-Банк). В 2003 г. возглавил аналитический отдел Банка Москвы. В 2006 г. занимал должность заместителя директора департамента управления активами. С октября 2006 г. — директор аналитического департамента Банка Москвы.

Егор Федоров,
начальник отдела анализа долговых рынков, Банк Москвы

Имеет высшее экономическое образование (Государственный Университет — Высшая Школа Экономики).

С 2003 г. по настоящее время работает в Банке Москвы. В 2006 г. он возглавил отдел анализа долговых рынков аналитического департамента Банка Москвы. В сферу ответственности входит стратегия долговых рынков, кредитный анализ эмитентов, разработка торговых идей, консультации клиентов и эмитентов.

Анастасия Залесская,
старший аналитик отдела анализа долговых рынков, Банк Москвы

Имеет высшее экономическое образование (Государственный Университет Управления).

В 2003–2006 гг. работала в отделе анализа рынка долговых инструментов ФК «Уралсиб». С 2007 г. занимает должность старшего аналитика отдела анализа долговых рынков в Банке Москвы. В сферу ответственности входит кредитный анализ эмитентов, разработка торговых идей, консультации клиентов и эмитентов.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Внутренний долговой рынок оказался чувствительным к негативным событиям на международном рынке капитала. Первичный рынок практически «умер» на два месяца. На наш взгляд, это прежде всего связано с ожиданиями инвесторов и эмитентов. Последние несколько лет российский долговой рынок уверенно набирал обороты: росло количество выпусков, эмитентов, команд, которые стали предлагать клиентам все более хитрые и сложные продукты с использованием инструментов внутреннего и внешнего долговых рынков. Это позволяло эмитентам рассчитывать на более выгодные условия заимствования, особенно в условиях избыточной ликвидности, которая наблюдалась в первом полугодии 2007 г. Фактически рынок оказался не готов к росту ставок.

Несмотря на то что объемы первичных размещений значительно снизились, рынок продолжает работать. Количество эмитентов, желающих разместиться, постоянно растет, а получение мандатов на организацию финансирования проходит на фоне высокой конкуренции. Растет коли-

чество неразмещенных выпусков и неудовлетворенный спрос на деньги со стороны эмитентов. По нашим оценкам, объем выпусков, зарегистрированных в ФСФР, достиг 290 млрд руб. Общий объем планируемых размещений составляет 550 млрд руб., что сопоставимо с масштабами всего корпоративного сегмента (1.175 трлн руб.).

Мы полагаем, что в перспективе первичный рынок снова заработает на полную катушку, однако накопившийся неудовлетворенный спрос может привести к росту ставок для эмитентов второго-третьего эшелонов.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе?

Мы ожидаем шквала первичных размещений, как только рынок окончательно оправится от потрясений и появится так называемое окно, которого сейчас с нетерпением дожидается более сотни эмитентов. Возможно, спрос на первичные размещения вернется еще до конца этого года, однако более вероятно, что это произойдет лишь в следующем году. По всей видимости, возвращение активности на первичный рынок произойдет параллельно с открытием позиций крупными западными инвесторами.

Основной тенденцией рублевого долгового рынка в следующем году, по нашему мнению, станет дальнейшее расслоение эмитентов по кредитному качеству. В то время как спреды между эшелонами будут сокращаться, разница между эмитентами внутри одного эшелона или отрасли будет увеличиваться в зависимости от кредитных метрик того или иного эмитента. Укрепится тенденция более глубокого анализа кредитного качества эмитентов.

Другой ключевой тенденцией может также стать популяризация почти не используемых в настоящее время инструментов. Несмотря на то что возможностью выпустить биржевые облигации пока никто из эмитентов не воспользовался, мы полагаем, что этот вид продукта получит распространение в 2008 г. Мы также ожидаем расширения продуктового ряда инструментов с плавающей ставкой, либо появления более экзотичных выпусков, например, с привязкой к среднерыночным свопам или инфляции.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Аналитический департамент в Банке Москвы сфокусирован на поддержке и развитии инвестиционного бизнеса. В соответствии с этим своей основной задачей мы видим предоставление инвесторам качественной и полной информации по экономике, отраслям и эмитентам. Так что можно совершенно определенно сказать, что публичный research для нас является абсолютным приоритетом.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка?

Аналитический департамент в Банке Москвы является независимым подразделением, не входящим в структуру инвестиционного блока (IB), а напрямую подчиненным президенту банка. Это позволяет нашим аналитикам быть достаточно независимыми в своих суждениях и ограждает от давления со стороны IB. Отношения с IB формализованы. В рамках первичных размещений аналитики оказывают экспертную поддержку IB, а также принимают участие в подготовке pre-deal research для инвесторов. Этот research не содержит элементов позиционирования, а представляет собой детальное описание бизнеса компании и существующих рисков. Аналитические материалы по «нашим» эмитентам, обращающимся на вторичном рынке, как правило, не согласуются ни с IB, ни с эмитентом, а отражают личную точку зрения аналитика.

Если говорить о сложившейся на рынке практике, то pre-deal research, содержащий негативную информацию по эмитенту — это, конечно, нонсенс! Действительно, возможны очень серьезные противоречия, когда IB размещает какую-либо бумагу, а у аналитиков в отношении данной компании негативное мнение. Для решения этой коллизии ряд глобальных банков просто отказался от выпуска pre-deal research по собственным сделкам. В европейских банках такое регулирование носит более мягкий характер, и, действительно, можно встретить «плохой» pre-deal research по «своему» эмитенту. Однако это достаточно редко — в большинстве случаев руководители IB просто запрещают выпуск такого обзора или стараются достигнуть компромисса с аналитиками, сгладить углы.

В аналитических обзорах редко можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Может, это свидетельство некоего корпоративного сговора?

Такие негласные договоренности могут существовать и существуют на основе личных взаимоотношений между аналитиками и инвестиционными банкирами, однако это не носит какого-то массового характера.

Глобально проблема заключается в тесной взаимосвязи аналитиков с инвестиционным бизнесом. Ведь сегодня это не «наш» эмитент, а завтра мы можем получить от него мандат. И получить такой мандат будет сложнее, если в прошлом звучали какие-то резко негативные заявления по данной компании со стороны аналитиков банка. Поэтому представители инвестиционного бизнеса в принципе не заинтересованы в появлении громких критических обзоров по крупным и значимым эмитентам.

К сожалению, многие эмитенты также не заинтересованы в независимом research и искренне не понимают, как это может происходить — они платят комиссию банку за организацию сделки, а аналитик банка пишет все, что ему вздумается, и еще (вот наглец!) критикует замечательную компанию. Здесь наша задача — донести до эмитента простую истину: research, представляющий эмитента исключительно в положительном свете, вызовет скорее обратную реакцию и будет негативно воспринят инвесторами.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Компенсация аналитиков не привязана напрямую к результатам IB. В Банке Москвы аналитик получает фиксированную часть дохода плюс годовой бонус, который зависит от фиксированной части и может корректироваться в зависимости от общего финансового результата банка.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

В настоящий момент я получаю удовольствие от того, чем приходится заниматься. Если этот драйв сохранится еще много лет, можно говорить о призвании.

На вопросы 1 и 7 отвечал Егор Федоров
На вопрос 2 отвечала Анастасия Залесская
На вопросы 3-6 отвечал Кирилл Тремасов

БИНБАНК

Михаил Гонопольский,
начальник аналитического отдела,
БИНБАНК

Родился в 1983 г. В 2004 г. с отличием окончил Государственный Университет Управления по специальности «Финансовый менеджмент». В 2003 г. окончил Высшие курсы иностранных языков МИД РФ. В настоящее время учится в аспирантуре Государственного Университета Управления и готовится к защите диссертации на соискание степени кандидат экономических наук. Нынешний пост занимает с начала 2007 г. В зоне его ответственности находятся анализ российского рынка акций и облигаций, отраслевой анализ, анализ конъюнктуры на сырьевых рынках, кредитный анализ эмитентов корпоративных облигаций, спред-анализ корпоративных и государственных облигационных выпусков, стратегический анализ перспектив российского и зарубежных долговых и фондовых рынков. Кроме того, он отвечает за формирование исследований по эмитентам корпоративных облигаций для установления внутренних лимитов, разработку методологии установления лимитов на корпоративные и муниципальные облигационные выпуски и методологии анализа эмитентов и количественного расчета лимитов, разработку и формирование публичных аналитических обзоров фондовых рынков.

Свою карьеру начал в 2004 г., став финансовым аналитиком-трейдером казначейства СДМ-БАНКа. С осени 2005 г. работал в ОАО «Росагролизинг», сначала главным специалистом инвестиционно-финансового управления компании, затем главным специалистом и начальником отдела проектной экспертизы компании.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Российский долговой рынок в настоящее время находится в нерешительности. После августовско-сентябрьского падения участники торгов не спешат восстанавливать собственные позиции и активно скупать подешевевшие облигации. Покупки пока по большинству выпусков носят точечный характер, в результате чего периодически между различными облигационными выпусками корпоративных эмитентов возникают дисбалансы, не соответствующие их справедливым кредитным спредам.

Что касается в целом корпоративного сегмента, то по отношению к ОФЗ спреды большинства выпусков продолжают оставаться расширенными, и сужение происходит достаточно медленными темпами. Ситуация с первичными размещениями в корпоративном сегменте далека от идеальной. В октябре позволить себе разместиться смогли только достаточно крупные эмитенты: ВТБ 24, Россельхозбанк. Эмитенты же второго-третьего эшелонов, которые более нуждаются в рефинансировании в текущих условиях, пока вынуждены откладывать первичные размещения своих облигационных займов.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

До конца года мы ожидаем постепенное восстановление позиций в корпоративном сегменте долгового рынка. Динамика долгового рынка до конца года будет определяться двумя ключевыми факторами, которые напрямую будут влиять на сужение спредов в рублевом сегменте долгового рынка.

1. Ситуация с ликвидностью.

Последние меры ЦБ РФ по улучшению ситуации с рублевой ликвидностью позволили стабилизировать ситуацию. Расширение ломбардного списка подтолкнуло участников торгов сфокусировать свое внимание на выпусках обновленного ломбардного списка, по которым именно в октябре наблюдались покупки.

Признание со стороны правительства выхода уровня инфляции за запланированные рамки в совокупности с задачей обеспечить умеренный уровень ликвидности означает приоритетность стабильности финансового сектора над задачей сдерживания инфляции. По край-

ней мере, исходя из заявлений российских чиновников и действий ЦБ РФ, можно предположить, что до конца года такая приоритетность задач в денежно-кредитной политике сохранится.

2. Прохождение оферт и погашений по облигационным выпускам.

Характерной особенностью текущего месяца стало желание досрочно предъявлять к выкупу облигационные выпуски в сроки, предусмотренные офертой. Причем крупным эмитентам за счет предоставления премии по доходности пока все же удается удержать инвесторов к предъявлению займов к оферте в полном объеме. Эмитенты же с более слабым кредитным качеством вынуждены погашать свои облигационные выпуски почти полностью. Первичные размещения для эмитентов второго-третьего эшелонов пока проблематичны.

В ноябре-декабре состоятся оферты и погашения в корпоративном сегменте на сумму около 100 млрд руб., из которых около 17 млрд руб., по нашему субъективному мнению, придется на выпуски эмитентов третьего и выше эшелонов. Соответственно, в случае отсутствия неплатежей можно рассчитывать на восстановление доверия инвесторов на рублевом долговом рынке и постепенное увеличение количества первичных размещений в корпоративном сегменте.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Мы работаем в обоих направлениях с одинаковой интенсивностью, главным отличием является более конкретизированный узкий характер закрытых исследований. Общедоступные же аналитические обзоры в большинстве своем направлены на исследование глобальных тенденций, характерных для текущей рыночной ситуации на финансовых рынках, прогнозирование динамики наиболее ликвидных акций и облигаций российского рынка.

Насколько жесткий «прессинг» вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Аналитические подразделения банков и инвестиционных компаний за последние два года сильно выросли. На текущий момент существует плюрализм мнений со стороны представителей аналитических подразделений отдельных компаний. Таким образом, на мой взгляд, частное мнение, не соответствующее консенсус-прогнозу, вряд ли может привести к значительным колебаниям цен ликвидных ценных бумаг.

Возможно, то, о чем вы упоминаете, может присутствовать, но если говорить о ликвидных ценных бумагах эмитентов, реальной пользы политика такого рода вряд ли принесет.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие, критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Задачей аналитика является выражение своего мнения относительно объекта исследования и прогноза его будущего развития. Априори аналитик не имеет целью критиковать или хвалить ту или иную компанию, так как его частное мнение вряд ли окажет влияние на стратегию развития анализируемой компании. Кроме того, профессия аналитика требует определенной корректности в публичных высказываниях.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Система мотивации аналитиков складывается из двух наиболее распространенных частей: фиксированный ежемесячный доход плюс бонус по итогам года.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Работа аналитика достаточно интересна и, главное, позволяет охватить широкий круг вопросов (макроэкономика, финансы предприятий, политика, юриспруденция), так как в тех или иных обстоятельствах динамику рынку придает достаточно большое количество различных факторов. Для меня опыт, получаемый при работе в данной сфере, является очень полезным и нелишним даже при желании впоследствии сменить сферу своих профессиональных интересов.

Велес Капитал
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

Михаил Зак,
начальник аналитического управления,
ИК «Велес Капитал»

Родился в 1979 г. в Москве. Свою профессиональную деятельность на российском фондовом рынке Михаил Зак начал в БК «НИКойл» (теперь ФК «Уралсиб») в 2000 г., где он был аналитиком по металлургии и машиностроению, а позже — аналитиком по нефти и газу. В 2002 г. Михаил Зак перешел в ИК «Проспект», а в конце того же года — в ИК «Велес Капитал», где под его руководством было создано аналитическое управление, которое отвечает за исследования на рынке акций и долговом рынке России. Михаил Зак окончил экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова, получив в 2000 г. степень бакалавра наук, а в 2002 г. — магистра экономических наук.

Иван Манаенко,
начальник отдела анализа долгового рынка,
ИК «Велес Капитал»

Родился в Москве в 1978 г. Свою карьеру Иван Манаенко начал в 1999 г. в ЗАО «ММФК», где он работал в качестве брокера на валютном и фондовых рынках (FOREX, NASDAQ, NYSE, AMEX). В 2000–2001 гг. Иван Манаенко работал в Steyn Finance на позиции начальника отдела по работе с клиентами. С 2002 г. он перешел в ЗАО ИФК «Солид» на должность аналитика. С конца 2003 г. Иван Манаенко присоединился к команде ИК «Велес Капитал».

В 2000 г. Манаенко окончил Финансовую академию при правительстве РФ по специальности «Финансы и кредит».

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Сейчас рынок рублевых облигаций потихоньку начинает приходить в себя. Впрочем, пока он значительно ниже докризисных уровней, то есть основной интерес игроков сосредоточен в ликвидных бумагах первого-второго эшелонов из числа имевшихся и вновь вошедших в ломбардный список. При этом рынок практически полностью замкнулся на внутренних факторах, точнее, на одном — стоимости фондирования. Таким образом, можно сказать, что влияние российских финансовых властей на конъюнктуру рынка облигаций значительно степени возросло, тогда как связь с внешним миром несколько ослабела.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Любой кризис для рынка — это всегда определенная переоценка подходов к риску и тактике поведения. Что касается переоценки рисков, то, по сути, она уже произошла. Взять хотя бы движение цен в связи с включением эмитентов в ломбардные списки. Далее нас ждет еще одна переоценка ценностей, связанная с необходимостью рефинансирования эмитентами своих долговых обязательств. Тут многое будет зависеть от адекватности их действий и способности приспособиться к возросшей стоимости кредитования.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Приоритетным направлением нашей деятельности является повышение эффективности бизнеса компании в целом. Так что в любом случае основной тон задают менеджмент и акционеры. Другими словами, первоочередное значение имеет обслуживание текущих интересов подразделений компаний. Несмотря на это, согласно нашим принципам, качество общедоступных аналитических обзоров также должно оставаться на уровне.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Что касается прессинга, то в своей работе мы стараемся соблюдать принцип независимости, то есть объективности оценки той или иной компании. Другое дело — умение расставить нужные акценты. Для сравнения: одно и то же стихотворение, прочитанное с разным выражением, способно оставить довольно разное впечатление. Не будем скрывать, что нам приходится находить в эмитенте свою «фишку». Но ведь в том и смысл, чтобы найти одно весомое «за» при многих «нет».

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Может быть, все действуют по принципу «главное — не навредить себе». Бумаги одного эмитента могут находиться в разных портфелях, а при условии и без того небольшого (в сравнении с иностранными рынками) числа эмитентов интересы часто могут пресекаться. Кроме того, не стоит забывать, что все взаимосвязано и пересмотр рисков одного эмитента вполне может спровоцировать изменение отношения к другому. Впрочем, есть и более логичное объяснение. Российский рынок облигаций сравнительно молод, равно как и представленные на нем эмитенты, большинство из которых действительно являются динамично развивающимися компаниями. Да, их финансовое состояние различно, но и плата за риск у них совершенно разная. Поэтому если кто-то и купил «мусорные» облигации, он, как правило, понимает, чем это грозит. Да и круг интересов у всех разный. К примеру, мы работаем в основном с первым-вторым эшелоном, а кто-то, напротив, только с высокодоходными бумагами.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Без комментариев.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Без комментариев.

На вопросы Cbonds Review отвечал Михаил Зак

Анекдоты

* * *

Невыдуманная история из жизни Cbonds, рассказанная одним из аналитиков.

В крупных организациях системные администраторы любят принимать решения относительно того, какие сайты можно смотреть и какие файлы откуда можно скачивать. В одном из уважаемых инвестиционных банков аналитикам долго не удавалось убедить системщиков, что аналитические материалы с сайта Cbonds действительно нужны им для работы. Наконец, после нескольких служебных записок руководству и месяцев ожидания доступ все же был получен.

Но радость аналитиков была недолгой. Через полчаса после того, как был загружен один из материалов с ленты комментариев, к аналитикам пожаловал руководитель службы информационной безопасности с грозным вопросом: «*Кто скачал с какого-то порносайта Cbonds.ru файл* ***ANAL.ZIP****?!*»

* * *

В крайней нищете умирает аналитик рынка ценных бумаг. Его товарищи, брокеры и трейдеры, решили организовать сбор средств на похороны бедолаги. По одному баксу. Узнав об этом, президент фондовой биржи воскликнул: «Один доллар на похороны аналитика?! Вот вам сразу чек на 10 тысяч долларов и похороните их всех!»

* * *

Три аналитика на охоте. Видят большого оленя. Один целится, стреляет, промахнулся на метр влево. Второй целится, стреляет, не попал — на метр вправо. Третий аналитик, не стреляя: «Ну, в среднем мы его убили!»

* * *

Аналитик трейдеру: «Помнишь, я три месяца назад тебе говорил, что ситуация на рынке — хуже просто не бывает? Так вот, тогда все было просто замечательно».

* * *

Небоскреб, занимаемый офисом одного из глобальных инвестиционных банков. На 50-м этаже трейдер вызывает лифт. Подъезжает кабина, в ней стоит аналитик. Трейдер с мстительной улыбкой говорит: «Ну вот, теперь-то ты мне точно скажешь — ВВЕРХ или ВНИЗ».

* * *

У аналитика спрашивают:

— Скажите, а ваши прогнозы всегда совпадают?

— Конечно, всегда! Только даты иногда не совпадают...

* * *

Два трейдера отправились в путешествие на воздушном шаре. Вдруг налетел сильный ветер, и приятели сбились с курса. Спустившись до высоты 20 метров, они увидели внизу человека:

— Эй, приятель, скажи, куда мы попали?

— Вы на воздушном шаре в 20 метрах над землей.

— Ответ абсолютно точный и совершенно бесполезный. Похоже, мы встретили биржевого аналитика!

— Да. А вы, наверное, трейдеры — вы никогда не знаете, где находитесь.

БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

Яков Яковлев,
начальник отдела анализа долговых рынков,
банк «ЗЕНИТ»

В 2001 г. закончил экономический факультет Новосибирского Государственного Университета, в 2004 г. — магистратуру Высшей Школы Экономики в Москве. В аналитической команде банка «ЗЕНИТ» работает с 2003 г., последние два года — в должности начальника отдела. Занимается как анализом рыночной конъюнктуры, так и кредитным анализом отдельных компаний, представленных на рынке.

Ольга Ефремова,
аналитик,
банк «ЗЕНИТ»

В 2002 г. закончила РЭА им. Плеханова по специальности «Инвестиции». В отделе анализа рыночных инструментов банка «ЗЕНИТ» работает с 2004 г. За это время удалось пройти все основные ступени в отделе от младшего аналитика до аналитика в полном смысле этого слова, в компетенции которого находятся не только аналитическое сопровождение выпусков банка «ЗЕНИТ», но и комментарии по выпускам других организаторов, а также по рыночной конъюнктуре.

Мария Сулима,
аналитик,
банк «ЗЕНИТ»

В 2005 г. закончила Финансовую Академию при Правительстве РФ. В банке «ЗЕНИТ» работает с июля 2005 г. Специализация — кредитный анализ и рыночная аналитика по компаниям потребительского сектора и ряда других отраслей.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций? Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Уже порядком поднадоевшая ввиду постоянного обсуждения проблема ограниченной ликвидности остается одним из наиболее значимых факторов, определяющих рыночное настроение. Мы не будем в очередной раз повторять, что в более выигрышном положении по сравнению с меньшими братьями по цеху себя ощущают крупные банки. Однако и их возможности не запредельны, и некоторые из big banks планируют привлекать средства на долговом рынке. Ярким примером этого являются уже состоявшиеся размещения Россельхозбанка и ВТБ 24. Кроме того, Газпромбанк и Банк Москвы объявили о своих планах по размещению займов на 50 млрд руб. и 30 млрд руб. соответственно, причем как минимум по одному выпуску от каждого из эмитентов мы увидим еще до конца текущего года. Не исключает своего возвращения на рынок рублевого долга и ВТБ, хотя точные параметры пока еще не анонсированы.

Резюмируя последние высказывания зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, приводимые СМИ, можно сделать вывод, что ЦБ признал-таки всю серьезность проблемы с ликвидностью. Однако исходя из озвученной недавно широкой общественности президентской установки о том, что «финансового кризиса в России не будет», регулятору приходится активизировать все возможные механизмы для поддержки банковской ликвидности. В частности, среди наиболее значимых мер можно обозначить очень оперативное и существенное расширение ломбардного списка, снижение ставки по валютным свопам, снижение процента обязательных резервов в ЦБ. Вместе с тем, вполне возможно, что и такого полновесного списка окажется недостаточно. В свете этого ЦБ планирует к середине ноября разработать дополнительные механизмы: уже озвучены планы рефинансирования под залог корпоративных еврооблигаций и бумаг эмитентов, не имеющих международных рейтингов. Если ранее применяемые меры были доступны всем участникам рынка, то сейчас речь идет об адресной помощи наиболее остро нуждающимся.

Минфин со своей стороны также решил оказать посильную помощь участникам рынка, отказавшись от ранее анонсированного плана размещений ОФЗ до конца года на 100 млрд руб. В то же время, для полноценного оживления рынка, на наш взгляд, необходимо появление более мощного драйвера, которым вполне могла бы стать сезонная инъекция бюджетных денег, приходящаяся стандартно на конец четвертого — начало первого кварталов.

В среднесрочной перспективе расклад сил на долговом рынке будет определять все тот же набор фундаментальных факторов, который делает игру в этом году: спрос нерезидентов, укрепление рубля и внутренняя ликвидность.

Для того чтобы рынок приблизился к докризисным уровням, предшествовавшим обвалу в августе-сентябре, наряду с решением проблемы с ликвидностью необходимо восстановление интереса к рублевым бумагам у иностранных инвесторов, который хотя и не исчез вовсе, но заметно сократился. В свою очередь, восстановление спроса нерезидентов зависит прежде всего от глобальных факторов — от того, когда будет полностью преодолен негативный эффект разразившегося кризиса subprime на ликвидность мировых финансовых рынков. На это может понадобиться длительное время. Во-вторых, аппетит к российским активам традиционно определяется ожиданиями относительно дальнейших действий ЦБ по укреплению курса рубля, перспективы которых до конца года, на наш взгляд, довольно туманны. Мы полагаем, что более вероятно возобновление традиционных методов борьбы с инфляцией со стороны Центрального Банка в первом квартале следующего года, что должно оказать поддержку долговому рынку.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

90% деятельности нашего подразделения — публичная аналитика.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Без комментариев.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Без комментариев.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Без комментариев.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Работа аналитика — это отличный старт, возможность заявить о себе в инвестиционном бизнесе. Надо отметить, что если заниматься аналитикой по-настоящему, то есть полностью погружаясь в проблему, в бизнес эмитентов и так далее, работа становится частью твоей жизни, и рассматривать ее как формальную ступеньку в карьере, на наш взгляд, не совсем правильно, поскольку аналитика как творчество не позволяет ограничивать себя какими-то рамками. Чтобы достичь каких бы то ни было успехов в аналитике, одних академических навыков недостаточно, для этого у человека должно быть то, что формально можно назвать призванием.

На вопросы Cbonds Review отвечал Яков Яковлев

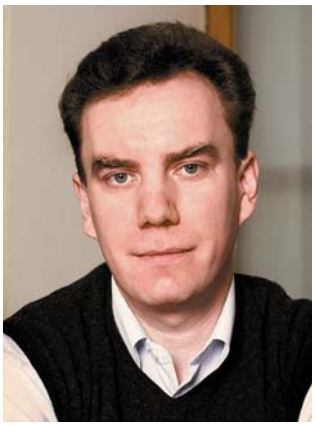
КапиталЪ
Инвестиционная группа

Скотт Ричард Семет,
начальник департамента рыночных исследований,
ИГ «КапиталЪ»

Родился 7 июля 1967 г. в Майами (штат Флорида, США). На российском финансовом рынке работает с 1995 г. В 1992 г. Скотт Семет получил степень магистра в Йельском университете (штат Коннектикут, США), а в 2001 г. — степень MBA по направлению «Финансы и менеджмент» в Колумбийской бизнес-школе (Нью-Йорк). Является обладателем степени CFA (Charted Financial Analyst). В ИГ «КапиталЪ» работает с 2005 г.

Дмитрий Зак,
начальник отдела долговых инструментов,
ИГ «КапиталЪ»

Родился 30 октября 1981 г. в БССР, в городе Мозырь. В 1998 г. закончил Государственный Санкт-Петербургский Инженерно-Экономический Университет по специальности «Финансы и кредит». В ИГ «КапиталЪ» работает с 2007 г.



Владимир Харченко,
ведущий аналитик долговых рынков,
ИГ «КапиталЪ»

Родился 26 апреля 1973 г. в городе Москве. В 1998 г. закончил Государственный Университет — Высшую Школу Экономики по специальности «Экономика». В ИГ «КапиталЪ» работает с 2003 г.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

В октябре обстановка на рынке рублевого долга изменилась: крупных продаж практически нет, напротив, растет спрос, причем не только на выпуски первого эшелона, но и на качественных эмитентов второго.

В части основных факторов текущая конъюнктура рынка также сложилась достаточно удачно: негативная статистика в США компенсируются относительно благоприятной ситуацией на рынке суверенных еврооблигаций; на более высоком уровне, чем можно было ожидать, находится рублевая ликвидность; растет курс рубля к доллару и, соответственно, привлекательность внутренних долговых обязательств.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

В среднесрочной перспективе все выглядит не так обнадеживающе: кризис на мировых финансовых рынках, похоже, принимает затяжной характер; продолжающийся спад на рынке жилья в США и риски замедления американской экономики не могут не вызывать опасений в отношении экономик развивающихся стран и конъюнктуры сырьевых рынков, а возросшее влияние притока и оттока капитала на уровень рублевой ликвидности не позволяет исключать нового обострения ситуации на денежном рынке. Даже при том что Центробанк РФ за последнее время предпринял целый комплекс мер, направленных на расширение возможностей рефинансирования, начиная с прямой поддержки рынка облигаций и заканчивая расширением ломбардного списка. В такой ситуации рублевым облигациям, на наш взгляд, будет сложно показать дальнейшей рост.

К тому же октябрь и ноябрь традиционно характеризуются дефицитом рублевых средств, а в конце года возрастает и предложение новых бумаг. В последнее время первичных размещений практически не было, но по мере адаптации рынка к новым уровням процентных ставок число займов должно возрасти. В сочетании с ужесточением кредитных требований на мировых финансовых рынках это может усилить давление на вторичный рынок и ограничить снижение доходности.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Любая инвестиционная компания работает для клиентов, и мы в этом смысле не исключение. Мы всегда стараемся предложить наиболее интересные и доходные идеи на рынке. В то же время мы не отказываемся от рыночной аналитики (мы ведь не закрытый хедж-фонд) и с удовольствием публикуем некоторые идеи в своих аналитических продуктах, например, в продукте «Капитальный взгляд — Облигации». Это, в свою очередь, позволяет нам привлекать новых клиентов.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Прессинга со стороны IB мы не испытываем, так как наши департаменты абсолютно независимы и подчиняются вышестоящему органу напрямую. Да и бизнес у нас разный: мы оцениваем влияние глобальных внешних и внутренних факторов, кредитное качество эмитентов, в общем, находим и продаем «неэффективности» на рынке облигаций, а инвестиционный департамент (IB) занимается сделками M&A, первичными размещениями, финансовым консалтингом.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Такую ситуацию на рынке нельзя исключать — есть определенные законы этики. В то же время, можно посмотреть на этот вопрос совершенно с другой стороны. Что значит резко критиковать перспективы той или иной компании? Объявить ее потенциальным банкротом? В сложившихся условиях, когда российский рынок находится в стадии бурного развития, вообще сложно говорить о неперспективных компаниях.

На наш взгляд, есть смысл выделять, например, компании с наибольшим потенциалом, высоким кредитным качеством и, наоборот, компании послабее (третий, четвертый и пятый эшелоны). Но говорить о том, что есть перспективные компании и есть потенциальные банкроты, нам кажется, в ближайшие годы просто неуместно. Любой актив на рынке имеет свою цену.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Без комментариев.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Без комментариев.

На вопросы Cbonds Review отвечал Дмитрий Зак

КИТФинанс

Владимир Малиновский,
начальник отдела анализа рынка долговых инструментов,
Инвестиционный банк «КИТ Финанс»

10 лет на рынке облигаций, из них 5 — аналитиком по долговому рынку в команде инвестиционного банка «КИТ Финанс».

Родился в Ленинграде в 1975 г. В 1997 г. закончил факультет «Финансы и кредит» по специализации «Ценные бумаги» Санкт-Петербургского Университета Экономики и Финансов.

В 1997–2001 гг. работал ведущим специалистом управления ценных бумаг Ленинградского областного, затем Санкт-Петербургского банка Сбербанка России (сейчас Северо-Западный банк Сбербанка России). В 2001–2002 гг. — менеджер по работе с клиентами инвестиционно-финансовой группы «М.И.Р.». С 2002 г. по настоящее время работает в инвестиционном банке «КИТ Финанс» (ранее Вэб-инвест банк). Увлечения: горные лыжи, путешествия, фотография.

Евгений Воробьев,
старший аналитик,
Инвестиционный банк «КИТ Финанс»

Родился 29 октября 1978 г. В 2000 г. окончил с отличием Рязанскую государственную радиотехническую академию по специальности «Государственное и муниципальное управление», в 2005 г. — с отличием Финансовую академию при Правительстве РФ по специальности «Финансы и кредит». В настоящее время проходит обучение по программе MBA в California State University East Bay, Hayward, USA. 2000–2002 гг. — эксперт, ведущий эксперт по кредитной работе в Прио-Внешторгбанке. 2002–2003 гг. — главный эксперт по кредитной работе в Европейско-Азиатском кредитном банке. В 2003–2006 гг. прошел путь от эксперта до руководителя проекта кредитного управления в МДМ-Банке. 2006–2007 гг. — заместитель начальника кредитного отдела банка «ЗЕНИТ». С 2007 г. — старший аналитик отдела анализа рынка долговых инструментов инвестиционного банка «КИТ-Финанс». Хобби: бокс, горные лыжи, дайвинг, поклонник гонок «Формула-1» и мирового чемпионата по ралли.

Александр Чайкун,
аналитик,
Инвестиционный банк «КИТ Финанс»

В 2005 г. окончил Белорусский государственный университет (г. Минск) по специальности «Международные экономические отношения», в 2006 г. там же магистратуру. В 2005–2006 гг. работал экономистом в московском представительстве белорусской трейдинговой компании «ВИ-МЕНС». С 2006 г. учится в аспирантуре Государственного университета — Высшей Школы Экономики (г. Москва) на кафедре фондового рынка, тема диссертации: «Оценка премии за риск корпоративных облигаций». С 2007 г. — аналитик по облигациям инвестиционного банка «КИТ Финанс». Хобби: философия, кино, шахматы.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Несмотря на то что к середине октября на рынке стал появляться некоторый оптимизм, подтвержденный спросом на облигации наиболее качественных эмитентов, мы считаем, что ситуация далека от идеала. На это, по нашему мнению, есть ряд причин.

Во-первых, хотя предпринимаемые Центральным банком меры по повышению ликвидности мы и оцениваем крайне позитивно, однако сам их масштаб заставляет опасаться потенциального кризиса на денежном рынке.

Во-вторых, собственно на классическом кредитном рынке банки сократили объемы предоставляемых компаниям средств, ограничив их возможности по рефинансированию займов. Оценивая этот фактор, инвесторы предпочитают предъявлять к погашению займы по объявленным офертам.

В-третьих, крайне ограниченным остается первичный рынок: спрос на новые размещения остается на очень низком уровне, а требования по ставкам — зачастую непомерными для предприятий.

В-четвертых, хотя в настоящее время начали много говорить об увеличении аппетита инвесторов на мировом рынке к риску, пока что массового возвращения нерезидентов на российский долговой рынок не наблюдается. В-пятых, на рынке пока практически не принимаются в расчет данные по российской инфляции. Рост потребительских цен выше 10% может заставить кредиторов пересмотреть справедливые ставки, под которые они готовы ссужать средства, что отразится и на доходностях облигационного рынка. Кроме того, ранее более высокие данные по инфляции даже положительно оценивались инвесторами, так как с большой вероятностью сулили укрепление рубля. Последние же заявления членов нового правительства говорят о том, что в будущем упор в борьбе с ростом цен может быть сделан не на монетарных, а скорее на административных методах. Это вряд ли увеличит привлекательность российского долгового рынка для иностранных инвесторов.

Таким образом, несмотря на упомянутое выше улучшение конъюнктуры, мы пока не готовы изменять свои достаточно консервативные рекомендации.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Хочется верить, что до конца текущего года мировой межбанковский рынок окончательно придет в себя. Шаги для этого предпринимаются и в целом приносят свои плоды. Снижение ставки ФРС, вливание центральными банками ликвидности при возникновении такой необходимости, переговоры о создании специального фонда, который бы выкупал ипотечные облигации — эти меры способствуют постепенной стабилизации ситуации. Даже констатация финансовыми компаниями убытков воспринимается как «списали и забыли».

Главным же вопросом следующего года, скорее всего, станет сила влияния ситуации на рынке жилья на экономический рост в США и возможность повторения ипотечного кризиса в других странах. Соответственно, будет стоять вопрос того, потребуются ли от центральных банков мировых держав и ФРС новые кардинальные меры для восстановления экономического роста и насколько они окажутся эффективными. К сожалению, такой крайне негативный сценарий, как переход в рецессию в мировых масштабах, также до сих пор не исключен.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Задания торгового и сейлз-подразделений исполняются в первую очередь, однако за счет правильной организации работы аналитиков мы при этом поддерживаем высокое качество общедоступных обзоров.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

На мой взгляд, работа с IB позволяет лишь глубже проанализировать эмитента. В любом случае публикуемый аналитическим подразделением обзор содержит исключительно мнение аналитиков, а не эмитента или IB.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Ну негатива о компаниях, к счастью, не так много. С другой стороны, на основании находящейся в открытом доступе информации зачастую достаточно сложно оценить степень ее негативного влияния на эмитента. Делать же публичные выводы, основываясь только на слухах, по-моему, неправильно.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

В «КИТ Финансе» работа аналитиков оценивается адекватно, поскольку руководство понимает важность аналитического департамента для бизнеса инвестиционного банка. Уважение коллег и реальная востребованность аналитика для компании — это лучшая мотивация.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Пока мне нравится то, что я делаю.

На вопросы Cbonds Review отвечал Владимир Малиновский

МДМ Банк

Михаил Галкин,

начальник отдела анализа рынка облигаций,
МДМ-Банк

С отличием закончил бакалавриат и магистратуру экономического факультета МГУ им. Ломоносова. С 1999 г. работал экспертом в Евроазиатской рейтинговой службе — партнере рейтингового агентства Standard & Poor's в России, где занимался изучением сектора государственных и муниципальных финансов. С 2001 г. стал кредитным аналитиком агентства Standard & Poor's и вел кредитные рейтинги инфраструктурных компаний России, Казахстана, Румынии и Польши. С ноября 2003 г. по август 2006 г. Михаил работал старшим аналитиком в департаменте исследований рынка облигаций инвестиционного банка «ТРАСТ». В сентябре 2006 г. перешел в МДМ-Банк на свою нынешнюю позицию.

Ольга Николаева,

аналитик отдела анализа рынка облигаций,
МДМ-Банк

Родилась в Москве. В 2005 г. окончила РЭА им. Г.В. Плеханова по специальности «Финансы и кредит». Ее банковская карьера началась в 2003 г. с позиции аналитика в банке «Адмиралтейский». С сентября 2005 г. по январь 2007 г. Ольга работала кредитным аналитиком в управлении рисками Национального Резервного Банка. В январе 2007 г. перешла на работу в МДМ-Банк. Свое личное время Ольга любит посвящать семье и занятиям спортом.

Максим Коровин,

аналитик отдела анализа рынка облигаций,
МДМ-Банк

Родился в Москве. В 2005 г. закончил РЭА им. Г.В. Плеханова по специальности «Финансы и кредит». Тогда же началась его карьера в инвестиционном департаменте НОМОС-БАНКа, где он занимался подготовкой аналитики и эмиссионных документов по первичным размещениям. В МДМ-Банке работает с октября 2006 г. Личное время Максим посвящает главным образом любимой жене, собственному интернет-проекту, рассказывающему об альтернативной музыке, и сноуборду.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

После нескольких лет стремительного роста российский рынок облигаций переживает достаточно интересный период взросления и проверки на прочность, что связано с глобальным сжатием ликвидности. Мы считаем, что благодаря фундаментально сильной экономике и высокой кредитоспособности федерального правительства, а также системной поддержке со стороны регуляторов, рынок достойно пройдет эту проверку и действительно в хорошем смысле повзрослеет, то есть произойдут качественные изменения в структуре рынка и кредитных спредах.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Мы считаем, что жизнь рынка в среднесрочной перспективе будет достаточно интересной. Надеемся, что рост рынка не остановится, и мы продолжим развивать новые инструменты и новые возможности. Прошедший год был в этом смысле плодотворным — появились фьючерсы на ОФЗ, биржевые облигации, лист В, снижена биржевая комиссия по госбумагам, продолжились размещения рублевых ипотечных облигаций, рублевых еврооблигаций, стало больше долговых сделок с equity-компонентой, заговорили об институте ковенант. Хотелось бы также, чтобы не только нерезиденты, но и российские инвесторы осваивали инструменты арбитража между облигациями в различных валютах — процентные свопы и валютные форварды, а также все остальные новинки. Желательно улучшить стандарты раскрытия информации эмитентами и в целом иметь возможность более четко структурировать отношения «заемщик-инвестор», которые пока имеют перекос в пользу заемщиков. В целом мы надеемся, что в дальнейшем инвесторы, эмитенты, инфраструктура и регуляторы продолжат способствовать сбалансированному развитию рынка.

Что же касается направления движения котировок и доходностей облигаций, то нам достаточно сложно делать долгосрочные прогнозы. Как это ни банально, многое будет зависеть от поведения внешних рынков, где по-прежнему велик так называемый event risk, и никто не исключает второй волны «кредитного кризиса». С определенной уверенностью можно сказать лишь то, что за счет поддержки регуляторов локальный рынок облигаций будет демонстрировать большую устойчивость по сравнению с еврооблигациями, а спреды во втором-третьем эшелонах вряд ли быстро вернутся к «докризисным» уровням.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Практически все, что мы делаем, мы стараемся доводить до состояния публичного продукта. Если же сравнивать аналитику на основе «публичной информации» и исследования по первичным размещениям, осуществляемым нашим банком, то на данный момент оба фронта для нас одинаково важны. Однако, конечно, при прочих равных в случае нехватки ресурсов приоритет отдается новым размещениям.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Прессинг со стороны нашего инвестдепартамента невелик в связи с тем, что внутри банка все адекватно понимают бесперспективность заказной аналитики. Инвесторы на рынке достаточно умны, чтобы сразу почувствовать ангажированность рекомендаций, поэтому пользы от такой аналитики нет, а вот репутационный ущерб значителен. Мне кажется, что этого понимания сейчас нет разве что у некоторых российских инвестбанков второго-третьего эшелонов.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Логика «не трогать других, и нас не тронут», возможно, тоже присутствует, но это не основная причина небольшого количества негативной аналитики. Есть и другие, более значимые. Во-первых, в рублевых облигациях технически сложно реализовать стратегию «шорт» из-за того, что расчеты по сделкам проводятся день в день. Во-вторых, «шортить» облигации опасно из-за потерь в расходах на РЕПО и бид/оффер спреды. В-третьих, в условиях, когда даже самые слабые заемщики находят рефинансирование, рассуждать о возможном дефолте — очень рискованное занятие. Конечно, есть и примитивные бизнес-соображения — плохой комментарий о компании может отрезать доступ банка к ней как к клиенту. По всем этим причинам ответственность за негативную рекомендацию в разы выше, чем за позитивную, поэтому такие рекомендации появляются редко.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Денежная компенсация аналитиков делится на фиксированную часть и бонус. Бонус зависит от того, как работал аналитик, а также от финансовых результатов бизнес-подразделения по работе на рынке облигаций в целом. Вес каждого из факторов может меняться.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Пока мне очень нравится заниматься публичной аналитикой. Эта роль позволяет находиться в центре событий, узнавать много нового, при этом четко видеть результаты и оценки собственного труда. Объем «рутинной» работы невелик. Основным критерием в дальнейшем будет возможность собственного качественного развития как специалиста.

На вопросы Cbonds Review отвечал Михаил Галкин

НОМОС БАНК

Василий Федоров,
директор департамента операций на финансовых рынках, НОМОС-БАНК

Родился 21 мая 1974 г. в Москве. В 1996 г. окончил МГУ им. Ломоносова по специальности «Математика, прикладная математика». С сентября 1996 г. по апрель 1997 г. работал специалистом в Первой Национальной финансовой компании ТПП РФ. В 1997 г. перешел в НОМОС-БАНК на должность специалиста отдела фондового рынка. В феврале 2005 г. занял нынешнюю должность, возглавив департамент операций на финансовых рынках.

Александр Митус,
старший специалист аналитического управления, НОМОС-БАНК

Родился 19 января 1978 г. в городе Домодедово Московской области. В 2000 г. окончил Российскую экономическую академию им. Г.В. Плеханова по специальности «Финансы и кредит». В 2003 г. получил степень кандидата экономических наук на кафедре «Биржевое дело и ценные бумаги». Имеет аттестат ФКЦБ России серии 3.0. С 2001 г. преподает в Российской академии им. Г.В.Плеханова на кафедре «Биржевое дело и ценные бумаги». С июля 2004 г. работает в НОМОС-БАНКе старшим специалистом аналитического управления. Александр Митус опубликовал ряд научных работ по рынку ценных бумаг.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций? Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

По сравнению с сентябрьскими показателями в октябре активность на первичном рынке рублевых облигаций возросла, однако по-прежнему остается недостаточно высокой, что обуславливается все еще высоким уровнем процентных ставок. Индекс средневзвешенной доходности (эфф.) RUX-Cbonds стал плавно снижаться только начиная с последней декады сентября, но на данный момент все еще находится на высоком уровне (порядка 7.9). Минимальная доходность, по которой разместились выпуски «гигантов» — ВТБ и Россельхозбанка (70% объема размещений сентября) — составляет 8.37%. Доходность остальных выпусков была не ниже 12%, а ТКС Банк даже при доходности в 18% разместил лишь пятую часть выпуска.

Такое положение дел — следствие общей напряженности в банковском секторе и ситуации с ликвидностью. В отсутствие дешевых денег на межбанковском рынке эмитентам становится сложно найти поставщиков капитала, поскольку именно коммерческие банки в большинстве случаев выступают андеррайтерами и покупателями на первичном рынке облигаций.

Сейчас ситуация нормализуется, и есть надежда, что в ноябре-декабре объем первичных размещений будет весьма значителен, поскольку при благоприятной экономической ситуации будут размещены выпуски как ранее запланированные, так и отложенные из-за неподходящих внешних условий.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Без комментариев.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Без комментариев.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит?

Без комментариев.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика?

Без комментариев.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Без комментариев.

На вопросы Cbonds Review отвечал Александр Митус

ING BANK

Станислав Пономаренко,
глава аналитического отдела,
ING Wholesale Banking Россия

Назначен начальником аналитического отдела ING Wholesale Banking Россия в 2007 г. В 2006 г. Станислав пришел в ING в качестве аналитика по рынку инструментов с фиксированной доходностью.

До прихода в ING работал в Райффайзенбанке, отвечал за анализ рынка инструментов с фиксированной доходностью и макроэкономические исследования. В 2001–2005 гг. Станислав занимал должность экономиста в Институте Экономики Переходного Периода. В зоне его ответственности были аналитические проекты в сфере макроэкономики, монетарной и налоговой политики, он консультировал российское правительство по вопросам, связанным с фискальной политикой.

Станислав Пономаренко имеет две магистерские степени: по экономике от Российской Экономической Школы и по прикладной физике и математике от Физико-Технологического Института.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

В настоящий момент на рынке усиливается позитивный настрой, связанный с увеличением ликвидности в системе. Однако подобное облегчение носит, на наш взгляд, временный характер — наблюдаемый в последние недели приток капитала (отраженный в увеличении золотовалютных резервов) является скорее спекулятивной реакцией на перспективы укрепления рубля. Мы полагаем, что подобные ожидания вполне могут не оправдаться. ЦБ не раз отмечал свою незаинтересованность в дальнейшем укреплении национальной валюты, особенно в свете скорее структурных предпосылок роста потребительских цен. В данном случае приток капитала может смениться оттоком, тем более что внешние заимствования по-прежнему является ограниченными. Мы сохраняем нейтральный или умеренно негативный прогноз на российский рынок до конца 2007 г. Самый пессимистичный сценарий может реализоваться только в случае кризиса ликвидности, однако это маловероятно, поскольку у правительства и ЦБ достаточно инструментов для предотвращения подобного развития событий.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Минфин и ЦБ не раз отмечали, что российскому рынку предстоит достаточно продолжительное время существовать в условиях ставок денежного рынка на уровне 5–7%, что означает отсутствие избытка ликвидности в системе. В данных условиях ЦБ способен активнее использовать и развивать инструменты рефинансирования, а банки — в большей степени уделять внимание управлению ликвидностью. Уровень коротких ставок в 5–7% существенно выше среднего за последние несколько лет, что, на наш взгляд, существенно ограничивает потенциал снижения доходностей рублевых облигаций в среднесрочной перспективе. В свою очередь, мы полагаем, что в условиях ограничения ликвидности рынок будет более разборчив в оценке кредитного риска. Прежде всего это будет отражено в более высоких премиях за риск, чем в среднем за последние два года. Способствовать переоценки рисков будет и глобально изменившийся аппетит к риску как результат кризиса на рынке ипотеки США. Данные тенденции, на наш взгляд, будут преобладать в следующем году.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Без комментариев.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Без комментариев.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Без комментариев.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Без комментариев.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Без комментариев.

ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ
Открытие

Халиль Шехмаметьев,

директор аналитического департамента,
Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ»

Родился в 1966 г. в Москве. В 1983–1989 гг. учился в Московском энергетическом институте, в 1995–1997 гг. — в Высшей Школе Экономики, в 2002–2003 гг. — в Финансовой Академии при Правительстве РФ, Институте делового администрирования и бизнеса.

С 2005 г. по настоящее время является директором аналитического департамента ООО «Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ», в 2002–2005 гг. работал начальником консультационно-аналитического отдела ЗАО «Финансовая компания «Интерфин трейд», в 2000–2001 гг. — заместителем директора по проектам в ТЭК ЗАО «Проспект консалт», в 1998–2000 гг. — ООО «Инвест-Интер», 1995–1998 гг. — ОАО «Банк «Российский кредит», в 1994–1995 гг. — ЗАО «Вашъ финансовый попечитель», в 1991–1994 гг. — ФГУП «НИИ Космического приборостроения», 1989–1991 гг. — НИИ ВВС им. Чкалова. Женат, есть дочь. Увлечения: занимательные факты из истории политики, науки и техники, туризм, баскетбол.

Татьяна Задорожная,

аналитик по облигациям,
Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ»

Родилась 16 апреля 1985 г. в Москве. В 2007 г. с отличием окончила НОУ «Институт Гуманитарного образования (ИГУМО)» по специальности «Финансовый менеджмент». В 2006 г. прошла обучение по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг». В 2007 г. пришла в ФК «ОТКРЫТИЕ» на должность аналитика рынка облигаций. Увлечения: тайцзы-цуань, этнический фольклор, выращивание экзотических растений, искусство.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

На данный момент российский долговой рынок находится в состоянии шаткого равновесия, причем это равновесие достигнуто не столько рыночными факторами, сколько поддержкой Центробанка РФ через вливание дополнительной денежной массы. Хорошей проверкой сложившейся стабильной обстановки станут предстоящие налоговые платежи. По итогам выплат можно будет сказать, насколько были эффективны меры, принятые Центробанком для сокращения дефицита денежных средств. Хорошим индикатором любого долгового рынка являются первичные размещения, однако сейчас ни сегмент еврооблигаций, ни корпоративный рынок ими не блещут. Тем же эмитентам, которые размещаются, приходится давать приличную премию к рынку. Кроме того, эмитентам приходится выкупать почти 100% облигаций выпуска при оферте, повторное размещение которых проходит по ставке, которая больше ставки при первичном размещении в среднем на 200 пунктов. Медленное возвращение нерезидентов на наш рынок также говорит о том, что рынок по-прежнему не представляет особого интереса для иностранных инвесторов. Нестабильный внешний рынок облигаций также не оказывает нам значительной поддержки. Таким образом, можно сказать, что фундаментальных причин для полного восстановления рынка нет, а котировки, скорее всего, в ближайшее время опять пойдут вниз.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Если говорить о среднесрочной перспективе российского рынка облигаций, то, безусловно, можно говорить о его постепенном восстановлении. В случае снижения спреда между российскими гособлигациями и американскими казначейскими обязательствами до уровня 115 б.п. и его стабильного сохранения на этом уровне стоит ожидать возвращения нерезидентов. Также возвращению иностранцев на наш рынок будет способствовать улучшение конъюнктуры на денежном рынке.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Наше аналитическое подразделение в основном работает над открытыми аналитическими обзорами.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Несмотря на участие в принятии решений по размещению облигаций, аналитики корпорации не испытывают особого давления со стороны инвестиционного департамента.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

При оценке компании аналитики в первую очередь опираются на ту информацию, которую предоставляет эмитент, так как в нашу деятельность не входит проверка достоверности предоставленной отчетности. Компании стараются максимально сгладить данные своей отчетности, показывая приемлемые цифры, и только по косвенным признакам можно судить о соответствии этой информации действительности. Отсутствие резких высказываний в сторону эмитента связано прежде всего с этическими соображениями. Однако это не означает, что критика отсутствует вообще. В основном она выражается в форме оценки рисков компании.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Вопрос оценки деятельности и денежной мотивации аналитиков полностью отдан начальнику департамента, который занимается распределением премий при выплате годовых бонусов.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Наверное, не совсем корректно сравнивать такие понятия, как должность и способность к аналитике как к призванию. Безусловно, существует некая предрасположенность к аналитической деятельности, но говорить о влиянии этого на характер работы нельзя. С моей точки зрения, аналитические качества используются в разных видах деятельности. Если же говорить именно о должности, то я не хотела бы оставаться только аналитиком.

На вопросы Cbonds Review отвечала Татьяна Задорожная

Cbonds Awards — 2004, 2005

Гегемония «АТОНа»

Впервые церемония награждения лучших аналитиков прошла на облигационном конгрессе в 2004 году.

Тогда лучшим аналитиком рынка облигаций был признан Алексей Ю (компания «АТОН»). В номинации «Лучший аналитический отдел» по рынку корпоративных облигаций также победила компания «АТОН».

Лучшим аналитическим отделом по рынку муниципальных облигаций был признан отдел РОСБАНКа. Звание лучшего аналитического отдела по рынку еврооблигаций получило аналитическое подразделение ИК «Тройка Диалог».

В 2005 году перечень номинаций был несколько скорректирован, а награды вручались уже тем, кто по итогам опроса Cbonds занял три верхние позиции.

Лучшими аналитиками на внутреннем рынке были вновь признаны аналитики «АТОНа». Второе место в этой номинации занял ИБ «ТРАСТ», а третье — банк «Уралсиб». Лучшими аналитиками рынка евробондов были признаны аналитики ИБ «ТРАСТ», второе место досталось «Тройке Диалог», третье — ИК «Ренессанс Капитал».

Банк Петрокоммерц
Финансовая группа «ИФД-КапиталЪ»

Олег Соломин,
начальник аналитического управления,
Банк «Петрокоммерц»

Родился в 1971 г. в городе Валга Эстонской ССР. В 1994 г. с отличием окончил Санкт-Петербургский Университет Экономики и Финансов, получив специальность «экономист», в 1999 г. окончил аспирантуру с присвоением ученой степени кандидата экономических наук. В 2000 г. получил квалификационный аттестат ФКЦБ. До прихода в Банк «Петрокоммерц» в 2006 г. двенадцать лет работал в Промышленно-строительном банке (Санкт-Петербург) – начальником отдела исследования рынка, начальником отдела анализа финансовых рисков, начальником аналитического управления.

Евгений Дорофеев,
начальник отдела корпоративного анализа аналитического управления,
Банк «Петрокоммерц»

Родился в Ленинграде в 1968 г. С 1987 по 1989 гг. служил в рядах Советской Армии. В 1992 г. с отличием окончил математико-механический факультет Санкт-Петербургского Государственного Университета, а в 1998 г. — Европейский Университет в Санкт-Петербурге по специальности «Финансовый менеджмент». В 2000 г. в ЦЭМИ РАН защитил кандидатскую диссертацию по специальности «Математические методы экономики». В 2004–2006 гг. занимал должность начальника отдела корпоративного анализа Промышленно-строительного банка (Санкт-Петербург), в 2006 г. перешел в Банк «Петрокоммерц». Ведет активную научную и преподавательскую деятельность в ведущих финансовых вузах Санкт-Петербурга. Автор нескольких десятков статей в российских и международных журналах, доцент.

Ольга Лапшина,
ведущий аналитик отдела макроэкономического анализа аналитического управления,
Банк «Петрокоммерц»

Родилась в 1982 г. в Ленинграде. В 2004 г. с отличием окончила Санкт-Петербургский Государственный Университет Экономики и Финансов по специальности «Мировая экономика». С 2005 г. работала аналитиком по направлению «Госдолг» в отделе макроэкономического анализа аналитического управления Промышленно-строительного банка (Санкт-Петербург). С 2006 г. работает в Банке «Петрокоммерц».

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Последовательное снижение ставок ФРС (дисконтной — с середины августа, рефинансирования — с середины сентября) понизило градус напряженности на финансовых рынках, что вылилось в ралли во всех сегментах, в том числе и на товарных рынках. Но даже несмотря на снижение спредов, трудно сказать, что ситуация похожа на докризисную. Инвесторы все же предпочитают в первую очередь качество. Да и во вторую очередь тоже. В результате, несмотря на номинальное успокоение рынков, котировки явно представляют собой индикативные уровни без ликвидности. Вывод этот можно сделать довольно легко, взглянув на то, с каким скрипом проходят первичные размещения. Первоклассные заемщики не нужны, так как потенциал роста цен и снижения ставок представляется исчерпанным (а может быть, даже находится под угрозой раскручивания инфляционной спирали по немонетарной линии), а заемщики попроще вызывают аллергию у большинства риск-менеджеров и кредитных комитетов.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

С учетом отсутствия фундаментальных идей по рынку в перспективе до конца года мы не видим в текущих условиях драйверов для изменения уровня базовых ставок — драйвером может быть только технический фактор, фактор внутренней ликвидности.

Отметим, что в связи с предпринятыми ЦБ РФ мерами для улучшения ликвидности до конца года можно ожидать сохранения комфортного уровня ликвидности. Кроме того, значимым фактором являются ожидания укрепления курса рубля. По нашей оценке, до конца года этот фактор может активизироваться в результате значительного ускорения темпов инфляции. Таким образом, у рынка рублевого долга есть шансы избежать отрицательной переоценки до конца года.

В следующем году среди важных внутренних факторов будут все те же — динамика курса рубля и ликвидность. Мы полагаем, что укрепление рубля в следующем году может быть значительным (по нашей оценке, среднегодовое значение курса рубля может составить 24.21 руб. за доллар США). Кроме того, видно, что государство в лице ЦБ предпринимает необходимые меры для поддержания ликвидности на внутреннем рынке. Что же касается внешних факторов, то они, как мы убедились, могут оказать значительное влияние на российский рынок, и пока они выглядят угрожающе: потенциальная инфляционная спираль может привести к росту ставок, несмотря на их номинальное снижение центральными банками.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Ни для кого не секрет, что приоритет всегда имеют коллеги аналитиков и клиенты банка, и это для нас самые главные заказчики. С другой стороны, в силу того что кругозор наших подразделений и клиентов очень широк, а наши профессиональные суждения взвешенны, мы получили уникальную возможность исследовать разнообразные рынки и инструменты и в подавляющем большинстве случаев быть публичными.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Прессинга нашему инвестиционному департаменту не занимать, но в основном он направлен на повышение оперативности нашего реагирования на тот или иной запрос. Что же касается заказной аналитики, то ее, как нам кажется, видно невооруженным взглядом: если данные по компании неудачные, то их трудно отретушировать. Поэтому мы стараемся освещать (судить об успешности, конечно, не нам) как выгодные показатели и характеристики эмитента, так и риски. Кроме того, поскольку мы рассчитываем на долгосрочную работу, наши промахи (в том числе необъективная подача информации) могут испортить наши отношения с инвестиционным сообществом, что, как нам кажется, недопустимо.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Тому, что критика эмитентов не так распространена на рынке, есть несколько объяснений. Во-первых, аналитики обычно пишут в ключе buy-side, то есть мотивируют к покупке. Учитывая этот фактор, трудно даже предположить, что у претендента на покупку могут найтись стороны, достойные критики, причем резкой. С другой стороны, аналитики находятся в положении стороннего наблюдателя, которому доступна лишь открытая информация, поэтому любая ошибка в предположениях может привести не только к осуждающей полемике, но и даже к юридическим последствиям. Да, конечно, у аналитика должна быть гражданская ответственность, чтобы не допускать безосновательной критики, с другой стороны, он всегда с другой стороны баррикад. И даже самые дружественные отношения с эмитентом не являются гарантией абсолютной прозрачности.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Наше подразделение в банке появилось сравнительно недавно, для банка это абсолютно новое направление, поэтому система мотивации находится в разработке. Вместе с тем, базовые принципы, которые положены в ее основу, достаточно рыночные: это достойная фиксированная оплата труда и премии (бонусы) по итогам года. Причем итоги года не рассматриваются в четкой аналогии с итогами всего инвестиционного департамента, так как возможна ситуация блестящих рекомендаций аналитиков и не вполне удачных трейдов, и наоборот — превосходная работа управляющих портфелями и провальные рекомендации. Да, это оставляет место для субъективности оценки, но в этом и состоит сложность оценки подразделения, не дающего явного денежного потока.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

С учетом того, что аналитиком я в том или ином качестве работаю уже с десяток лет, то вряд ли это стоит рассматривать как «ступеньку». Такой вопрос, вероятнее всего, появился в силу того, что профессия аналитика многими рассматривается действительно как старт той или иной карьеры. Не секрет, что в большинстве случаев даже с минимальным набором навыков люди становятся публичными и к их советам прислушиваются клиенты. Это дает некоторую «капитализацию» и открывает двери для карьерного роста в успешном и счастливом случае. Во всех других случаях низкое качество работы дискредитирует профессию… Но это издержки публичности. К слову, удачи или неудачи трейдера обнаружить значительно труднее, аналитик же весь «задокументирован».

На вопросы Cbonds Review отвечал Олег Соломин

Константин Комиссаров,
начальник управления аналитических исследований,
Группа компаний «РЕГИОН»

Родился 13 сентября 1976 г. Окончил Московский Автомобильно-дорожный Институт (МАДИ), Финансовую академию при Правительстве РФ и Открытый Университет (MBA). В 1999–2006 гг. работал аналитиком и руководителем аналитического отдела ФК «Центральное инвестиционное агентство». В группе компаний «РЕГИОН» работает с февраля 2006 г. и руководит управлением аналитических исследований группы, а также занимается анализом текущего состояния крупнейших российских компаний и отраслевыми исследованиями.

Александр Ермак,
заместитель начальника
управления аналитических исследований,
Группа компаний «РЕГИОН»

Родился 31 мая 1964 г. В 1986 г. окончил Московский институт управления им. С. Орджоникидзе по специальности «инженер-экономист по организации управления», имеет диплом Кэмбриджского Университета (The Judge Institute of Management Studies) в области международных рынков капитала. В 1994–2001 гг. Александр Ермак руководил группой анализа денежного рынка и аналитическим направлением деятельности агентства «Скейт-пресс». В 2001 г. присоединился к аналитической команде инвестиционной группы «РЕГИОН», возглавив аналитические исследования долговых рынков. В настоящее время является главным аналитиком долговых рынков и заместителем начальника управления аналитических исследований ГК «РЕГИОН».

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Несмотря на более чем восьмилетнюю историю, рынок корпоративных рублевых облигаций по-прежнему находится на стадии развития, которой присущи высокие, существенно опережающие остальные сегменты долгового рынка темпы роста сохранению которых в текущем году, правда, помешал летний глобальный кризис ликвидности, постоянное расширение круга эмитентов и инвесторов. Вместе с тем, о молодости рынка свидетельствует ограниченное число используемых инструментов, слабое развитие производных инструментов.

Тем не менее, нельзя не отметить, что облигации стали достаточно удобным инструментом привлечения финансирования в реальный сектор экономики. Огромный объем зарегистрированных и не размещенных на текущий момент выпусков свидетельствует о сохранении высокого интереса к рынку облигаций со стороны широкого круга эмитентов. Рост номинального объема рынка и ликвидности на вторичном рынке (за 8 месяцев 2007 г. ежедневный оборот вырос на 42% по сравнению с предыдущим годом) одновременно обусловлен и способствует постоянному повышению интереса и увеличению числа профессиональных участников и инвесторов.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

В первую очередь, тенденции на рублевом долговом рынке в ближайшей перспективе будут определять последствия кризиса ликвидности, разразившегося летом текущего года, и скорость нормализации ситуации как в мировой финансовой системе, так и в российской.

Ограниченность привлечения российскими банками внешнего относительного дешевого и долгосрочного финансирования может изменить приоритеты и горизонты их инвестирования на рынке рублевых облигаций. По этой же причине в следующем году можно ожидать повышения активности на внутреннем рублевом рынке со стороны крупнейших российских государственных и имеющих государственную долю компаний.

Кризис ликвидности и последовавшая за ним переоценка рисков вызвали рост доходности на рынке, существенное расширение спредов между облигациями различных эшелонов. Особенно это можно отнести к бумагам третьего эшелона, которые не только было практически невозможно продать в период кризиса из-за отсутствия спроса, но и с которыми было невозможно проводить операции РЕПО. В связи с этим мы ожидаем не только сохранения по ним более высокого уровня доходности, но и возможные затруднения при размещении новых выпусков данного эшелона. Вместе с тем, это будет способствовать повышению роли анализа кредитоспособности эмитентов и более адекватной, чем в последнее время, оценки их рисков.

Сохранение повышенного уровня процентных ставок можно ожидать и в облигациях более качественных эмитентов. Одной из причин этого может стать произошедший рост издержек инвесторов-нерезидентов по хеджированию валютных рисков.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Говорить о явных приоритетах, наверное, не совсем правильно. Несомненно, наша работа прежде всего призвана обеспечить потребности различных подразделений собственной компании, ее клиентов. Но большая часть наших исследований, которая может представлять интерес для рынка, распространяется через различные информационные агентства, СМИ, собственный сайт в Интернете и фактически доступна широкому кругу инвесторов.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

О жестком прессинге со стороны инвестиционного департамента можно говорить лишь на стадии внутреннего рассмотрения эмитентов, при обсуждении вопроса открытия лимита и принятии решения о работе с ним на долговом рынке. В случае положительного решения вполне понятно, что в аналитических материалах будут отмечены прежде всего положительные и сильные стороны компании, однако не указывать проблемы и слабые стороны также нельзя, так как в противном случае ценность мнения и обзоров таких аналитиков, и интерес со стороны рынка к их оценкам могут стать нулевыми.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Вы правы, что в аналитических обзорах резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов можно увидеть сравнительно редко. Однако, на наш взгляд, чаще всего это происходит не из-за боязни критики и уж тем более не из-за корпоративного сговора. При большом разнообразии эмитентов на рынке, а их число — особенно в последние годы — постоянно растет, наши усилия сосредоточены на исследовании лишь по тем эмитентам, на операции с ценными бумагами которых в нашей компании открыты лимиты или которые мы считаем возможным рекомендовать нашим клиентам.

Вместе с тем, хотелось бы отметить одну особенность нашего первичного рынка: практически всегда купонная ставка (или, точнее, ее диапазон) определяется эмитентом и организаторами заранее и согласовывается с членами синдиката. В случае отсутствия каких-либо форс-мажорных обстоятельств на рынке результат фактически предопределен заранее, то есть не зависит от мнения компаний, не участвующих в синдикате (и в том числе их аналитиков), за исключением тех случаев, когда спрос на бумагу существенно превышает предложение и можно ожидать более низкого уровня ставок.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

В нашей компании аналитикам установлен фиксированный ежемесячный оклад, а также предусмотрена выплата бонусов, размер которых зависит от результатов деятельности компании на рынке в целом. Бонусы выплачиваются ежеквартально и по итогам календарного года.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Я работаю аналитиком на рынке долговых инструментов с 1995 г. Это скорее свидетельствует о том, что эта деятельность является для меня призванием, а не ступенькой в карьере. Как мне кажется, сама постановка этого вопроса обусловлена молодостью и издержками нашего российского долгового рынка, когда на должность аналитика принимаются вчерашние студенты, для многих из которых эта деятельность действительно может быть первой ступенькой в карьере инвестиционного банкира. С другой стороны, опыт аналитической работы, несомненно, может помочь в успешной работе в качестве инвестбанкира, управляющего портфелем, сейлз-менеджера и так далее. В то же время, посмотрите для сравнения на западные рынки и западных аналитиков, которые определяют инвестиционные стратегии своих банков и публично комментируют ситуацию на рынках. Очевидно, что их труд не менее уважаем и хорошо оплачиваем.

На вопросы Cbonds Review отвечал Александр Ермак

Ренессанс Капитал

Алексей Моисеев,
начальник отдела анализа рынка долговых обязательств, «Ренессанс Капитал»

Алексей Моисеев занимается анализом валютных и денежных рынков в России и СНГ. До прихода в «Ренессанс Капитал» занимал должность аналитика по суверенным облигациям группы анализа долговых инструментов на развивающихся рынках в лондонском офисе компании BNP Paribas. В круг его обязанностей входил анализ суверенных займов и стратегии на рынках долговых обязательств 12 развивающих стран Европы, Средней Азии и Африки, включая Россию, Украину и Турцию. Ранее занимал должность экономиста, впоследствии ведущего экономиста департамента валютного регулирования Центрального Банка Российской Федерации. В этой должности занимался анализом и выработкой рекомендаций по регулятивным операциям обменных пунктов, а также подготовкой проекта нормативов, направленных на борьбу с отмыванием денег. За работу в ЦБ РФ удостоился благодарности от председателя Банка России.

Алексей Моисеев получить степень MBA в Simon School of Business в Рочестерском университете. Он также окончил Московскую государственную академию управления по специальности «Международная экономика»

Кроме того, в компании «Ренессанс Капитал» работает четыре сильных аналитика: **Петр Гришин**, **Алексей Булгаков**, **Максим Раскоснов** и **Николай Подгузов**. Однако присутствие сильного командного духа не позволило банку выделить из них кого-то двоих.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Рынки облигаций приходят в себя после существенной коррекции, отмеченной в августе-сентябре на фоне развития глобального кризиса ликвидности и кредитоспособности. Спред основного индекса развивающегося рынка EMBI+ сократился за последние недели на 40–50 б.п., однако волатильность на развивающемся рынке облигаций еще возможна из-за периодического проявления эффектов бегства в качество на фоне новых негативных последствий кризиса на рынке американкой ипотеки. Тем не менее, мы полагаем, что вероятность новой волны продаж на развивающемся рынке облигаций не слишком высока. Рынок продолжит медленное восстановление. Динамику лучше рынка будут демонстрировать наиболее ликвидные инструменты (например, «Газпром», ТНК). Мы также не исключаем возможность повышения суверенного рейтинга до конца года одним из рейтинговых агентств.

Восстановление рублевого рынка облигаций происходит более быстрыми темпами. Доходности выпусков первого эшелона практически вернулись на свои предкризисные уровни. Спрос на качественные облигации второго-третьего эшелона также растет. Важную роль в восстановлении рублевого рынка облигаций сыграли усилия монетарных властей по улучшению ситуации с ликвидностью: расширение ломбардного списка ЦБ, предоставление возможности рефинансирования под залог кредитных требований, равномерное расходование бюджетных расходов, заявления Минфина о резком повышении капитализации институтов развития. Тем не менее, аппетиты к риску восстанавливаются достаточно медленно, первичный рынок облигаций пока не функционирует в полном объеме. Прошедшие размещения ВТБ 24 и РСХБ показывают, что инвесторы будут рассчитывать на солидную премию при новых размещениях, то есть стоимостные условия заимствований возрастут. До конца года ожидается большой объем предложения облигаций со стороны эмитентов первого эшелона. Возможно, это будет отличной возможностью для участников рынка приобрести качественный кредитный риск по относительно привлекательной доходности.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Мне кажется, что инвесторы в будущем году будут уделять особое внимание кредитному качеству эмитентов. В условиях более высоких процентных ставок возможность рефинансироваться под выпуск облигаций будет особенно важна. Соответственно, облигации эмитентов с кредитным рейтингом, прозрачной структурой займа, наличием в проспектах эмиссий ковенант будут пользоваться наибольшим спросом, и мы, возможно, увидим последующую сегментацию рынка в зависимости от кредитного качества.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

90% деятельности нашего подразделения — публичная аналитика.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

На наш взгляд, репутационные риски такого подхода гораздо выше, чем доход, получаемый от раскрутки того или иного выпуска облигаций по заказу. Эту позицию разделяет подавляющее большинство сотрудников инвестиционного департамента. Соответственно, какого-либо давления аналитики не испытывают и от них не требуют прорекламировать тот или иной выпуск облигаций.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Любая оценка эмитента должна в результате содержать оценку «купить» или «продать». Если говорить о рублевом рынке облигаций, то специфика расчетов по-прежнему не предоставляет возможности сыграть на понижение (открыть короткую позицию), то есть инвестор не может заработать на рекомендации «продавать». Наверное, этим и обусловлено отсутствие большого числа рекомендаций на продажу. В то же время, наше аналитическое подразделение достаточно систематически высказывается о недооценке кредитных рисков по тем или иным эмитентам. В специальной рубрике «Первичные размещения» утреннего ежедневного продукта, как правило, мы даем объективную оценку справедливой стоимости облигаций того или иного эмитента с учетом всех кредитных рисков заемщика.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Работа публичного аналитика в первую очередь оценивается участниками рынка, которые пользуются аналитическими продуктами для принятия инвестиционных решений. В этом плане важность опросов Institutional Investor или опроса Cbonds сложно переоценить. В банке существует также и внутренний опрос, который позволяет оценить полезность деятельности того или иного аналитика. Что касается материальных стимулов, то здесь все просто. Доходы аналитика зависят от финансовых результатов всего инвестиционного блока. Именно исходя из этих результатов аналитик получает вознаграждение по итогам года.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Карьера публичного аналитика интересна. Но плох тот солдат, который не хочет стать генералом.

Cbonds Awards — 2006

Восход «ТРАСТа»

В 2006 году церемония Cbonds Awards была расширена за счет номинаций «Лучший сейлз на рынке облигаций» и «Самые информационнооткрытые эмитенты».

В традиционных же номинациях развернулась бескомпромиссная схватка, исход которой зачастую решали всего несколько голосов в пользу той или иной аналитической команды. Организаторам пришлось максимально внимательно следить за тем, чтобы на сайте Cbonds не шла накрутка голосов в чью-либо пользу.

В тяжелой борьбе за номинацию «Лучшая аналитика по рублевому рынку облигаций» Инвестиционному банку «ТРАСТ» все же удалось оттеснить на второе место ИГ «АТОН». Третье место занял Райффайзенбанк Австрия.

Первую строчку инвестиционный банк «ТРАСТ» сумел занять и в номинации «Лучшая аналитика по рынку еврооблигаций». Второе место в этой номинации досталось компании «Ренессанс Капитал», а третье — «Тройке Диалог».

В номинации «Лучший сейлз на рынке облигаций» в 2006 году первое место досталось инвестиционному банку «КИТ Финанс», второе место — ИГ «АТОН», третье — ИК «Тройка Диалог».

Самым информационно открытым эмитентом на рынке облигаций было признано ОАО «ИНПРОМ». Второе место заняло ОАО «Российские железные дороги», третье — ОАО «Северо-Западный Телеком».

РОСБАНК

Максим Орешкин,
руководитель аналитического блока,
РОСБАНК

Магистр Высшей школы экономики, специальность «Финансы и фондовые рынки». В 2002–2006 гг. работал в Центральном Банке Российской Федерации, где занимался проблемами макроэкономического прогнозирования и внешнеэкономической статистикой. В АКБ «РОСБАНК» пришел в 2006 г.

Виктор Байбеков,
аналитик долгового рынка,
РОСБАНК

Магистр Высшей Школы Экономики, специальность «Математические методы анализа экономики». В 2005–2006 гг. работал в аналитических командах Райффайзенбанка и «ЦентрИнвест Секьюритиз». В АКБ «РОСБАНК» пришел в 2006 г.

Владимир Колычев,
кредитный аналитик,
РОСБАНК

Выпускник Академии народного хозяйства при правительстве Российской Федерации. Работает в АКБ «РОСБАНК» с 2005 г.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций? Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе?

В первой половине октября рыночная ситуация начала стабилизироваться. На рынок в небольших объемах начал возвращаться иностранный спрос, в первую очередь на бумаги первого эшелона. Объем рублевой ликвидности в финансовой системе начал расти: сумма остатков коммерческих банков на корсчетах и депозитах в ЦБ выросла с 648.3 млрд руб. на 1 октября до 819.9 млрд руб. на 24 октября 2007 г. Однако объем ликвидности еще достаточно далек от свойственной середине года планке в 1.5 трлн руб.

Улучшение ситуации на мировых рынках и значительное снижение неприязни к риску у иностранных инвесторов сделало для них выгодными инвестиции в рублевые инструменты. Возобновление притока иностранных инвестиций привело к максимальному с мая 2007 г. росту золотовалютных резервов. За период с 8 по 12 октября они увеличились на $7.8 млрд (без учета курсовой переоценки), а за следующую неделю — еще на

$5.1 млрд. Основная часть данного притока была направлена на российский фондовый рынок, где благодаря высокому спросу нерезидентов начался рост как на рынке акций, так и на рынке облигаций.

К концу четвертого квартала российская финансовая система может восстановить объем ликвидности до уровня июля текущего года. Однако на рынках остаются факторы, ограничивающие их возвращение к нормальному функционированию даже в условиях стабилизации ликвидности. В первую очередь это недоверие и страх, вызванные неопределенностью дальнейшего развития ситуации. Хотя исчезли явные проявления кредитного кризиса остались в силе его причины — проблемы на рынке недвижимости США — и следствия — значительно выросший уровень неприязни к риску, а значит, и премии за кредитный риск.

Важным фактором нервозности остается то, что истинные последствия кризиса до сих пор полностью не проявили себя. На международных рынках инвесторы ждут отчетность крупнейших корпораций и банков, а также макроэкономических данных по крупнейшим мировым экономикам. Последние данные по корпоративному сектору в США показали снижение прибыли по сравнению с прогнозами у многих компаний, а спад на рынке недвижимости продолжается и уже в настоящий момент является наиболее глубоким за последние 17 лет. Эти сигналы освежили страх и нервозность на международных рынках.

Текущая неопределенность является сдерживающим фактором для дальнейшего улучшения ситуации на рынке рублевых облигаций, так как глобальный рост неприязни к риску, сжатие свободной ликвидности и смещение иностранного спроса в сторону менее рискованных активов привели к значительному росту доходности. Мы ожидаем сохранения данного уровня в ближайшее время, а единственным фактором, который может поспособствовать снижению ставок на внутреннем рынке, будет являться дальнейшее снижение базовой ставки ФРС.

Существующие уровни доходности и отсутствие недостатка ликвидности у участников рынка являются достаточными условиями для прекращения продаж участниками рынка. Однако память о сильном падении стоимости долговых обязательств и о невозможности реализовать ценные бумаги из своего портфеля на протяжении продолжительного срока значительно ограничивают глубину рынка. В связи с этим первичный рынок в ближайшее время будет открыт только для эмитентов с высоким уровнем кредитного качества.

Другим сдерживающим фактором для первичного рынка является значительный объем отложенного предложения. Большое количество эмитентов во время кризиса отложили размещение облигаций до лучших времен. В результате, над рынком образовался навес отложенных размещений объемом свыше 300 млрд руб., причем среди них много выпусков компаний с хорошим кредитным качеством. Конкуренция при размещении будет приводить к значительным премиям при первичном размещении и повышению общего уровеня доходности на рынке. Таким образом, при спокойном развитии ситуации в мировой экономике мы ожидаем оживления российского рынка облигаций уже в ноябре. При этом рынок уже будет жить в новой реальности: премии за кредитный риск расширятся, а инвесторы будут гораздо более пристально отбирать бумаги.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Два этих направления работы являются одинаково важными для нас, и мы стараемся не отдавать приоритета тому или иному направлению.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Я не могу говорить за другие банки, но что касается практики Росбанка, то написание независимых аналитических обзоров не предполагает возможности сотрудников инвестиционного департамента оказывать давление на суждения аналитиков. Стоит также отметить, что потребителями аналитики является не только buy-side, но и sell-side (РОСБАНК входит в группу крупнейших инвесторов на рынке), поэтому аналитика обязана быть объективной, чтобы удовлетворить обе эти стороны.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же свидетельство некоего корпоративного сговора?

Аналитические материалы ведущих инвестиционных домов не являются подвидом желтой прессы. Аналитики при написании обзоров не пытаются создать сенсацию, их цель — взвешенно и объективно рассмотреть того или иного эмитента или рыночную ситуацию, высказать все за и против, а также дать свое видение прогноза на будущее. При этом стоит учитывать состояние российского рынка облигаций: количество дефолтов на нем близко к нулю, что говорит об успехе практически всех инвестиций в бумаги российского облигационного рынка, которые уже погашены. В данной ситуации написание «резко критического комментария» будет скорее говорить о заказном характере данного материала, чем о независимости аналитика.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Быть аналитиком означает быть способным взвешенно анализировать имеющуюся информацию и давать точные прогнозы. Человек, реально обладающий данными качествами, сможет реализовать себя по многим направлениям, поэтому роль аналитического блока в жизни инвестиционного банка очень важна: его специалисты заняты не только сопровождением сделок и независимым анализом рыночной ситуации, но и разработкой стратегии развития банка и способов претворения ее в жизнь.

На вопросы Cbonds Review отвечал Максим Орешкин

Связь Банк

Юрий Бодрин,
главный аналитик отдела анализа финансовых рынков, Связь-Банк

Родился 12 июля 1985 г. в Москве. В 2002–2005 гг. обучался в Московском Банковском институте, получил диплом о среднем профессиональном образовании по специальности «Банковское дело» с присвоением квалификации «экономист». В 2007 г. окончил Московский государственный университет Экономики, Статистики и Информатики (МЭСИ) по специальности «Финансы и кредит». В 2004–2005 гг. занимал должность кредитного инспектора сектора кредитования физических лиц в Сбербанке России. С 2005 г. по 2007 г. прошел путь от персонального менеджера по работе с клиентами до аналитика отдела анализа финансовых рынков АКБ «СОЮЗ». В Связь-Банке работает с 2007 г.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Текущее состояние рынка рублевых облигаций можно оценить как удовлетворительное. После апрельско-сентябрьского кризиса только сейчас на внутреннем долговом рынке стал появляться осторожный спрос на российские бонды. Нелишним будет отметить и тот факт, что заявки на покупку облигаций появляются не только со стороны отечественных игроков, но и со стороны иностранных инвесторов. Нельзя обойти стороной и положительные тенденции, складывающиеся на первичном рынке. Так, на рынке рублевых облигаций прошли первые аукционы по размещению новых выпусков корпоративных бумаг, а 17 октября 2007 г. состоялось доразмещение ОФЗ 26199. В целом прошедшие размещения можно признать удачно состоявшимися! Таким образом, можно рассчитывать на полное восстановление внутреннего долгового рынка уже в краткосрочно-среднесрочной перспективе.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Ситуация на внутреннем долговом рынке будет зависеть от тенденций, складывающихся на денежном рынке, в частности, от уровня ставок межбанковских кредитов. Данная высокая зависимость рынка рублевых облигаций от денежного рынка на сегодня обусловлена тем, что в банковской системе в период налоговых выплат неоднократно возникали проблемы с ликвидностью, подталкивающие банки занимать денежные средства. Растущий же спрос на финансовые ресурсы, в свою очередь, способствует росту ставок МБК, что не лучшим образом отражается на котировках российских облигаций. В то же время, мы полагаем, что в этом месяце ставки межбанковских кредитов, вероятнее всего, будут изменяться в допустимых пределах, а потому можно будет рассчитывать на то, что даже в период налоговых выплат рост котировок продолжится.

Что же касается перспектив рынка рублевых облигаций на следующий год, то пока что-то конкретное сказать сложно. Динамика котировок российских бумаг будет определяться теми же факторами, что и в этом году. И на рынок внутреннего долга, скорее всего, в равной степени продолжат оказывать свое влияние денежный рынок и новостные потоки с внешних торговых площадок. Также отметим и то, что «в весе» рынок рублевых облигаций по итогам 2008 г. наверняка прибавит. Отечественные компании всех уровней динамично развиваются, можно предположить, что в следующем году общее количество эмиссий может приблизиться к отметке в 2000 млрд руб. и выше.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

В целом, баланс между закрытыми аналитическими исследованиями для сейлз-подразделений и общедоступными аналитическими обзорами четко соблюдается. Приоритеты не расставляются, так как инвесторы, имеющие возможность читать мои публичные аналитические обзоры, являются для меня такими же клиентами, как банк.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка?

Как правило, заказные аналитические обзоры резко выделяются на общем фоне, поэтому их публикация наносит ущерб репутации банка*.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит?

Итоговый результат анализа — это рекомендация по бумаге. В любой момент времени можно найти значительное количество рекомендаций продавать, причем по отдельным бумагам потенциал снижения котировок вполне может достигать нескольких десятков процентов*.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика?

Работа аналитиков оценивается руководством, система денежной мотивации — закрытая информация*.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Это скорее ступенька в карьере инвестиционного банкира.

Автором ответов, помеченных звездочкой, является Станислав Свиридов, начальник отдела анализа финансовых рынков ОАО АКБ «Связь-Банк»

ИНФОРМАЦИОННЫЙ
INVESTFUNDS
СЕРВЕР
ДЛЯ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА
PIF.Investfunds.ru
Паевые
инвестиционные фонды
DU.Investfunds.ru
Доверительное управление
OFBU.Investfunds.ru
Общие фонды
банковского управления
NPF.Investfunds.ru
Пенсионное обеспечение в России
STOCKS.Investfunds.ru
Рынок акций

SPURT BANK

Тимур Галеев,
старший аналитик,
АКБ «Спурт»

В 2004 г. закончил Казанский Государственный Финансово-Экономический Институт по специализации «Рынок ценных бумаг». С 2004 г. работал в отделе анализа финансовых рынков АКБ «Спурт» аналитиком по денежному, валютному рынку и рынку рублевых облигаций.

Марина Родченко,
ведущий экономист
отдела анализа финансовых рынков,
АКБ «Спурт»

В 2003 г. окончила экономический факультет Казанского Государственного Технического Университета. Работает в АКБ «Спурт» с октября 2003 г. Начинала с должности специалиста-аналитика группы активных операций отдела ценных бумаг, в настоящее время является ведущим экономистом отдела анализа финансовых рынков управления казначейства. Совмещает работу по анализу финансовых рынков с казначейской аналитикой, управлением ликвидностью, мониторингом и прогнозированием движения ресурсов.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Текущее состояние рынка облигаций мы оцениваем как умеренно позитивное. В последнее время мы наблюдаем активизацию самостоятельного спроса в государственном сегменте, в том числе и в длинных выпусках. Также заметен спрос в корпоративных и региональных облигациях, входящих в ломбардный список Банка России. В то же время, ситуация в более дальних эшелонах еще далека от хеппи-энда: рынок остается сегментированным и малоподвижным, сохраняются широкие спреды на покупку и продажу.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Пока мы видим перевес со стороны покупателей. Покупкам способствует возобновившийся приток «горячего» иностранного капитала вкупе с правительственной поддержкой рынка ОФЗ. В то же время, не исключен и сценарий даунсайда, при котором негативное влияние на рынок может оказать рост ставок МБК в конце октября.

В следующем году, на наш взгляд, на рынке рублевых долгов будут преобладать позитивные тенденции. Основ-

ным драйвером роста может стать приток в Россию иностранных инвестиций. Существенной угрозой нам видится рост товарных цен на мировых рынках, который может усилить инфляционные ожидания населения не только России, но и западных стран.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

У нас есть определенная «иерархия» при подготовке аналитических обзоров. На первом месте по приоритету стоят ежедневные общедоступные утренние обзоры финансовых рынков, на втором — подготовка закрытых аналитических исследований, на третьем — общедоступных тематических аналитических обзоров.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Можно сказать, что отдел анализа финансовых рынков не испытывает прессинга со стороны инвестиционного подразделения. Может быть, ответ прозвучит подозрительно, но это действительно так.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Так сложилось, что в работе аналитиков существует несколько неписаных табу. Резко негативный обзор очевидно тонущего эмитента — одно из таких табу. Рынок и так знает таких заемщиков. К тому же, гораздо удобнее зарабатывать на растущих бумагах, чем на падающих.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Основным критерием оценки работы аналитика являются реализованные на рынке прогнозы. При этом, если идея срабатывает и банк получает ощутимую выгоду, то помимо выдачи материального вознаграждения аналитика могут продвинуть по служебной лестнице. В обратном случае можно рассчитывать лишь на зарплату, оговоренную в трудовом договоре.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Скорее призвание.

На вопросы Cbonds Review отвечал Тимур Галеев

Статистика

Чью аналитику читают больше всех?

Можно сколько угодно хвалить или ругать тех или иных аналитиков, но, в конечном счете, критерием истины является то, насколько часто люди читают аналитику данного банка или компании. Поскольку на сайте Cbonds размещается аналитика почти всех ведущих инвестиционных домов, то рейтинг «скачиваемости» материалов может быть неким индикатором того, насколько высоко рынок ценит аналитику тех или иных домов.

Ниже мы представляем вам рейтинг «скачиваемости» аналитики по компаниям. При его составлении мы учитывали только материалы, размещенные в 2007 г. (по 6 ноября включительно). Естественно, к результатам рейтинга нужно относиться достаточно осторожно хотя бы потому, что здесь дается общее число просмотров аналитики компании при том, что некоторые компании публикуют по несколько материалов в день, а некоторые — только статьи по особым случаям.

ПЕРВАЯ ДВАДЦАТКА РЕЙТИНГА

ING Wholesale Banking Россия
VTB Bank Europe (MNB)
Райффайзенбанк
«Ренессанс Капитал»
Банк «ЗЕНИТ»
Банк Москвы
ФК «Уралсиб»
МДМ-Банк
Инвестиционный банк «ТРАСТ»
Альфа-Банк
НОМОС-БАНК
Внешэкономбанк
Инвестиционный банк «КИТ Финанс»
ФК «ОТКРЫТИЕ»
Банк «Спурт»
Группа компаний «РЕГИОН»
Банк «СОЮЗ»
ИК «Велес Капитал»
Дойче Банк
ИГ «КапиталЪ»

Что интересно, первые две строчки занимает англоязычная аналитика ING и VTB Europe. На самом деле, этому есть достаточно простое объяснение: если русскоязычную аналитику на Cbonds публикует несколько десятков домов, то англоязычную — всего несколько компаний, и ежедневные комментарии есть только у ING и VTB Europe. Кого-то, возможно, удивит отсутствие в числе лидеров некоторых известных аналитических команд, например, ИК «Тройка Диалог». Объяснить это можно тем, что «Тройка» не выкладывает на Cbonds полные версии своих обзоров, ограничиваясь краткими текстовыми фрагментами — видимо, такая урезанная версия не очень интересна читателям.

Алексей Демкин,
CFA, директор департамента исследования долгового рынка,
Инвестиционный банк «ТРАСТ»

Работает в инвестиционном банке «ТРАСТ» с февраля 2002 г. В настоящее время занимает должность директора департамента исследования долговых рынков. Работает на финансовых рынках с 1996 г., в том числе в НАУФОР, в рейтинговом агентстве «Эксперт РА» и инвестиционных компаниях.

В 1997 г. окончил физи-ческий факультет МГУ им. Ломоносова, в 1998 г. — магистратуру ГУ-ВШЭ.

Павел Пикулев,
главный стратег,
Инвестиционный банк «ТРАСТ»

В 2002 г. с отличием окончил Казанский Государственный финансово-экономический институт по специальности «Финансы и кредит», кафедру банковского дела. В 2002–2004 гг. работал в ОАО АИКБ «Татфондбанк» (Казань) аналитиком по долговым рынкам. В 2004–2006 гг. был начальником отдела анализа финансовых рынков управления казначейства банка «Спурт» (Казань). С 2006 г. работает стратегом по долговым рынкам в ИБ «ТРАСТ».

Евгений Надоршин,
главный экономист,
Инвестиционный банк «ТРАСТ»

Закончил Государственный Университет — Высшую Школу Экономики в 2001 г. Работал в Экономической Экспертной Группе, где занимался моделированием экономических процессов. После этого перешел в Институт Открытой Экономики, где специализировался на денежно-кредитной политике. В 2004 г. пришел на работу в ИБ «ТРАСТ» на должность экономиста.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Текущее состояние рынка облигаций, особенно внутреннего, можно охарактеризовать как устойчивое. Если на рынке внешнего долга присутствует множество факторов, которые российскому участнику прогнозировать сложно (Treasuries, аппетит инвесторов к рискам и т.д.), то на внутреннем рынке ситуация более-менее просчитываема.

Ситуация на рублевом долговом рынке на 90% определяется уровнем рублевой ликвидности, которая сейчас самым очевидным образом идет на лад и, вероятно, до конца года будет только улучшаться. Фактор рублевой ликвидности имеет одинаковую значимость как для российских участников, для которых имеют значение ставки МБК и РЕПО, так и для нерезидентов, которые получают рублевое фондирование под залог валютных ресурсов (NDF и свопы). Если рублей в системе нет, фондирование одинаково трудно найти любым способом, и деньги стоят дорого как для российских, так и для иностранных участников. Если же ликвидность растет, то ставки

падают везде: и на МБК, и на рынке РЕПО, и на NDF, подогревая спрос на долговые инструменты со стороны всех участников рынка.

Мы не думаем, что волатильность внешних рынков способна в ближайшее время вызвать серьезную волну продаж на рублевом долговом рынке. И причин тому мы видим несколько. Во-первых, существенная доля иностранцев вышла из рынка рублевых бумаг в августе-сентябре, а в октябре вернуться на рынок еще не успела, поэтому второй раз избавляться от бумаг им не придется. Российские участники, в свою очередь, более склонны к «пересиживанию» коррекций и не любят продавать себе в убыток. Во-вторых, очень серьезное поддерживающее воздействие на рублевый долговой рынок оказали сентябрьские интервенции ЦБ в ОФЗ. ЦБ показал совершенно четкие рамки, в которых он готов терпеть рост доходности на рублевом рынке. При этом все, кто хотел избавиться от ОФЗ, имели тогда возможность это сделать. Сейчас же, после демарша ЦБ, масштабно «шортить» ОФЗ могут только самые отважные. Устойчивые ставки данных бумаг, в свою очередь, способствуют стабильности и на корпоративном долговом рынке.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

В ближайшие несколько месяцев рынок ожидает плавное поэшелонное восстановление утраченных этим летом-осенью ценовых уровней на фоне улучшения ситуации с рублевой ликвидностью. При этом давление первичного предложения будет оставаться весьма умеренным, а среди эмитентов будут преобладать компании хорошего и среднего кредитного качества. Большая часть джанка, вероятно, предпочтет перекредитовываться в банках до тех пор, пока доходность бумаг в этом сегменте рынка снизится до более приемлемых уровней, или, по крайней мере, не станет яснее, где конкретно для таких компаний находятся ставки.

Массовых дефолтов мы не ожидаем. До конца года состоится оферт и погашений на общую сумму около 150 млрд руб. Это не так много (около 2%) на фоне корпоративного кредитного портфеля российской банковской системы, объем которого сейчас превышает 7 трлн руб. Мы полагаем, что большинство заемщиков будет иметь возможность перекрыться за счет банковских кредитов, хотя, скорее всего, по более высоким ставкам, даже если первичный рынок облигаций продолжит испытывать трудности. Мы не ждем, что российские банки будут масштабно сворачивать свои программы по кредитованию, так как ЦБ, судя по всем признакам, удалось потушить проблемы с рублевой ликвидностью.

После того как рынок восстановится, нас, по всей вероятности, ожидает стабилизация доходности рублевых облигаций на уровнях первого квартала 2007 г. Мы считаем те уровни ставок по внутренним бумагам своеобразной точкой равновесия, возле которой рублевый долговой рынок колеблется последние пару лет. Чтобы рынок сдвинулся с этой точки, нужны такие позитивные события, как долгожданное снижение инфляции, сокращение ставки РЕПО и повышение российских суверенных рейтингов.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Приоритетом является работа над публичными общедоступными обзорами. Закрытыми исследованиями или консультационными проектами занимаются IB-аналитики, они же участвуют в подготовке выпусков рублевых облигаций, кредитных нот, еврооблигаций. В этом случае мы можем выступать для них как эксперты по конкретной компании или отрасли.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

У инвестиционного подразделения сформирована группа аналитиков, которая работает над различными проектами, например, занимается подготовкой меморандумов. Во главу угла ставятся интересы клиента, в нашем случае, на вторичном рынке облигаций, и авторитет аналитической команды. В целом, стараемся объективно подходить к оценке своих или чужих эмитентов: говорить не только про плюсы, но и про минусы. Насколько это получается — вопрос к участникам рынка. В свою очередь, стараемся объяснять клиентам необходимость более полно и всесторонне раскрывать информацию об эмитенте. В то же время, можно отметить определенную закономерность. С одной стороны, компании — клиенты банка по субъективным, хотя и вполне понятным причинам охотнее идут на контакт с аналитиками банка — организатора выпуска. С другой, банки обычно берут обязательства по информационной поддержке облигационного выпуска на вторичном рынке.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Мы стараемся в первую очередь писать комментарии о компаниях, в деятельности которых происходят события, которые могут заметно изменить их кредитный риск в ту или иную сторону. В противном случае клиентам жалко будет тратить время на чтение материалов, а писать в стол нам не нравится. Почему же больше позитивных, а не негативных историй? Может быть, потому что не все так плохо в российской экономике, и аналитики из множества историй выбирают, как правило, «бычьи».

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Компенсационный пакет включает фикс и бонус.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Одно другому не мешает. Аналитик — это скорее подход к решению проблемы, независимо от того, какую позицию ты занимаешь и кем ты являешься — сейлсом, трейдером или портфельным управляющим.

На вопросы Cbonds Review отвечал Алексей Демкин

ТРОЙКА ДИАЛОГ

Паоло Занибони,
руководитель аналитического управления,
Инвестиционная компания «Тройка Диалог»

Паоло Занибони пришел в «Тройку Диалог» в июне 2007 г. из Citigroup (Лондон), где в течение 14 лет работал на различных позициях в аналитическом управлении, специализируясь на анализе развивающихся рынков. С 2000 г. он занимал должность управляющего директора и руководителя аналитического управления по рынкам Центральной и Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки, а в 2003 г. принял на себя дополнительные обязанности заместителя руководителя европейского аналитического управления. Паоло Занибони окончил Университет Лидса (Великобритания) по специальности «Иностранные языки, экономика и менеджмент». По окончании университета в 1993 г. он пришел в компанию Schroders, где проработал в качестве аналитика до 2000 г.

Александр Кудрин,
аналитик рынка долговых ценных бумаг,
Инвестиционная компания «Тройка Диалог»

Родился в 1974 г. Окончил механико-математический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова в 1996 г, а также Российско-Германский Институт Науки и Культуры при МГУ. Кандидат физико-математических наук.

Работает в аналитическом управлении «Тройки Диалог» с января 2002 года. До прихода в «Тройку» работал старшим экспертом Аналитической лаборатории «Веди», начальником аналитического департамента Выбор-банка. С 1997 по 1999 год работал в должности старшего аналитика аналитического управления Диалог банка. Женат, воспитывает дочь.

Каков ваш взгляд на текущее состояние рынка облигаций?

Рынок продолжает развиваться, причем не только вширь (путем увеличения числа эмитентов), но и вглубь (посредством появления новых инструментов), что настраивает на оптимистичный лад. Инфраструктура рынка также совершенствуется, что делает его все более привлекательным для самых разных инвесторов. Скорее всего, эти процессы будут продолжаться несколько лет.

Какие тенденции будут ключевыми на рынке облигаций в ближайшей перспективе? Что будет происходить на рынке в следующем году?

Вполне вероятно, что ключевой тенденцией в ближайшей перспективе может стать рост стоимости заимствований (в первую очередь, для заемщиков второго и третьего эшелонов) в связи с кардинальными изменениями как на внешнем, так и на внутреннем рынке капитала. Помимо этого, интересно будет наблюдать за действиями монетарных властей, которые, судя по всему, начинают менять свой подход к финансовой сфере: от политики использования в качестве основного регулирующего инструмента валютного курса они переключаются к более активному применению процентных ставок.

В будущем году участники рынка, несомненно, будут следить за президентскими выборами, а также за тем, какие изменения произойдут по их итогам. С экономической точки зрения, интересно наблюдать за действиями Минфина, для которого заимствования постепенно превращаются из опции в необходимость при том, что объем займов также растет. Наконец, важно понять, какие приоритеты будут у монетарных властей в части антиинфля-

ционной политики. Что же касается рынка облигаций, то здесь мы не исключаем возможности роста доходности для всех категорий заемщиков.

Что является для вас приоритетом — подготовка закрытых аналитических исследований для сейлз-подразделений вашего банка и ваших клиентов или работа над общедоступными аналитическими обзорами?

Согласно политике «Тройки Диалог», доступ к аналитическим изданиям предоставляется только для клиентов компании. Бесспорно, иногда случаются исключения, но приоритет всегда будет отдаваться работе с нашими клиентами, а не с публичными источниками.

Насколько жесткий прессинг вы испытываете со стороны инвестиционного департамента вашего банка? Как часто на российском рынке аналитики хвалят ту или иную бумагу по заказу инвестиционного подразделения своего банка?

Не могу сказать, что мы испытываем какой-либо жесткий прессинг. Позиции аналитического подразделения по различным вопросам, как правило, хорошо обоснованы, и поэтому нам легко отстоять свое мнение. Что же касается «похвалы по заказу», то у хороших аналитиков (каких на нашем рынке немало) подобных эпизодов практически не встречается, ведь в противном случае ценность их исследований значительно понижается.

Сравнительно редко в аналитических обзорах можно увидеть резкие критические оценки перспектив тех или иных эмитентов. Почему так происходит? Аналитики просто боятся критиковать эмитентов или же это свидетельство некоего корпоративного сговора — «мы не трогаем ваших клиентов, вы не трогаете наших»?

Скорее всего, подобная ситуация связана с тем, что развитие отечественной экономики в целом и российского рынка в частности в последние годы шло исключительно в положительном направлении. На этом фоне поводов для оптимизма оказывается больше. Тем не менее, практически все аналитики время от времени выражают скепсис по поводу тех или иных бумаг (например, специалистов «Тройки Диалог» с начала 2007 г. беспокоило кредитное качество «КОПЕЙКИ»). Вполне вероятно, что по мере изменения ситуации в экономике и на рынке облигаций общий тон комментариев может радикально измениться. Предположения же о каком-либо сговоре, откровенно говоря, просто смешны.

Как у вас в банке оценивается работа аналитика? Как устроена система денежной мотивации аналитиков?

Работа аналитика оценивается комплексным методом. При этом учитываются как качество его рекомендаций, так и отзывы о его работе со стороны коллег и клиентов. Работа аналитиков мотивируется, в том числе и материально, но описание этой системы не является публичной информацией.

Для вас работа аналитика — это ступенька в карьере инвестиционного банкира или призвание?

Меня устраивает работа на позиции аналитика в инвестиционном банке, и менять ее на какую-либо другую я пока не вижу смысла. Но «призвание», пожалуй, слишком сильное определение.

На вопросы Cbonds Review отвечал Александр Кудрин

LOANS.CBONDS
СИНДИЦИРОВАННЫЕ КРЕДИТЫ

ИНФОРМАЦИОННЫЙ РЕСУРС

Loans.Cbonds.info

Синдицированное кредитование в России и СНГ

Информационный ресурс Loans.Cbonds — проект компании Cbonds.ru, посвященный рынку синдицированных кредитов заемщиков из России и стран СНГ. Целевая аудитория сайта — представители банков, инвестиционных компаний, заемщиков и институциональных инвесторов.

Loans.Cbonds — это новости, аналитические материалы, индикаторы рынка, база данных по синдицированным кредитам. Вся информация на сайте находится в свободном доступе. Будем рады разместить Ваши аналитические материалы, пресс-релизы и другую информацию по рынку синдицированных кредитов на нашем сайте.

НАДЕЕМСЯ НА ВЗАИМОВЫГОДНОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО!

http://loans.cbonds.info