Опять скрипит потертое седло,
И ветер холодит былую рану,
Куда вас, сударь, к черту, занесло,
Неужто вам покой не по карману...

РОК–2013: российский рынок облигаций 20 лет спустя

Одиннадцатый по счету Российский облигационный конгресс в Северной столице его участники провели, ностальгируя о былых временах рыночных романтиков и без энтузиазма рассуждая о том, чего ждать инвестиционным банкам и заемщикам от системы в будущем. Воспоминания звучали грустно, а прогнозы получились на редкость сдержанными, не пообещав ничего. Картина 20-летия российского облигационного рынка вышла довольно безрадостной: возможности для экстенсивного роста исчерпаны, рынок должен искать источники для интенсивного развития. Если перезагрузки системы не произойдет, ее ждет такой же неутешительный конец, какой постиг отечественный рынок акционерного капитала.

Нынешняя встреча участников российского облигационного рынка прошла на удивление спокойно. Се ля ви — признали по итогам конгресса многие заядлые облигационщики. Возраст берет свое, все-таки 20 лет — нешуточный срок для рынка. Не случайно начали отмечать юбилей виновники торжества накануне официального открытия конгресса на pre-party вместе с главным мушкетером российской эстрады Михаилом Боярским. Мушкетерская тема вообще оказалась в ходу в этом году: заслуженные ветераны облигационного бизнеса произносили красивые речи, то и дело снимая шляпу перед организаторами конгресса, много говорили про отвагу, честь, совесть и гордость рынка, поднимали тосты с шампанским между рабочими секциями, предавались романтическим воспоминаниям в кофе-брейках.

«Мне памятен тот период именно тем, что мы делали все новое, не всегда понимая, куда это нас приведет, — разоткровенничался в президиуме Юрий Новожилов, исполнительный директор НПФ «Благосостояние». — Таким новым и неизвестным для всех были, например, первые облигации с плавающей ставкой или привычный сегодня инструмент оферты».

«За двадцать лет мы построили рынок, который вносит свой вклад в ВВП. За эти годы было многое, но мы все вышли с честью из всех кризисов», — продолжил вслед за коллегой по бизнесу Игорь Фроловский, исполнительный директор Россельхозбанка.

«Это были люди, которым интересно было заниматься чем-то новым. Но ощущение драйва от каждого нового выпуска ушло. На рынке стало меньше новаторов, но больше тех, кто обладает технологиями и умеет поставить работу

на поток», — не без грусти заметил Сергей Лялин, генеральный директор Cbonds.

«Наш рынок действительно является важной частью экономического ландшафта. Это в принципе единственный рынок капитала в России, так как рынка акционерного капитала у нас не существует вообще. Правда, к сожалению, это и есть единственное достижение российского облигационного рынка. Мы не движемся вперед. Рынок стал более предсказуемым, стабильным и скучным, он перестал быть интересным для молодых. Если мы не будем двигаться вперед, то закончим так, как закончил рынок акций», — мрачно, по-атосовски, заметил Борис Гинзбург, исполнительный директор, руководитель департамента по операциям с долговыми инструментами «УРАЛСИБ Кэпитал».

Тем не менее стоит признать, что за эти годы российский рынок прошел огромный путь, не сдавались поклонники успеха: «Еще в 2003 году совокупный объем размещенных выпусков корпоративных облигаций составлял чуть более 80 млрд руб. А в 2013 году объемы рынка первичных размещений корпоратов приближаются к 2 трлн руб.», — браво жонглировал цифрами Павел Исаев, вице-президент, начальник департамента инструментов долгового рынка Газпромбанка.

«У нас действительно гигантский рост рынка по объемам, — согласился Борис Гинзбург. — Государственный и корпоративный сегменты вышли на уровень, который сравним с показателями развитых рынков. Но если посмотреть на две другие характеристики рынка — доходность и дюрацию, то мы увидим, что за последние 10 лет они практически не изменились. Увеличение объемов при сохранении дюрации и доходности. О чем это гово-

рит? О том, что наш рынок плоть от плоти нашей экономики. Последнее десятилетие российская экономика очень активно росла экстенсивно. Но сейчас возможность расти тем же способом и теми же темпами отсутствует. Надо начинать расти интенсивно, иначе никакого развития не будет».

Вот только в ближайший год интенсивного роста российскому облигационному сегменту точно не видать, да и про рост как таковой в принципе придется на время забыть: «В следующие 12 месяцев будет меньше спроса, меньше размещений. Рынок сократится процентов на пятнадцать из-за пенсионной реформы и снижения спроса со стороны НПФ, — констатировал Павел Соколов, управляющий директор, соруководитель управления корпоративного финансирования департамента инвестиционно-банковской деятельности Sberbank CIB. — Консолидация банков-организаторов продолжится, а конкуренция в IB-бизнесе будет снижаться. Год будет непростой и очень волатильный».

Очевидно, что корпоративные выпуски не получат поддержки со стороны пенсионных денег в 2014 году. Что делать корпоративным заемщикам в этом случае? Стараться занять на внешних рынках, отвечают аналитики. Проблема только в том, что доступ на внешние рынки открыт единицам компаний. Остальным эмитентам, в частности второму-третьему эшелону, приходится решать проблемы фондирования в России, используя (справедливости ради надо отметить) весьма скудный арсенал инструментов.

Кстати, многие старожилы рынка признают, что одной из заслуг кризиса стало то, что он расчистил рынок от всякого рода случайных «элементов». «До кризиса у нас на рынке было 500 эмитентов, те 300, кото-

рые остались после кризиса, — это лучшее, что у нас было. Потому что многие из тех компаний, что не выжили, выпускать на рынок нельзя было в принципе», — убежден Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН».

Кстати, самым голосистым среди эмитентов на облигационном конгрессе в этом году оказался как раз третий эшелон. Рупором сектора организаторы попросили выступить Евгения Бернштама, председателя совета директоров Adela Financial Retail Group. Один из идеологов микрофинансового бизнеса в России, который уже дважды вывел свою компанию «Домашние деньги» на публичный рынок, не стеснялся в критике, раздавая представителям DCM-команд ведущих инвестбанков хлесткие упреки: «Я призываю инвестиционные банки проявить креативность! Я готов платить, только приведите мне инвестора, покажите мне его! Если кто-то из вас сможет реально помогать, а не рассуждать, я был бы очень рад», — заявил финансист.

«Базель III зарегулировал нас со страшной силой, и это очень сильно повлияло на то, что мы можем делать со своим балансом, — неохотно оправдывался Олег Гордиенко, управляющий директор, начальник инвестиционно-банковского управления Райффайзенбанка. — Требования к капиталу первого уровня стали жестче. Приходится платить инвесторам больше, банкам стало сложнее зарабатывать, маржа снижается».

«ЦБ пытается предостеречь нас, чтобы мы не брали много риска. Но банки обеспокоены снижением экономического роста, — объяснил ситуацию Денис Тулинов. — Отчасти причина этого — неэффективное регулирование. Компании меньше инвестируют, и мы меньше разме-

щаем. Заемщики не идут на рынок, потому что инвесторы не готовы покупать».

Это же — ответ на вопрос, почему у банков нет пайплайна относительно некрупных сделок. А нужны лишь две вещи, чтобы изменить ситуацию, — повысить значимость российских рейтингов и расширить Ломбардный список ЦБ, уверен Евгений Бернштам.

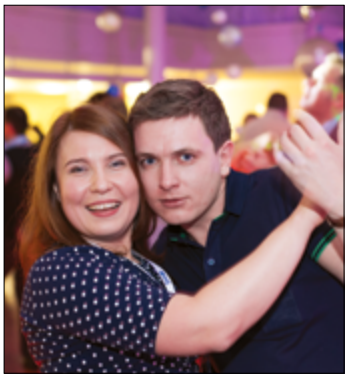
Мощным драйвером роста может стать появление сильного внутреннего инвестора, в том числе за счет физических лиц (благодаря налоговым преференциям и развитию индустрии паевых фондов). Тогда маленькие выпуски на 300–500 млн руб. будут возможны, полагает Сергей Лялин.

Правда, этого момента тоже придется немного подождать. А пока для заемщиков «поплоше» по-прежнему есть вексельный рынок: он все еще жив, хоть и существует по своим неведомым законам. Это действительно вариант для компаний, которые по формальным признакам не могут выпустить бонды, согласился Евгений Бернштам.

«Хоть сегодня регулятор и задавил нас своими требованиями, но мы будем продолжать работать в этой нише. Мы любим второй-третий эшелон — это очень благодарный клиент», — призвал не отчаиваться вечный оптимист Денис Тулинов.

QE-ФОБИЯ

Среди аналитиков оптимистов в этом году оказалось еще меньше, чем в прошлом. Два дня подряд лучшие умы осторожно обсуждали главный вопрос последнего полугодия — сроки сворачивания программы количественного смягчения и степень последствий этой «катастрофы» для мировой экономики и локальных рынков. С одной стороны, у ФРС есть все основания начать сворачивать меры денежно-кредитной политики. К 2015 году



Федеральный резерв должен изъять весь избыточный денежно-кредитный стимул из экономики, в противном случае возможен существенный риск ускорения инфляции, полагает Евгений Надоршин, управляющий директор по макроанализу АФК «Система».

Вопрос в том, когда ждать «беды». Самые радикальные сценарии предполагают начало сворачивания QE уже до конца декабря. Более мягкий вариант развития событий — выход из QE в первом квартале 2014 года.

Игорь Голубев, руководитель направления анализа долговых рынков Промсвязьбанка, вспомнил слова одного из героев фильма Wall Street: «В жизни нет ничего неизбежнее, чем смерть и налоги», — так что не имеет большого значения, когда и насколько изменится политика Федерального резерва. Понятно, что это все равно произойдет. Гораздо важнее понять, как сохранить стабильность российского рынка.

Для России ситуация на внешних рынках важна по двум причинам, напомнил Антон Струченевский, старший экономист Sberbank CIB. «Мы учитываем два фактора: поведение инвесторов и цены на нефть. Это объясняется тем, что с внешним миром мы связаны по сути через трубу. Цены на нефть в основном сказываются на таких факторах, как, например, обменный курс рубля».

В то же время, по словам Егора Сусина, главного эксперта центра экономического прогнозирования Газпромбанка, сейчас цены на нефть зависят не столько от монетарных факторов, сколько от той динамики, которую будут показывать развивающиеся рынки. В этом смысле цены на нефть нельзя считать завышенными — они обусловлены структурными сдвигами спроса на сырье, так как развивающиеся страны существенно нарастили потребление нефти.

Поэтому большинство аналитиков не ожидают сильной волатильности нефтяных цен: скорее всего, она останется в коридоре $95–100 за баррель. Почти единодушны оказались авторы экономических прогнозов и в оценках уровня инфляции, консенсус по ней составляет 5.5–6%. Согласны друг с другом аналитики и в отношении других неутешительных симптомов российской экономики: инвестиции на нуле, а экономического роста ждать не приходит-

ся. Главным приоритетом регулятора на будущий год остается инфляция, снижение ставок, вероятнее всего, произойдет не раньше второго-третьего квартала следующего года и составит около 50 б.п.

Между тем управляющие портфелями полагают, что сейчас с точки зрения fixed income неплохой момент для покупки бумаг. «Правительство объявило свою основную цель на следующий год — инфляция. Снижение инфляции в следующем году позитивно скажется на рынке облигаций и отчасти выступит драйвером. С другой стороны, об экономике в целом ничего позитивного сказать нельзя, поэтому сейчас самое лучшее время покупать длинный долг», — уверен Евгений Шаго, руководитель группы инвестиционного анализа Доверительной Инвестиционной Компании.

Среди всех сегментов лучше всего в 2014 году будут смотреться ОФЗ, а не корпораты первого эшелона, заключил Алексей Демкин, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью Газпромбанка. Это связано с ожидаемой отменой налогообложения ОФЗ, которая должна стать главной идеей следующих полутора лет.

КАПИТАЛ! КАПИТАЛ! КАПИТАЛ!

В свободное от дискуссий время участники облигационного конгресса развлекали себя любимым способом — конечно, наслаждаясь музыкой! В первый день на горячее были поданы первосортные хиты Макса Леонидова, бывшего участника группы «Секрет», которая была на пике популярности те самые 20 лет назад. А главным героем второго дня на гала-ужине стал «Ляпис Трубецкой». Лидер группы Сергей Михалок спел участникам РОК-концерта и про Маркса со Сникерсом, и про Капитал, но больше всего им понравилось все же про Любовь: «...с ней рядом Амур крыльями машет...». Может быть, потому, что зазвучала песня как-то по-доброму после благотворительного аукциона в пользу фонда помощи больным детям «Будь Человеком», где благодаря одному из гостей вечера с молотка за $7 тыс. ушел единственный лот — железнодорожная облигация 1889 года, выпущенная Российским императорским правительством. На счастье!

На гала–ужине в честь закрытия XI Российского облигационного конгресса по традиции состоялось награждение лучших участников рынка. В этом году Сергей Лялин, генеральный директор Cbonds, недолго томил гостей — вручение наград началось сразу же, как только все гости собрались в зале ресторана гостиницы «Москва». В этом году в голосовании приняли участие 613 представителей долгового рынка (почти на сто человек больше, чем в прошлом году), а всего на конгресс заявилось рекордное количество участников — более 760 человек.

Первыми на сцену за наградами поднялись команды лучших аналитиков. Почетное первое место занял Райффайзенбанк, второе место было отдано «ВТБ Капиталу», третьими в этом году стали аналитики Газпромбанка.

Лучшей sales–командой на рынке облигаций был признан «ВТБ Капитал». Второе место присудили Промсвязьбанку, а бронза досталась Райффайзенбанку. Лауреаты в следующей номинации были довольно предсказуемыми: лучшими инвестиционными банками по работе с первым эшелоном заемщиков стали «ВТБ Капитал», Sberbank CIB и Газпромбанк.

А вот результаты голосования за лучшие банки по работе со вторым–третьим эшелонами заемщиков приятно удивили даже некоторых из номинантов: так, первое место, неожиданно для самих призеров, во второй раз занял Промсвязьбанк, второе место перешло к БК «РЕГИОН», третье место досталось Райффайзенбанку.

Полностью совпали с прошлогодними результаты в номинации «Лучший трейдинг на рынке облигаций»: первое место прочно занимает «ВТБ Капитал», трейдеры Промсвязьбанка взяли вторую медаль, а третью премию получила команда РОСБАНКа.

Новая номинация, введенная в этом году, заставила поволноваться «телефонных» брокеров. Первенство досталось компании BGC, второе место занял ADIX, и третий диплом ушел к команде НФБК.

Брокеры в этом году также активно боролись за первенство. Лучшей стала команда БКС, серебро досталось БК «РЕГИОН», а на третьем месте оказался «Велес Капитал». Эмитентом года безоговорочно была выбрана компания «Роснефть». А лучшей сделкой первичного размещения корпоративных облигаций названы целых три эмиссии компании «Норильский никель». Кроме того, дипломов удостоились организаторы

Николай КАЩЕЕВ,
директор аналитического департамента, Промсвязьбанк

Я очень рад награде. Говорят, это было ожидаемо, — мне сложно судить, но получить диплом очень приятно. На рынке я с 1996 года. Я всегда стремлюсь разнообразить свои выступления, устроить что-нибудь интересное. Мне вообще хотелось бы, чтобы на конференции было больше необычных, ярких, запоминающихся выступлений, людей, деталей. Это то, что поддерживает интерес участников. Так что будем продолжать в том же духе!

Наталья ПЕКШЕВА,
управляющий директор, Райффайзенбанк

Очень приятно, что уже второй год подряд наши читатели так высоко оценивают работу наших аналитиков. Это значит, что мы пишем интересно и актуально. Две личные номинации также говорит о высокой оценке, о признании. На самом деле мы выпускаем наш research в обновленном виде два с половиной года, и вот уже второй год получаем награды – это очень радостно.

Замечательно, что работа наших сейлзов тоже не осталась незамеченной, нас знают! Планы на будущее – все выше, выше и выше! Но это не первостепенная задача и цель. Лучшая награда для нас – это похвала клиентов. Мы хотим, чтобы они были довольны.

размещения: Sberbank CIB, РОСБАНК и «ВТБ Капитал». Лучшей сделкой субфедерального займа признан выпуск Красноярского края 34007. Конечно же, без наград не остались организаторы, приложившие все усилия для того, чтобы сделка стала лучшей: РОСБАНК, «ВТБ Капитал», банк «ОТКРЫТИЕ» и Sberbank CIB.

Среди размещений еврооблигаций лучшей оказалась сделка Газпромбанк–2023. Банк был удостоен награды и как эмитент, и как организатор. Кроме него, дипломы за успешное размещение также получили Barclays Capital, BNP Paribas, Goldman Sachs и Societe Generale.

В номинации «Прорыв года» диплом получила БК «РЕГИОН». Награду за прорыв года в аналитике заслужила ИК UFS IC.

Без внимания не остались и юристы: первое место среди юридических фирм заняла компания «Линия права», за дипломом второй степени вышли представители Legal Capital Partners, третье место было отдано компании Baker & McKenzie.

Завершила командные номинации награда самым сильным игрокам на рынке фьючерсов на облигации. Диплом первой степени был присужден «ВТБ Капиталу», второе место участники рынка отдали Промсвязьбанку, а третьим стал Deutsche Bank.

Личные номинации в этом году получили лучшие аналитики по fixed income Денис Порывай, Леонид Игнатьев и Вадим Ведерников. За лучшие прогнозы по макроэкономике рынок отметил Николая Кащеева, Владимира Колычева и Марию Помельникову.

Петр ФЕДОСЕНКО,
специалист управления торговли и продаж, Промсвязьбанк

Мы до последнего момента не знали, какое место займем в этом году, — здорово, что удалось завоевать серебро. В прошлом году мы были третьими. Приложим все усилия, чтобы в следующем году выйти на первое место. У нас очень сильные конкуренты, но мы будем стараться.

К сожалению, настроения на рынке негативные, это немного добавляет пессимизма. Но расстраиваться не стоит. Расстраиваться вообще никогда не стоит! Особенно в силу структуры нашего бизнеса. Наш бизнес, клиентский, всегда есть и всегда будет, поэтому нужно иметь крепкие нервы, никогда не сдаваться и продолжать работать. Что мы и делаем!

Алексей КУЗНЕЦОВ,
председатель совета директоров БК «РЕГИОН»

Для нас большая честь, что результаты, достигнутые нами в текущем году, были высоко оценены профессиональным сообществом. Последнее время «РЕГИОН» стабильно занимает лидирующие позиции на рынках долгового капитала, но в этом году мы вышли на принципиально новый уровень, существенно улучшили свои позиции. Это заслуга нашей команды, которая добилась признания благодаря слаженной работе и высокому профессионализму. И конечно, мы бы не смогли всего этого достичь, если бы не высокое доверие наших клиентов и партнеров.

Алексей КОНОЧКИН, заместитель начальника управления рынков долгового капитала, «ВТБ Капитал»

Мы очень довольны результатами премии в этом году — команда «ВТБ Капитала» сохранила свои лидирующие позиции. Интересно было увидеть, как изменилась расстановка сил в других номинациях. В целом, можно сказать, что каждый участник получил по заслугам и достижения наших коллег по отрасли не остались без внимания. Я думаю, что премия бы только выиграла, если бы Сергей Лялин решил что-то обновить – все-таки 11 лет — это тот срок, когда хочется увидеть в проекте что-то новое.

Денис ТУЛИНОВ, руководитель инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Мы хоть и оптимисты, но реалисты. Мы были скромны и рассчитывали на второе место, поэтому первое место второй год подряд нас очень порадовало. Я считаю, что наш секрет успеха в наших контрагентах, в наших клиентах, в наших уважаемых друзьях и партнерах, — я очень благодарен им всем, а также своей команде.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ, старший аналитик, БКС

Я считаю первое место среди брокеров заслуженным. Старались, работали — получили отличный результат. Очень приятно, что Леонид Игнатьев получил личную награду в номинации «Лучший аналитик», он ее достоин.