Рынок облигаций России: надо привыкать к новым условиям

В рамках XI Облигационного конгресса стран СНГ и Балтии представители ведущих инвестиционных и аналитических команд на рынке организации облигационных займов обсудили его нынешнее состояние, обменялись мнением о ключевых проблемах, а также порассуждали, какими им видятся в ближайшие месяцы сценарии развития событий в экономике и наступит ли наконец «золотая осень» для долгового рынка.

Модератор: Сергей Лялин, генеральный директор Cbonds.ru

— Уважаемые коллеги, сегодня мы собрались с вами здесь для того, чтобы обсудить российский рынок облигаций. В феврале наблюдалась девальвация рубля, рыночных первичных размещений почти не было, в марте возник крымский вопрос и эскалация конфликта в Украине, которая продолжилась в апреле, и Россия встретила первое введение санкций, а мае случилось некое «оттаивание» рынка — порядка 10 размещений общим объемом около 80 млрд руб. Перефразируя песню из известного сериала, скажите, это весна или это оттепель? Давайте начнем с мнения инвестбанкиров.

Денис Тулинов, управляющий директор инвестиционно–банковского департамента Промсвязьбанка

— На мой взгляд, оттепель переходит в весну. Инвесторы и эмитенты осознали, что некая «ломка» прошла, и те, кто хочет привлечь деньги, готовы выходить на предложенные уровни. Ставки выросли по всему миру. Их подняли и российские, и иностранные банки. Доступность ресурсов стала меньше, доходность — выше. Эмитенты, которые понимают, что облегчения в ближайшее время не будет, готовы выходить на рынок.

Насколько оттепель станет полноценной весной, во многом зависит от дальнейшего развития ситуации в Восточной Украине. Это главный тренд, который будет влиять на локальный долговой рынок и динамику рубля в ближайшее время.

Михаил Автухов, управляющий директор ИБ «ОТКРЫТИЕ Капитал», вице–президент, директор департамента рынков капитала банка «ФК Открытие»

— Рынок сейчас предоставляет неплохие возможности с точки зрения покупки и инвестирования в облигации. Мы видим такие возможности в большей степени среди BBB-эмитентов и субфедеральных заемщиков, которые активно выходят на рынок. Сейчас хорошее время покупать субфедеральный долг, на наш взгляд. Тот уровень доходности, который сейчас есть на рынке, сохранится в среднесрочной перспективе. Среди заемщиков будет большое предложение со стороны финансовых институтов, потому что они наиболее активны, адекватно реагируют на конъюнктуру рынка, испытывающую острую потребность

Сергей Лялин, генеральный директор Cbonds.ru

в средствах, и готовы дать чуть большую ставку, чем корпоративные заемщики.

Также я ожидаю значительного роста обеспеченных облигаций и надеюсь, что к концу 2014-го — началу 2015 года с учетом процедур, которые необходимо провести и структурировать на рынке, такие выпуски будут предлагаться чаще.

Что касается ситуации на рынке в целом, то, как Денис правильно заметил, значительное влияние на экономику будет оказывать геополитика, а спрогнозировать ее невозможно. Можно только надеяться на лучшее. Я верю, что к осени напряжение спадет.

Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН»

— Я соглашусь, что сейчас трудно говорить о наступлении весны на долговом рынке. Некоторые инвесторы и эмитенты поняли, что ожидать существенного снижения ставок в ближайшее время не стоит. Поэтому надо занимать сейчас. И если мы прислушаемся к последнему заявлению ЦБ от 16 июня 2014 года, то регулятор ясно дал понять, что в случае ухудшения ситуации он, скорее всего, повысит ставки. А это в первую очередь отразится на облигационном рынке. Если не будет каких-то политических ухудшений, введения санкций со сторо-

В МАЕ СЛУЧИЛОСЬ НЕКОЕ «ОТТАИВАНИЕ» РЫНКА – ПОРЯДКА 10 РАЗМЕЩЕНИЙ ОБЩИМ ОБЪЕМОМ ОКОЛО 80 МЛРД РУБ.

ны Запада, то вскоре мы увидим выход разных эмитентов на первичный рынок.

Денис Тулинов

— У меня сложилось ощущение, что вопрос ценообразования и разница по ставкам между разными категориями заемщиков, в частности между корпоративным сектором и субфедеральными выпусками имеет под собой не экономическую, а нормативную природу. Налицо очевидный перекос по нормативу давления на капитал банков-инвесторов со стороны регулятора. Все понимают, что сегодня закредитованность отдельных субъектов крайне высокая, однако облигации таких эмитентов несут низкую нагрузку на капитал. И получается, что данные облигации крайне востребованы на рынке.

Сергей Лялин

— Предлагаю перейти ко второму вопросу — ставкам, которые сильно выросли за последнее время. Например, одной из крупных сделок было размещение Красноярского края со ставкой 10.9% годовых, тогда как осенью прошлого года эмитент размещался с доходностью 8.16% годовых. Удорожание стоимости заимствования составило почти 3 б.п. Сегодняшний уровень ставок — новая норма или необходимо дождаться стабилизации ситуации на рынке? Снизит ли ЦБ ставку, чтобы как-то стимулировать экономику?

Денис Порывай, старший аналитик, старший вице–президент Райффайзенбанка

— У нас два рынка: рынок ОФЗ и рынок негосударственных бумаг. Минфин мало размещается. По сути, он сейчас больше дает денег, а не забирает. И скорее всего, эта тенденция сохранится. Сначала нерезиденты на фоне угрозы санкций все продали — ставки взлетели, а потом, когда риски по поводу санкций утихли, на этих ожиданиях нерезиденты опять набежали, все выкупили, и фактически ОФЗ вернулись на уровни начала февраля 2014 года. Сегодня ОФЗ торгуются с минимальной премией к РЕПО. Здесь течет своя жизнь, и ставки, на самом деле, низкие.

Есть другой сегмент — рынок негосударственных облигаций. Здесь ценообразование совершенно иное, эти бумаги покупают только локальные участники — в основном банки. Поскольку притока пенсионных накоплений в этом году нет, рынок живет за счет банковских денег и средств, которыми управляющие компании рефинансируют старые портфели. Очевидно, что в данном сегменте появился отложенный спрос — объем погашений выше объема размещений. При этом банки имеют некоторые ограничения, основным из которых является давление на капитал. Ввиду определенного дефицита капитала банки смотрят на коэффициенты риска, и это кардинальным образом меняет цену на облигации. Корпоративные размещения в апреле-мае на первичном рынке говорят о том, что существует отложенный спрос и игроки готовы покупать долг. Но, как правило, это касается эмитентов, которые имеют низкое давление на капитал: субфедеральных заемщиков и представителей первого эшелона. Дальше высокого спроса нет. И так, скорее всего, и будет. Большинство опасений рынка связаны с тем, как будет в дальнейшем вести себя ЦБ, как будет развиваться ситуация в Украине, как будет выстраиваться отношение иностранных инвесторов к России. Если мы увидим эскалацию конфликта, произойдет ослабление рубля и опять по-

ЕСЛИ НЕ БУДЕТ КАКИХ-ТО ПОЛИТИЧЕСКИХ УХУДШЕНИЙ, ТО ВСКОРЕ МЫ УВИДИМ ВЫХОД РАЗНЫХ ЭМИТЕНТОВ НА ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН»

явится вероятность того, что ЦБ повысит ставку. Регулятору необходимо удерживать инфляцию. Хотя все говорят, что пик инфляции еще не пройден, есть надежда, что во второй половине года произойдет ее некоторое замедление. На мой взгляд, внешний фон утихнет к началу осени, так как США будут заняты своими внутренними проблемами, там начнутся выборы, а Европу ждет зима — ей нужен газ, — и она будет менее негативно настроена по отношению к России. И возможно, у нас наступит «золотая осень».

Павел Пикулев, стратег казначейства Дойче Банка по России и СНГ

— У меня есть три основных тезиса. Во-первых, я считаю, что регулятор в этом году действовал единственно возможным и оптимальным способом, агрессивно повышая ставки и давая много ликвидности через нестандартные инструменты рефинансирования. Любой другой альтернативный курс действий, по моему мнению, привел бы к более печальным результатам. Я хочу сказать, что мы находимся в надежных руках регулятора.

Второй тезис касается того, что в экономике нет роста и не снижаются ставки. Здесь главная проблема в инфляции, которая составила почти 8%.

Павел Пикулев, стратег казначейства Дойче Банка по России и СНГ

Это ненормально. К счастью, это не ловушка нулевых процентных ставок, из которой пока невозможно выбраться. В мире много примеров успешной борьбы с инфляцией и со стагфляцией. Открываем учебники по экономике, и смотрим, что было в США в 1980-е годы — лекарство от инфляции известно, но оно болезненное. Однако страх перед болью не повод не идти к стоматологу. Зуб все равно надо сверлить.

Сергей Лялин

— Возникает вопрос, будут сверлить с анестезией или без?

Павел Пикулев

— Насколько я знаю, полная анестезия не рекомендуется, ведь по вашей реакции врач понимает, дошел до нерва или нет. Смысл в том, что будет больно. Это неизбежно. Вопрос, готовы ли мы с нашей экономикой «идти к дантисту» или нет? Мне кажется, чтобы не потерять всю челюсть, идти надо! И ЦБ это понимает. Единственное, что регулятор может сделать, — подавить инфляцию. И хватит ли у нас решимости, чтобы собрать волю в кулак, пойти к доктору и вылечить таки больной зуб?

Третий тезис заключается в том, что даже если инфляция упадет до 5%, на мой взгляд, ставка ЦБ понижаться особо не будет. Потому что ставка 5.5%, которая была, — это пережиток тех времен, когда ЦБ больше заботился о рубле и не обращал внимания на инфляцию. И именно она стала причиной ослабления рубля в начале 2014 года, еще до начала действия внешнеполитических факторов. Сейчас ЦБ воспользовался ситуацией, чтобы нормализовать кредитно-денежную политику и вывести реальную процентную ставку туда, где она должна быть по отношению к инфляции. А эмитентам, которые пытаются затянуть пояса и думают, что все наладится, не стоит на это рассчитывать. Надо привыкать к новым условиям.

МЫ НАХОДИМСЯ В НАДЕЖНЫХ РУКАХ РЕГУЛЯТОРА

Алексей Демкин, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью Газпромбанка

— За 20-летнюю историю российского долгового рынка мы видели несколько периодов, когда ставки взлетали. Сейчас мы находимся на некотором максимуме. Возможно уменьшение ставок при условии стабилизации геополитической ситуации. Если говорить про падение ставок ЦБ, то мнения разделились: кто-то ожидает снижения на 50 б.п., кто-то — больше. А кто-то прогнозирует повышение. Последние два месяца показали, что банки продолжат выходить на рынок, если на нем будет стабильность. Первый эшелон сможет дешевле привлекать деньги в банках.

Сергей Лялин

— Помимо локальных событий на рынке в этом году, мы можем наблюдать мораторий на привлечение новых денег в пенсионную систему. Новые пенсионные деньги на рынок не приходят, а какими группами инвесторов они могут заместиться? В частности, со следующего года вступает в силу инициатива по индивидуальным инвестиционным счетам. И есть разные мнения по этому поводу. Как вы считаете, насколько частные инвесторы и люди, покупающие облигации, смогут стать значимой движущей силой на рынке и возместят отсутствие притока пенсионных денег?

Денис Тулинов

— Замедление притока пенсионных денег — большая катастрофа для рынка с точки зрения возможностей дальнейшего развития. Это подрывает спрос. Однако в целом активность участия частных инвесторов в размещениях возрастает. Причем это происходит не потому, что увеличивается уровень финансовой грамотности самих инвесторов, а потому что банки-организаторы, а также их брокерские подразделения стали вести себя гораздо активнее. Наш банк прекрасно работает с такой моделью, и мы делаем ставку на таких инвесторов.

Михаил Автухов

— Пока физические лица и частные инвесторы не составляют значимой доли на рынке и не позволяют рассчитывать на резкое увеличение спроса. Да, сейчас физлица покупают субординированные евробонды, но объемы у них небольшие. И для этого нет инфраструктуры. Даже если у вас крупный российский банк, входящий в топ-10, даже если у него есть 300–500 клиентов, которые могут себе позволить инвестировать $0.5–1 млн, эти объемы никак картину рынка не изменят. Что касается индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), на мой взгляд, это перспектива ближайших двух лет.

Александр Ермак

— Вспомните, какую политику проводило государство. Возьмем ПИФы: инвестируйте — и профессионалы будут управлять вашим капиталом. Одним словом, несите деньги! Принесли деньги, профессионалам отдали, но как-то не пошло... Появилась возможность инвестировать пенсионные деньги. Опять же решайте, кому вы их доверите. Народ решал-решал, потом сказали: «Давайте мы за вас сами все решим». Теперь придумали новый механизм: «Давайте откроем вам индивидуальные инвестиционные счета». Необходима огромная работа по массовой пропаганде ИИС, чтобы о появившихся возможностях узнало как можно больше граждан. Представьте, что может сейчас ответить простой рабочий или инженер на вопрос, куда ему вкладывать деньги — в акции или облигации? Нужны

БАНКИ ПРОДОЛЖАТ ВЫХОДИТЬ НА РЫНОК, ЕСЛИ НА НЕМ БУДЕТ СТАБИЛЬНОСТЬ

Алексей Демкин, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью Газпромбанка

огромные усилия, чтобы привлечь население, и понадобится минимум 2–5 лет, чтобы народ понял, как с этим работать.

Павел Пикулев

– Я хочу сказать несколько слов в защиту индивидуальных счетов. Когда я пару лет назад предлагал эту идею, то видел это так: например, у вас есть iPhone. Это больше, чем телефон. По сути, это терминал для доступа к различным информационным ресурсам. Но представим, что этот терминал будет в другом, менее качественном оформлении. Стал бы он тогда таким популярным? Наверное, нет. То же самое можно сказать про ИИС. Эта идея с потенциалом, и она должна быть реализована с большим вниманием к деталям и потребностям пользователей. В идеале ИСС – это счет, который вы можете открыть в абсолютно любом банке, в любой управляющей компании. При перечислении налога на этот счет работодатель автоматически уменьшает сумму налога на доходы физических лиц. То есть автоматически, внося деньги на этот счет и не заполняя никакой налоговой декларации, вы получаете доходность 13%.

Существует и ментальный аспект. Мы не считаем пенсионные накопления в их нынешнем варианте своими. Они находятся где-то у государства. Мы их не видели. А деньги на ИИС будут нашими. Если не верите никому — управляйте ими сами. А хотите — отдайте в доверительное управление компании. Счет можно подарить, отдать в наследство. Это должен быть iPhone с соответствующей рекламной поддержкой. Не надо отмахиваться от этих денег. Пенсионные и накопительные счета, например, в Штатах, составляют $17 трлн. Финансовыми рынками и ОФЗ управляют множество бабушек, которые вносят по тысяче долларов в фонды, потом деньги аккумулируются в больших фондах и приходят на наш рынок... Если эти бабушки когда-нибудь захотят вложить в ОФЗ хотя бы полпроцента своих сбережений, наш рынок разорвет на мелкие клочки. Мы должны строить подобную систему накоплений внутри страны. Инвестиционные вклады дадут людям понимание той выгоды, которую они могут получить в виде 13% дохода моментально, а дальше властвовать над своими пенсионными накоплениями, холить их и лелеять. И, может быть, для этого потребуется 10–15 лет, но это будущее. Главное, чтобы все детали были продуманы. Все должно быть удобно для пользователя. Как минимум, можно обойтись без налоговых деклараций, на мой взгляд. По уровню исполнения ИИС должны стать iPhone, а не изделием низкого качества.

Михаил Автухов, управляющий директор ИБ «ОТКРЫТИЕ Капитал», вице-президент, директор департамента рынков капитала банка «ФК Открытие»

ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИКУ ОКАЗЫВАЕТ ГЕОПОЛИТИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ, А СПРОГНОЗИРОВАТЬ ЕЕ НЕВОЗМОЖНО. МОЖНО ТОЛЬКО НАДЕЯТЬСЯ НА ЛУЧШЕЕ

Сергей Лялин

– Я согласен с Павлом и тоже оптимистично смотрю на создание ИИС и считаю его интересной и действительно пробивной идеей. На самом деле, если люди почувствуют выгоду, я уверен, что информация об этом распространится очень быстро. Допустим, миллион человек откроют ИИС. Умножаем миллион на 400 тыс. руб. (минимальная сумма на ИИС — *Ред.*) и получаем 400 млрд руб. А это достаточно значительная сумма в масштабе нашего рынка. Думаю, что большая часть этих средств будет инвестироваться в рынок облигаций, а не в рынок акций.

Алексей Демкин

— Отвечая на вопрос, что может заменить приток пенсионных денег, хотелось бы обратиться к цифрам. В прошлом году на локальном рынке было размещено облигаций (без ОФЗ) на 1.9 трлн руб. Доля пенсионных денег (накопительная часть), которые зашли в систему именно с корпоративных рынков, по грубым оценкам, составила порядка 500–550 млрд руб. Где можно найти замену пенсионным деньгам? Прямо на рынке. За счет средств, поступающих от погашения локальных облигаций (без ОФЗ) и выплаты купонов, — это порядка 1.2-1.3 трлн руб. в 2014 году.

Обращаясь к идее с ИИС, все достаточно прозаично — надо увеличивать финансовую грамотность населения. В целом ее уровень по России оценивается в 1% от общей массы взрослого населения. В Европе это 40–50%, в США — порядка 70–80%. Вопрос в том, кто понесет ношу финансового образования? Я думаю, что проще обратить внимание на депозиты физлиц, которые составляют 16–17 трлн руб., и только в 2013 году приток составил 2.7 трлн руб. Это колоссальный ресурс для инвестиционных банков, вопрос только в том, как дотянуться до этих денег.

Сергей Лялин

— Считаю, что образовывать никого не нужно, ведь все, что выгодно, само очень быстро распространяется, как вирус. Та же ситуация была с айфоном — через полгода после выхода первой модели практически у всех участников финансового рынка появились эти смартфоны. Я не видел ни одного рекламного щита «Покупайте еврооблигации!» ни в одном городе. Но все говорят, что у них чуть ли не очередь стоит из частных клиентов, желающих купить еврооблигации. Раз уж мы о них заговорили, предлагаю побеседовать о внешнем рынке. На нем ситуация, пожалуй, еще хуже, чем на внутреннем. С марта 2014 года, с начала крымско-украинского кризиса размещений было крайне мало. Чего ждать от рынка внешних заимствований: закрыт ли он или через некоторое время откроется, и все встанет на свои места? Произойдет ли существенная переориентация в плане валют и смена рынка в большей степени на «экзотику»: франки, юани и так далее?

Денис Порывай

— На мой взгляд, переориентация с доллара на евро, швейцарский франк и юань очевидна, и здесь вопрос в том, когда утрясутся отношения России и США. Но уход от доллара — это уже тенденция.

Алексей Демкин

— На рынках наблюдается напряжение, связанное с ожиданием ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США, что, вероятно, приведет к повышению ставки во второй половине 2015 года. В еврозоне, наоборот, более мягкая денежно-кредитная политика. В последнее время появился определенный интерес к заимствованиям в евро. Но если посмотреть на глобальную структуру инвесторов, то порядка 45-50% мировых денег институциональных инвесторов находится под управлением американских компаний. Отсюда и предпочтение доллара.

Отдельно стоит сказать про юань. Эта валюта набирает популярность. Прежде всего речь идет о займах в так называемых офшорных юанях или CNH. Сейчас объем облигаций в обращении составляет порядка $125-130 млрд. Год назад эта цифра составляла $80 млрд. По объему он меньше российского локального рынка, и больших денег поднять в настоящее время там нельзя. Но можно

УХОД ОТ ДОЛЛАРА — ЭТО УЖЕ ТЕНДЕНЦИЯ

Денис Порывай, старший аналитик, старший вице-президент Райффайзенбанка

начать проводить просветительскую работу среди азиатских инвесторов. Как показывает опыт, они более восприимчивы к знаниям. Наша рекомендация: надо начинать выходить на азиатские рынки с тестовыми выпусками на небольшой срок, с небольшими объемами.

Рынок облигаций в офшорном юане сильно коррелирует с динамикой объемов торговли Китая с остальным миром порядка 12-15% приходится на оборот именно в юанях, тогда как в 2010 году эта доля была близка нулю, а в 2015 году ожидается уже на уровне 30%, и значительная часть этой валюты оседает на депозитах (свыше $250 млрд), и офшорные юани определяют спрос на финансовые инструменты. Однако в настоящее время они не могут стать альтернативой евробондам в долларах. Но ситуация может быстро поменяться.

Александр Ермак

– Внешний рынок сильно зависит от настроений западных инвесторов. Поэтому остается ждать, когда изменится отношение к России. Что касается валют, то пока при всем желании уход от доллара маловероятен. Пока капиталы со всего мира стремятся на рынки США, а американский доллар считается более надежным, чем все остальные валюты, займы в которых будут нести дополнительные риски.

Сергей Лялин

– Как вы думаете, в чем причина того, что на внутреннем российском рынке облигаций практически нет заимствований в валютах, кроме доллара и евро? Почему в этом году мы пока не увидели ни одного эмитента, разместившегося в валюте или с привязкой к ней?

Михаил Автухов

– На рынке есть большие и маленькие деньги. Большие деньги хотят быть в офшоре. Валютные заимствования дорогие, инвесторам невыгодно занимать в другой валюте. К тому же в России, к сожалению, нет полноценной инфраструктуры. Да, глобальные выпуски можно сейчас выводить на Московскую Биржу, у нас был подобный опыт, но он не принес каких-то значительных дивидендов.

Денис Тулинов

– Главная причина отсутствия размещений валютных облигаций на

Денис Тулинов, управляющий директор инвестиционно–банковского департамента Промсвязьбанка

Я СКЕПТИЧЕСКИ ОТНОШУСЬ К КИТАЙСКОМУ РЫНКУ. НАС ПОКА ТАМ НЕ ЖДУТ

локальном рынке — нежелание эмитентов размещаться дорого. С учетом потенциальной сделки SWAP, ставки в рублях становятся более привлекательными. Кроме того, недостаточно развит сам рынок таких инструментов, неясно, какие инвесторы готовы покупать подобные бумаги в больших объемах.

Говоря про размещения на международных рынках, нужно отметить, что политические факторы оказывают на них гораздо большее давление, чем на рублевые выпуски. Тем не менее окно постепенно открывается.

Я также скептически отношусь к китайскому рынку, нас пока там не ждут. Это перспективный рынок, но, наверное, не сегодня. Уровень консервативности и требований китайского регулятора гораздо выше, чем в Европе. На мой взгляд, более перспективны сегодня ближневосточный и европейский рынки.

Что касается валюты, то многое зависит от внешнеполитической ситуации, но пальма первенства остается у доллара как у общепризнанной мировой валюты.