Светлана ЕРОХОВА,
Ксения САМБУЛОВА
Фото Антона МОРОЗА

РОК жив!

В декабре Питер вновь распахнул свои широкие объятия участникам рынка облигаций, для того чтобы они вновь смогли обсудить насущные проблемы и поплакаться друг другу в жилетку, к тому же в 2014 году поводов для этого много. XII Облигационный конгресс собрал 600 делегатов, несмотря на тяжелые времена в отрасли и в стране. За эти два дня не раз вспоминали кризисный 2008 год и черных лебедей, сравнивали, сопоставляли, давали прогнозы. Главный вопрос, за ответом на который приехали: «Что делать?» А кто виноват, и так понятно. Сыпать оптимизмом не стали, а пожелали друг другу выжить несмотря ни на что.

ТАКИЕ ДЕЛА, БРАТ…

Долгожданную встречу участников долгового рынка по традиции открыл **Сергей Лялин, генеральный директор Cbonds.** Подводя итоги года, он с грустью констатировал, что объем долгового рынка сжался на 10%, а объем рыночных размещений упал в 3 раза. И конечно, нельзя не сравнить кризис 2014 года с предыдущим кризисом: «Если в 2008 году у нас было ощущение полного апокалипсиса, то кризис 2014 года, на мой взгляд, будет намного мощнее. Однако мы все стали взрослее и теперь спокойнее относимся к проблемам. Жизнь на этом не заканчивается, рынок облигаций не должен исчезнуть, и я надеюсь, что для всех на рынке бондов найдется свой кусок хлеба, желательно с маслом, а может быть, даже с икрой». **Председатель комитета финансов Санкт-Петербурга Эдуард Батанов** поддержал настроение коллеги: «Что изменилось за это время? Изменился рынок. Изменились

мы. К счастью, Санкт-Петербург в этом году обошелся без заимствований, я уверен, что мы вряд ли были бы удовлетворены условиями, которые сегодня предоставляет рынок. Что касается рынка в целом, то если кости останутся, мясо нарастет. Но дефолтов в следующем году будет много».

«Весь мрак еще впереди. Рубль переживает непростые времена. В оценку долга заложен геополитический фактор, который негативно действует на нервы инвесторов. Внешние рынки стали закрытыми для крупнейших российских компаний, даже «Газпрому» стало намного сложнее размещаться. Мы с вами свидетели первого технического дефолта («ЮТэйр» — *Прим. ред.*), их будет еще больше в следующем году. Также в России нет длинных денег, поэтому потенциал возможных сделок в будущем году падает. К тому же цены на нефть сильно давят на рынок. В целом 2015 год, на мой взгляд, будет очень сложным, но интересным», — продолжил **соруководитель управления корпоративного финансирования, управляющий директор Sberbank CIB Павел Соколов,** пожелав всем участникам конгресса собраться в том же зале в следующем году. Большим оптимистом оказался **Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР:** «Аудитория, собравшаяся здесь, не будет торговать картошкой. Этим займутся производители. Московская Биржа продолжит торговать зерном, а мы — облигациями. Будем искать для этого новые возможности, а вдруг что-нибудь появится?» В лагере оптимистов также оказались **Алексей Кузнецов, управляющий директор БК «РЕГИОН», и Андрей Воронцов, заместитель директора департамента финансовой политики Министерства финансов РФ,** пообещав долгие лета российскому долговому рынку.

Однако цифры говорят больше, чем слова. Так, за год объем размещений выпусков по госбумагам снизился на 80%, по корпоративным — на 46%. На вторичном рынке эти показатели составили 20% и 35% соответственно. **Анна Кузнецова, управляющий директор по фондовому рынку Московской Биржи,** подчеркнула, что в этом году биржа зафиксировала 20 дефолтов по обязательствам 12 эмитентов. Но несмотря на такую сложную ситуацию, на рынке появляются новые инструменты, например ETF на различные корзины облигаций (теперь не только евро и доллары), рост операций с Центральным контрагентом и другие.

К сожалению, этот год зафиксировал не только дефолты, но и уход нескольких инвесткоманд с рынка, которые некогда были сильными игроками. Для некоторых банков DCM-бизнес стал нерентабельным, и дески пришлось сократить. По словам участников рынка, сокращение кадров в 2015 году продолжится. Сегодня на рынке происходит перераспределение сил, и останутся самые стойкие, чтобы побороться за место под солнцем. «Сокращение штата характерно не только для России. В прошлом году по всему миру всех сокращали. Три сделки в год — это нерентабельно. Активность снизилась почти в 10 раз. Но при этом я не думаю, что ключевые игроки поставят крест на инвестиционно-банковском бизнесе», — прокомментировал ситуацию Павел Соколов.

«Последние события нас сильно подкосили, но мы намерены развивать IB-бизнес и растить своих эмитентов. Думаю, что на рынке по-прежнему останется пятерка сильнейших, надеюсь, что их будет не трое», — поделился своими мыслями с коллегами **Анатолий Иванов, директор департамента по работе на рынках капитала Россельхозбанка.**

Еду, еду, еду, еду я,
Реки, степи, горы и поля.
Звезды в небе мне подскажут путь,
Я к тебе приду когда-нибудь…

Далее разговор плавно перетек к внешним рынкам заимствований. Откроется ли он в ближайшем будущем? Все будет зависеть от цен на нефть и отмены санкций, дружно пришли к выводу эксперты, сидящие в президиуме. Дюрация бумаг начнет сокращаться сильнее, и 10-летние облигации теперь станут исключением. В 2015 году рынок увидит единичные сделки эмитентов из первого эшелона, при этом объемы сделок будут только уменьшаться. Многие в таком случае обращают внимание на Восток. Новые источники фондирования в Азии — одна из самых обсуждаемых

тем этого года. Но здесь не все так просто — выход на Китай, Малайзию, Сингапур, Гонконг займет очень много времени и сил. В целом Восток готов к диалогу.

По словам **Ирины Комаровой, старшего вице-президента БИНБАНКа,** они вышли на работу с Китаем 10 лет назад, постоянно ведут переговоры с крупными местными банками, рейтинговыми агентствами. «У нас у всех были иллюзии, что закрытие западных рынков приведет к открытию восточных. Понадобится приблизительно 20 лет для того, чтобы выйти на азиатские рынки. Это ежедневный тяжелый труд, который требует большого количества времени и терпения, чтобы работать с восточной ментальностью, но мы не планируем останавливаться».

Никита Гусаков, начальник отдела международных рынков долгового капитала в банке «ВТБ Капитал», подробнее остановился на своем опыте работы с Азией: «Мы провели первую сделку с Азией в 2010 году. Отмечу, что Восток общается с нами с позиции «сильного» и азиатские рынки никогда не станут альтернативой европейским. Это просто еще один источник фондирования».

С ростом благосостояния Китая наращиваются активы, на конец 2012 года объем средств под управлением составил более $7 трлн, китайские банки активно развиваются за пределами страны, особенно в Африке. В целом средний объем выпусков российских эмитентов в азиатских валютах остается невысоким, эти рынки не глубокие (1–1.5 млрд юаней) и не длинные (дюрация — 3–5 лет). Такие банки, как ВТБ, Банк Москвы, Россельхозбанк, банк «Русский Стандарт», уже попробовали выйти на восточные рынки заимствований. За 2014 год «ВТБ Капитал» закрыл четыре сделки с Китаем. «Инвесто-

рам Поднебесной интересны российские компании-экспортеры, например представители химической промышленности (удобрений), или наш Дальний Восток, ввиду географического расположения и устоявшихся партнерских отношений», — добавил Никита Гусаков. Идиллию разрушил **Сергей Назаров, директор по России Standard & Poor's,** заявив, что Азия не является достойной альтернативой европейским рынкам долгового капитала. «Материковый Китай занимает всего лишь 26-е место в ренкинге эмитентов развивающихся стран. Также у него недостаточно развиты инфраструктура и база инвесторов в отличие от Японии, Сингапура и Австралии, которая стоит особняком. Австралия — один из наиболее емких рынков, но он открыт только для эмитентов с международными инвестиционными рейтингами», — подчеркнул спикер.

Также делегаты коснулись темы исламских финансов, поскольку для российских заемщиков этот рынок является новым сегментом с большим запасом ликвидности. Первопроходцем на этом рынке среди российских игроков стал банк «АК БАРС», который в 2011 году привлек $60 млн, а в январе 2014 года — $100 млн сроком на 1 год (участниками синдиката стали 11 международных банков). **Начальник управления корпоративных финансов «АК БАРСа» Олег Карпеев** рассказал аудитории об особенностях привлечения финансирования на принципах шариата. Впервые банк применил инструмент мурабаха, где в качестве актива был выбран драгметалл.

0.5–0.7–0.33

В перерывах между сессиями участникам конгресса удалось посмотреть прямую трансляцию послания президента Федеральному собранию и одновременно отследить скачки рубля в зависимости от слов президента на терминалах Bloomberg и Reuters, где параллельно демонстрировались графики котировок валютных пар. Такой аттракцион пришелся по вкусу аудитории, и тесная взаимосвязь политики и экономики еще долго обсуждалась в кулуарах.

Жаркая дискуссия разгорелась на послеобеденной секции, посвященной субфедеральным заимствованиям. Действительно, регионы оказались в этом году не в самом выгодном положении: спрос на облигации сохранился, но условия размещений изменились. Рынок стал более сложным, появилось слишком много «но» для того, чтобы размещать бумаги. По итогам 2014 года состоялось 20 субфедеральных размещений, хотя в 2013 году их было 38. «К сожалению, регионы

не способны проявлять такую гибкость, как корпоративные эмитенты. У них меньше пространства для маневра в части выбора инструментов. К тому же санкции сильно повлияли на рынок субфедеральных заимствований», — отметил **Алексей Безрукавников, директор отдела первичных размещений Sberbank CIB.** «В этом году для размещений было всего два окна: одно летом и одна форточка в сентябре», — согласился с коллегой **Дмитрий Барков, директор по работе с эмитентами банка «ФК Открытие».** Далее представители разных регионов обсуждали с банками — организаторами займов проблемы рейтингования, вопросы кредитной истории и установления единой ставки для заимствований, а также сокращения дюрации выпусков. В итоге пришли к выводу, что рынок субфедов будет жить от окна до окна, но в живых останется точно.

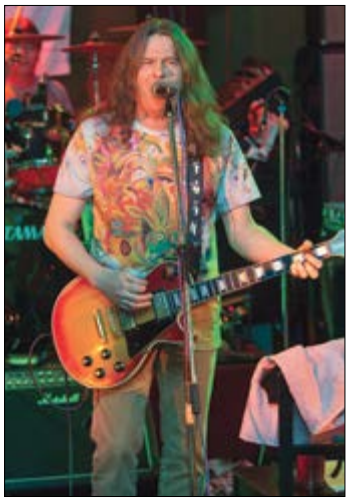
Перекати мое поле, мама, —
Я обессилил совсем...

На поле корпоративных облигаций преобладали пессимистические настроения. И не зря — проблем накопилось слишком много, и как их решить, никто не знает. Во-первых, на рынке мало корпоративных заемщиков — 80% размещений в этом году представлено банками. По сути, инвесторы стали эмитентами, а это тревожный сигнал фундаментального кризиса всей банковской системы. Во-вторых, из-за роста дефицита ликвидности и оттока капитала из страны за год ставки сильно выросли, а дюрация сократилась, и сегодня уже никого не удивишь годовым выпуском. Также финансисты ожидают повышения ключевой ставки до конца года на уровне 10–10.5%, что, несомненно, сразу повлияет на рынок бондов.

И даже в этой ситуации банки стараются найти способы заработать: в моду вошло вторичное размещение выпусков, ожил бизнес по реструктуризации долгов. «Нельзя концентрироваться только на классических продуктах. Нужно пользоваться разными инструментами, разрабатывать индивидуальные структурные решения под клиента. Главная проблема — это не отсутствие сделок, а их низкая рентабельность», — констатировал **Кирилл Копелович, начальник инвестиционного департамента банка «ЗЕНИТ».**

Вопрос оплаты комиссии банкам тоже был затронут участниками дискуссии: «Эмитенты готовы принять новые ставки, но не привыкнуть к новой стоимости финансирования. Банки-организаторы не могут делать свою работу за 1–2 б.п. или бесплатно. При росте стоимости финансирования компании плата за услуги банков тоже будет расти», — подчеркнул **Эдуард Джабаров, директор Sberbank CIB.** «В 2015 году деньги станут золотыми. За их поиск нужно будет платить больше. Я считаю, что рынок сам должен выйти на справедливую ставку по комиссиям, тогда большинство команд выживет», — высказал свое мнение **Игорь Фроловский, исполнительный директор департамента по работе на рынках капитала Россельхозбанка.**

Жаркую дискуссию корпораты все же завершили на позитивной ноте, отметив, что российский рынок очень сильно развился за последние несколько лет, в чем, несомненно, есть заслуга регулятора. На фоне других развивающихся стран российский рынок долга смотрится продвинутым и прогрессивным.



График, у меня есть график,
А всё, что не по графику, —
Нафиг, нафиг!

По-видимому, представители государственной власти услышали зов участников рынка и приехали на конференцию, чтобы ответить на наболевшие вопросы, которых, надо сказать, накопилось немало. Говорили о направлениях законодательного регулирования российского финансового рынка, о построении единой российской рейтинговой системы, о наличии развитых институтов, о рынке РЕПО.

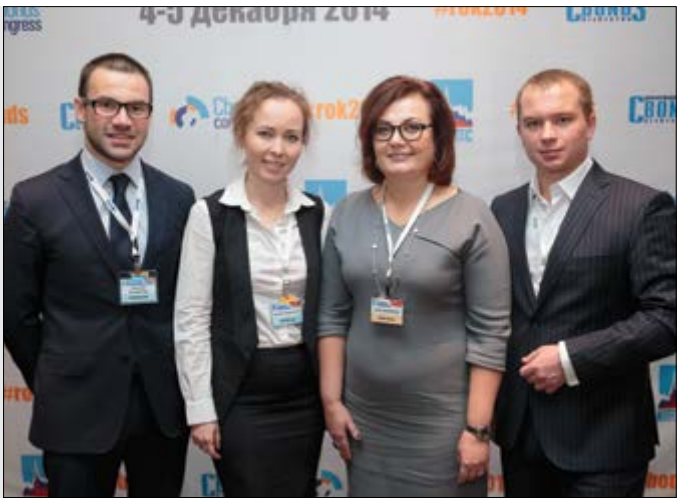
«Мы должны по-новому посмотреть на рейтинги, на листинг облигаций, насколько нас удовлетворяют биржевые цены с точки зрения ценообразования, мы должны обратить внимание на сделки секьюритизации, стоимость выпуска облигаций. Отсюда вытекают основные направления нашей политики — это ценовые центры. В 2015 году мы собираемся аккредитовать две заявки по ценовым центрам. Также вопрос включения облигаций в Ломбардный список является сегодня очень важным. Мы внесли изменения в законодательство и ввели программные облигации. Это позволит существовать коротким бумагам, что ранее было невозможно. Мы создадим рынок коммерческих облигаций, который станет основой для фондов денежного рынка, а также источником краткосрочной свободной ликвидности для НПФ и страховых компаний», — рассказал об инициативах регулятора **Сергей Швецов, первый заместитель председателя Банка России.**

На пороге реформа рейтингования в России, закон будет принят уже в 2015 году, и в течение двух лет вся экономическая система плавно перейдет на новую систему присвоения рейтингов. Также создан Фонд гарантий под обязательства малого и среднего предпринимательства, разрабатывается платформа для секьюритизации портфелей кредитных организаций, финансирующих малый и средний бизнес (МСБ), портфели займов, которые выдают микрофинансовые организации МСБ. **Николай Журавлев, заместитель председателя Комитета Совета Федерации по бюджету и финансовым рынкам,** обозначил проблему базы инвесторов: «Сегодня это банки, но одним из основных инвесторов на облигационном рынке должно стать население. А для этого необходимо пересмотреть политику налогообложения. Нужно стимулировать обороты коротких бумаг, внутренних валютных бумаг и госбумаг на долговом рынке». «Я не верю в освобождение от налогов держателей облигаций. Льготное налогообложение возможно, но пока только в отдельных сегментах рынка», — прокомментировала **Наталья Бурыкина, председатель Комитета Госдумы по финансовому рынку.**

Очевидно, что сегодня регулятор делает ставку на сделки секьюритизации под залог малого и среднего бизнеса, а также на короткие облигации, среди которых появился особый спрос на валютные бумаги. А реформа рейтингования — одно из самых ожидаемых событий следующего года.

Кстати, в рамках отдельной секции профильные специалисты обсудили перспективы развития отрасли, а также способы присвоения рейтингов и оценки рисков. И пришли к выводам, что, помимо методик и критериев оценки, необходимо учесть массу нюансов при создании национальной шкалы рейтингов.

«К сожалению, многие процедуры устроены таким образом, что наносят ущерб устойчивости рынка в целом. Если произошла



небольшая неприятность, рейтинг понижают и становится еще хуже. Мне нравится американская система, которую используют регуляторы, причем не сама методика, а то, что широкой публике не раскрывают рейтинги. О них сообщают только топ-менеджерам, мол, мы вас оценили, у вас дела не очень хорошо идут, попытайтесь исправить ситуацию. Это помогает избежать панических настроений на рынке», — рассказал **Сергей Смирнов, заведующий кафедрой управления рисками и страхованием НИУ ВШЭ.** Свое мнение высказала **Татьяна Ковалева, старший аналитик Национального рейтингового агентства:** «У национальных рейтинговых агентств меньше оснований для конфликта интересов, плюс у них отсутствует предвзятое отношение к происходящему в экономике, что особенно актуально в текущей ситуации. Рейтинги по национальной шкале нельзя ни напрямую сопоставить с международными рейтингами, ни с рейтингами по другой национальной шкале».

«Ландшафт рейтингового рынка в России будет меняться в ближайшее время. Инвесторам интересно видеть другое мнение, помимо «большой тройки». И есть другие игроки, которые хотят зайти на этот рынок. В частности, мы видим большие аппетиты со стороны китайских рейтинговых агентств —– Dagong сейчас обсуждает возможность входа на российский рынок. Это будет интересно и полезно с точки зрения разницы мнений», — отметил **Александр Овчинников, управляющий директор РА «Рус-Рейтинг».**

Отстаньте от нашей нации С первого по тринадцатое!

Макроэкономисты оказались в совершенной растерянности. Давать прогноз по ценам на нефть — дело неблагодарное.

Ситуация настолько непредсказуемая, что вряд ли эти прогнозы могут сбыться на 100%. Однако предположить все же можно. «Уровень $75–80/барр. — мой прогноз на 2015 год, — сообщил **Валерий Вайсберг, директор аналитического департамента ГК «РЕГИОН».** — При цене $60/барр. наша экономика испытает сильный шок». «Я больше склоняюсь к уровню $60–70/барр., потому что в 2015 году санкции не будут отменены. А что касается ВВП, то мой сценарий негативный — –3%, хотя чистый экспорт (за счет выпадающего импорта) внесет небольшой вклад в ВВП», — предположил **Яков Новожилов, аналитик банка БФА.** «Уровень ВВП сильно зависит от потребления. Сейчас у государства нет столько рычагов, чтобы поддержать потребление. На фоне девальвации рубля инфляция будет высокой и к середине 2015 года может достигнуть 12%», — высказал свое мнение **Дмитрий Долгин, старший аналитик по макроэкономике Альфа-Банка.** Из-за ослабления рубля есть риск повышения ключевой ставки ЦБ. У аналитиков есть все причины предполагать, что регулятор может увеличить уровень на 50 б.п., до 10%. «Поднимая ставку, можно окончательно лишиться иностранных инвестиций», — предостерег аудиторию **Егор Сусин, главный эксперт центра экономического прогнозирования Газпромбанка.** У некоторых экспертов еще есть надежда на то, что курс национальной валюты укрепится до 50 руб. за доллар. «Текущий уровень по курсу — это не средняя его величина. Ситуация подогревается спросом населения и компаний на валюту, сегодня он избыточный, и я не думаю, что курс упадет в первом квартале 2015 года», — объяснил Егор Сусин.

На вопрос из зала, какова вероятность того, что Россия будет лишена инвестиционного рейтинга, участники дискуссии ответили, что такое решение станет экономически не обоснованным, поскольку у России нет большого внешнего долга и у экономики нет оснований перестать быть инвестиционной. Если такое произойдет, то, скорее всего, из-за политических соображений.

ЧЕРНЫЙ ЛЕБЕДЬ, Я НЕ ТВОЙ

Аналитики fixed income примкнули к лагерю макроэкономистов, отметив, что в связи с волатильностью валют интерес рынка от рублевых облигаций переходит к валютным инструментам. «Рынок стал очень коротким, в следующем году произойдет переоценка бумаг в обращении. Новые инструменты будут толкать рынок дальше — это коммерческие бумаги и неипотечная секьюритизация», — отметил **Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН».** «Рынок продолжит сжиматься, размещаться будет в основном первый эшелон», — согласился **Иван Манаенко, директор аналитического департамента ИК «Велес Капитал».** «Думаю, что в следующем году цена на нефть установится на уровне $70–80/барр. На рынке еврооблигаций не произойдет системных дефолтов, и сейчас у инвесторов есть прекрасная возможность вложить деньги. На рынке рублевых облигаций многим компаниям предстоит реструктуризация долгов. По мере стабилизации рубля ставки на какое-то время зафиксируются, и здесь важно выбрать момент для размещения», — поделился мыслями **Александр Кудрин, руководитель аналитического управления, управляющий директор Sberbank Investment Research.** Среди коллег оптимистом выступил **Михаил Галкин, кредитный аналитик Goldman Sachs,** предположив, что со второго квартала 2015 года начнется замедление инфляции и к концу года ключевая ставка снизится до 7%. Что ж, будем на это надеяться.

А НЕ СПЕТЬ ЛИ МНЕ ПЕСНЮ?

Конгресс известен не только полезностью своей деловой части программы, но и интересными развлечениями для делегатов. Так, лекция **Федора Лукьянова, главного редактора журнала «Россия в глобальной политике»** о нашей стране-матушке и путях ее дальнейшего развития собрала много слушателей, несмотря на вечернее время. Долго аудитория не отпускала спикера, из зала поступали самые разные вопросы, касающиеся политики.

Интерактивная игра на злобу дня под названием «Реструктуризация облигационного займа» также не оставила равнодушными смельчаков, где каждый мог попробовать себя в роли инвестора-кредитора или компании-эмитента, чьи долги реструктурируются.

Что и говорить, соскучились участники конгресса по вечерним увеселительным мероприятиям! К счастью, вместо черного лебедя прилетела старая добрая группа «Чиж и Ко» и помогла всем окунуться в молодость и вспомнить «каморку, что за актовым залом», где когда-то финансисты репетировали свои первые сделки, а также в который раз убедиться в том, что «любовь-то есть оказывается. Есть!».

По счастливому случаю группа «Несчастный случай» во главе с Алексеем Кортневым отлично сумела поднять всем настроение на гала-ужине, создав настоящий спектакль на сцене под звуки «овощного танго».

Вот такая вот музыка, такая вот вечная сибондовская молодость!