# ДИСКРИМИНАЦИЯ большой дюрации

*Канр Лиджиев*

**ИНВЕСТОРЫ БУДУТ ВСЕ СИЛЬНЕЕ ПРЕНЕБРЕГАТЬ ОБЛИГАЦИЯМИ С БОЛЬШОЙ ДЮРАЦИЕЙ, ТАК КАК ВОЗМОЖНОСТИ ХЕДЖИРОВАНИЯ РУБЛЕВОГО ПРОЦЕНТНОГО РИСКА СОКРАТИЛИСЬ, В ТО ВРЕМЯ КАК РИСКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ВЫРОСЛИ. ПО-ПРЕЖНЕМУ НЕТ ЯСНОСТИ, ГДЕ НАХОДЯТСЯ СПРАВЕДЛИВЫЕ УРОВНИ ДОХОДНОСТИ ПО БУМАГАМ ЭМИТЕНТОВ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА, И НЕПОНЯТНО, КОГДА ЭТА ЯСНОСТЬ ПОЯВИТСЯ.**

Переход в новый 2008 год для рынка рублевых долгов прошел хотя и без особого оптимизма, но относительно спокойно. Благодаря низким ставкам внутреннего денежного рынка, несмотря на внешний негативный фон, рынок рублевых облигаций сумел выстоять. Решение ФРС США снизить ключевую процентную ставку сразу на 75 б.п. также поддержало российские бонды. «Цены, несмотря на нестабильность мировых финансовых рынков в этот период, значительно не изменились благодаря двум ставшим уже «классическими» факторам — позитивной динамике российских еврооблигаций и низким ставкам внутреннего денежного рынка», — описывает старт нового года аналитик банка «Спурт» Тимур Галеев.

При этом, хотя ситуация с банковской ликвидностью была очень благоприятной, разогреть с новой силой уже заметно поубавившийся энтузиазм участников рынка не удалось. «Особенно некомфортно сложилась ситуация для выпусков длинной дюрации, интереса к которым фактически не было, напротив, можно было отметить желание инвесторов зафиксировать прибыль после «мини-ралли» последних декабрьских торгов», — добавляет аналитик банка «ЗЕНИТ» Ольга Ефремова.

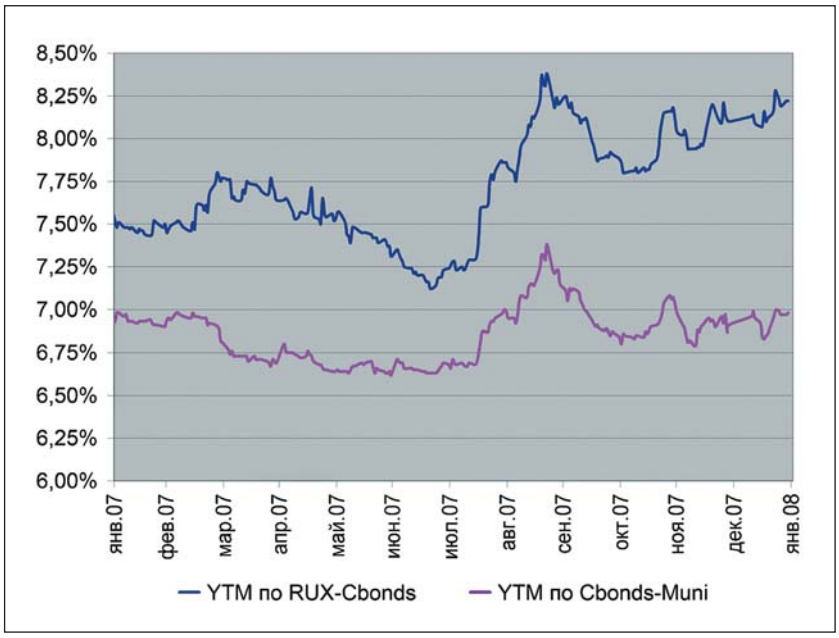
Новые тревожные данные из США, отражающие замедление крупнейшей мировой экономики, спровоцировали очередную волну переоценки рисков и «бегства в качество». Неприятные новости о финансовых потерях в 2007 году глобальных инвестиционных банков также «подлило масла в огонь». В результате, уже практически последние из оставшихся на российском рынке иностранные инвесторы начали выходить из всех рублевых активов. Особенно сильно пострадал рынок акций, что в целом помогло долговому рынку компенсировать часть собственных потерь за счет перетока средств инвесторов из акций в облигации.

Таким образом, начало 2008 года подняло на поверхность два вопроса: когда вернутся иностранцы на российский рынок и как долго будет оставаться сильным денежный рынок.

По первому вопросу практически все наши эксперты считают, что в наступившем году рублевому долговому рынку нужно надеяться в основном на собственные силы. Но эксперты расходятся в оценках последствий этого для внутреннего рынка.

Так, например, главный бондовый стратегист ИБ «ТРАСТ» Павел Пикулев считает, что новая сложившаяся структура владельцев рублевых облигаций, среди которых доминируют местные банки и управляющие компании, на фоне потрясений на внешних рынках относится к факторам поддержки внутреннего рынка. Рублевый долговой рынок будет меньше подвержен сменам настроения иност-

*Динамика доходности к погашению по портфелю индекса RUX-Cbonds и Cbonds-Muni*



ранных инвесторов, а потребность в инвестиционных инструментах местных игроков в 2008 году останется высокой.

Ситуация с рублевой ликвидностью, по прогнозам стратегиста ИБ «ТРАСТ», останется благоприятной благодаря профициту торгового баланса и меньшей бюджетной стерилизации по сравнению с 2007 годом. С ним соглашается и аналитик долговых рынков Дойче Банка Михаил Волхонский.

В тоже время в банке «ЗЕНИТ» не уверены в таких прогнозах. «Чем могут быть замещены прошлогодние притоки ликвидности? Ведь ни «аукционов ЮКОСа», ни «народных IPO» на это год вроде как не запланировано, — замечает Ольга Ефремова. — Остается уповать только на собственные резервы, которые вполне могут оказаться не такими уж и большими, как казалось ранее, и на возвращение капиталов нерезидентов».

Все эксперты соглашаются с тем, что формирование ликвидности в банковской системе за счет бюджетных средств будет играть стабилизирующую роль для внутреннего рынка облигаций, но «дождь» бюджетных денег прольется не на всех.

«В целом, мы полагаем, что в условиях по-прежнему ограниченного доступа к ресурсам внешних рынков капитала правительство и ЦБ будут заинтересованы прежде всего в устранении рисков кризиса ликвидности в банковской системе. В данном случае покупка облигаций первичного рынка, по сути, на временно свободные средства бюджета является механизмом поддержания ликвидности банковского сектора. При этом, учитывая требования риск-менеджмента, потенциальные вложения коротких бюджетных средств, скорее всего, будут ограничены сегментом госбумаг и первым эшелоном корпоративных облигаций, учитывая их относительно высокое кредитное качество и возможность рефинансирования облигаций в ЦБ», — отмечает аналитик ИНГ Банка Станислав Пономаренко.

Также эксперты пришли к консенсусу по проблематике долгов эмитентов третьего эшелона, который можно описать словами Павла Пикулева: «По-прежнему нет ясности, где находится справедливый уровень ставок для высокорисковых компаний, и непонятно, когда эта ясность появится». К этому можно добавить только, что ясно одно — спреды между эшелонами будут расти. Вместе с тем в отсутствие альтернативных источников фондирования и рефинансирования некоторые эмитенты будут вынуждены предложить существенные премии к уровням вторичного рынка, провоцируя коррекцию по всему сегменту рынка.

***Олег Гредиль,***
*начальник отдела анализа и оценки, Балтийское Финансовое Агентство*

***Павел Пикулев,***
*главный стратегист департамента исследования долговых рынков, инвестиционный банк «ТРАСТ»*

***Ольга Ефремова,***
*аналитик инвестиционного департамента, банк «ЗЕНИТ»*

***Тимур Галеев,***
*аналитик отдела анализа финансовых рынков, АКБ «Спурт»*

***Михаил Волхонский,***
*Fixed Income Analyst, Deutsche Bank*

***Станислав Пономаренко,***
*Head of Research FM, ING Wholesale Banking*

## ЧИТАЙТЕ В СЛЕДУЮЩЕМ НОМЕРЕ CBONDS REVIEW:

### ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

Насколько сильно изменился подход крупных игроков к вложению денежных средств в долговые инструменты после начала кризиса на мировых рынках. Какую стратегию они будут проводить в жизнь и каковы их прогнозы развития ситуации на рынке.

### ПЕРВОЕ ИНТЕРВЬЮ ЭДУАРДА БАТАНОВА

#### в должности председателя Комитета финансов Санкт-Петербурга

Собирается ли Северная столица изменять свою стратегию работы на долговом рынке. Как работает уникальная схема по размещению временно свободных средств городского бюджета на депозитах в коммерческих банках, и как долго Санкт-Петербург будет продолжать оставаться одним из центров ликвидности страны.

### ЛОМБАРДНЫЙ СПИСОК БАНКА РОССИИ

Насколько адекватно работает система оценки качества долговых обязательств российских эмитентов.

«Думаю, что третий эшелон долга еще не достиг локального пика в ставках, особенно для бумаг со слабостями в структуре, неадекватными информационной прозрачностью и левериджем баланса заемщика. Здесь у инвесторов есть все основания требовать сопоставимую с рынком акций отдачу. Не думаю, что ставки 15–20% годовых окажутся непереносимыми для большинства действующих и потенциальных заемщиков, ведь номинальные темпы роста ВВП России составляют 20–25%», — отмечает начальник отдела анализа и оценки БФА Олег Гредиль.

Что же с процентными ставками? Как долго они будут находиться на комфортных уровнях? Приведем несколько мнений наших экспертов по этому вопросу.

Тимур Галеев: «Избыточный объем ликвидности, который мы наблюдали в январе 2008 года, в отсутствие притока иностранного капитала может быть абсорбирован за два-три налоговых периода. Правительственная мера по размещению временно свободных денежных средств на счетах коммерческих банков могла бы поддержать банковскую систему, временно отключив абсорбирующую функцию бюджета, но здесь также важно, чтобы она была своевременной».

Павел Пикулев: «Существует риск, хотя, на наш взгляд, и крайне незначительный, что ЦБ поднимет минимальную ставку по операциям прямого РЕПО, и это может дестабилизировать долговой рынок. Тем не менее, хотим подчеркнуть, что в рамках существующей экономической модели антиинфляционный эффект данной меры равен нулю. При этом в 2007 году из-за глобального кризиса ставки в экономике и без того выросли, и едва ли имеет смысл еще больше дестабилизировать долговой рынок, в то время как центральные банки других стран заняты прямо противоположным — устранением последствий глобального ужесточения условий кредитования».

Олег Гредиль: «Накопленный объем государственных сбережений и состояние платежного баланса России позволяют в краткосрочной перспективе держать ставки денежного рынка в рублях на сколь угодно низком уровне независимо от уровня инфляции и других факторов. Однако неизбежность снижения уровня профицита бюджетной системы и рост потребности инвестиций в экономику не располагает к столь же низким форвардным ставкам рубля с поставкой через два года и более. По этой причине базовая кривая рублевых ставок в сегменте от года до пяти-десяти лет должна быть восходящей с большим углом».

В целом, значимость уровня инфляции останется для рынка облигаций ничтожным и в 2008 году, поэтому, по мнению Павла Пикулева из «ТРАСТа» и Михаила Волхонского из Дойче Банка, едва ли ЦБ РФ откажется от регулирования курса рубля ради перехода к регулированию процентных ставок. А дальнейшее укрепление национальной валюты может благотворно сказаться на спросе на рублевые активы со стороны иностранных инвесторов.

Итак, поиск относительно привлекательных долговых инструментов наиболее финансово устойчивых эмитентов — главная инвестиционная стратегия 2008 года. При этом местные банки, для которых доступ к ресурсам внешних рынков будет ограничен и которые стали фактически единственной влиятельной группой инвесторов на внутреннем рынке, не имеют достаточных длинных денег, поэтому бумаги эмитентов с большой дюрацией будут все сильнее дискриминироваться. Основной спрос инвесторов будет сосредоточен на коротком участке.