Канр Лиджиев,
заместитель генерального директора,
начальник информационно-аналитического отдела,
партнер, Cbonds

ИРОНИЯ судьбы облигации

МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС РЕЗКО ИЗМЕНИЛ ВСЮ КАРТИНУ ВНУТРЕННЕГО БОНДОВОГО РЫНКА. ПОСЛЕ НЕСКОЛЬКИХ ЛЕТ НЕПРЕРЫВНОГО РОСТА И ПОСТЕПЕННОГО РАЗВИТИЯ ВОТ УЖЕ БОЛЕЕ ПОЛУГОДА РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ НАХОДИТСЯ В СТАГНАЦИИ.

Практически исчезли рыночные размещения, иностранцы спешно выходили из рублевых активов, местные банки сокращали свои позиции в облигациях. Страдают как эмитенты, которые потеряли один из источников финансирования своей деятельности, так и инвестбанки, чей бизнес сузился. На этом фоне впервые в российской истории монетарные власти проявили беспрецедентную активность в целях стабилизации ситуации на внутреннем долговом рынке.

В глубинах любого кризиса стоит не только искать негативные черты, но и постараться увидеть позитивные моменты, которые, возможно, могут открыть новые возможности для развития внутреннего рынка облигаций.

Данные по объемам основных сегментов российского долгового рынка, количеству эмитентов и эмиссий

	28.12.2007	29.12.2006	Изменение, %
Объем рынка ГКО, ОФЗ, ОБР	1 150 362	979 838	17%
Объем рынка ГКО, ОФЗ	1 047 421	875 603	20%
Объем рынка ОБР	102 941	104 234	-1%
Объем рынка корпоративных облигаций	1 257 082	901 837	39%
в т. ч. «рыночные выпуски»	1 252 393	899 019	39%
нефинансовых корпораций	846 225	662 906	28%
банков и финансовых компаний	406 167	236 113	72%
Количество «рыночных» эмиссий	607	488	24%
Количество «рыночных» эмитентов	465	370	26%
Объем рынка облигаций региональных и местных органов власти	220 601	189 817	16%
регионов	206 491	178 107	16%
местных органов власти	14 110	11 710	20%
Количество эмиссий	119	112	6%
Количество эмитентов	57	53	8%
Общий объем внутреннего рынка облигаций	2 628 045	2 071 492	27%
Общий объем внутреннего рынка облигаций (без ОБР)	2 525 103	1 967 258	28%

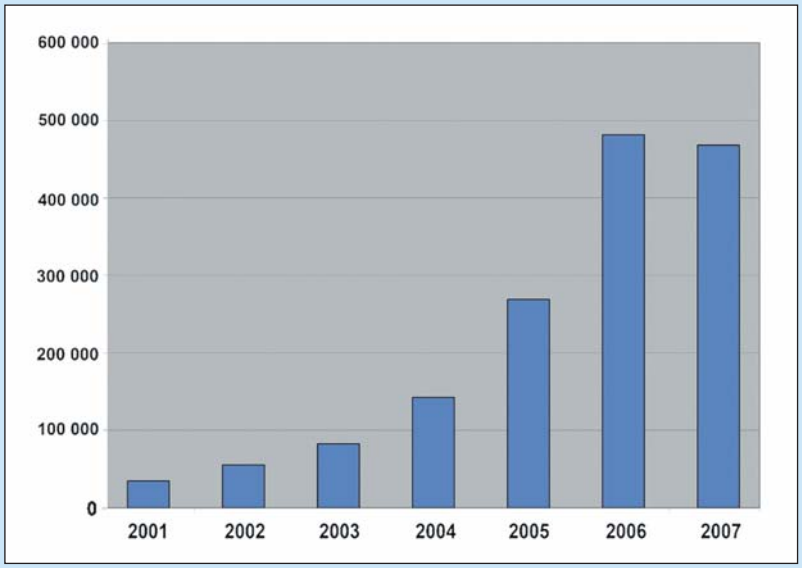
ЧТО НАМ ОСТАВИЛ 2007 ГОД: ОСНОВНЫЕ ИТОГИ

ЛОКОМОТИВ ДОЛГОВОГО РЫНКА ПРИТОРМОЗИЛ

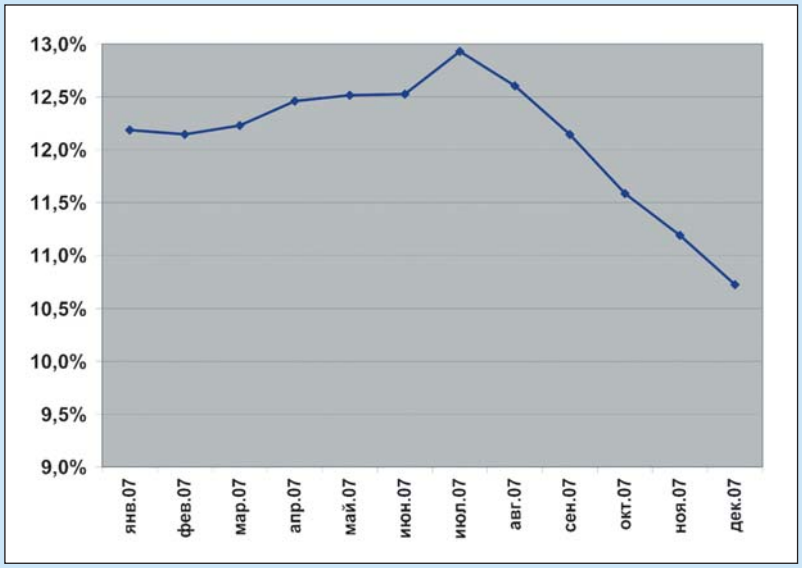
В 2007 году впервые за всю историю рынка корпоративных облигаций объем размещенных бумаг оказался меньше объема размещенных облигаций за предыдущий год, что негативно сказалось на темпах прироста российского рынка облигаций в целом. Общий объем облигаций в обращении за 2007 год вырос на 27% против роста на 48% по итогам 2006 года.

При этом, благодаря удачному старту в начале года, сегмент корпоративных облигаций сохранил за собой статус самого крупного сегмента российского рынка облигаций и продолжает расти быстрее других сегментов рынка. По итогам 2007 года рынок бондов корпораций вырос на 39% и, преодолев отметку в 1 трлн руб., зафиксировался на уровне 1.257 млрд руб.

Объем размещений корпоративных облигаций в 2001-2007 годов



Доля облигаций нефинансовых организаций в банковских кредитах предприятиям



КРИЗИС НЕ ПОЗВОЛИЛ МИНФИНУ ОСУЩЕСТВИТЬ СВОИ ПЛАНЫ

Сегмент государственных бумаг сумел вырасти за год на 20% до уровня 1.047 млрд руб. Напомним, что в августе Минфин РФ увеличил первоначальные планы по заимствованиям на внутреннем рынке примерно на 100 млрд руб., но начавшийся как раз в этот момент финансовый кризис не позволил ведомству осуществить дополнительные заимствования. В итоге, на рынке госбумаг год закрылся даже ниже первоначальных планов Минфина РФ по заимствованиям на внутреннем рынке — чистый объем размещений (размещения минус погашения) составил 172 млрд руб., что примерно на 41 млрд руб. меньше запланированного.

СУБФЕДЫ И МУНИЦИПАЛЫ: УРОВЕНЬ В 200 МЛРД РУБ. ВСЕ-ТАКИ ВЗЯТ

Уже традиционно самый скромный вклад в общий прирост рынка облигаций внесли регионы и муниципалитеты. На конец 2007 года объем рынка региональных и местных органов власти (РМОВ) составил 220.6 млрд руб., показав годовой прирост всего в 16%. Разрыв по сравнению с другими сегментами долгового рынка продолжает расти. В позитиве то, что рынок облигаций РМОВ наконец-то сумел преодолеть психологическую отметку в 200 млрд руб.

РОЛЬ ОБЛИГАЦИЙ ПО СРАВНЕНИЮ С КРЕДИТАМИ МАЛА

Массовый выход корпораций на рынок облигаций в 2006 году привел к тому, что доля облигаций в общем долговом финансировании компаний показала четкую тенденцию к росту. Но с началом кризисных явлений произошел перелом этой позитивной тенденции, и доля публичного долга начала стремительно падать. Можно сказать, что для национальной экономики влияние рынка облигаций очень мало.

МЕСТНЫЕ БАНКИ — ЕДИНСТВЕННАЯ ВЛИЯТЕЛЬНАЯ ГРУППА ИНВЕСТОРОВ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ

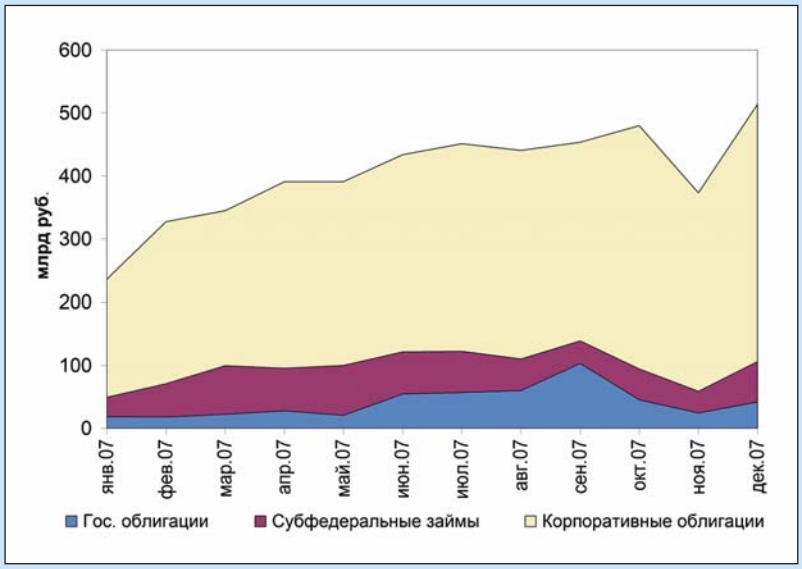
Мировой финансовый кризис привел к глобальной переоценке рисков и ужесточению инвестиционной политики ведущими мировыми инвестбанками. Западные инвесторы начали сокращать свои позиции на развивающихся рынках, в том числе и в России. И без того небольшая группа инвесторов, которая все-таки могла оказывать влияние на ценообразование в первом эшелоне, практически исчезла с внутреннего рынка. Местные банки фактически стали сверхвлиятельной группой инвесторов на российском рынке. В итоге, проблемы в банковской системе превращаются просто в кошмар для рынка рублевых облигаций.

ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ В БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ УДАРИЛ ПО ВТОРИЧНОМУ РЫНКУ

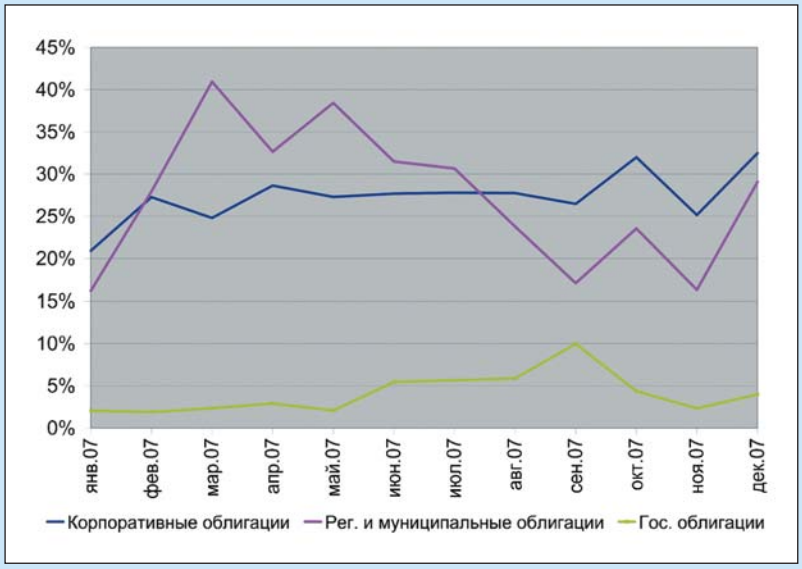
Ежемесячные объемы вторичных торгов облигациями понемногу росли в течение первой половины 2007 года. С началом кризиса во второй половине года обороты притормозили, что сказалось на оборачиваемости рынка. Несмотря на то что рынок негосударственных облигаций практически перестал расти в объемах, оборачиваемость корпоративных облигаций не только не росла, но временами даже снижалась, а по бумагам РМОВ оборачиваемость резко снизилась.

В первой половине 2007 года понемногу росла и срочность рынка облигаций. Дюрация портфеля корпоративных бумаг индекса RUX-Cbonds преодолела уровень в 2 года и достигла максимального уровня 2.4 года, далее практически перестала расти, а к концу года даже снизилась до 2.2 года.

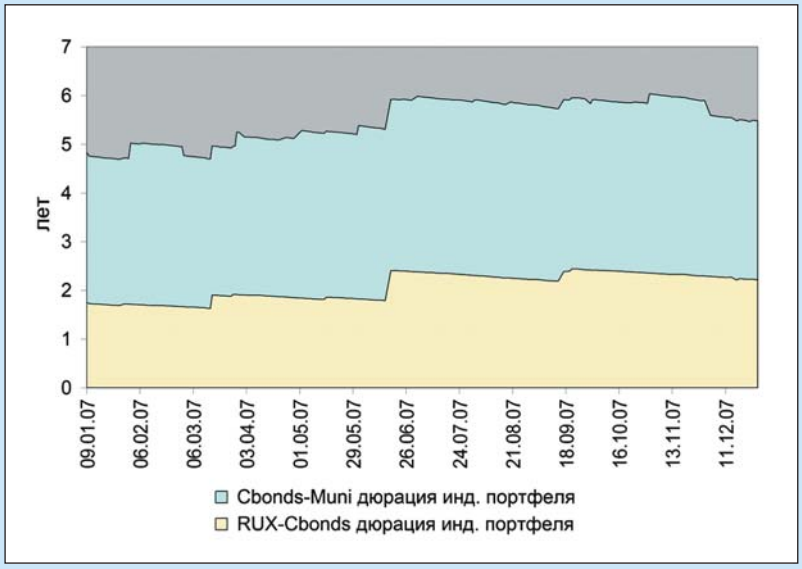
Динамика объемов вторичного оборота в основных сегментах внутреннего рынка облигаций



Оборачиваемость основных сегментов внутреннего рынка облигаций



Дюрация портфеля бумаг индексов RUX-Cbonds и Cbonds-Muni



Примерно так же вела себя дюрация портфеля бумаг индекса Cbonds-Muni — она сначала выросла с 3.1 года до 3.7 лет, а к концу года снизилась до 3.3 лет.

В первой половине 2007 года доходности негосударственных облигаций оставались в глобальном боковом тренде. С началом кризисных явлений на внутреннем рынке средняя доходность высоколиквидных облигаций рынка негосударственных облигаций резко выросла. Но если облигации РМОВ к концу года сумели компенсировать падение котировок в августе–сентябре, то корпоративные бумаги остаются на новых, более высоких уровнях. В новый 2008 год наиболее ликвидные корпоративные облигации вошли с доходностью выше 8% годовых, наиболее ликвидные муниципальные бумаги — чуть ниже 7% годовых. Несмотря на рост доходности, реальные ставки продолжают оставаться отрицательными (инфляция в 2005 году составила 10.9%, в 2006 году — 9%, в 2007 году — 11.9%).

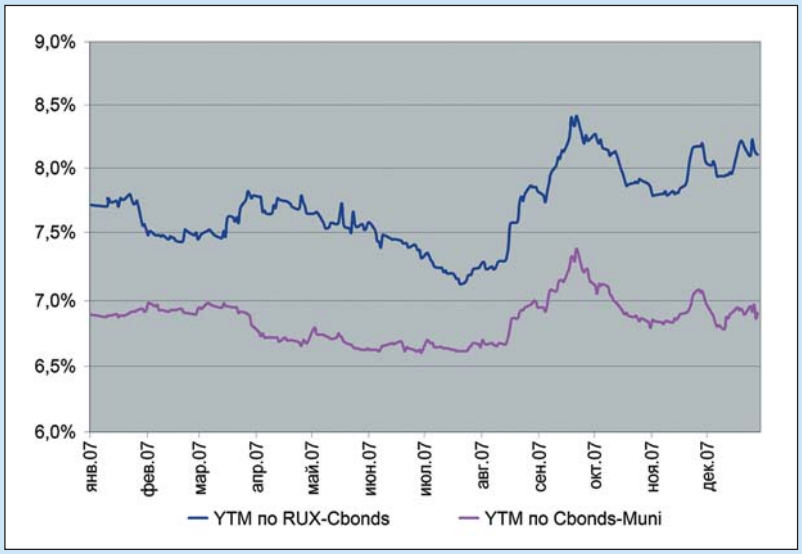
АКТИВНАЯ ПОЗИЦИЯ МОНЕТАРНЫХ ВЛАСТЕЙ — НОВОЕ ЯВЛЕНИЕ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

Беспрецедентную в истории российского рынка облигаций попытку активно влиять на ситуацию на долговых рынках можно назвать новым веянием, принесенным 2007 годом. В целях поддержки рынка облигаций ЦБ РФ начал проводить интервенции на вторичном рынке госбумаг. Минфин РФ пообещал бюджетные вливания для поддержания приемлемого уровня ликвидности банковской системы. У этого явления есть свои плюсы и минусы, но сам факт заслуживает отдельного упоминания.

РЕФИНАНСИРОВАНИЕ — ГЛАВНАЯ ГОЛОВНАЯ БОЛЬ ЭМИТЕНТОВ

С началом кризиса началась волна переоценки рисков — инвесторы начали избавляться от бумаг практически всех эмитентов, но особенно сильно пострадали компании и банки третьего эшелона. В силу низкой ликвидности рынков облигаций таких эмитентов, пожалуй, единственной возможностью почистить свои портфели для владельцев остается предъявление их к погашению и/или оферте. Эмитенты были вынуждены выкупать более половины объема выпусков, а порой и 70%, 80%, а то и все 100%. Стоит отметить, что практически все компании и банки с честью прошли свои погашения и оферты — ни один не отказался от своих обязательств перед инвесторами, хотя многие из них заставили инвесторов немного понервничать.

Показатель эффективной YTM по облигационным спискам индексов RUX-Cbonds и Cbonds-Muni



Процесс осознания места третьего эшелона на рынке и ценообразования их облигаций не завершен. Более того, нет четкого понимания, когда такая ясность появится. В результате первичный рынок компаний третьего эшелона закрылся на неопределенный период.

БИРЖЕВЫЕ НОВАЦИИ

В 2007 году ММВБ снизила комиссию по сделкам на торговой площадке торговли госбумагами. Также состоялся запуск размещений облигаций через котировальный лист В, позволяющий сократить промежуток между размещением корпоративных облигаций и выходом на вторичные торги. Также стоит отметить, что ММВБ уже в 2007 году была технологически готова запустить проект по торговле так называемыми биржевыми облигациями, но дебюта не состоялось.

ИНВЕСТМЕНТ ГОСБАНКИНГ

Госбанки сохранили лидирующие позиции в рейтинге инвестиционных банков и в 2007 году. Лидировавшая в рейтинге на протяжении большей части года «Тройка Диалог» в последнем квартале уступила первенство ВТБ. Рыночная конъюнктура оказалась против «Тройки», которая в четвертом квартале не разместила ни одного выпуска облигаций и заняла итоговое третье место в сводном рейтинге и в рейтинге организаторов корпоративных облигаций, пропустив вперед также и Газпромбанк.

При этом стоит отметить, что Газпромбанк сумел совершить резкий подъем на вторую строчку за счет организации рекордных по объему двух собственных займов по 20 млрд руб. каждый. Если не учитывать собственные займы инвестбанков, то «Тройка» занимает второе место и в сводном рейтинге, и в рейтинге организаторов корпоративных облигаций.

В рейтинге организаторов облигаций РМОВ РОСБАНК сохранил лидирующие позиции. На втором месте «Тройка Диалог». На третьем неожиданно оказался Связь-Банк, который ранее не был замечен среди активных участников рынка бумаг РМОВ. По количеству размещенных эмитентов и эмиссий Связь-Банк идет на втором месте — пять выпусков пяти эмитентов на общую сумму 7.3 млрд руб. За счет высокой активности в муниципальном сегменте Связь-Банк сумел войти в топ-10 сводного рейтинга.

Рейтинг организаторов корпоративных облигаций за 2007 год. Топ-30

#	Инвестиционный Банк	Объем, млрд. RUR	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	ВТБ (включая ВТБ 24,ВТБ Северо-Запад)	73,1	23	26
2	Газпромбанк	60,5	11	12
3	ИК Тройка Диалог	44,35	20	22
4	Райффайзенбанк	29,967	15	15
5	Росбанк	22,8	14	14
6	ТрансКредитБанк	20,101	12	13
7	ФК УРАЛСИБ	17,817	12	12
8	Дойче Банк	16,203	8	8
9	НОМОС-БАНК	14,45	11	11
10	Банк Москвы	14,167	11	11
11	МДМ-Банк	13	5	5
12	ИГ Ист Коммерц	10,983	8	9
13	Альфа-Банк	10,75	4	5
14	Банк Зенит	10,7	7	7
15	РИГрупп-Финанс	10,472	10	10
16	ЮниКредит Банк (включая ЮниКредит Атон)	10	9	9
17	Ренессанс Капитал	9,5	4	4
18	КИТ Финанс Инвестиционный банк	7,733	8	8
19	Связь-Банк	7,666	11	11
20	БФА	6,685	8	8
21	ИГ КапиталЪ	6,441	7	7
22	АК БАРС БАНК (включая АК Барс Финанс)	4,9	5	5
23	Русские Фонды	4,617	7	7
24	Еврофинансы, ИК	3,766	4	4
25	АГРОПРОМКРЕДИТ КБ	3,55	4	4
26	Ситибанк	3,295	1	3
27	Инвестиционный банк ТРАСТ	3,2	3	3
28	Банк Петрокоммерц	3,175	5	5
29	Международный Промышленный Банк	3	1	1
30	Промсвязьбанк	2,75	2	2

Сводный рейтинг организаторов за 2007 год. Топ-50

#	Инвестиционный Банк	Объем, млрд. RUR	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	ВТБ (включая ВТБ 24,ВТБ Северо-Запад)	77,351	26	29
2	Газпромбанк	60,5	11	12
3	ИК Тройка Диалог	52,6	22	24
4	Росбанк	35,981	27	27
5	Райффайзенбанк	30,517	16	16
6	ТрансКредитБанк	22,301	13	14
7	ФК УРАЛСИБ	19,317	13	13
8	Дойче Банк	16,203	8	8
9	Банк Москвы	15,267	13	13
10	Связь-Банк	14,966	16	16
11	РИГрупп-Финанс	14,802	14	14
12	НОМОС-БАНК	14,7	12	12
13	МДМ-Банк	13	5	5
14	БФА	11,835	9	9
15	Банк Зенит	11	8	8
16	ИГ Ист Коммерц	10,983	8	9
17	Альфа-Банк	10,75	4	5
18	ЮниКредит Банк (включая ЮниКредит Атон)	10	9	9
19	Ренессанс Капитал	9,5	4	4
20	КИТ Финанс Инвестиционный банк	8,733	9	9
21	ИГ КапиталЪ	6,441	7	7
22	Инвестиционный банк ТРАСТ	5,7	4	4
23	АК БАРС БАНК (включая АК Барс Финанс)	4,9	5	5
24	Русские Фонды	4,617	7	7
25	Еврофинансы, ИК	3,766	4	4
26	Промсвязьбанк	3,65	4	4
27	АГРОПРОМКРЕДИТ КБ	3,55	4	4
28	Ситибанк	3,295	1	3
29	Банк Петрокоммерц	3,275	6	6
30	Международный Промышленный Банк	3	1	1
31	Банк Союз	2,075	4	4
32	Сбербанк России	1,8	4	4
33	ИК Капиталист	1,5	1	1
34	Электроника, АКБ	1,3	3	3
35	Дрезднер Банк ЗАО	1,25	1	1
36	Московский Кредитный банк	1,23	3	3
37	Группа компаний РЕГИОН	1,135	7	7
38	АЛОР ИНВЕСТ	1,1	2	2
39	АБСОЛЮТ БАНК	1	2	2
40-41	НОВИКОМБАНК	0,8	1	1
40-41	Планета Капитал	0,8	2	2
42	Татфондбанк	0,65	2	2
43-47	ВБРР	0,5	1	1
43-47	Банк Российский Кредит	0,5	1	1
43-47	СБ Банк	0,5	1	1
43-47	Банк Санкт-Петербург	0,5	1	1
43-47	ИФК Солид	0,5	1	1
48-50	АБН АМРО Банк	0,3	1	1
48-50	ФК ОТКРЫТИЕ	0,3	1	1
48-50	ИГ УНИВЕР	0,3	1	1

За счет участия в размещениях в первой половине года иностранные инвестбанки присутствуют во всех рейтингах. Если сравнивать с 2006 годом, их позиции не усилились, но и не ослабились. Если смотреть отдельно по именам, то Райффайзенбанк традиционно является самым сильным звеном среди иностранцев, Дойче Банк вошел в топ-10, остальные «засветились» в основном в одиночных сделках.

Всего за 2007 год в организации облигационных выпусков отметились 54 инвестбанка, которые разместили бумаг на общую сумму 521 млрд руб. В 2006 году таких банков было 65, общий объем размещенных облигаций — 543 млрд руб.

ГЛАВНЫЙ ПРОВАЛ ГОДА — ИПОТЕЧНЫЕ БУМАГИ

Из-за кризиса возлагавший большие надежды на 2007 год сегмент ипотечных облигаций не получил своего развития. Кроме выпусков АИЖК и МИА ипотечных бумаг в 2007 году не было.

ГЛАВНЫЙ ПРОРЫВ ГОДА — ЗАПУСК ФЬЮЧЕРСОВ НА ОФЗ

Запуск фьючерсов на ОФЗ позитивно повлиял на рынок госбумаг и открыл новые перспективы производным инструментам на внутреннем рынке. На фоне разразившегося кризиса это событие как-то ушло в тень, но, по всей видимости, значимость этого события участники рынка еще оценят в будущем.

ЧТО НАМ ГОТОВИТ 2008 ГОД: ПЕРСПЕКТИВЫ

СТРУКТУРА ЭМИТЕНТОВ ПРЕТЕРПИТ ИЗМЕНЕНИЯ В ПОЛЬЗУ КРУПНЫХ КОРПОРАЦИЙ

В 2008 году корпоративный сегмент, несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры, продолжит расти достаточно быстрыми темпами. По нашим оценкам, объем рынка корпоративных облигаций в наступившем году вырастет на 35–40% по сравнению с концом 2007 года. При этом если до сих пор сегмент корпоративных бондов рос за счет массового размещения бумаг небольших компаний третьего эшелона, то в 2008 году основную лепту внесут крупные корпорации.

Рейтинг организаторов корпоративных облигаций за 2007 год. Топ-30

#	Инвестиционный Банк	Объем, млрд. RUR	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Росбанк	13,181	13	13
2	ИК Тройка Диалог	8,25	2	2
3	Связь-Банк	7,3	5	5
4	БФА	5,15	1	1
5	РИГрупп-Финанс	4,33	4	4
6	ВТБ	4,251	3	3
7	Инвестиционный банк ТРАСТ	2,5	1	1
8	ТрансКредитБанк	2,2	1	1
9	ФК УРАЛСИБ	1,5	1	1
10	Банк Москвы	1,1	2	2
11	КИТ Финанс Инвестиционный банк	1	1	1
12	Промсвязьбанк	0,9	2	2
13	Райффайзенбанк	0,55	1	1
14	Банк Зенит	0,3	1	1
15	НОМОС-БАНК	0,25	1	1
16	Группа компаний РЕГИОН	0,17	3	3
17	Банк Петрокоммерц	0,1	1	1

Рейтинг организаторов облигаций РМОВ за 2007 год

#	Инвестиционный Банк	Объем, млрд. RUR	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	ВТБ (включая ВТБ 24,ВТБ Северо-Запад)	67,1	22	25
2	ИК Тройка Диалог	44,35	20	22
3	Газпромбанк	30,5	10	10
4	Райффайзенбанк	29,967	15	15
5	Росбанк	22,8	14	14
6	ФК УРАЛСИБ	17,817	12	12
7	Дойче Банк	16,203	8	8
8	НОМОС-БАНК	14,45	11	11
9	Банк Москвы	14,167	11	11
10	ТрансКредитБанк	14,101	11	11
11	МДМ-Банк	13	5	5
12	ИГ Ист Коммерц	10,983	8	9
13	Альфа-Банк	10,75	4	5
14	РИГрупп-Финанс	10,472	10	10
15	ЮниКредит Банк (включая ЮниКредит Атон)	10	9	9
16	Ренессанс Капитал	9,5	4	4
17	Банк Зенит	7,7	6	6
18	БФА	6,685	8	8
19	ИГ КапиталЪ	6,441	7	7
20	Связь-Банк	5,866	10	10
21	КИТ Финанс Инвестиционный банк	5,733	7	7
22	АК БАРС БАНК (включая АК Барс Финанс)	4,9	5	5
23	Русские Фонды	4,617	7	7
24	Еврофинансы, ИК	3,766	4	4
25	АГРОПРОМКРЕДИТ КБ	3,55	4	4
26	Ситибанк	3,295	1	3
27	Инвестиционный банк ТРАСТ	3,2	3	3
28	Банк Петрокоммерц	3,175	5	5
29	Банк Союз	2,075	4	4
30	Сбербанк России	1,8	4	4

Крупные корпорации, многие из которых ранее предпочитали занимать исключительно на внешних рынках, в условиях ухудшения условий привлечения капитала на внешних рынках теперь вынуждены использовать в полной мере и возможности внутреннего долгового рынка (подробнее об этом можно прочитать в первом номере журнала за 2008 год).

Общий объем объявленного (зарегистрированные и принятые решения) предложения (без учета биржевых облигаций и заведомо нерыночных размещений) на текущий момент составляет примерно 680 млрд руб. Плюс публично заявленные, но официально не оформленные планы по размещению корпоративных бумаг еще на сумму около 280 млрд руб. Итого около 1 трлн руб.!

Но не всем планам будет суждено осуществиться. Для эмитентов третьего эшелона рынок будет практически закрыт как минимум на первые полгода. Инвесторы будут стараться при любой возможности избавляться от бумаг этих эмитентов (чаще всего по офертам и погашениям), чтобы переложиться в бумаги финансово устойчивых эмитентов. Если судить по размещениям крупных выпусков госбанков и АИЖК в конце 2007 года, когда эмитенты предоставляли премии примерно в 40–50 б.п., а иногда и выше, можно ожидать, что в начале 2008 года такая тенденция сохранится, и участие в аукционах по размещению облигаций крупных корпораций станет достаточно успешным инвестированием. Таким образом, третий эшелон обречен на продолжение «вымывания» через погашения и оферты, а первый и качественный второй эшелон будут расти. В результате, в структуре эмитентов произойдут существенные изменения в пользу крупных и надежных компаний и банков.

По нашим оценкам, мы почти гарантировано можем надеяться увидеть новые бонды на полтриллиона в 2008 году (бумаги крупных государственных и частных корпораций плюс небольшие выпуски относительно надежных более мелких эмитентов). Наш прогноз по объему рынка корпоративных облигаций на конец 2008 года — 1.7–1.75 трлн руб.

Прогноз объемов рынка на конец 2008 года

Сегмент	Объем на 28.12.07	Прогноз	Оценка объема на конец 2008 года
Госбумаги, млрд руб.	1 047.42	Рост	1250–1300
Корпоративные облигации, млрд руб.	1257.08	Быстрый рост	1700–1750
Региональные и муниципальные облигации, млрд руб.	220.60	Без сильных изменений	220–240
Итого, млрд руб.	2 525.10	Рост	3170–3290

МИНФИНУ ЛУЧШЕ ПРИТОРМОЗИТЬ

Согласно Федеральному закону «О федеральном бюджете на 2008 год», опубликованному на официальном сайте Минфина РФ, чистый объем размещений на рынке государственных бумаг заложен на уровне 369 млрд руб. Это означает, что к концу 2008 года рынок госбумаг по планам финансового ведомства может превысить 1.4 трлн руб.

Но, как показала вторая половина 2007 года, в условиях сложной рыночной конъюнктуры Минфину РФ будет довольно сложно исполнить предлагаемую программу в полном объеме. Более того, на внутреннем рынке заметно активизировались крупные государственные корпорации, и поэтому ведомству Алексея Кудрина предпочтительнее быть осторожнее с госзаимствованиями, дабы не испортить условия при размещении бумаг госкомпаний (такой большой объем предложения не может не сказаться на уровнях доходности по госбумагам, на изменения которых особенно чувствительно реагируют бумаги «фишек» и первого эшелона). Наш прогноз объема рынка госбумаг на конец 2008 года — 1.25–1.3 трлн руб.

НА РЫНКЕ МУНИЦИПАЛЬНОГО ДОЛГА НИЧЕГО НЕ ИЗМЕНИТСЯ

В сегменте облигаций РМОВ в 2008 году ничего кардинально не изменится. Без учета Москвы, по нашим оценкам, чистый прирост рынка может составить около 20–30 млрд руб. Но так как Москва и Санкт-Петербург, скорее всего, продолжат практику выкупа низколиквидных выпусков с рынка, то объем бумаг РМОВ может остаться примерно на текущих уровнях. Наш прогноз объема рынка РМОВ на конец 2008 года — 220–240 млрд руб.

ИПОТЕЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: НАДЕЖДА УМИРАЕТ ПОСЛЕДНЕЙ

Сегмент ипотечных облигаций в силу известных причин в прошлом году развития так и не получил. В 2008 году есть шанс, что на внутреннем рынке этот сегмент все-таки получит импульс для развития — многие финансовые институты, планировавшие размещать ипотечные бумаги на внешнем рынке, вынуждены будут обратить внимание на внутренний рынок. Но все это пока на уровне планов. Пока реальность — это программа АИЖК: уже в самое ближайшее время АИЖК планирует разместить на внутреннем рынке ипотечные облигации на сумму более 10 млрд руб.

Понятно, что в сложившейся ситуации говорить о перспективах секьюритизации других финансовых активов даже не стоит.

БИРЖЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ПЕРСПЕКТИВЫ ОСТАЮТСЯ В ТУМАНЕ

Дебют биржевых облигаций можно ожидать только после завершения неблагоприятного периода. Крупных и надежных эмитентов этот инструмент пока не заинтересовал, а для других рынок будет закрыт как минимум еще 4-6 месяцев. Более того, Госдума в январе 2008 года приняла в первом чтении поправки, отменяющие обязательную регистрацию отчета об эмиссии облигаций, что отнимает у биржевых облигаций еще один козырь по сравнению с обычными облигациями, поэтому перспективы этого рынка продолжают оставаться туманными.

ФОРМИРОВАНИЕ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ ЗА СЧЕТ БЮДЖЕТНЫХ СРЕДСТВ

В условиях, когда внешние рынки лихорадит и российские банки имеют ограничения по доступу к ресурсам глобальных рынков, остается надеяться на внутренние силы. Минфин РФ обещает поддержать внутренний рынок бюджетными средствами. 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. Из компаний второго-третьего эшелона надежда «зацепить» бюджетные деньги есть только у эмитентов из Ломбардного списка.

Существует мнение, что активное вмешательство государства сделает сегмент ОФЗ и первого эшелона «нерыночным». «Нерыночное» ценообразование ОФЗ приведет к тому, что госбумаги снова потеряют статус бенчмарка рынка.

ОФЕРТА — ЦАРИЦА РЫНКА

Оферта остается неизменным атрибутом облигационного займа. Несмотря на трудности и риски рефинансирования, эмитенты не готовы распрощаться с офертой, считая ее самым оптимальным механизмом взаимоот-

ношений с инвесторами на текущий момент. Действительно, в силу того что местные банки, основные игроки на внутреннем рынке, не имеют достаточных длинных средств, бумаги эмитентов с большой дюрацией будут все сильнее дискриминироваться. Основной спрос инвесторов будет сосредоточен на коротком участке, и инвесторы будут требовать выставления оферт даже по займам высоконадежных эмитентов. Внедрение в практику облигационных займов тех же ковенант — дело более отдаленного будущего.

ВЛИЯНИЕ ГОССТРУКТУР ВОЗРАСТАЕТ

Госкомпании и госбанки станут основными действующими лицами на рынке как минимум первые полгода. Первыми размещаться пойдут госкорпорации, затем крупные частные компании, и размещаться они будут в том числе и с помощью госбанков-организаторов.

Регуляторы — Минфин, ЦБ и ФСФР — все активнее влияют на рынок облигаций. Минфин накачивает банковскую систему бюджетными деньгами, ЦБ РФ контролирует рынок РЕПО и ОФЗ, ФСФР активно в законотворчестве. Про Минфин и ЦБ мы уже не раз рассказали в нашей статье. Несколько слов о ФСФР.

На протяжении нескольких лет ФСФР приняло немало различных законопроектов в области рынка облигаций, но, в общем, большинство из них так или иначе «крутились» вокруг одного момента — как смягчить для рынка действия нормы, требующей обязательной регистрации отчета об эмиссии облигаций. И вот, как мы уже писали выше, в январе в первом чтении Госдума приняла поправки, отменяющие обязательную регистрацию отчета. Вот так просто, отменяется! Теперь все остальные поправки вокруг отчета об эмиссии и не нужны будут по большому счету. Какие еще нововведения в области законотворчества ожидают рынок, нам еще предстоит узнать.

Если посмотреть на список крупнейших запланированных размещений и список банков-организаторов, получивших мандаты на организацию первых, то получается следующая картина. В 2008 году концентрация бизнеса по организации облигационных выпусков в руках ограниченного круга инвестбанков увеличится. Позиции ВТБ и Газпромбанка как никогда сильны. Из частных инвестбанков только «Тройка» сможет реально конкурировать с ними, да и то если рыночная конъюнктура быстро улучшится. Радует, что все ведущие западные банки, до этого отметившиеся на внутреннем рынке, не спешат полностью сворачивать свою деятельность на нем. Что поделать, без их участия крупные займы госкорпораций трудно будет размещать.

КОГДА ЖЕ ВНУТРЕННИЙ РЫНОК ВОССТАНОВИТСЯ?

По всей видимости, несмотря на относительную надежность, внутренний рынок не может надеяться на полное восстановление, пока не восстановятся внешние рынки. Бюджетных денег на всех не хватит, местные банки уязвимы, им требуется доступ на внешние рынки капитала, а без спроса на российские еврооблигации и рублевые бонды из-за рубежа первичный рынок не сможет начать функционировать в полной мере.

ПОЗИТИВ ТОЖЕ ЕСТЬ!

Пока же как минимум полгода нам придется «вариться в собственном соку». Российский рынок может извлечь из этого не только негативные, но и позитивные моменты. Кризис обнажил многие проблемные точки внутреннего рынка облигаций, долгое время остававшиеся в тени на волне растущего рынка в комфортных российских макроэкономических условиях.

Во-первых, остро встал вопрос об эффективности системы банковского рефинансирования в России. В сложившихся условиях ЦБ РФ вынужден задуматься об этом и предпринять какие-то шаги, не откладывая это в долгий ящик.

Во-вторых, важно обратить внимание на ситуацию с управлением рисками и связанные с этим отрицательные процентные ставки на внутреннем рынке облигаций. Низкие уровни доходности на внутреннем рынке облигаций делают его привлекательным для эмитентов всех мастей. Наблюдавшаяся довольно продолжительное время высокая банковская ликвидность позволила выйти на рынок даже тем из них, кто не смог бы это сделать в других условиях. Банки ослабили контроль за кредитным качеством. Но вот прошедшие события показали, что ликвидность имеет свойство практически мгновенно сжиматься! Все это ускорило процесс переоценки рисков на внутреннем рынке, что в перспективе должно привести к более четкому эшелонированию эмитентов по их кредитному качеству.

Многие компании столкнулись и еще столкнутся с проблемой рефинансирования долга и осознают на практике необходимость работы с инвесторами, информационной прозрачности и так далее. Можно ожидать в целом повышения уровня инвестиционной грамотности как со стороны инвесторов, так и со стороны эмитентов.

В-третьих, закрытие внешних рынков вынудило крупнейшие российские корпорации по-новому взглянуть на внутренний рынок. В результате у него есть все шансы в более отдаленном будущем приобрести классические черты, превратиться в источник больших и длинных денег именно для крупных компаний.

В-четвертых, по-иному на внутренний рынок взглянули монетарные власти. Высокая активность последних — историческое явление для российского рынка. Пускай не все получается так, как хотелось бы, но начинать когда-то тоже надо. И главное, власти поняли, что без нормального функционирования местного долгового рынка поддерживать высокие темпы роста экономики уже невозможно.