Михаил Галкин,
начальник отдела анализа рынка облигаций,
МДМ-Банк

КАК ПЕРЕЖИТЬ ледниковый период

ПЕРЕСКАЗЫВАТЬ ХРОНОЛОГИЮ СОБЫТИЙ И СТАТИСТИКУ РАЗМЕЩЕНИЙ 2007 ГОДА, НА НАШ ВЗГЛЯД, СМЫСЛА НЕТ — ОНА И ТАК ВСЕМ ИЗВЕСТНА. ПОЭТОМУ МЫ ЛИШЬ ИЗЛОЖИЛИ НАШ ЛАКОНИЧНЫЙ ВЗГЛЯД НА ВСЕ ТО ВАЖНОЕ, ЧТО ПРОИЗОШЛО И НЕ ПРОИЗОШЛО С РЫНКОМ В ПРОШЛОМ ГОДУ. А ДАЛЕЕ ПРЕДСТАВИЛИ НАШИ МЫСЛИ О ТОМ, ЧТО, СОБСТВЕННО, ПРОИСХОДИТ, КОГДА СЛЕДУЕТ ЖДАТЬ ВЫХОДА РЫНКА ИЗ АНАБИОЗА, ВЫЗВАННОГО ПРОДОЛЖАЮЩИМСЯ НА МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПЛОЩАДКАХ ЛЕДНИКОВЫМ ПЕРИОДОМ, И ГДЕ, НА НАШ ВЗГЛЯД, СКОНЦЕНТРИРОВАНЫ САМЫЕ ИНТЕРЕСНЫЕ ТОРГОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ.

ВЗГЛЯД НАЗАД

Итак, представляем наш рейтинг самых важных событий 2007 года на рынке рублевых облигаций.

1. Резкое снижение спроса на облигации в связи с глобальным кредитным кризисом и кризисом ликвидности.

2. Мощная «господдержка» ликвидности банковской системы, в том числе через непрозрачные интервенции ЦБ на вторичном рынке ОФЗ. Ниже мы подробнее рассуждаем о плюсах и минусах «господдержки».

3. Успешное прохождение всеми эмитентами своих оферт и погашений, несмотря на возросшие системные риски рефинансирования. Это хороший знак, свидетельствующий об относительно неплохом «кредитном здоровье» российского корпоративного и банковского сектора.

4. Снижение биржевой комиссии по сделкам с госбумагами вдвое до 1 б.п. Мы согласны с коллегами, которые говорят о необходимости дальнейшего снижения биржевых комиссий, ведь их текущие уровни ограничивают ликвидность облигаций — активная торговля при узких бид/оффер спредах в такой ситуации грозит убытками.

5. Запуск фьючерсов на ОФЗ. Этот инструмент, безусловно, расширяет торговые возможности инвесторов. Фьючерсы позволяют и хеджировать риски, и фондировать позиции, и реализовывать арбитражные стратегии.

6. Появление схемы размещения через котировальный лист В, позволяющей существенно сократить период между первичным размещением корпоративных бумаг и началом вторичных торгов. В январе 2008 года Госдума приняла в первом чтении поправки, отменяющие обязательную регистрацию отчета об эмиссии облигаций. Если поправки вступят в действие, эмитенты смогут сообщать регуляторам об итогах размещения долговых бумаг в уведомительном порядке, а облигации будут сразу доступны для вторичных торгов.

7. Так и не случившийся дебют биржевых облигаций. Насколько мы понимаем, помимо рыночной конъюнктуры есть и другие объективные препятствия на пути развития данного инструмента. Во-первых, это короткие облигации, целевая аудитория которых — казначейства. А последних обычно интересуют бумаги с минимальным кредитным риском (в этом смысле две российские компании, зарегистрировавшие выпуски биржевых облигаций, нельзя назвать «идеальными» эмитентами). По-видимому, первоклассных российских эмитентов сейчас короткие

Михаил Галкин с отличием закончил бакалавриат и магистратуру экономического факультета МГУ им. Ломоносова. С 1999 года работал экспертом в Евроазиатской рейтинговой службе — партнере рейтингового агентства Standard & Poor's в России, где занимался изучением сектора государственных и муниципальных финансов. С 2001 года стал кредитным аналитиком агентства Standard & Poor's и вел кредитные рейтинги инфраструктурных компаний России, Казахстана, Румынии и Польши. С ноября 2003 года по август 2006 года Михаил работал старшим аналитиком в департаменте исследований рынка облигаций инвестиционного банка «ТРАСТ». В сентябре 2006 года перешел в МДМ-Банк на свою нынешнюю позицию.

деньги не очень интересуют. Во-вторых, по причинам юридического характера биржевые облигации пока не могут попасть в список РЕПО ЦБ, даже если они выпущены эмитентами с очень высокими кредитными рейтингами. Пока эта проблема не будет решена, биржевые облигации будут просто неконкурентоспособны по сравнению с обычными облигациями.

ВЗГЛЯД ВПЕРЕД

КЛЮЧЕВЫЕ ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

«Когда закончится этот отвратительный кризис, а рынок облигаций наконец-то выздоровеет?» — примерно так можно сформулировать самый популярный вопрос, который задают друг другу участники российского долгового рынка в последнее время.

Если определить здоровое состояние рынка как период, когда возможны первичные размещения по всему спектру заемщиков, то, на наш взгляд, перспективы рынка рублевых облигаций не очень радужны. Мы полагаем, что в ближайшие месяцы новые размещения возможны лишь для эмитентов из Ломбардного списка[1]. Более того, даже здесь, где ключевым конечным кредитором можно «сделать» Центробанк, емкость рынка ограничена, так как, в силу определенных причин, покупать и «реповать» бумаги в ЦБ сейчас могут и/или хотят далеко не все.

На наш взгляд, необходимым условием для того, чтобы стали возможны регулярные «рыночные» размещения за пределами Ломбардного списка, является восстановление спроса на российский кредитный риск на международных долговых рынках. В первую очередь, необходимо, чтобы российские банки вновь начали привлекать долгосрочные валютные заимствования в тех же масштабах, что и до кризиса. Когда это может произойти? Мы предполагаем, что для этого, возможно, потребуется около полугода, а то и больше. Пока же большинство российских банков ответили на снижение доступности фондирования на внешних рынках резким сокращением облигационных портфелей. Это вполне объяснимо, ведь приоритетным бизнесом для большинства из них является коммерческое кредитование, которое они «пустят под нож» в последнюю очередь.

Мы полагаем, что меры поддержки банковской ликвидности, принимаемые Центробанком и Минфином, а также так называемые «средства институтов развития» не смогут восстановить «хорошую погоду» на рынке рублевых облигаций. Они лишь защитят рынок от существенного снижения котировок, в первую очередь — в сегменте наиболее качественных бумаг. Важно помнить и о неприятных побочных эффектах лекарства под названием «господдержка». Во-первых, из-за него механизмы рынка рублевых облигаций начинают выглядеть все менее «рыночными». Слишком большую роль на рынке начинают играть государственные финансовые институты и корпорации, а также регуляторы. К сожалению, система принятия решений этими субъектами рынка непрозрачна, а значит, прогнозировать динамику рынка становится сложнее. Второй побочный эффект связан с тем, как долго участники рынка могут рассчитывать на «господдержку». Как показали события начала февраля 2008 года, инфляция не полностью исчезла из списка приоритетов ЦБ, и регулятор готов идти на определенное ужесточение денежно-кредитной политики.

Все эти неприятные наблюдения и выводы не означают, что у инвесторов в рублевые облигации сейчас нет возможностей заработать. Мы полагаем, что как минимум до президентских выборов правительство и ЦБ продолжат щедро поддерживать ликвидность банковской системы, поэтому ценовые колебания в рублевых облигациях будут незначительными. В случае ухудшения ситуации на денежном рынке, спровоцированного сокращением притока (или оттоком) капитала, возможен рост доходностей на 30–40 б.п., но не более. По нашему мнению, хорошие торговые возможности по-прежнему предоставляются в коротких облигациях из Ломбардного списка. За пределами Ломбардного списка следует инвестировать в высокодоходные и сравнительно короткие выпуски эмитентов, кредитоспособность которых не вызывает большой тревоги. Мы полагаем, что практически все длинные бумаги находятся в «опасной зоне» из-за рисков, связанных с угрозой роста ставок денежного рынка и огромным «навесом» временно отложенных размещений. Эмитенты будут выходить на рынок с новыми выпусками при каждом удобном случае, предлагая премии к уровням вторичного рынка. В результате действия этого фактора, которое обещает быть весьма продолжительным, котировки облигаций с дюрацией более полутора лет будут находиться под давлением.

ЛОГИКА ПОВЕДЕНИЯ БАНКОВ МНОГОЕ ОБЪЯСНЯЕТ

На наш взгляд, важным для понимания ситуации, складывающейся на российском рынке облигаций, является анализ поведения российских банков[2]. В первую очередь потому, что именно эта группа инвесторов является крупнейшим держателем российских облигаций, то есть своего рода определяющей силой. По нашим оценкам, основанным на статистике Центробанка, зарегистрированные в России банки являются держателями около 40% рублевых облигаций (без учета ОФЗ и ОБР). Следует понимать, что среди прочих категорий участников рынка значительную долю занимают пассивные инвесторы, которые крайне редко совершают торговые операции (ПИФы, ОФБУ, ДУ, Управляющие страховыми резервами, нерезиденты — покупатели «упакованных» облигаций, сами эмитенты и аффилированные с ними лица). По этой причине при оценке влияния банков на конъюнктуру рынка облигаций цифру в 40% следует аналитически скорректировать вверх.

Кризису, разразившемуся летом 2007 года, предшествовали несколько лет достаточно благополучного развития российской банковской системы. Активы российских банков в 2004–2007 годах росли в среднем на 35% в год (в рублевом выражении; рост в USD был еще стремительнее). При этом одним из основных источников роста, обеспечивавших длинные и сравнительно недорогие деньги, был международный рынок капитала. Российские банки были весьма популярны среди иностранных инвесторов. Своеобразной кульминацией этого «импорта капитала» стали даже не заимствования, а многомиллиардные размещения акций Сбербанка и ВТБ, проведенные в первом полугодии 2007 года. Многочисленные долговые и IPO-сделки российских корпораций также пополняли пассивы наших банков в строке «средства клиентов».

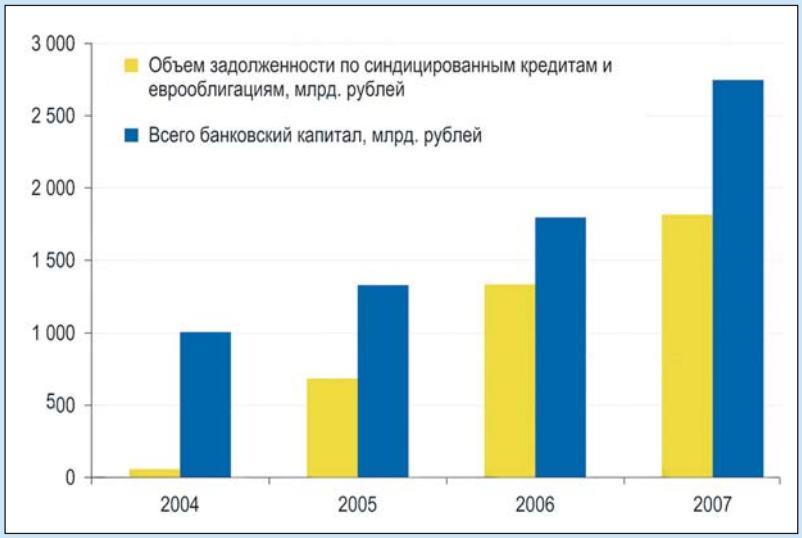
---

[1] *Ключевой критерий для попадания в Ломбардный список — наличие у эмитента композитного кредитного рейтинга на уровне B+/B1 и выше. Да, именно «композитного». Насколько нам известно, при включении бумаг в Ломбардный список ЦБ обращает внимание не только на «лучший» рейтинг эмитента. Пример — ЮТК.*

[2] *В данном случае под российскими банками понимаются банки, зарегистрированные в России.*

Диаграмма 1. Роль внешнего финансирования в структуре фондирования российских банков

Источник: Cbonds, ЦБ РФ, оценки МДМ-Банка



На протяжении этого периода благополучного развития примерно 10–11% активов банки предпочитали держать в долговых бумагах в целях диверсификации активов и поддержания собственного профиля ликвидности.

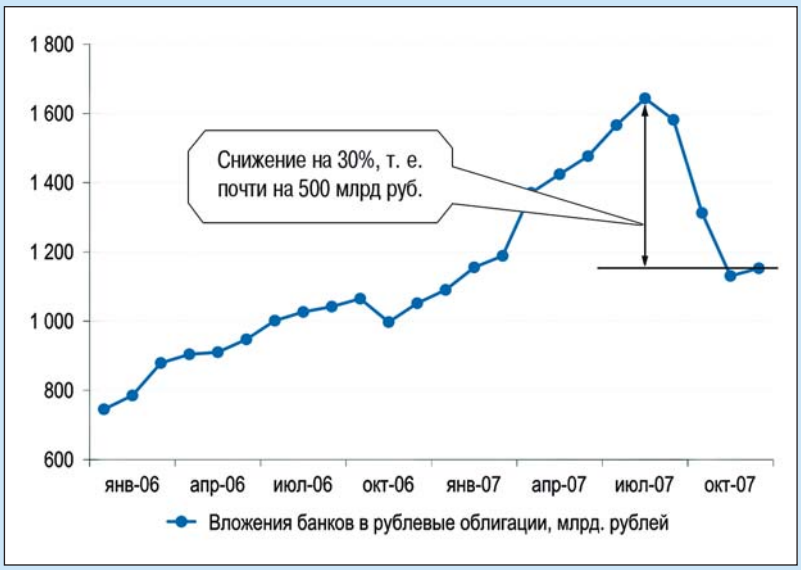
Начиная с августа 2007 года международные рынки капитала для российских банков (а также значительной части корпоративного сектора) оказались практически закрыты. Банки не только лишились самого привлекательного источника фондирования, но и оказались под угрозой сокращения активов — только по еврооблигациям и синдицированным кредитам в 2008 году они должны заплатить почти $15 млрд (см. наше исследование от 28 августа 2007 года). В масштабах российской банковской системы сумма не критичная (около 2% от пассивов), но тем не менее. В этой непростой ситуации большинство банков было вынуждено предпринять следующие действия.

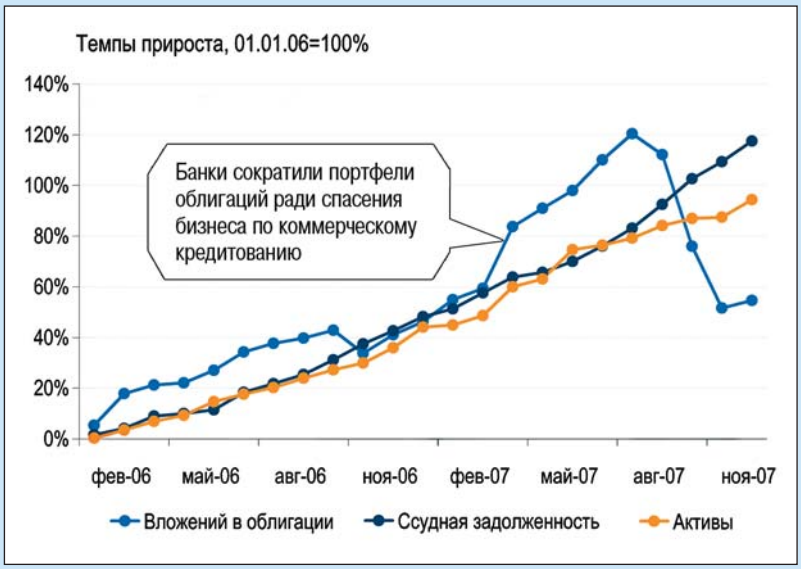
1. Хотя бы частично заместить перекрытый источник фондирования за счет агрессивного наращивания депозитной базы. Следует понимать, что это гораздо более дорогое фондирование по сравнению с международными заимствованиями, а кроме того, несравнимо более краткосрочное.

2. Продать или «погасить» часть активов, при этом попытаться «перенести» возросшую стоимость фондирования в «требуемую доходность» по активам. По ряду причин это привело к резкому сокращению облигационных портфелей и наращиванию кредитной задолженности. Во-первых, коммерческое кредитование — приоритетный бизнес абсолютного большинства банков. Во-вторых, проводить «репрайсинг» и/или реструктуризацию долгов в непубличном периметре банковских кредитов для заемщиков и самих банков гораздо проще и комфортнее, чем делать это на публичном рынке облигаций.

Как следует из статистики Центробанка, в течение августа-ноября российские банки сократили свои портфели рублевых долговых бумаг примерно на 30%, то есть почти на 500 млрд руб. Эту цифру аналитически следует скорректировать на прирост объемов РЕПО с ЦБ, так как с точки зрения отчетности, бумаги, отданные в РЕПО, покидают балансы банков (в данном случае на 190 млрд руб.). Покупателями облигаций, по нашим представлениям, стали ЦБ (выкуп ОФЗ и ОБР), Пенсионный фонд (ОФЗ), сами заемщики (погашения и оферты корпоративных бумаг), ПИФы, а также локальные и иностранные хедж-фонды и инвесткомпании. Насколько мы понимаем, банки сокращали позиции во всех эшелонах. Очевидно, что сильнее всего они хотели избавиться от неликвидных и рискованных облигаций третьего эшелона. Однако продать неликвидные облигации

Диаграммы 2–3. Как российские банки сокращали позиции в облигациях ради сохранения кредитных портфелей





Источник: ЦБ РФ, оценки МДМ-Банка

сложно, поэтому во многих случаях держатели вынуждены дожидаться оферт или погашений, параллельно сокращая позиции в качественных бумагах. Сокращение портфелей коснулось даже облигаций из Ломбардного списка, которые можно «реповать» в Центробанке. Во-первых, такие бумаги тоже отвлекают ликвидность, хотя бы в размере дисконта по операциям РЕПО. Во-вторых, далеко не у всех банковских торговых десков, от которых потребовали сократить использование ликвидности, есть возможность самостоятельно рефинансировать бумаги (некоторые дески принудительно фондируются в казначействе). В таких случаях продажа облигаций остается единственным способом выполнить требования менеджмента банка по высвобождению ликвидности.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Мы предполагаем, что банки, принявшие решение сократить облигационные портфели на период «чрезвычайного положения», вряд ли будут их существенно наращивать в случае снижения ставок денежного рынка усилиями ЦБ, Минфина и государственных институтов. По нашим ощущениям, в текущей ситуации у банков достаточно головной боли, и они не захотят существенно увеличивать объем короткого левериджа, чтобы не брать на себя дополнительные риски, тем более что уверенности в сохранении благоприятной ситуации на денежном рынке отнюдь нет. Появятся ли на рынке новые деньги институтов развития? Не усилится ли отток капитала (кстати, курс бивалютной корзины пока не спешит возвращаться к «биду» ЦБ)? Когда, в каких объемах и на каких условиях Минфин начнет размещать на банковских депозитах бюджетные средства? Не продолжит ли ЦБ, удививший многих 1 февраля, и далее ужесточать денежно-кредитную политику?

Кроме того, важно понимать, что кризис усугубил «неравенство» между банками. Крупнейшие банки не испытывают недостатка в ликвидности. За счет высоких кредитных рейтингов они даже не полностью потеряли доступ к международным заимствованиям, к ним подтягиваются крупные корпоративные клиенты (покидающие более мелкие банки), им же в том или ином виде достаются бюджетные средства. Наоборот, средние и мелкие частные банки всерьез рискуют столкнуться с сокращением базы фондирования. Усиление диспропорций в распределении ликвидности тоже вносит свою лепту в «торможение» рынка облигаций и частичное замещение облигаций кредитами.

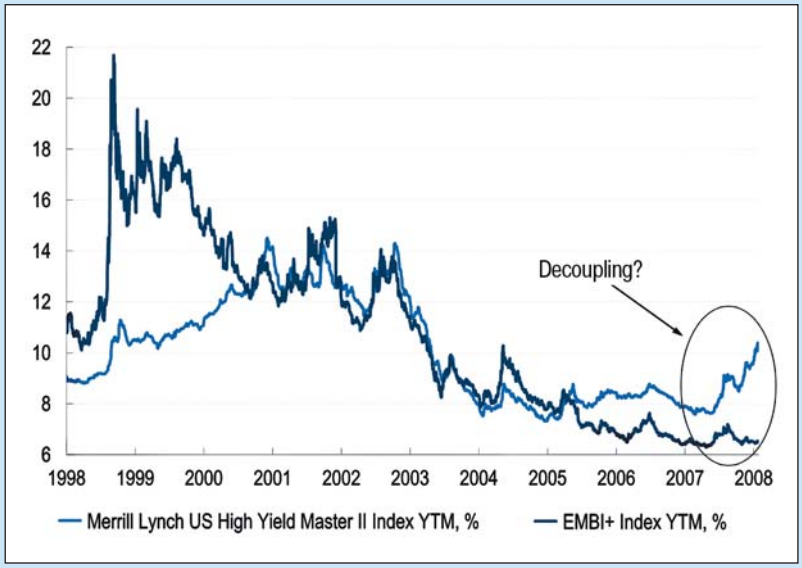
Мы полагаем, что реальное улучшение конъюнктуры локального облигационного рынка возможно только тогда, когда российские банки (топ-30) восстановят объемы фондирования на внешних рынках до «докризисных» уровней. Это позволит им «вздохнуть свободнее» и увеличить лимиты на облигации. Кроме того, это поможет смягчить диспропорции в распределении ликвидности в банковской системе. На самом деле, понятно, что возобновление международных заимствований для широкого спектра российских банков неразрывно связано с более глобальным процессом восстановления аппетита иностранных инвесторов к российским долгам. А это, в свою очередь, наверняка будет сопровождаться притоком капитала (валютные займы резидентов — собственно один из каналов притока), снижением ставок NDF и постепенным пробуждением интереса нерезидентов к рублевым облигациям.

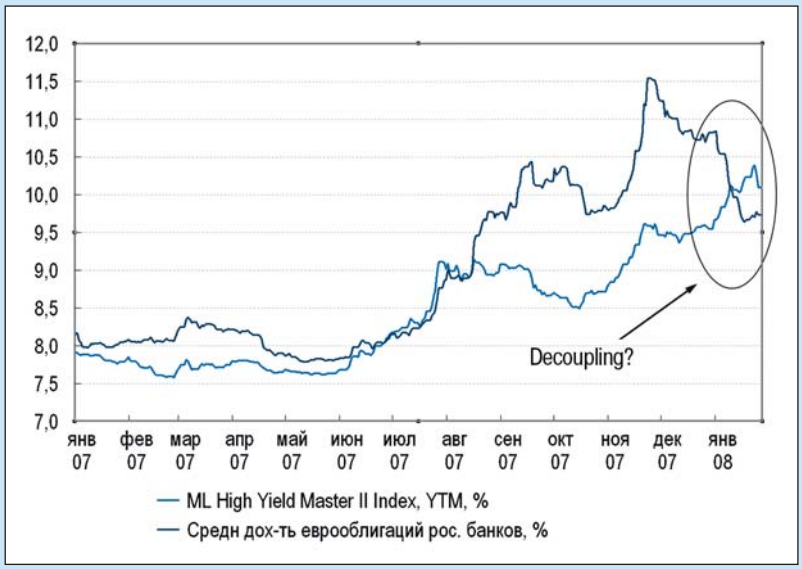
КОГДА ВНЕШНИЙ РЫНОК ВНОВЬ «ОТКРОЕТСЯ»?

Конечно же, мы не знаем точного ответа на этот вопрос. По нашим ощущениям, на полноценное «открытие» международного долгового рынка уйдет не меньше пяти-шести месяцев. На наш взгляд, для этого необходимы следующие условия.

1. Осознание иностранными инвесторами того факта, что кредитный риск российских банков вполне приемлем, что банки сохранили устойчивость, даже несмотря на глобальный кредитный кризис и кризис ликвидности. По нашим ощущениям, понимание этого уже есть у очень многих участников рынка. Действительно, российские банки имеют короткую

Диаграммы 4–5. Корреляция между сегментами High Yield и EM, в том числе российскими выпусками





Источник: Bloomberg, оценки МДМ-Банка

структуру активов, вполне приличные пассивы, готовых «протянуть руку помощи» акционеров, очень лояльных регуляторов и вполне крепкую базу заемщиков, представляющих растущую экономику. Международные рейтинговые агентства тоже произнесли все «правильные слова» по поводу устойчивости российских банков. Тем не менее, определенная тревога в умах инвесторов все же пока остается. Ведь при большом желании нарисовать мрачный сценарий, в рамках которого российская финансовая система пошатнется от ударов, связанных с рецессией в США, все-таки можно.

2. Понимание того, какова должна быть в новых условиях справедливая цена за риск российских банков. С этим сложнее. На выработку консенсуса у рынка может уйти много времени. Во-первых, российские банки конкурируют за капитал с различными группами других активов (например, US и European High Yield bonds), которые сейчас тоже выглядят дешево или очень дешево. Во-вторых, инвесторы понимают, что при первой же возможности российские банки выстроятся в длинную очередь, то есть нового предложения будет более чем достаточно. Это, в некотором роде, создает эффект «замкнутого круга», так как заставляет многих воздерживаться от увеличения позиций в банковских облигациях. По этой причине, кстати, ряд иностранных фондов сейчас предпочитает неликвидные облигационные сделки, больше похожие на синдицированные кредиты. Низкая ликвидность обеспечивает в этом случае защиту от снижения котировок и убытков от переоценки.

Основные надежды наш рынок должен возлагать на эффект decoupling, то есть «отрыва» Emerging Markets от сегмента High Yield. Кстати, такая тенденция наметилась в последние недели.

Возможно, эта тенденция продолжится, если достаточное количество инвесторов поверят, что рецессия в США угрожает только американским корпорациям и банкам, но вряд ли представляет серьезную опасность для, например, российских эмитентов. Однако мы пока предпочитаем быть осторожными в своих прогнозах. Мы не исключаем, что после краткосрочного периода decoupling начнется обратный процесс (recoupling).

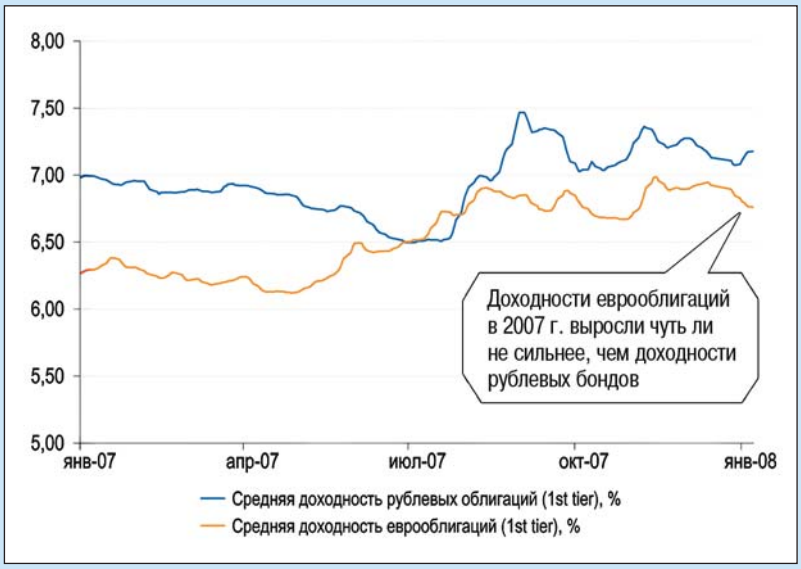
Насколько мы понимаем, в любом случае первыми «тестировать» рынок отправятся российские госбанки, обладающие рейтингами инвестиционной категории (собственно, такие попытки уже анонсированы). За ними последуют крупнейшие частные банки, и лишь затем еврооблигационные сделки станут возможны для банков второго-третьего эшелонов. Безусловно, рынки не позволят банкам быстро удовлетворить аппетит к такого рода финансированию. Какое-то время уйдет на рефинансирование долгов, подлежащих погашению в 2008 году, и лишь после этого начнут размещаться займы, ведущие к увеличению пассивов банков и расширяющие их возможности с точки зрения ликвидности. Нам кажется, что на такой «разгон» (по весьма неровной дороге) в умеренно оптимистичном сценарии уйдет около полугода.

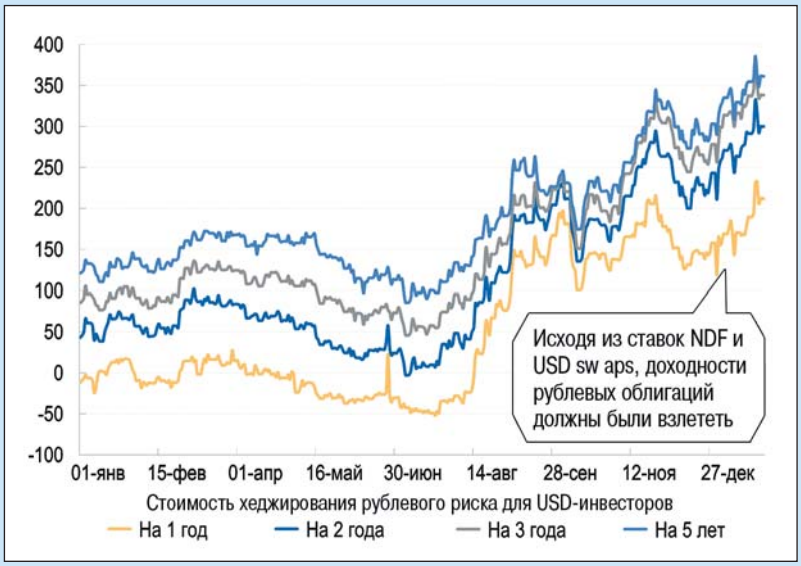
ГОСПОДДЕРЖКА РЫНКА КАК ЛЕКАРСТВО С НЕПРИЯТНЫМ ПОБОЧНЫМ ЭФФЕКТОМ

Правительство и ЦБ ответили на внешнюю угрозу российской банковской системе (а значит, и экономике) мощным залпом господдержки из целой батареи орудий. Перечислим только самые важные из них.

- Существенно расширены возможности рефинансирования в ЦБ по ставке однодневного РЕПО (6.25%).
- С 10% до 8% снижена ставка по операциям «валютный своп». С 1 февраля ставка повышена, но лишь до 8.25%.
- ЦБ произвел мощные интервенции на вторичном рынке ОФЗ (!).
- В банковскую систему через институты развития потекли сотни миллиардов рублей. Часть этих средств, как предполагается, может быть инвестирована институтами развития в облигации.
- В ближайшие месяцы Минфин начнет размещать на депозитах в банках временно свободные бюджетные средства.

Диаграммы 6–7. Сравнительная динамика рублевых и долларовых облигаций, а также стоимости хеджа (NDF — USD Swaps)





Источник: Bloomberg, ММВБ, оценки МДМ-Банка

Цель этих мер — защитить российские банки от возможных сложностей с ликвидностью и таким образом избежать торможения экономического роста, темпы которого зависят от нормального функционирования локального кредитного рынка.

Все эти меры оказали рынку рублевых облигаций весьма серьезную поддержку. В первую очередь — госбумагам и облигациям эмитентов из Ломбардного списка. С момента начала кризиса их спреды к еврооблигациям почти не изменились. При этом, исходя из динамики ставок NDF, доходности рублевых облигаций должны были вырасти гораздо сильнее, чем доходности еврооблигаций.

На наш взгляд, реакция регуляторов была даже слишком эмоциональной — российские банки не настолько уязвимы, и для стабилизации ситуации хватило бы и половины предпринятого. Жаловаться на щедрость регуляторов, конечно, грех. Однако позволим себе обратить внимание на риски, которые сопровождают такую господдержку.

1. Глубокое противоречие между предпринимаемыми мерами по «накачке» системы дешевой ликвидностью и высокой инфляцией. До недавнего времени правительство и ЦБ как бы не замечали этого противоречия, прекрасно понимая, что на другой чаше весов — экономический рост. Однако, на наш взгляд, рано или поздно борьбу с инфляцией придется сделать приоритетом денежно-кредитной политики не на словах, а на деле. То есть коррекция в рублевых облигациях, возможно, не предотвращена, а лишь отложена. Первый тревожный звонок в этом смысле прозвенел 1 февраля 2008 года.

2. Снижение «рыночности» механизмов рынка рублевых облигаций. Рост значимости государственных финансовых институтов и Центробанка как факторов, определяющих конъюнктуру рынка рублевых облигаций, делает рынок гораздо менее предсказуемым, тем более что критерии принятия этими субъектами рынка тех или иных решений (покупать или продавать, повышать или не повышать ставку, делиться или не делиться деньгами на МБК) достаточно непрозрачны. Так, на недавней встрече с инвесторами, посвященной программе Минфина по размещению ОФЗ, представитель ЦБ затруднился прокомментировать критерии и политику Банка России в отношении ставки РЕПО, а также в отношении вмешательства Центробанка во вторичные торги по госбумагам.

ТОРГОВЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В своих торговых рекомендациях мы исходим из того, что в ближайшие три-четыре месяца ценовые изменения на рынке рублевых облигаций будут не очень существенными.

Сегмент облигаций третьего эшелона продолжит пребывать в состоянии анабиоза. В ОФЗ и сегменте эмитентов из Ломбардного списка такие факторы, как огромный «навес» первичных размещений и внешние угрозы (возможный отток капитала, ослабление рубля), будут в значительной мере компенсироваться магнетизмом ставки РЕПО ЦБ, которая, как надежный якорь, не позволит облигациям уплыть далеко даже в сильный шторм. Возможны и другие меры «господдержки» рублевой ликвидности (вплоть до очередных интервенций ЦБ в госбумагах). Тем не менее, по нашим оценкам, вероятность пусть небольшого, но все же роста доходностей в этом сегменте выше, чем вероятность их снижения.

Исходя из этого, мы выделяем две группы облигаций, которые, на наш взгляд, сейчас предоставляют хорошие возможности заработать.

1. Тем, кто может использовать леверидж, мы рекомендуем сформировать портфель из облигаций Ломбардного списка и «реповать» их. В первую очередь, это короткие облигации, в которых минимальны ценовые риски. Если инвестор готов принять на себя определенные (невысокие) кредитные риски, то это могут быть выпуски банков «Русский Стандарт», УРСА Банк, ХКФБ, «ЦентрИнвест», МКБ и «Ренессанс Капитал». Их спред к ставке РЕПО ЦБ составляет около 500 б.п. и более, то есть позиции «с плечом» могут принести более 20% годовых на вложенные средства.

Кроме того, на коротком конце кривой есть интересные предложения и от очень надежных заемщиков. Это, в первую очередь, выпуски государственных финансовых институтов (РСХБ, ВТБ 24, «ВТБ-Лизинг»), дочек иностранных банков («Русфинанс», КМБ, «Абсолют»), а также региональных администраций. Спред к ставке РЕПО ЦБ в них составляет обычно не более 200–250 б.п., но и этого может быть достаточно, чтобы выстроить позицию с плечом, приносящую 12–14% годовых в условиях стабильного рынка. Здесь, кстати, формировать портфель лучше всего в ходе первичных размещений, на которых предлагается хорошая премия. Правда, и «реповать» бумаги в этом случае получится не сразу.

В сегменте длинных облигаций Ломбардного списка, на наш взгляд, стоит обратить внимание лишь на облигации АИЖК. Их спреды и доходности, на наш взгляд, уже учитывают фактор «регулярного нового предложения», чего нельзя сказать о длинных выпусках «Газпрома», РЖД или ФСК. Полностью карту выпусков из Ломбардного списка можно увидеть на страницах нашего ежедневного «Портрета рынка в цифрах».

2. Для тех инвесторов, кто не может зарабатывать с использованием механизма РЕПО, оптимальной стратегией, на наш взгляд, является покупка коротких высокодоходных облигаций эмитентов, кредитное качество которых не вызывает больших опасений.

К этой категории мы относим абсолютное большинство высокодоходных выпусков финансовых институтов. Например, банк «Восточный Экспресс», ФК «Еврокоммерц», банк «Спурт». Мы достаточно спокойны за российский банковский сектор (см. наш специальный обзор «Пять причин не бояться кредитного риска российских банков» от 28 сентября 2007 года).

В корпоративном сегменте мы не испытываем особого беспокойства за платежеспособность таких эмитентов, как, например, «КОПЕЙКА» (сильный акционер), «Росинтер» (успешная реализация IPO-сделки), «Монетка» (получено финансирование от ЕБРР), «Холидей» (крупнейший в Сибири продуктовый ритейлер с грамотным акционером), Мособлгаз и Мострансавто (важные «дочки» Мособласти), «Нижне-Ленское» (производитель алмазов, контролируемый Якутией). На наш взгляд, все они будут способны в срок и полностью выполнить свои долговые обязательства. Облигации данных эмитентов предлагают доходности в диапазоне от 13% до 17%.

На наш взгляд, при тщательном кредитном анализе круг комфортных с точки зрения кредитного риска бумаг в высокодоходном сегменте окажется еще шире. В целом, мы сохраняем осторожно оптимистичную точку зрения в отношении способности российских эмитентов третьего эшелона избежать дефолтов в условиях возросших системных рисков рефинансирования.