

## ЗДРАВСТВУЙ, НОВЫЙ (СТАРЫЙ) МИР!

ПАВЕЛ ПИКУЛЕВ +7 495 786 23 48  
pavel.pikulev@trust.ru

Все-таки мы были не правы, когда в январе писали, что падение ставок денежного уровня не обязательно приведет к падению доходности рублевых облигаций до докризисных уровней. Похоже, к этому все и идет. Объем первичного предложения пока недостаточен, чтобы абсорбировать весь имеющийся спрос, и ставки на долгом рынке [уверенно идут](#) (и уже почти пришли) к докризисным значениям. ОФЗ по 6.00-7.00%, Москва и первый эшелон по 7.00-8.00%, стремительный [рост оборотов](#) на рынке РЕПО - знакомо, не правда ли?

А теперь традиционный вопрос, который обычно задают аналитикам: а дальше что?

Нет, конечно, столь стремительное снижение ставок вовсе не означает, что нас в самое ближайшее время ожидает неотвратимая катастрофа. Как показывает докризисный опыт, ставки могут сохраняться на нынешних и даже еще более низких уровнях годами, причем невзирая на инфляцию и волатильность глобальных рынков, пока последняя, разумеется, не выходит за рамки обыденного. Тем не менее, все-таки воспоминания о кризисе еще слишком свежи, чтобы можно было смотреть на ситуацию так же, как тогда.

Итак, что мы имеем на данный момент?

**Во-первых**, мы имеем то, что рынок рублевых облигаций становится все более непривлекательным для «реальных денег», то есть для тех, кто инвестирует свои, а не заемные средства, и не имеет возможности брать бумаги с плечом. Такие инвесторы поневоле вытесняются в Junk или на другие рынки, например, в банковские депозиты или, если позволяет инвестиционная декларация, – в акции. Можно сказать, что аппетит к риску растет, хотя, по сути, он навязывается.

**Во-вторых**, роль банков на рынке рублевых облигаций, которая всегда была велика, выросла еще больше, при этом закончилось то чудесное время, характерное для большей части прошлого года, когда банки могли выбирать за счет каких пассивов фондировать облигационные портфели. Облигационные портфели банков за последние 12 месяцев [выросли](#) более чем на RUB1.5 трлн. (или на 164%), и фондировать эти портфели по нынешним ставкам можно только за счет фактически бесплатных остатков на текущих счетах или же с помощью инструментов денежного рынка, главные из которых – МБК и РЕПО overnight. Да, конечно, есть некоторые «дочки» иностранных банков, которые сейчас привлекают рублевые депозиты от населения на год [под 5.0-6.0%](#), однако для подавляющего большинства российских банков такая стоимость пассивов – недостижимая роскошь. Даже Сбербанк [привлекает](#) средства в рублях на год по ставку 7.5-8.5%, об остальных и говорить не приходится. А между тем даже годовые депозиты Сбербанка уже слишком дороги, чтобы фондировать позиции в качественных облигациях сопоставимого срока. Рынок рублевых облигаций опять превратился в рынок «плеча».

**В-третьих**, погоня за доходностью привела, на наш взгляд, к совершенно неадекватному сокращению кредитных спредов. Да, до кризиса можно было верить, что спред бондов Северстали к Москве в размере 140 бп или к Лукойлу в районе 100 бп – это нормально. Или что Мечел, к которому еще не так давно вызывали «доктора», и у которого нет рейтингов, под ставку ниже 11.00% на три года – это once in a lifetime opportunity. В те времена это было простительно, так как рынок не подозревал о существовании дефолтов. Нет, конечно, теоретически все знали, что дефолты существуют, однако живую их не видели, и поэтому к своему портфелю это знание не примеряли. Теперь же эмпирических свидетельств существования дефолтов предостаточно. Мемориал павших героев [здесь](#). И игнорировать эти свидетельства при оценке нынешнего рынка – сложно. Можно возразить, что сейчас размещается в основном второй эшелон, в то время как дефолты выкосили третий. С этим можно согласиться. Ситуация все еще не слишком запущена, однако, как уже было отмечено выше, обстоятельства вынуждают инвесторов брать все больше рисков, и в таких условиях возвращение «джанка» в его наихудшем виде – это лишь вопрос времени, причем не слишком далекого.

**По нашему мнению, нынешнее соотношение ожидаемой доходности вложений в рублевые облигации, и тех рисков, которые берут на себя инвесторы, покупая облигации, совершенно не привлекательно.** Конечно, инвесторы могут годами жить припеваючи, покупая облигации за счет дешевых «плечей». Однако с учетом того, что российское законодательство по-прежнему несовершенно, recovery rates по дефолтным инструментам низки, и рынок чуть что сразу же теряет ликвидность, лишая возможности продать бумагу, риски, которые берут на себя инвесторы при подобной стратегии, – совершенно не симметричны доходу.

Покупка облигаций все больше начинает напоминать нехеджированную **продажу** опционов. Какое-то время можно получать стабильный небольшой доход, собирая премии (купоны), но при этом существует риск потерять все свои деньги. Другой пример – продажа страховки на дефолт – то, на чем «погорел» AIG. До поры до времени все идет



замечательно, однако затем наступает день, когда приходится платить по счетам. Если рассматривать ситуацию с этой точки зрения, то получается, что при нынешних кредитных спредах покупка коротких ОФЗ + **покупка** опциона (да хотя бы на индекс РТС!) – более интересная стратегия, чем покупка корпоративного второго эшелона и тем более третьего. Если вместо корпоративных облигаций выбрать ОФЗ+опцион, асимметричность риск-доход будет работать на инвестора, а не против него.

Вернемся к нынешней ситуации на долговом рынке. Как показывает история, доходность облигаций и кредитные спреды действительно могут долгое время оставаться стабильными, достигнув новых (старых) очень низких уровней. По крайней мере, это может продолжаться до тех пор, пока статус-кво не рухнет на фоне роста стоимости фондирования или увеличения числа дефолтов (как правило, эти события наступают вместе). Однако есть и другие риски, может быть и не столь существенные.

Например, мы по-прежнему с некоторой опаской смотрим на перспективы первичного рынка рублевых облигаций. В текущий момент угроза отсутствует, скорее наоборот, наблюдается дефицит «первички», однако объем заявленных размещений продолжает расти, что само по себе вызывает беспокойство. Ситуация усугубляется тем, что **не ясно, что произойдет со спросом на облигации, когда банковская система возобновит кредитование.**

Поясним эту мысль. Банки обеспечивают львиную долю спроса на облигации. Весь прошедший год они только и делали: привлекали дорогие депозиты и покупали облигации. Кредитование фактически стояло (прирост кредитного портфеля за последние 12 месяцев **+1.37%**). Этот прирост незначителен на фоне прироста вложений в облигации. В 2009 году доходы от переоценки ценных бумаг (главным образом облигаций, доля акций в банковских портфелях невелика) помогли банковской системе покрыть как стоимость дорогих депозитов, так и повышенные отчисления в резервы.

В этом году может произойти (и, вероятно, произойдет) две вещи. Во-первых, переоценка облигационных портфелей уже не будет приносить того же дохода, что и в прошлом году (доходность облигаций Москвы может опуститься с 16.00% до 8.00%, но с 8.00% до 0% она не упадет), и банкам придется искать другие источники, чтобы «отбивать» стоимость пассивов. Во-вторых, «просрочка» по банковским кредитам уже достигла пика или же достигнет его в ближайшие месяцы, и, как следствие, ожидаемые риски, связанные с кредитованием, снизятся. Сочетание этих двух факторов может заставить банки пожертвовать ликвидностью ради доходности. В результате они могут начать перераспределять ресурсы от облигаций в пользу более доходных кредитов, что негативно скажется на банковском спросе на облигации.

Если это произойдет, то темпы роста банковских вложений в облигации резко сократятся, и все те десятки и сотни миллиардов рублей новых выпусков, которые сейчас разлетаются на ура, могут разом превратиться в проблему.

Мораль сей басни такова. Как бы вам ни хотелось танцевать, всегда нужно помнить о том, что любая музыка когда-нибудь кончается.

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94  
Павел Пикулев +7 (495) 786-23-48

### Департамент макроэкономики и стратегии

Владимир Брагин +7 (495) 786-23-46  
Мария Помельникова

### Департамент кредитного анализа +7 (495) 789-36-09

Юрий Тулинов  
Татьяна Днепровская  
Владислав Сидоров  
Сергей Гончаров

### Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская  
Николай Порохов Ричард Холиоук  
[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58  
Дмитрий Рябчук +7 (495) 647-25-97

### Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74  
Олеся Курбатова +7 (495) 647-28-39  
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Тимур Семенов +7 (495) 647-28-40  
Андрей Малышенко  
Вадим Закройщиков  
Дмитрий Пуш

## REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.