Антон Табах,
старший аналитик, ИК «Тройка Диалог»

Год великого ПЕРЕЛОМА

МАССОВЫЕ ДЕФОЛТЫ, НЕВОЗМОЖНОСТЬ ИЗМЕНЕНИЯ КОВЕНАНТ, НЕПЛАТЕЖИ, ЗАКРЫТИЕ РЫНКА ДЛЯ ВСЕХ ЭМИТЕНТОВ НА ГОДЫ ВПЕРЕД И СУВЕРЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ, ТОРГОВАВШИЕСЯ НА УРОВНЕ БРОСОВЫХ АКТИВОВ — ТАКОВЫ БЫЛИ ОЖИДАНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО РОССИЙСКОГО РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ, ДОМИНИРОВАВШИЕ В КОНЦЕ 2008 ГОДА. НО ВОПРЕКИ ИМ 2009 ГОД ОКАЗАЛСЯ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ЕВРОБОНДОВ ДОСТАТОЧНО УСПЕШНЫМ.

В первые месяцы 2009 года улучшение наступало медленно — то выплата тут, то соблюдение условий займа там. При этом глобальные регуляторы пытались оживить замерший рынок корпоративного долга в США и еврозоне, что им удалось примерно к апрелю-маю. Мировые центробанки предоставили финансовой системе очень значительные средства, на внутреннем рынке ликвидности было в достатке, цены на нефть с марта по июнь выросли более чем на 60%, повысился оптимизм в отношении перспектив развивающихся рынков — все это нормализовало рыночную конъюнктуру для заемщиков в нашей части света. Большинство компаний и банков скупали свои облигации, а инвесторы (особенно вышедшие в наличность в начале кризиса) наращивали портфели, удивляясь тому, как мало осталось недооцененных активов. Ожидание дефолтов сменилось недоумением — неплатежей удалось избежать даже металлургическим компаниям, оказавшимся в самой трудной ситуации: после жесткого падения их выручка начала медленно увеличиваться.

Летом ситуация на рынках еврооблигаций Европы, Ближнего Востока и Азии окончательно нормализовалась. В мире активно началось размещение новых выпусков, доходность корпоративных и суверенных бумаг снизилась, хотя спреды по некоторым облигациям все еще превышают докризисные уровни. Активность российских корпоративных заемщиков на первичном рынке оставалась крайне ограниченной, поскольку рынок рублевых бумаг был более ликвидным, привлекательным и дешевым (благодаря валютным свопам), чем мировые рынки. Дискуссии о предстоящей эмиссии суверенных еврооблигаций не обеспокоили инвесторов.

В итоге, спред «Россия-30», который в начале года был очень высоким и составлял 800 б.п., к июлю сузился приблизительно до 450 б.п., а к началу 2010 года достиг 150–160 б. п. Динамика рынка корпоративных облигаций определялась не отсутствием новых выпусков, а выкупом бумаг, реструктуризацией и изменением ковенантов по выпускам проблемных за-

емщиков, а также смещением активности в рублевый сегмент, где выше ликвидность и больше возможностей для обмена долговых обязательств. Открытые тендеры, проведенные «Вымпелкомом», «тихий» выкуп бумаг «Евразом» и «Северсталью», а также довольно выгодное и тепло принятое инвесторами предложение группы «РОЛЬФ» о реструктуризации долга компании способствовали нормализации доходностей и устранению неопределенности. Наконец, ноябрь-декабрь ознаменовались выходом на рынок давно отсутствовавшего там «ЛУКОЙЛА» и успешной модификацией ковенант «Евразом». В новый год рынок вошел практически на докризисных уровнях цен, но с существенно большим осознанием рисков.

Естественно, что нормализация мировых рынков была одним из основных движущих факторов роста — но и сами участники и регуляторы показали себя с самой лучшей стороны.

Во-первых, эмитенты вели себя «законопослушно». За редким исключением (Comtex и «как бы государственная» FLC), даже попавшие в сложное положение эмитенты не отказывались обслуживать долг и шли на реструктуризацию или обмен своих обязательств. Самая крупная модификация, проведенная «Евразом» на крайне выгодных для инвесторов условиях, показала способность компании, о которой всего за девять месяцев до этого многие говорили как о потенциальном банкроте, к корректному решению своих финансовых проблем.

Естественно, сами эмитенты и их акционеры при наличии возможности выкупали с рынка свои бумаги, старались смягчить удар — но в результате долг оказался красен платежом. Качество среднего эмитента на рынке еврооблигаций, как выяснилось, существенно лучше, чем на рублевом, где на пике кризиса уровень дефолтов составлял около 8%, а сейчас упал до 4%.

Во-вторых, инвесторы оказались готовы на разумные изменения в ковенантах и адекватное восприятие реальности. В отличие от Казахстана и Украины, даже спорные ситуации были разрешены практически бесконфликтно. При этом взятие на себя кредитного риска по итогам года оказалось менее значимым фактором, чем эффект от общего снижения доходностей. Стойкость инвесторов, не поверивших в неизбежную катастрофу, была вознаграждена отличными результатами.

В-третьих, российские регуляторы вели себя адекватно ситуации и способствовали поддержанию жизни на рынке, в частности через расширение инструментов рефинансирования, а государство в целом поддержало рынок, в том числе и путем прямых интервенций. Основным спасителем стала программа рефинансирования внешних долгов компаний через ВЭБ. Ее условия изначально были жесткими: минимальная ставка — LIBOR + 5%, дополнительное обеспечение, срок — не более года. Размер экстренных кредитов составлял от $100 млн до $2 млрд. Для компаний с большой долговой нагрузкой, таких как ОК «РУСАЛ», этого было недостаточно. ВЭБ неохотно выдавал кредиты и особенно подчеркивал их назначение — спасение компаний. Совокупный объем предоставленных ВЭБом займов достиг $11 млрд, а затем снизился до $9 млрд (кредиты на $2 млрд были погашены досрочно). Сейчас долг перед Внешэкономбанком по кредитам составляет $5 млрд. В результате такие компании, как «Северсталь» и «Евраз», высвободили ресурсы под обслуживание и даже выкуп долга, но при этом план

Рисунок 1. Индексы EMBI+

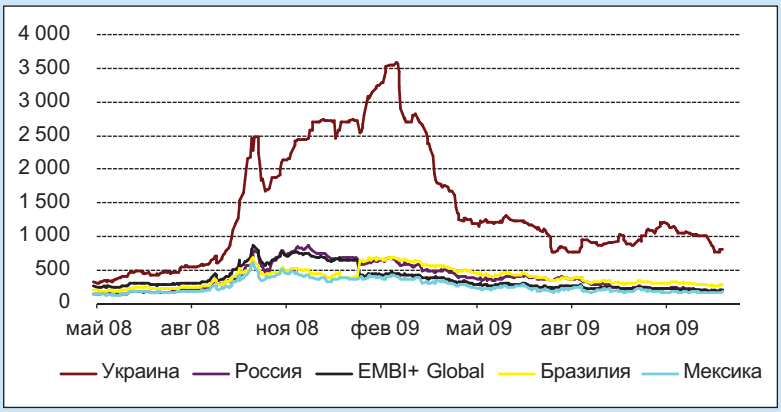

Рисунок 2. Спреды еврооблигаций к КО США

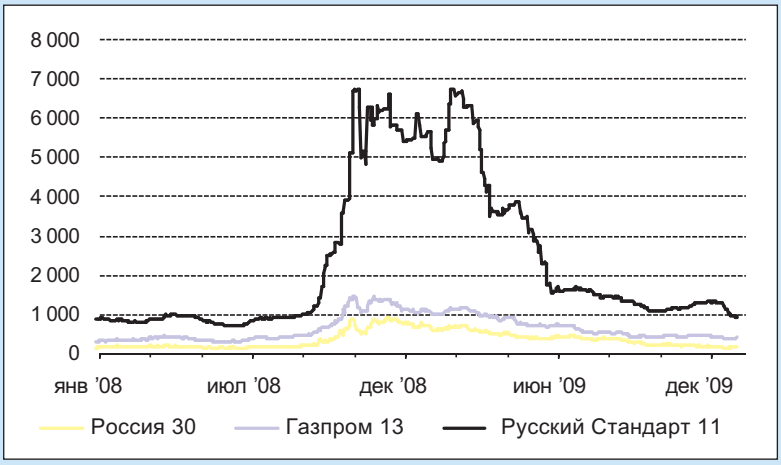

Таблица 1. График выплат по внешнему долгу РФ, $ млрд

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
Всего	19,1	23,8	16,2	20,3	12,2	21,7
Государство	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,9
Банки	6,3	10,5	3,5	5,6	3,8	7,0
Корпорации	12	12,5	12,0	14,0	7,7	13,8

спасения принес государственному ВЭБу немалую прибыль. Программу ВЭБа по рефинансированию проблемных внешних долгов можно признать крайне успешной и содержательно, и финансово — большая часть займов уже погашены или будут погашены в ближайшие месяцы.

Более того, согласно предложенным поправкам в законодательство, на российском рынке будут внедряться многие правила, действующие на рынке еврооблигаций: в частности, институт трасти, собрание облигационеров с обязательным для меньшинства решением, более жесткое исполнение гарантий. Нерешенной остается проблема депозитария и клиринга, но, возможно, кризис подтолкнет российские власти и СРО к решению этого вопроса. Учитывая активное возвращение иностранцев на рублевый рынок, вполне возможно появление на нем новых выпусков рублевых еврооблигаций. Но это дело более далекого будущего.

В-четвертых, новые выпуски размещались на адекватных условиях, не подрывая рынок. Резко сократившиеся объемы заимствований, в том числе из-за крайне благоприятной ситуации на рублевом рынке, создали хороший задел на 2010 год. Размещение еврооблигаций TNK-BP, скорее всего, первая ласточка в серии предстоящих выпусков.

Вероятно, в 2010 году мы увидим резкое оживление рынка, во многом благодаря первому за 12 лет выпуску суверенных еврооблигаций. Крупные эмитенты, предпочитавшие оперировать в рублевом сегменте, могут вернуться на рынок еврооблигаций. Следует отметить, что ограничения на займы квазисуверенных эмитентов не должны оказаться чересчур жесткими. После выхода на рынок Минфина «Газпром» и госбанки получат «зеленый свет», а допуск остальных компаний будет сильно зависеть от ситуации. Частный сектор получит достаточное пространство для выпусков. При этом уровень спредов будет очень сильно зависеть от крайне волатильного рынка КО США. И хотя процентные ставки, скорее всего, останутся низкими, настроения рынка пока крайне переменчивы. В любом случае, пожелание, чтобы начавшийся год тигра был не хуже предыдущего, является крайне актуальным, если учесть, насколько доходным (хоть и неспокойным) выдался год быка. ©

LOANS-PRO
Информационная услуга Cbonds по рынку синдицированных кредитов

КАЧЕСТВО
стало платным!

Платный сервис Loans-PRO включает:

- Доступ к полной базе синдицированных кредитов.
- Возможность поиска сделок по заемщикам и подробным параметрам.
- Доступ к списку планируемых синдицированных кредитов.
- Доступ к архиву тематических новостей.
- Возможность поиска новостей по ключевым словам.

Услуга предоставляется неограниченному количеству сотрудников подписавшейся организации.

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Loans.cbonds.info.