ТОЛЬКО для джентльменов

Канр Лиджиев

ОСНОВНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕЕЙ НА БЛИЖАЙШИЕ ПОЛГОДА СТАНОВИТСЯ ПОИСК ОТНОСИТЕЛЬНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НАИБОЛЕЕ ФИНАНСОВО УСТОЙЧИВЫХ ЭМИТЕНТОВ. С БОЕМ КУРАНТОВ НА ПЕРВЫЙ ПЛАН ОКОНЧАТЕЛЬНО ВЫШЛИ ЭМИТЕНТЫ, РАСПОЛАГАЮЩИЕ ДЖЕНТЛЬМЕНСКИМ НАБОРОМ ИЗ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА, АДЕКВАТНОЙ ОТЧЕТНОСТИ И ПОЛИТИКИ МАКСИМАЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИОННОЙ ОТКРЫТОСТИ.

Долгое время на российском рынке облигаций безраздельно правил бал эмитент. Низкие процентные ставки вследствие высокой рублевой ликвидности и низкие комиссии вследствие высокой конкуренции среди инвестбанков привели к тому, что на рынок облигаций могла позволить себе выйти практически любая компания вне зависимости от ее кредитного качества. В силу цикличности явлений рано или поздно этот период должен был закончиться. Первые проявления перехода от рынка эмитента к рынку инвестора проявились еще весной 2007 года, а разразившийся летом глобальный финансовый кризис только придал ускорение этому процессу, и уже к концу прошлого года российский рынок облигаций в целом завершил переход в свое новое состояние.

Оглядываясь назад, развитие ситуации на российском рынке облигаций в 2007 году можно условно разделить на две части. Первую половину года рынок пребывал в хорошем состоянии духа: дешевых денег было достаточно, объемы рынка росли быстрыми темпами, а продолжительное ралли позволяло инвесторам получать хорошие доходы от вложений в долговые бумаги. «Широчайший круг заемщиков наслаждался доступностью финансирования, а инвесторы — стабильными доходностями и ростом котировок», — так в общем охарактеризовал ситуацию аналитик «Ист Коммерца» Виктор Орешкин.

Во второй половине 2007 года разразившийся кризис ликвидности на мировых рынках привел к ужесточению кредитных условий для эмитентов и росту процентных ставок. Началась широкомасштабная переоценка кредитных рисков, и ликвидность наиболее рискованных долговых инструментов резко снизилась. «Началась волна «бегства в качество», и нерезиденты стали резко сокращать позиции по российским облигациям, что вызвало резкое снижение котировок по всему спектру бумаг, и как следствие — практическое замораживание первичного рынка», — отмечает аналитик долговых бумаг ФК «ОТКРЫТИЕ» Татьяна Задорожная.

Глобальные банки инвестировали в основном в высоколиквидные бумаги наиболее качественных эмитентов, поэтому в первую очередь под распродажу попали ОФЗ, «фишки» и первый эшелон. По словам начальника отдела анализа рынка облигаций Банка Москвы Егора Федорова, ожесточенные продажи происходили не только в «голубых фишках», но и в облигациях наиболее качественных эмитентов второго-третьего эшелонов, которым в силу невысокой ликвидности потребовалось чуть больше времени, чтобы отреагировать на события.

«Труднее всего пришлось эмитентам третьего эшелона, которые в большинстве своем не смогли рефинансировать на рынке свои обязательства, оферта или погашение по которым пришлись на последние несколько месяцев», — добавляет главный стратегист долговых рынков «Ренессанс Капитала» Николай Подгузов. «Возможность предъявить облигации третьего эшелона к оферте являлась для инвесторов единственной возможностью сократить кредитный риск. На этом фоне средний процент предъявляемых к оферте облигаций установился на высоком уровне в 70–80%. Распространенной практикой прохождения через оферту для многих эмитентов стало возвращение своих обязательств на рынок, но уже по существенно более низкой цене, предусматривающей премию на уровне 100–200 б.п.»

Впервые в истории российского рынка небывалую доселе активность в кризисных условиях проявили монетарные власти. По мнению аналитика по долговым бумагам ИФД «КапиталЪ» Дмитрия Зака, если бы не превентивные меры ЦБ РФ, начиная от прямой поддержки долгового рынка и заканчивая улучшением условий рефинансирования, кризис ликвидности на мировых рынках наверняка имел бы более серьезные последствия. Впрочем, по его словам, их нельзя исключать в дальнейшем, особенно если ситуация на мировых финансовых рынках продолжит ухудшаться.

Если проследить годовую историю индикаторов доходности по индексам Cbonds-Muni и RUX-Cbonds, то четко видны два тренда, разделенные концом июля — началом августа: падающий и растущий. Падение котировок наиболее ликвидных корпоративных бумаг во второй половине года было настолько сильным, что к концу года доходности облигаций корпораций оказались в среднем на 40 б.п. выше уровня конца 2006

года. Рост котировок наиболее ликвидных бумаг регионов и городов в первой половине года и падение котировок во второй половине года «компенсировали» друг друга, и в среднем доходности муниципальных облигаций закрылись на уровне конца 2006 года.

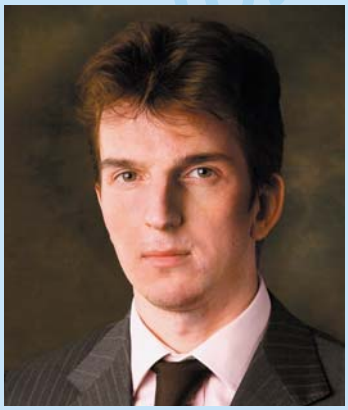
Все опрошенные нами эксперты уверены, что 2008 год будет для российского рынка облигаций непростым: процесс переоценки рисков не закончен, последствия глобального кризиса еще до конца не ясны, деньги будут дорогими и так далее.

Первый важный итог 2007 года, на который хотелось бы сразу обратить внимание — деньги стали дороже. По оценкам Николая Подгузова, если в первом полугодии средние ставки по однодневным межбанковским кредитам составляли 3–4%, то в четвертом квартале их уровень повысился до 6%. Фактическое ужесточение денежно-кредитной политики на 200–300 б.п. можно считать весьма резким. При этом следует отметить, что рост ставок был обусловлен не рестриктивными мерами ЦБ РФ, а внешними факторами. На глобальный характер удорожания денег указывает и Михаил Зак.

В «Ренессансе» также считают, что в 2008 году аукционная (6–6.3%) и фиксированная ЦБ РФ (8%) ставки однодневного РЕПО сблизятся: «Ближе к середине года в России на первый план вновь выйдет борьба с инфляцией. Учитывая планы Банка России по переходу к политике управления инфляцией с помощью процентных ставок, логично предположить, что аукционная ставка РЕПО в нынешнем году все же будет повышена».

При этом резкое повышение аукционной ставки РЕПО может привести к отрицательной переоценке, в первую очередь в сегменте наиболее чувствительных к изменению ставки РЕПО облигаций первого эшелона и ОФЗ. Между тем, котировки госбумаг и без того будут находиться под серьезным давлением. В своих планах Минфин уже закладывает некоторое удорожание заимствований по средне- и долгосрочным инструментам. Так, предельная ставка по долгосрочным заимствованиям установлена на уровне 7.2%. Доходность тридцатилетних ОФЗ в настоящее время составляет около 6.8%. По оценкам Подгузова, удорожание стоимости привлечения по ОФЗ-46020 на 40 б.п. приведет к падению цены примерно на 4 п.п. (до уровня 98% от номинала).

По оценкам Татьяны Задорожной, на фоне огромного запланированного предложения госбумаг (чистое привлечение должно составить 369 млрд руб.) следует ожидать роста доходностей среднесрочных и долгосрочных ОФЗ до 6.75–7.15% годовых.



Никита Гусаков,
вице-президент, Ситибанк

Николай Подгузов,
главный стратегист долговых рынков, ИК «Ренессанс Капитал»

Егор Федоров,
начальник отдела анализа рынка облигаций, Банк Москвы

Татьяна Задорожная,
аналитик долговых бумаг, ФК «ОТКРЫТИЕ»

Дмитрий Зак,
аналитик по долговым бумагам, ИФД «КапиталЪ»

Виктор Орешкин,
аналитик по долговым бумагам, «Ист Коммерц»

Очень важный вопрос, который волнует участников рынка — вернутся ли иностранные инвесторы, и если вернутся, то когда?

На взгляд стратегиста «Ренессанса», рассчитывать на это российским эмитентам и участникам рынка не стоит в перспективе ближайших трех-шести месяцев: «Во-первых, многие иностранные инвесторы ликвидировали свои позиции в рублевых активах в связи с закрытием соответствующих лимитов, и они вряд ли будут задумываться об их возобновлении до завершения кризиса на внешних рынках. Во-вторых, одним из важных стимулов покупки рублевых облигаций для иностранных инвесторов всегда являлась перспектива укрепления рубля, а по нашему мнению, предпосылок для укрепления рубля к корзине доллар/евро в 2008 году будет гораздо меньше. В-третьих, наиболее ликвидные рублевые облигации первого эшелона с точки зрения иностранных инвесторов выглядят переоцененными относительно долларовых еврооблигаций тех же эмитентов. Мы сопоставили рублевые и валютные облигации «Газпрома» и ВТБ, переведя рублевую доходность в валютную с учетом стоимости хеджирования. Например, для инструментов «Газпрома» премия еврооблигаций к рублевым инструментам составляет 150–200 б.п.»

Также к середине года ожидает возвращения иностранных инвесторов Татьяна Задорожная из ФК «ОТКРЫТИЕ».

В ИФД «КапиталЪ» ожидают сохранения притока западного капитала в 2008 году в российские долговые бумаги, однако считают, что вряд ли он будет таким же существенным, как в 2007 году.

Все это означает, что рынку рублевого долга придется адаптироваться к ситуации, так как западный спрос, возможно, уже не будет фактором роста, а основную роль на рынке будут играть российские участники.

По мнению вице-президента Ситибанка Никиты Гусакова, большое значение будет иметь развитие рынка во второй половине января, когда глобальные банки отчитаются по годовым результатам: «Если будет преподнесен очередной «неприятный сюрприз», и списания превысят прогнозы аналитиков, мы, скорее всего, станем свидетелями новой волны переоценки рисков. Если же результаты будут на уровне или лучше прогнозов, можно ожидать стабилизации на текущих ценовых уровнях и активизации покупок в первом и втором эшелонах».

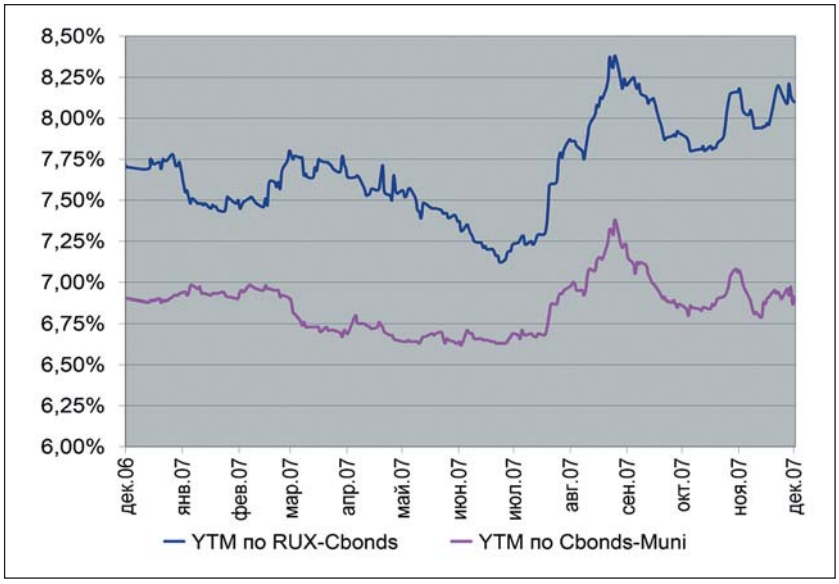
В целом, все наши эксперты оптимистично смотрят на перспективы бумаг эмитентов первого и качественного второго эшелона. Спрос на такие бумаги сохранится, и их спреды к ОФЗ будут на уровне 40–80 б.п. в зависимости от кредитного качества.

Наибольшей популярностью у инвесторов по-прежнему будут пользоваться облигации, входящие в Ломбардный список ЦБ РФ и подпадающие под критерии инвестирования институтов развития, поэтому все больше будет возрастать значение международного кредитного рейтинга. Напомним, что ЦБ РФ расширил Ломбардный список за счет снижения требований к эмитентам — снижен нижний порог рейтинга на две ступени до B+ (S&P и Fitch) и B1 (Moody's).

Перспективы третьего эшелона пессимистичные, если не сказать трагические. В этом уверены все наши эксперты. Эмитенты третьего эшелона, срок обращения долговых инструментов которых, как правило, не превышает года (с учетом оферт), по-прежнему имеют ограниченные возможности по рефинансированию своих обязательств на рынке. Крупные российские банки постепенно ужесточают условия предоставления ликвидности под залог долговых инструментов. Это выражается в общем сокращении объемов операций по рефинансированию, существенном сужении круга инструментов, под обеспечение которых предоставляется фондирование, и повышении дисконтов по облигациям. Таким образом, по мнению Николая Подгузова, даже в условиях приемлемого уровня банковской ликвидности осуществлять рефинансирование под залог облигаций третьего эшелона, которые не соответствуют критериям Ломбардного списка ЦБ РФ, в ближайшее время будет крайне сложно, а по ряду выпусков невозможно.

По оценкам Егора Федорова из Банка Москвы, общий объем рефинансирования (погашения и оферты) облигаций в 2008 году превысит 600 млрд руб. (142 и 483 млрд руб. соответственно). По оценкам «Ренессанс Капитала», из указанных инструментов только треть удовлетворяет критериям Ломбардного списка. Таким образом, можно предположить, что держатели высокодоходных облигаций в ближайшие месяцы продолжат искать возможности для их продажи. Отсутствие же предложений на покупку таких инструментов по относительно адекватным ценам может спровоцировать дальнейшее расширение спредов. По оценкам ФК «ОТКРЫТИЕ», спреды между облигациями третьего эшелона и ОФЗ будут находиться в довольно широких диапазонах — 350–750 б.п. Наименее интересные бумаги будут торговаться на уровне 14–20% годовых.

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



В сложившихся условиях тем эмитентам, которые потенциально могут получить рейтинги, позволяющие попасть в Ломбардный список, и планируют оставаться публичными компаниями, следует озаботиться задачей получения международного кредитного рейтинга.

Но не все эмитенты готовы получить международный рейтинг и/или подготовить отчетность по МСФО. От таких компаний потребуется хотя бы публикация адекватной финансовой отчетности, иначе о публичных заимствованиях им придется надолго забыть.

«Если раньше среднестатистический эмитент третьего эшелона и его организатор рассматривали наличие достоверной отчетности как способ снижения ставки заимствований на 1–2% и сравнивали стоимость ее подготовки (в том числе налоговые последствия) и потенциал снижения ставки, то сейчас в большинстве случаев отсутствие подтвержденной отчетности станет существенным препятствием к выходу на рынок долгового капитала. Соответственно, эмитентам и организаторам придется искать новые способы снижения стоимости заимствований. Возможно, шире станут применяться ковенанты, сократится количество SPV-эмитентов, большее количество бумаг будет включаться в котировальные списки высоких уровней, повысится спрос на услуги рейтинговых агентств и так далее», — отмечает Виктор Орешкин из «Ист Коммерца».

Вырастут требования к эмитентам в целом. В частности, наличие собственного работоспособного подразделения по связям с инвесторами становится для эмитента важным условием функционирования в качестве публичной компании.

«Успешно продаваться будут только выпуски пусть небольших, но достаточно прозрачных компаний с интересной для рынка историей, размещаемые крупными игроками, которые в отсутствии возможности рефинансирования в ЦБ смогут самостоятельно обеспечить ликвидность для рынка», — уверен Никита Гусаков.

В то же время Дмитрий Зак не видит больших проблем, если неготовые к новым условиям эмитенты перейдут на кредиты: «Вероятно, получить кредит у одного банка (финансовой организации) под залог, к примеру, части своих активов с дисконтом, может быть проще, нежели доказывать свою кредитоспособность широкому кругу инвесторов. Ведь заем сегодня под более высокий процент на публичном рынке потребует в будущем (когда все наладится на рынке) вновь высоких ставок, а дорогие займы за занавесом совсем не означают дорогое будущее публичное финансирование».

Резюмируя, отметим, что основной инвестиционной идеей как минимум на первые четыре-шесть месяцев 2008 года станет поиск относительно привлекательных долговых инструментов наиболее финансово устойчивых эмитентов. Наиболее преуспевающими эмитентами в борьбе за ограниченные ресурсы инвесторов будут те, у кого будет в наличие джентльменский набор: кредитный рейтинг, адекватная отчетность и грамотная политика информационной открытости. ©

ЧИТАЙТЕ В СЛЕДУЮЩЕМ НОМЕРЕ CBONDS REVIEW:

ПОЛНОМАСШТАБНЫЕ ИТОГИ ГОДА

Прошедший год, безусловно, стал годом множества потрясений. Кто из российских компаний больше всего пострадал от резкой смены мирового финансового ветра, а кто, наоборот, весьма от этого преуспел, какое событие на рынке стало самым неоднозначным, а какое было воспринято всеми на «ура» — редакция Cbonds Review сосчитает всех!

РЕЙТИНГИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКОВ

Борьба между инвестиционными банками достигла своего апогея. Кризис на рынке, в результате которого практически все эмитенты перенесли размещения своих облигаций «до лучших времен», позволил стремительно набрать обороты государственным банкам, активно размещавшим выпуски на десятки миллиардов рублей, не взирая ни на какую конъюнктуру. Уже в декабре было понятно, что они сумели вытеснить с первой строчки недавнего лидера рынка — инвестиционную компанию «Тройка Диалог». Как сильно они сумели вырваться вперед за счет крупных размещений как собственных облигаций, так и бумаг других госкорпораций? Насколько всерьез и надолго их лидерство? Обозреватели Cbonds Review уже завершают свои расчеты.

MOODY`S: СВЕЖИЙ ВЗГЛЯД НА ПРИЧИНЫ И ПОСЛЕДСТВИЯ КРИЗИСА

Игорь Зелезецкий, аналитик группы структурированного финансирования международного рейтингового агентства Moody's Investors Service подробно расскажет о своем видении макроэкономических причин системного кредитного кризиса, о том, являются ли предпринятые монетарными властями всего мира усилия достаточными для его преодоления. И, конечно, даст прогноз дальнейшего развития нынешней непростой ситуации на финансовых рынках.