Алексей БИЗИН,
CFA, портфельный управляющий,
Schildershoven Finance B.V.

Падшие ангелы

Падшие ангелы — это компании, лишившиеся инвестиционного рейтинга и перешедшие в категорию мусорных облигаций. Рост числа таких компаний начался в 2015 г. По оценкам рейтинговых агентств, 2016 г. станет еще более урожайным на такого рода истории.

Основным драйвером этого тренда, конечно, будут низкие цены на сырье, которые, в свою очередь, будут влиять как на корпоративные, так и на суверенные рейтинги развивающихся экономик. Однако не исключены даунгрейды и в других секторах, не связанных непосредственно с ресурсным комплексом. Потенциальный объем выпущенных в долларах еврооблигаций, которые поменяют рейтинговую категорию, на 2016 г. оценивается приблизительно в $200 млрд по номиналу (BBB- watch negative).

Обычно инвесторы в высококачественные бумаги ограничены своей инвестиционной декларацией и не имеют предпосылок вкладываться в так называемые junk bonds. Поэтому по факту понижения рейтинга происходит принудительная ликвидация позиций. При этом стоит отметить, что продажи в подозрительных именах начинаются задолго до непосредственного понижения рейтинга. Этому способствуют действия управляющих на упреждение, когда они сами оценивают вероятность понижения рейтинга как высокую или просто пользуются прогнозами рейтинговых агентств (например, рейтинг BBB- watch negative с большой долей вероятности говорит о скором статусе падшего ангела). Однако вместе с понижением рейтинга и уходом из рассматриваемого риска одних инвесторов им на смену приходят другие — управляющие с более широкими декларациями либо инвесторы, специализирующиеся на высокодоходных облигациях. Для последних покупка актива, еще недавно бывшего investment grade — это серьезная возможность повысить как кредитное качество своего портфеля, так и ликвидность. Более того, за счет остановки принудительных продаж и появления нового рынка покупателей на такой долг падшие ангелы часто (хотя и далеко не всегда) показывают более сильные результаты относительно своей новой рейтинговой категории в течение двух-четырех кварталов после даунгрейда.

Здесь также нельзя недооценивать ухудшившуюся ликвидность на глобальных облигационных рынках, связанную с двумя факторами: ужесточением глобальной банковской регуляции, приведшим к серьезному сокращению позиций крупнейших банков в сегменте с неинвестиционным кредитным рейтингом, и длительным периодом дешевого финансирования, приведшим к увеличению левериджа в системе. В особенности популярной в последние годы была операция по покупке риска IG с плечом. Помимо хедж-фондов, которые активно пользовались возможностями рынка РЕПО, было выпущено огромное количество структурных продуктов для клиентов – фи-

зических лиц. Таким образом, естественный спрос был раздут за счет кредитного плеча. Закрытие этих позиций на фоне растущей стоимости фондирования для средних и мелких участников рынка вкупе с нежеланием и зачастую неспособностью крупнейших участников обеспечить bid на эмитентов, лишившихся статуса IG, в будущем даст интересные возможности для покупки в сегменте падших ангелов.

Тем не менее, у тактики покупки падших ангелов сразу после даунгрейда есть и свои подводные камни: серийные понижения рейтинга из BBB в BB и далее B. От такого эмитента не стоит ждать какого-то хорошего результата. Поэтому задача инвестора, применяющего подобную тактику, состоит в правильной оценке возможных действий рейтинговых агентств после первого понижения в категорию junk. Кроме того, для определения лучшего момента входа стоит оценить динамику спредов, предваряющую фактический даунгрейд. Если расширения не было и инвесторов застали врасплох, то покупка в день понижения рейтинга может быть не лучшим вариантом, потому как принудительная ликвидация позиций может занимать до недели или более.

Здесь можно было бы привести много примеров. Пожалуй, самым ярким будут суверенные еврооблигации РФ. 16 января 2015 г. Moody's поставил негативный прогноз и рейтинг BBB-, через месяц последовал даунгрейд. S&P поставил негативный прогноз по рейтингу 23 декабря 2014 г., через месяц понизив рейтинг до BB+. Учитывая, что спред, например, по выпуску с погашением в 2020 г., расширился со среднего уровня 200 б.п. до 550 б.п., дни фактического понижения рейтинга можно было признать хорошими днями для покупки суверенного российского риска. В ходе 2015 г. падший ангел Россия превзошла результаты не только в своей рейтинговой категории, но и вообще среди всех рисковых активов в 2015 г. Кейс с российским риском достаточно специфичен по своему генезису и факторам, поэтому ожидать таких же ошеломляющих результатов от любого падшего ангела не приходится, однако имеющиеся количественные исследования указывают на то, что шансы все-таки на стороне покупателя такого кредитного риска.

Для себя в рамках такой тактики мы определили шорт-лист на предстоящий год, за которым будем пристально следить: Vale, Ecopetrol, Gerdau, Barrick Gold, Braskem, Kazmunaygas, Oil India, Staples, Discovery. По понятным причинам в этой выборке наблюдается перевес в пользу компаний, связанных с сырьевым сегментом мировой экономики, и компаний из Бразилии, где продолжается политический кризис. На данный момент в наименьшей степени возможность понижения рейтинга отражают спреды компаний Oil India, Staples, Discovery, что, в свою очередь, может указывать на потенциально сильную реакцию со стороны бондхолдеров в случае негативного рейтингового действия. Если вернуться к примеру с российскими евробондами, то стоит обратить внимание на то, что разворот тренда произошел при совпадении во времени двух факторов: закрытие шортов со стороны иностранных инвесторов и массированный спрос на риск еврооблигаций со стороны российских инвесторов. В этом смысле одной из частей анализа точки входа помимо фундаментальной составляющей является наличие информации с мест, то есть со стороны крупных локальных игроков на рынке еврооблигаций.

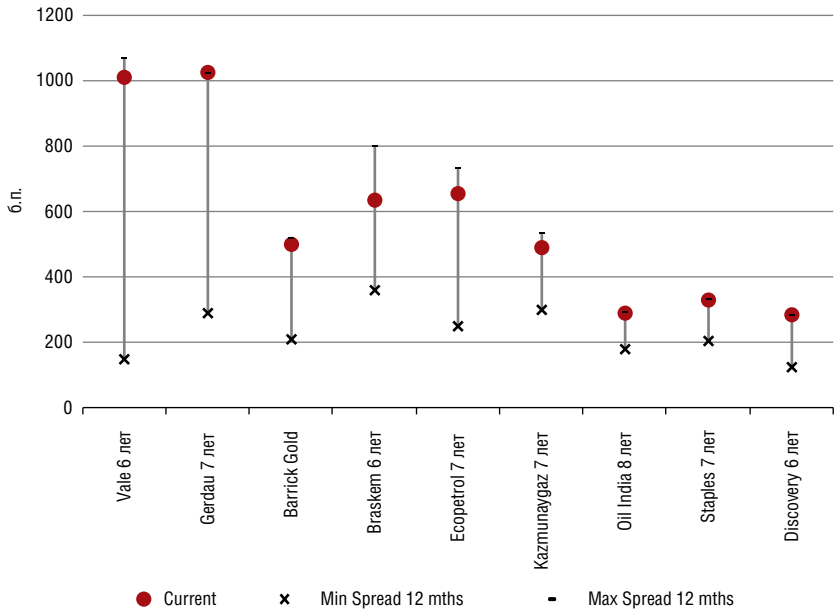

Рисунок 1
Динамика Z-spread Россия 2020 на фоне рейтинговых действий

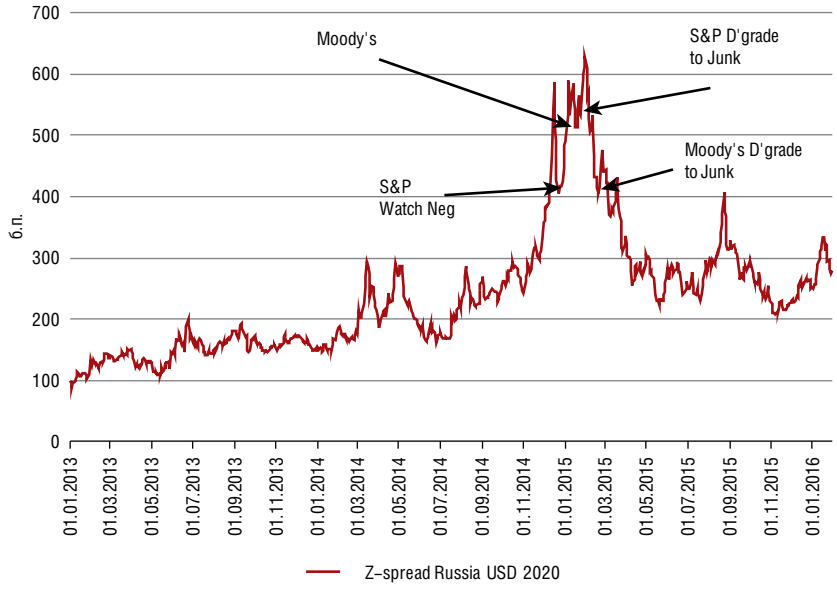

Рисунок 2
Амплитуда Z-спредов за последние 12 месяцев