ЭМИТЕНТЫ: самопереоценка

Канр Лиджиев

НИЗКИЙ АППЕТИТ ИНВЕСТОРОВ К ОБЛИГАЦИЯМ СОЧЕТАЕТСЯ С БОЛЬШИМ ОБЪЕМОМ ПРЕДЛОЖЕНИЯ. ПРИЧЕМ РЕЧЬ ЗДЕСЬ ИДЕТ НЕ ТОЛЬКО О НОВЫХ ВЫПУСКАХ, НО И ТАК НАЗЫВАЕМЫХ ПОСТОФЕРТНЫХ БОНДАХ. ВСЕ ЭТО БУДЕТ ПРОДОЛЖАТЬ ТОЛКАТЬ ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ВВЕРХ. ПРОЦЕСС ПЕРЕОЦЕНКИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ ПРОДОЛЖАЕТСЯ, И ОСНОВНОЙ ДВИЖУЩЕЙ СИЛОЙ ЭТОГО ПРОЦЕССА СТАНОВЯТСЯ САМИ ЭМИТЕНТЫ, ПРЕДОСТАВЛЯЯ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ ПРЕМИИ НА АУКЦИОНАХ И ВЫСТАВЛЯЯ ПОВЫШЕННЫЕ КУПОНЫ ПОСЛЕ ПРОХОЖДЕНИЯ ОФЕРТ.

Облегчения в марте не наступило. Несмотря на достаточно комфортную ситуацию на межбанке и с банковской ликвидностью, облигационные доходности с начала года демонстрируют весьма динамичный рост. Таким образом, ликвидность, оставаясь одним из важных факторов, уже не играет первую скрипку в формировании настроений на рынке.

В марте, по мнению опрошенных нами экспертов, основной тон на внутреннем рынке облигаций задавал негативный внешний фон. Наиболее ярко ситуацию охарактеризовал директор департамента инвестиционно-банковских услуг РОСБАНКА Максим Орешкин:

«Март 2008 года мог стать месяцем окончания существования мировой финансовой системы в том виде, к которому мы привыкли. Если бы соглашение о покупке JP Morgan инвестиционного банка Bear Stearns к открытию биржевой сессии на азиатских рынках 17 марта не было подписано, нас бы ожидал коллапс мировых финансовых рынков».

ФРС США в такой ситуации не оставалось ничего другого, кроме как пойти на беспрецедентные меры, в частности, разрешить использовать Discount Window для прямого кредитования инвестиционных банков и снизить ключевую ставку сразу на 75 б.п. до уровня 2.25%. Если внешним рынкам эти действия принесли небольшое облегчение, то на внутренний рынок они практически никак не влияли.

«Угроза рецессии в экономике США, а также прогнозы аналитиков, что рецессия может быть продолжительной, приводят к тому, что крупные иностранные инвесторы пытаются аккумулировать денежные средства на своих счетах, для чего поспешно продают иностранные активы, в том числе и крупные пакеты рублевых облигаций первого эшелона, ставки доходностей по которым выросли более чем 1.2 п.п.», — отмечает главный специалист управления финансового анализа и консалтинга «РИГрупп-Финанс» Александр Кандауров.

По наблюдениям главного экономиста по России и СНГ банка HSBC Александра Морозова, только «крупные продажи валюты экспортерами и резкое ослабление оттока капитала из России в марте поддержали рублевую ликвидность и притормозили рост доходности рублевых облигаций, особенно в коротком конце».

Но изменить растущий тренд доходности на рынке облигаций не удастся.

Так, например, как отмечает директор отдела анализа рынка облигаций МДМ-Банка Михаил Галкин, характер связи между короткими ставками на российском денежном рынке и доходностями облигаций меняется: «Если бы ключевым фактором, определяющим доходности, по-прежнему оставались сами эти ставки или ожидания в отношении их будущей динамики, то, на наш взгляд, рост доходностей облигаций уже остановился бы. Страхи ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью уже учтены в котировках».

В МДМ-Банке считают, что в резком росте доходностей на рынке облигаций в первом квартале «уже «учтен» вероятный временный рост средних ставок денежного рынка с 4–5% до 7–8–9% в апреле-мае. Доходности ликвидных облигаций первого эшелона выросли в среднем на 150–200 б.п., второго эшелона — на 300–400 б.п., третьего эшелона — на 500–1000 б.п.» Галкин уверен, что даже если бы ЦБ завтра снизил ставки по операциям РЕПО, ломбардным кредитам и «валютный своп», это не решило бы проблемы, а спровоцированное такими действиями ралли в облигациях продлилось бы недолго и сменилось бы на нисходящий ценовой тренд. Дело в том, что российская банковская система не может фондировать свой основной бизнес — коммерческое кредитование — за счет короткого финансирования от ЦБ РФ и Минфина. Даже поддерживать позиции в облигациях только за счет этих источников многие финансовые институты считают достаточно рискованным.

Несмотря на негативную конъюнктуру, по-прежнему остается высоким спрос на деньги со стороны заемщиков — предложение облигаций очень велико. Причем здесь речь идет не только о новых выпусках, но и облигациях, по которым надвигаются сроки оферт. Прохождение оферты с новым ненулевым купоном, то есть с попыткой оставить выпуск в рынке, по сути, представляет собой новое размещение. Таким образом, условия размещения на «первичке» и прохождения оферт стали во многом определять характер вторичного рынка. Фактически эмитенты стали играть важнейшую роль в процессе переоценки собственных бумаг. Пытаясь привлечь инвесторов в свои

бонды, эмитенты пошли на предоставление значительных премий на аукционах и выставление повышенных купонов после прохождения оферт.

«Причина в том, что если инвесторы еще имели достаточно возможностей «переждать» кризисные явления (что, собственно, и привело к уходу ликвидности со вторичного рынка), то ситуация в реальном секторе экономики оказалась более сложной, — делится своими мыслями аналитик по бондам Альфа-Банка Екатерина Леонова. — Новые размещения откладывались с сентября 2007 года. Параллельно резко возрос объем предъявления бумаг к выкупу по оферте. В результате долгого ожидания эмитенты не выдержали первыми. С середины февраля на первичный рынок стали выходить компании, предлагая инвесторам вполне рыночные уровни ставок — существенно выше доходностей вторичного рынка на тот момент (на 50–150 б.п.). В результате инвесторы отдавали предпочтение вложениям на первичном рынке, где уровни доходностей были более высокими. Началась переоценка и на вторичном рынке».

По мнению Леоновой, переоценка еще далеко не закончена: «События на международном рынке оставляют желать лучшего; в России «часом икс» обещает стать вторая половина апреля, когда банки опасаются резкого роста ставок на денежном рынке; средств для длительного кредитования по-прежнему существенно меньше, чем требуется российской экономике, и такая ситуация будет сохраняться в течение всего года».

Прогноз Альфа-Банка в ближайшей перспективе: «Под действием размещений в сочетании с негативными ожиданиями инвесторов рост ставок в марте составил 50–150 б.п. Наиболее активно переоценке подверглись облигации первого эшелона, энергетики, ритейла, телекомов и выпуски машиностроения-металлургии второго эшелона. Однако и уровни ставок, сложившиеся на конец месяца, выглядят заниженными. Так, например, доходности «голубых фишек» приблизились к 8% годовых, хотя следующий ориентир для этого сегмента составляет 8.7–9.2% годовых. Именно эти уровни мы ожидаем увидеть уже в апреле. Во втором эшелоне, соответственно, доходность должна начинаться от «двузначного» числа.

Продолжает расти и стоимость заимствований. Так, если в конце февраля — начале марта компании-лидеры в своих секторах занимали под 9.3–9.7% годовых, невзирая на высокие ставки денежного рынка, то к концу марта для компаний аналогичного уровня стоимость привлечения возросла до 9.5–10.5% годовых при относительно невысоком уровне ставок МБК.

Екатерина Леонова,
аналитик по облигациям, Альфа-Банк

Александр Кандауров,
главный специалист управления финансового анализа и консалтинга, ИФК «РИГрупп-Финанс»

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

Максим Орешкин,
директор департамента инвестиционно-банковских услуг, РОСБАНК

Александр Морозов,
Chief Economist, Russia and CIS, HSBC Bank (RR)

Тем не менее, эмитентов, похоже, не пугают высокие ставки — отсутствие средств обходится гораздо дороже. Несмотря на ожидающиеся серьезные проблемы с ликвидностью в апреле, эмитенты планируют продолжать привлечение средств — только на первую половину месяца запланировано новых выпусков почти на 25 млрд руб.»

Поддерживает коллегу из Альфы и Орешкин из РОСБАНКА: «Устав ждать «нормализации» ситуации на долговых рынках, самые прозорливые из заемщиков потянулись на первичный рынок, предлагая рынку доходности на 100-150 б.п. выше, чем аналоги, и короткий срок до погашения (не более года). Прошедшие размещения ТГК-10, ДГК,

ЧИТАЙТЕ В СЛЕДУЮЩЕМ НОМЕРЕ CBONDS REVIEW:

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ БАНКИ

Cbonds Review традиционно опубликует рейтинги инвестиционных банков по итогам их работы в первом квартале 2008 года.

DISTRESS BONDS

Пророчества о неминуемом первом дефолте компании, чьи облигации торгуются на публичном рынке, умножаются с каждым днем. Cbonds Review подробно расскажет о том, какие дефолты уже происходили на российском рынке и какие действительно могут произойти в силу объективных причин, а не субъективных спекуляций в профессиональной среде.

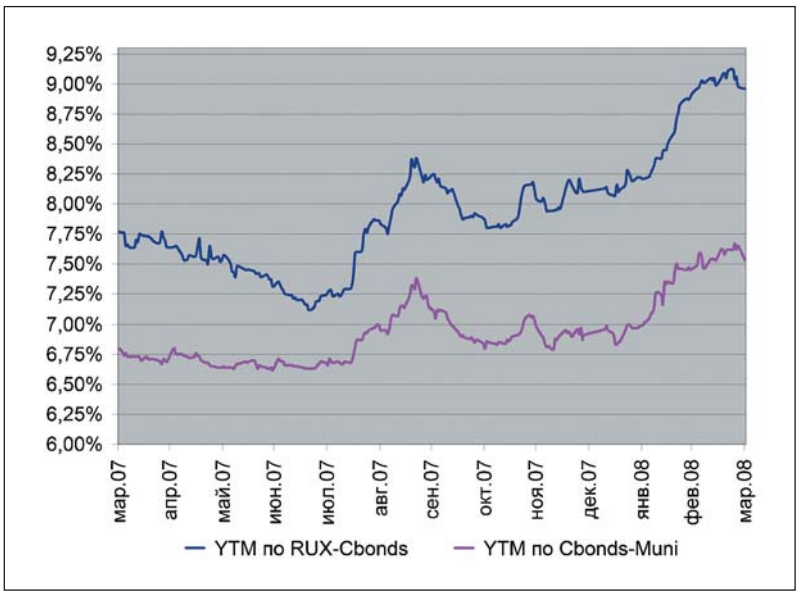
ШКОЛА ЭМИТЕНТА

В этот раз наша новая рубрика будет посвящена нюансам предоставления поручительства при выпуске облигационного займа.

АФК «Система», ВБД, АВТОВАЗа стали ориентирами для вторичного рынка компаний аналогов, чьи доходности начали быстро подтягиваться к новым уровням». В РОСБАНКЕ считают, что на ожиданиях непростой ситуации с ликвидностью в апреле, негативного внешнего фона, платежам по НДС и внешнему долгу «ситуация на российском денежном рынке может стать критичной, и это подтолкнет инвесторов к дальнейшим продажам на внутреннем рынке облигаций».

«Несмотря на сильно выросшие ставки по долговым инструментам (в отдельных бумагах второго и третьего эшелона ставки доходностей достигают 15–16%, что превышает официальный уровень инфляции), отечественные инвесторы не торопятся вкладывать денежные средства, предпочитая накапливать cash на счетах», — добавляет к сказанному Кандауров из «РИГрупп-Финанс» и делает вывод, что в ближайшее время на рынке рублевых облигаций, как и на денежном рынке, ситуация в лучшую сторону не изменится. «Участники рынка, если даже аккумулируют достаточный запас денежных средств для комфортного и успешного прохождения возможного кризисного момента, вряд ли начнут покупки. Скорее всего, они предпочтут занять выжидательную позицию на этот период времени, оценивая ситуацию, сравнивая ее с текущей обстановкой в мире, для определения наилучших моментов инвестирования с точки зрения минимизации рисков и максимизации доходов».

Солидарен с коллегами и Морозов из банка HSBC: «В условиях нехватки ликвидности покупательский интерес на рынке рублевых облигаций будет низким. Дополнительными факторами, способствующими росту доходности рублевых облигаций (как государственных, так и корпоративных), в ближайшие недели будут выступать негатив с международных финансовых рынков, а также рост стоимости рефинансирования. Он связан с ожидаемым дальнейшим повышением базовых ставок ЦБ РФ в рамках перехода к более активному использованию инструментов процентной политики с целью обуздания инфляции, которая пока продолжает ускоряться».

В этих условиях, в частности, МДМ-Банк рекомендует «продолжать держаться только коротких бумаг со сроками погашения до одного года. Если есть возможность увеличивать P&L с помощью РЕПО, тогда это «репуемые» в ЦБ выпуски. Если нет, выбирайте из distressed-выпусков (мы недавно обращали внимание на «Аптечную сеть 36.6» (21%), все еще неплохо выглядят выпуски «Копейки» (17%)), а также из новых облигаций или облигаций с новыми купонами, в полной мере прошедших процесс репрайсинга (например, «Восточный Экспресс» (14%) или «Еврокоммерц» (16%))».

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