Павел Пикулев,
директор департамента исследования долговых рынков, ИБ «ТРАСТ»

Начать с ЧИСТОГО листа

СИТУАЦИЯ НА РУБЛЕВОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ ПЛОХА. ОНА ПЛОХА НАСТОЛЬКО, ЧТО ДАЖЕ НЕВОЗМОЖНО ОЦЕНИТЬ ВСЮ ГЛУБИНУ УЖАСА, ПОТОМУ ЧТО, ПО БОЛЬШОМУ СЧЕТУ, НЕ С ЧЕМ СРАВНИВАТЬ. ЕСЛИ ПОСМОТРЕТЬ ПО ИНДЕКСАМ, ДА И ПО ОБЩЕМУ УРОВНЮ СТАВОК, ТАК НИЗКО РЫНОК НЕ ПАДАЛ СО ВРЕМЕН БАНКОВСКОГО МИНИ-КРИЗИСА ЛЕТА 2004 ГОДА.
ДА И ТО, ЕСЛИ СМОТРЕТЬ ПО БОЛЕЕ ШИРОКОМУ СПИСКУ ПАРАМЕТРОВ, В 2004 ГОДУ ПАДЕНИЕ БЫЛО ДАЛЕКО НЕ ТАКИМ МАСШТАБНЫМ И БОЛЕЗНЕННЫМ, КАК НЫНЕШНЕЕ. ПО КРАЙНЕЙ МЕРЕ, ТОГДА НА РЫНКЕ НЕ БЫЛО ОФЗ ПОД 9.0%, МОСКОВСКОЙ ОБЛАСТИ ПОД 11% И АИЖК ПОД 12%. К ТОМУ ЖЕ, ПЕРИОД СЛАБОСТИ РЫНКА В 2004 ГОДУ ВСЕГО-ТО ДЛИЛСЯ ПЯТЬ МЕСЯЦЕВ, А СЕЙЧАС ДОХОДНОСТИ РАСТУТ УЖЕ ЦЕЛЫЙ ГОД, И СОВЕРШЕННО НЕПОНЯТНО, КОГДА ОСТАНОВИТСЯ ЭТОТ ПРОЦЕСС.

Теперь можно сказать, что четыре года назад никто толком и испугаться не успел, как уже все закончилось, а настоящее испытание мы переживаем лишь сейчас. Если считать за отправную точку существования нашего рынка начало двухтысячных, наверное, можно воспользоваться словами Бена Бернанке и сказать, что столь сложной ситуации на нашей памяти еще не было (1998 год не в счет). От этого мы и будем отталкиваться.

Мы, привыкшие к благополучию и стабильности рублевых облигаций, переживаем первый циклический период спада на рынке. К этому надо приспособиться. Однако не следует забывать и то, что, как и все циклические спады, этот период плохой конъюнктуры неизбежно закончится, открывая новые возможности для всех: инвесторов, эмитентов и инвестбанкиров.

КОМУ НА РУСИ ЖИТЬ НЕХОРОШО

Нынешний кризис затрагивает все категории участников рынка. Конечно, наиболее явно страдают инвесторы — держатели обращающихся на рынке рублевых облигаций. Только с начала июля многие ликвидные инструменты потеряли в цене по несколько фигур.

В среднем же к настоящему моменту с начала рыночного спада в конце лета прошлого года самый общий ценовой индекс рынка негосударственных рублевых облигаций TRI снизился на 4 фигуры. Если принять во внимание, что средняя капитализация рынка негосударственных рублевых облигаций за этот период (если взять состав того же индекса) составила около 1460 млрд руб., то нетрудно подсчитать, что только самые прямые убытки инвесторов от негативной переоценки рублевых облигаций без учета ОФЗ оставили почти 60 млрд руб.!

Это еще не все. Падение индекса ОФЗ за этот же период составило чуть менее 10 фигур, и совокупные убытки держателей рублевого госдолга, рассчитанные по той же методике, составили около 80 млрд руб.!

Итого: общие потери от негативной переоценки на рынке могли составить около 140 млрд руб.! Для нашего небольшого рынка величина более чем приличная. Конечно, эта отрицательная переоценка все же покрывается средним годовым купоном за тот же период, но даже с учетом этого доходность облигационных портфелей за это время была практически нулевой.

Эмитентам жизнь тоже не кажется медом. Теперь стоимость заимствований даже для компаний первого эшелона (пример: Московская область, АИЖК) выросла на 400 и более базисных пунктов. Для более слабых эмитентов стоимость заемных средств выросла еще больше, более того, заемные средства стали менее доступны. Из-за этого на рынке появилась целая группа эмитентов, чьего денежного потока стало не хватать для обслуживания долга — отсюда множество преддефолтных и дефолтных ситуаций.

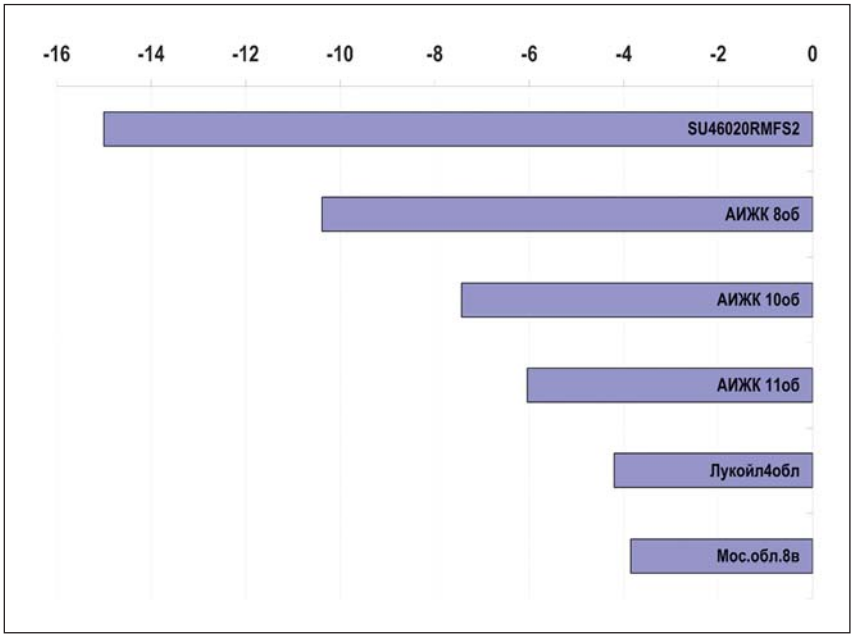
Даже для тех, кто не испытывает проблем с рефинансированием и обслуживанием долга, возможности на рынке рублевых облигаций снизились колоссально, в первую очередь это касается срочности привлекаемых на рублевом долговом рынке ресурсов. Нагляднее всего это прослеживается на примере средней дюрации нашего индекса негосударственных облигаций TRI, которая за прошедший год сократилась на треть с 1.84 года до 1.23 года. И то это только визуально, на практике же даже компаниям и банкам первого эшелона сейчас очень сложно (если вообще возможно) привлечь деньги более чем на год.

Инвестиционным банкам также приходится очень нелегко. Во-первых, во многих случаях они же являются и инвесторами — держателями рублевых облигаций, так как часто выкупают на себя существенные объемы размещаемых бумаг, да и просто имеют «проп» позиции. Отсюда существенная доля тех убытков, о которых говорилось выше, оказывается и на их «книжках». Во-вторых, падают доходы от размещения новых бумаг. В принципе, совершенно очевидно, что желающих занять на рынке рублевых облигаций сейчас предостаточно, однако спрос на бумаги сейчас очень низок, и новые выпуски размещаются очень плохо, соответственно, на рынок попадает гораздо меньше сделок, чем год или полтора назад.

Конечно, известны случаи, когда банки пробуют заработать на «помощи» в прохождении оферт и даже на преддефолтных компаниях, однако такая практика все-таки сопряжена с существенными кредитными рисками.

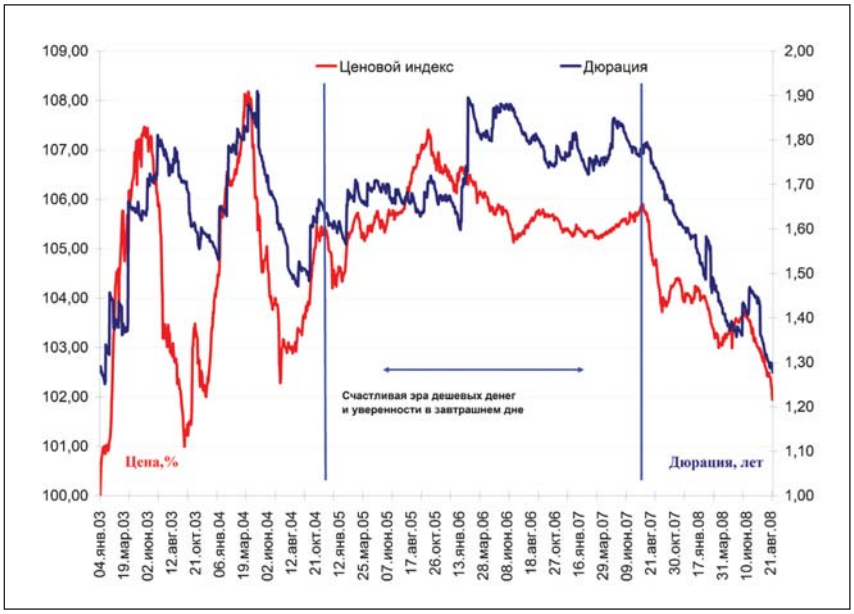
Таким образом, если взглянуть на ситуацию комплексно, найти тех участников рынка облигаций, кому сейчас хорошо, практически нереально (во всяком случае, нам такие люди неизвестны).

Падение за июль-август 2008: избранное (процентные пункты)



Источник: ММВБ, ТРАСТ

Ценовой индекс рублевых негосударственных облигаций TRI и его дюрация



Источник: ММВБ, ТРАСТ

СМЕНА ПАРАДИГМЫ

На наш взгляд, коренная суть происходящих событий заключается в смене парадигмы развития рублевого долгового рынка. На рынке закончился счастливый период дешевых денег и уверенности в завтрашнем дне, который царил с осени 2004 года по лето 2007 года — то есть почти три года. Тогда не принимались во внимание кредитные риски, а привлекательность бумаги определялась ее спредом над ставками РЕПО для местных участников рынка и над ставками NDF — для нерезидентов. Эти ставки денежного рынка были более или менее стабильны в среднем по году, что выливалось и в стабильность ставок долгового рынка, которые устойчиво находились ниже уровня инфляции. Теперь деньги даются дорого как нерезидентам (из-за невозможности привлечь средства по ставке LIBOR кривая NDF превратилась в фикцию), так и российским участникам, которые переживают период ужесточения денежно-кредитной политики ЦБ.

Очевидно, что новая реальность, которая образуется по завершении нынешнего глобального спада, будет не такой, какой она была до него. И хотя пока все еще неясно, каким будет новый мир, некоторые тенденции можно проследить уже сегодня.

• Рынок вырвался из-под диктата эмитентов, теперь условия заимствований диктуют инвесторы, а эмитенты конкурируют за их деньги.

• Превращение дефолтов из гипотетической в реальную угрозу способствует расслоению рынка рублевых облигаций в зависимости от уровня кредитного риска, для многих слабых заемщиков рынок вообще закрывается.

• В условиях когда эмитенты не пренебрегают любыми источниками фондирования и придирчиво сравнивают их по стоимости, увеличивается взаимосвязь между стоимостью заимствований на рынке внешнего и внутреннего долга. Сейчас на долговых рынках еще очень много неэффективности, однако в долгосрочной перспективе нынешний спад будет способствовать устранению дисбалансов межрыночного ценообразования.

• С ростом конкуренции за деньги происходит «отвязка» ставок на рынке рублевых облигаций от денежного рынка и увеличивается их зависимость от реальных экономических процессов. Если раньше рублевые облигации можно было считать квазимежбанковскими депозитами, то сейчас их доходность начинает отражать ожидаемую отдачу от инвестиционных проектов. Проще говоря, похоже, что стоимость заимствований будет расти до тех пор, пока расходы на обслуживание долга будут «покрываться» отдачей от инвестиционных проектов. Как только заимствования станут слишком дорогими по сравнению с рентабельностью проектов, в которые вкладываются деньги, рынок придет в равновесие.

• Если честно, еще пока неясно, какова будет зависимость между ставками рублевого долгового рынка и инфляцией. Нам всегда казалась наивной слепая вера в то, что реальные процентные ставки должны быть положительными. Особенно с учетом того, что многие не имеют даже малейшего представления о том, почему такая взаимосвязь должна существовать. В принципе, рынок рублевых облигаций все последние годы своим существованием доказывал, что мы были правы — положительные реальные процентные ставки не являются незыблемым законом природы. На наш взгляд, «ларчик» открывается просто — привлекательность облигаций для инвесторов определяется стоимостью фондирования. Если стоимость фондирования ниже инфляции (как было все эти годы), то и доходность облигаций комфортно находилась на уровнях ниже инфляции. Как будет соотноситься стоимость фондирования и инфляция после нынешнего спада, пока неясно. В развитых странах держать стоимость фондирования на уровнях выше инфляции — это задача ЦБ, однако мы подозреваем, что российский Центральный банк при всем его старании перейдет к полноценному таргетированию инфляции еще нескоро. В этой связи мы подозреваем, что даже после нынешнего спада связь между инфляцией и ставками долгового рынка останется довольно условной.

ПЕРЕЖИВАЕМ ЗИМУ

Какие рекомендации можно дать различным участникам долговых рынков в связи с нынешним циклическим спадом рынка?

Рекомендации для инвесторов довольно неоригинальны. Во-первых, придерживайтесь короткой дюрации, покупая бумаги с дюрацией не более года-полутора, а если можно, и короче. Все инвестиции рассматривайте только с точки зрения их доходности к погашению, не рассчитывайте на ценовой рост. В то же время, мы не советуем бояться коротких бумаг среднего кредитного качества (второй и твердый третий эшелоны). Не страшно, если через неделю на рынок выйдет эмитент такого же качества и предложит большую доходность (что весьма вероятно). К серьезной просадке цен по вашей бумаге это все равно не приведет, а купоны по таким бумагам уже вполне достойные. На наш взгляд, на горизонте 6–9 месяцев позиции в бумагах второго и твердого третьего эшелонов принесут лучший результат по сравнению с позициями в кэше и РЕПО при вполне умеренных кредитных рисках.

Кроме того, мы советуем инвесторам предпочитать второй эшелон первому. На наш взгляд, именно в бумагах корпораций и банков первого эшелона дольше всего будет сохраняться давление первичного предложения.

Эмитентам мы советуем тщательно соизмерять ожидаемую отдачу от своих вложений со стоимостью и доступностью заемных средств. Объективно оценивайте свое положение на рынке при прохождении оферт и установке новых купонов. Помните: ситуация на рынке изменилась, теперь правила диктуют инвесторы, а следовательно, мнение эмитента относительно справедливости доходности его бумаг теперь не имеет ни малейшего значения. Эмитентам следует соглашаться с уровнем ставки, которую требуют инвесторы, или же готовиться к полному выкупу займа или отказу от рыночного размещения. Именно поэтому наготове всегда нужно иметь альтернативные источники денег, с помощью которых можно заместить облигации. К каждой оферте нужно резервировать сумму, покрывающую облигационный выпуск в полном объеме, чтобы ненароком не пополнить список технических дефолтов.

Эмитентам также следует помнить, что рынок сейчас интересуют только короткие инструменты, так что следует запастись годовыми или даже еще более короткими офертами. Больше внимания стоит уделить и биржевым облигациям, из которых можно выстроить успешную «лестницу» фондирования.

Труднее всего давать советы инвестбанкирам. Во-первых, они и сами все знают, во-вторых, ничего путного им все равно не посоветуешь. Как говорится, кому сейчас легко. Наверное, все, что можно сделать — это терпеливо пережидать тяжелые времена. Ведь вслед за зимой все равно неизбежно наступят весна и лето. И тогда на новых, гораздо более привлекательных уровнях доходности можно будет начать все с чистого листа. И снова будут удачные годы и хорошие бонусы. Надо только дождаться.