МДМ-Банк

Михаил Галкин,
директор отдела анализа рынка облигаций

Максим Коровин,
аналитик

Рынок уникальных ВОЗМОЖНОСТЕЙ

ПО ПРОСЬБЕ CBONDS REVIEW АНАЛИТИКИ МДМ-БАНКА НЕ ТОЛЬКО ПРОАНАЛИЗИРОВАЛИ НЫНЕШНЮЮ СИТУАЦИЮ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ, КОТОРЫЙ В СЕНТЯБРЕ-ОКТЯБРЕ НАРЯДУ С ДРУГИМИ СЕГМЕНТАМИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА СТАЛ СОСТАВНОЙ ЧАСТЬЮ ОГРОМНОЙ СФЕРЫ ПРОБЛЕМНЫХ АКТИВОВ, НО И РИСКНУЛИ ДАТЬ СВОЙ ПРОГНОЗ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ СОБЫТИЙ.

ГДЕ МЫ?

(квалифицированные участники рынка могут переходить к чтению следующего раздела)

Банкротство Lehman Brothers в середине сентября стало отправной точкой нового витка глобального финансово-экономического кризиса.

Это событие придало резкое и крайне неприятное ускорение процессу deleveraging. Кризис доверия среди финансовых институтов, проблемы на рынке CDS, вывод клиентами своих средств отовсюду, крушение модели «независимого брокера» и многие другие неприятности привели к «падению» большого количества хедж-фондов и иных уязвимых инвесторов, а также масштабной ликвидации позиций по всем фронтам и «по любой цене» (firesale). В результате мы стали свидетелями резкого снижения аппетита к риску и значительного (во многих случаях — чрезмерного и фундаментально неоправданного) падения цен на все активы.

На этом фоне Россия столкнулась с масштабным оттоком капитала и крайне драматичным обвалом на рынках акций и облигаций. Насколько мы понимаем, во второй половине сентября и в октябре к продажам со стороны иностранных инвесторов вынуждены были примкнуть и резиденты, в спешном порядке закрывавшие лимиты в стремлении ограничить убытки. Margin calls и кризис неплатежей на рынке МБК/РЕПО лишь усугубили ситуацию.

К чему же мы в итоге пришли? Если бы кто-то еще полгода назад сказал нам, что доходности по российским облигациям первого эшелона достигнут 15–40%, то мы бы, скорее всего, ему не поверили. Однако теперь это факт. Рост доходностей в остальных сегментах долгового рынка был еще более существенным: бумаги второго эшелона торгуются сейчас в пределах 25–130%, а в выпусках третьего эшелона доходность составляет от 70 до нескольких тысяч процентов годовых.

Рис. 1. 3m LIBOR – 3m UST спред, б.п.

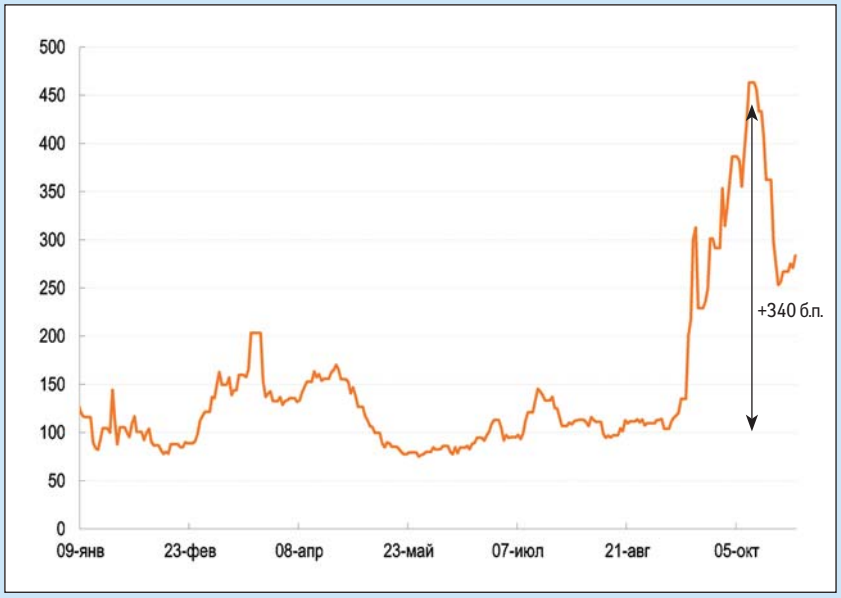
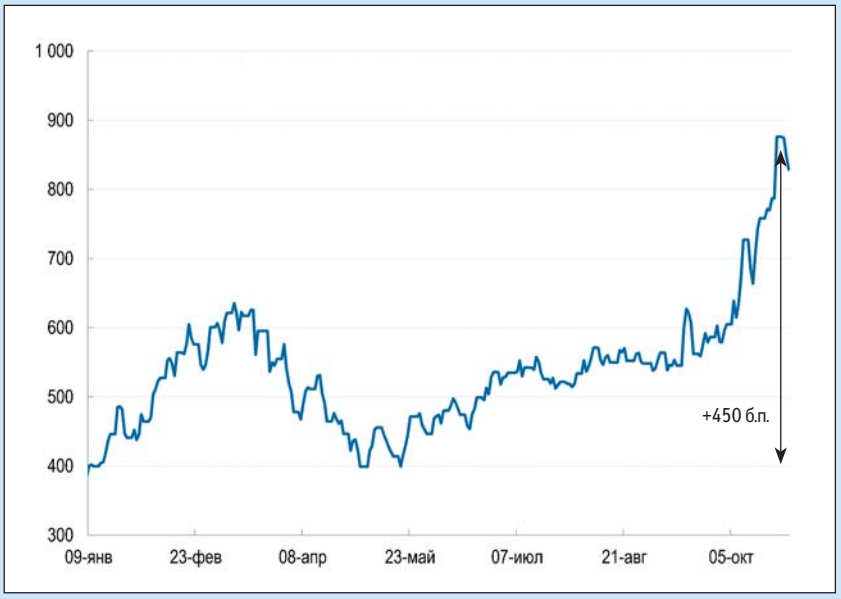


Рис. 2. Индекс iTraxx Crossoever 5YR, б.п.



Мы также стали свидетелями череды дефолтов: сейчас (материал был сдан в номер 5 ноября 2008 г. — прим. Cbonds Review), по нашим оценкам, в состоянии дефолта находятся восемь выпусков облигаций суммарно на 8.6 млрд руб. (это не так много: 0.8% от общего числа выпусков и 0.2% от совокупного объема рынка с учетом еврооблигаций). Впервые за последние пять лет наш рынок облигаций начал «сворачиваться»: в рамках погашений/оферт или прямого выкупа значительно подешевевших облигаций эмитенты «забирают» бумаги с рынка. А новые займы носят, очевидно, «частный» характер и, скорее всего, выпускаются с расчетом на их включение в Ломбардный список ЦБ или размещение в облигационные портфели госкорпораций.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Ниже в виде коротких тезисов представлены наши соображения по поводу того, как будет развиваться ситуация на мировом и российском рынках.

Глобальные рынки

• Кредитный кризис еще далек от завершения. Хотя бы потому что цены на недвижимость в США (первоисточник нынешних неприятностей), а теперь уже и не только в США, продолжают снижаться. Финансовые институты, имеющие активы, обеспеченные ипотекой (речь идет о триллионах долларов), продолжат фиксировать убытки и будут нуждаться в рекапитализации. Рецессия ухудшит качество и других активов банков (например, корпоративных кредитов). Кроме того, продолжится процесс deleveraging, в т.ч. ликвидации различных фондов и/или их портфелей. В данном процессе немаловажную роль играет фактор инерции (часть инвесторов подали заявки на вывод средств только по итогам третьего квартала; кроме того, существует определенный временной лаг между подачей заявки и ее удовлетворением).

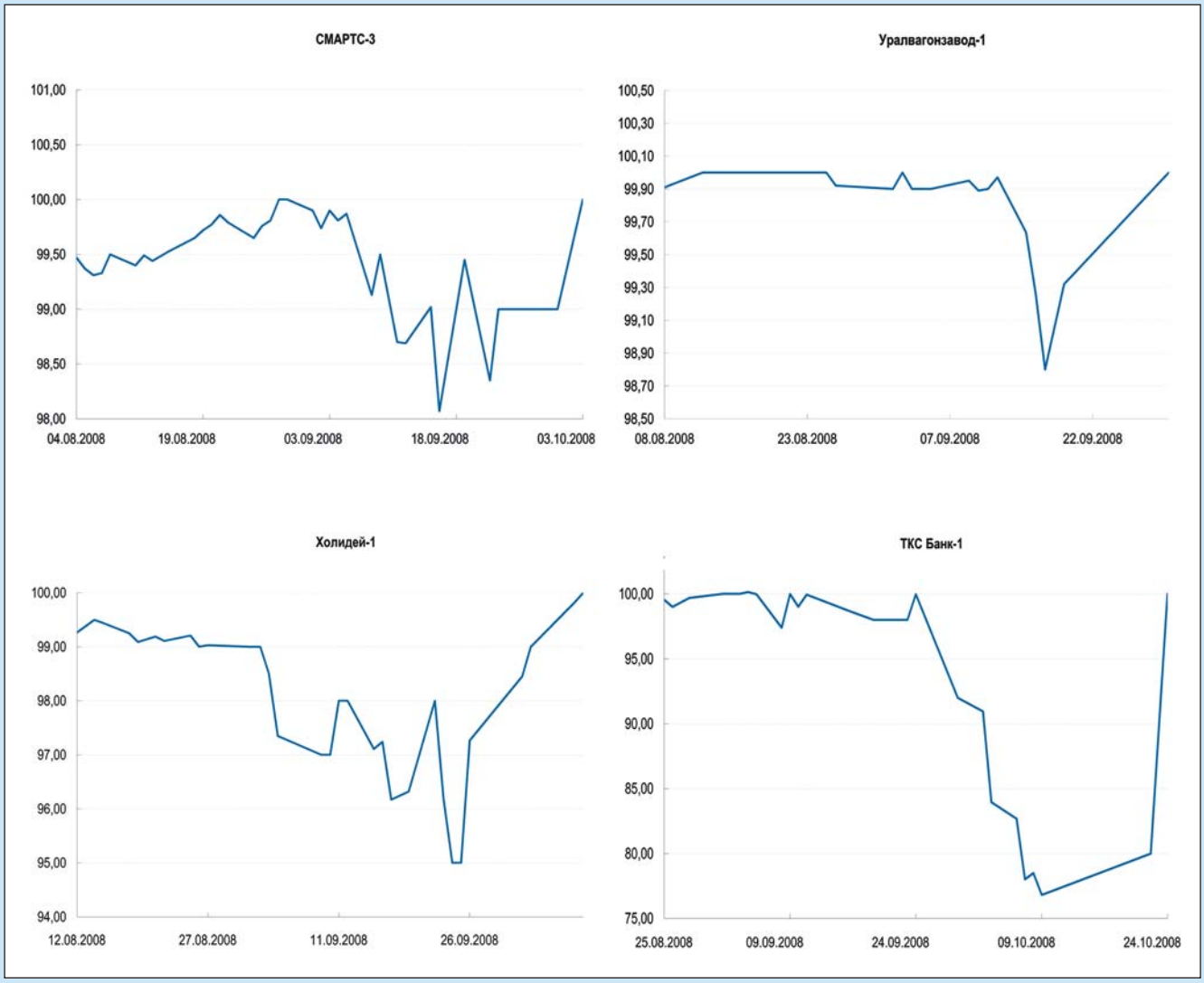
• Правительства и центробанки продолжат «операцию спасения», предлагая рынку все новые и новые «лекарства». Скорее всего, нас ждут дальнейшее снижение процентных ставок, расширение практики прямого выкупа активов, новости о рекапитализации банков за счет госсредств, масштабных реструктуризациях уже выданных кредитов и т. д.

В России

• Мы полагаем, что Центробанк обеспечит стабильность рубля. Об этом неоднократно заявляли различные высокопоставленные чиновники самого регулятора и правительства. К этой кампании подключились даже президент Дмитрий Медведев и премьер-министр Владимир Путин, рассказавшие, что хранят свои сбережения в рублях. Впрочем, нынешняя ситуация в России и мире довольно нестабильна, поэтому делать далеко идущие выводы относительно рублевой курсовой политики, на наш взгляд, было бы неразумно. Мы не исключаем, что в следующем году российские власти могут пойти на «бархатную девальвацию» (только в случае затяжного снижения цен на нефть), чтобы несколько обезопасить резервы и оказать поддержку экспортным отраслям экономики.

• Золотовалютные резервы могут продолжить снижение, но, очевидно, меньшими темпами по сравнению с сентябрем-октябрем. Во-первых, ввиду того что многие желавшие «выйти из рубля» (население, нерезиденты) уже в большинстве своем сделали это. Во-вторых, ЦБ занял довольно жесткую позицию по отношению к банкам, играющим против рубля. Наконец, нельзя забывать, что вместе с резервами снижается и консолидированная внешняя задолженность России.

Рис. 3. Примеры возможностей в недалеком прошлом: динамика цен отдельных выпусков накануне погашения/оферты



• Российские власти сделают все возможное, чтобы обеспечить стабильность банковской системы, «ахиллесовой пяты» отечественной экономики. Одновременно, скорее всего, мы станем свидетелями консолидации отрасли. Центрами притяжения, вероятно, выступят крупнейшие банки. Мы полагаем, что события последних недель (в том числе фактическая «национализация» четырех крупных банков, беспрецедентные меры по предоставлению ликвидности, повышение гарантий по вкладам и т.п.) подтверждают приверженность регуляторов делу сохранения стабильности банковской системы и недопущения дефолта ни одного сколько-нибудь значительного финансового института.

• Реальный сектор экономики также не будет обделен вниманием со стороны государства. Как уже неоднократно заявляли различные высокопоставленные чиновники, правительство обеспечит устойчивую работу «приоритетных» ключевых отраслей. Ими названы строительство, ритейл, сельское хозяйство, ВПК, нефтянка и автомобилестроение. Однако, на наш взгляд, было бы наивным полагать, что на помощь государства могут рассчитывать все компании из перечисленных выше отраслей. Кроме того, даже к тем, кого государство действительно готово поддержать, помощь может подоспеть с опозданием.

• Костяк российской экономики сохранит платежеспособность. Это не значит, что дефолтов удастся избежать полностью, но их будет, на наш взгляд, немного.

• Российский рынок облигаций в ближайшие шесть месяцев будет достаточно «слабым» — больше в силу технических, нежели фундаментальных причин. Фонды, управляющие компании и небольшие банки, не имеющие доступа к пулам ликвидности Центробанка и Минфина, будут использовать любую возможность, чтобы сократить собственные портфели. С другой стороны, крупные банки сейчас вряд ли готовы увеличивать свои позиции в облигациях — им просто «не до того». Банки тоже сфокусированы на сохранении «подушек ликвидности» и управлении своим основным бизнесом — коммерческим кредитованием. Покупателями облигаций сейчас, главным образом, как мы полагаем, выступают сами эмитенты, забирающие бумаги с рынка в рамках оферт/погашений или осуществляющие публичные или скрытые (не вполне корректные по отношению к инвесторам) операции buy back; госкорпорации, а также немногочисленные и небольшие «умные инвесторы», обладающие достаточными денежными средствами, лимитами и аналитическими ресурсами.

Таблица 1. Примеры текущих возможностей

Стратегия	Название	Доходность, %	Дюрация, лет	Комментарий
Консервативная	ТМК 09	60.1	0.9	Крупнейшие частные компании и банки
	AlfaBank 09	35.7	0.9	
	Raspadskaya 12	32.5	2.8	
	Evraz 09	29.0	0.7	
	VimpelCom 09	27.7	0.6	
	АФК Система-1	22.5	0.4	
	Severstal 09	19.1	0.3	
	Bank of Moscow 09	28.1	0.9	Компании и банки с госучастием
	Россельхозбанк-7	19.0	0.6	
	ВТБ 24-3	18.4	0.6	
	ВТБ-Лизинг-2	17.3	0.7	
	Gazprom 10E	15.5	1.8	
	MTS 10	27.6	1.8	Возможность зафиксировать привлекательную доходность на достаточно длительный срок
	VTB 18	22.5	3.6	
Агрессивная	РуссНефть-1	181.7	0.1	Крупнейшие частные компании и банки
	Копейка-2	135.0	0.3	
	СУ-155-3	133.6	0.3	
	Восточный Экспресс-1	118.4	0.4	
	Юнимилк-1	103.9	0.8	
	Банк РусСтандарт-6	76.1	0.3	
	Метрострой-1	67.1	0.4	
	Разгуляй-3	64.1	0.4	
	X5-Финанс-1	35.2	1.5	
	Соллерс-2	32.8	1.6	
	Объединенные кондитеры-2	28.9	0.5	
	НОМОС-БАНК-9	27.6	0.6	
	Вымпелком-1	22.8	1.2	
	Татфондбанк-3	51.8	0.5	Компании и банки с госучастием

РЫНОК ВОЗМОЖНОСТЕЙ

Учитывая все вышесказанное, мы полагаем, что текущие спреды по облигациям в абсолютном большинстве случаев не соответствуют кредитному риску. Насколько мы понимаем, с этим согласно подавляющее число участников российского рынка. Основная проблема состоит в том, что далеко не у всех сейчас есть возможность покупать. Кроме того, многие закрыли значительную часть лимитов.

Со своей стороны, мы рекомендуем инвесторам приобретать откровенно перепроданные бумаги приемлемой дюрации. Для консервативных инвесторов интерес представляют рублевые и еврооблигации первого эшелона (причем привлекательнее, на наш взгляд, выглядят именно валютные активы). Более агрессивные инвесторы могут найти интересные возможности среди долговых бумаг компаний второго эшелона, представленных, главным образом, рублевыми выпусками. ©