Антон Табах,
старший аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

ЛЕКАРСТВО от стресса

В ОКТЯБРЕ-НОЯБРЕ 2008 ГОДА ГЛОБАЛЬНАЯ ПЕРЕОЦЕНКА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ СОВПАЛА С РЕЗКИМ ПАДЕНИЕМ ЦЕН НА НЕФТЬ И УХУДШЕНИЕМ ФИНАНСОВОЙ СИТУАЦИИ, ЧТО СПРОВОЦИРОВАЛО МАСШТАБНЫЕ ПРОДАЖИ РОССИЙСКИХ СУВЕРЕННЫХ АКТИВОВ, ВКЛЮЧАЯ РОССИЮ-30, СПРЕД КОТОРОЙ РАСШИРИЛСЯ БОЛЬШЕ, ЧЕМ ЛЮБОЙ ДРУГОЙ СУВЕРЕННОЙ БУМАГИ, КРОМЕ УКРАИНЫ. ВСЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ВЫПУСКИ ПРОДАВАЛИСЬ ПО ЦЕНАМ, ОБЫЧНО ХАРАКТЕРНЫМ ДЛЯ ПРОБЛЕМНЫХ АКТИВОВ: ИНВЕСТОРЫ ПОНЯЛИ, ЧТО ПРОЛОНГАЦИИ КРЕДИТОВ И НОВЫХ ВЫПУСКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ ЖДАТЬ НЕ СТОИТ (С ЛЕТА ИХ И НЕ БЫЛО) И ПОТРЕБУЕТСЯ МОЩНАЯ ПОДДЕРЖКА СО СТОРОНЫ ГОСУДАРСТВА — А ЕЕ, ЕСТЕСТВЕННО, ПРЕДОСТАВИЛИ ТОЛЬКО БАНКАМ.

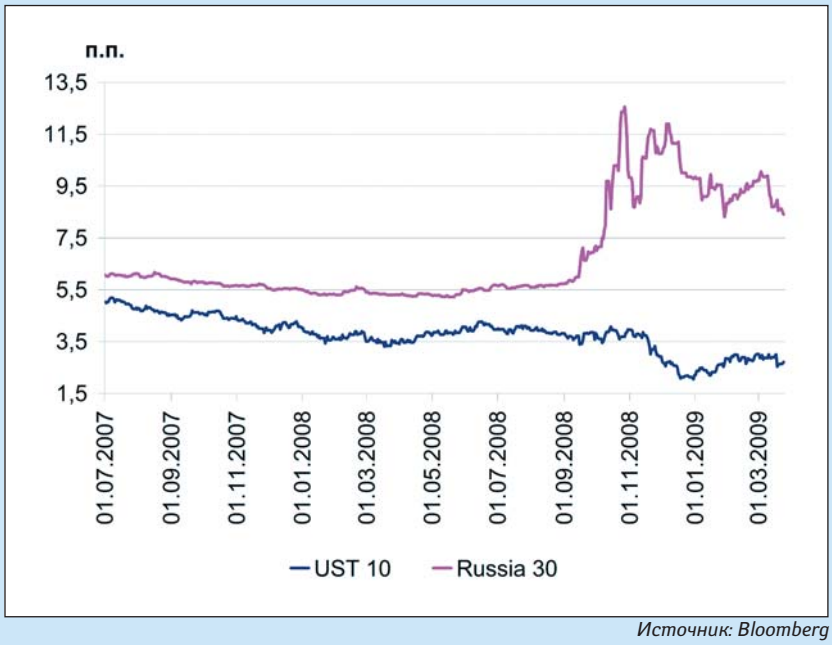
Маржин-коллы и паника на рынке лишь усилили давление, и доходность взлетела до невиданных уровней. Впрочем, к концу минувшего года в короткой части кривой доходности появились первые признаки консолидации. Снижение ставок центральными банками основных стран не дало ощутимого эффекта, и правительство помогло многим российским эмитентам еврооблигаций из банковского и корпоративного секторов. Таким образом, государство фактически гарантировало платежи компаний по долгу, погашение которого предстоит в 2009 году. А значит, почти весь корпоративный долг «обеспечен» суверенным. Сохраняется значительная (но постепенно сокращающаяся в середине кривой) разница между ставками по долгу с погашением в 2009 году и обязательствами, погасить которые эмитентам нужно в 2010–2011 годах, а также разница в доходности квазисуверенных облигаций и бумаг, выпущенных частными компаниями.

Обнадеживает то, что краткосрочные облигации котируются уже не на стрессовых уровнях. Понижение кредитного рейтинга России и целая волна понижений рейтингов компаний, причем с негативным прогнозом, не нанесли рынку серьезного ущерба. Серия погашений облигаций крупными российскими эмитентами («Северсталь», ВТБ) улучшила настроение на рынке. Сужение спредов России-30 и многих корпоративных выпусков составило 300–400 б.п. по сравнению с осенним пиком (см. График 1). Кроме того, большая часть компаний-заемщиков работает в экспортно ориентированных отраслях, и им благоприятствует ослабление рубля, которое снижает затраты и высвобождает денежные средства для обслуживания долга.

Следует отметить, что начиная с конца прошлого года многие компании и банки (не всегда «в открытую») занимались скупкой собственного — в первую очередь долгосрочного — долга. Очевидная выгода выкупа бумаг с рынка, позволяющая сэкономить на погашениях, стимулировала компании к покупке обязательств. Многим компаниям (в частности, в металлургическом секторе) мешала нехватка наличности. Другой распространенной схемой являлся выкуп облигаций дочерних структур со стороны инвестиционных подразделений «олигархических» холдингов. Стабилизация и последующий рост котировок коротких бумаг были продуктом такой активности. После некоторой стабилизации рубля в первую очередь банки потихоньку озаботились уменьшением своих долгосрочных пассивов и стали скупать более длинные бумаги. Первыми были НОМОС-БАНК и УРСА Банк, а в последние недели о выкупе своих субординированных обязательств объявил ВТБ, чем способствовал бурному росту котировок практически всех субординированных бумаг. Скорее всего, в ближайшее время примеру ВТБ последуют Сбербанк и другие кредитные организации.

В настоящее время ситуацию с обязательствами качественных российских эмитентов, к которым можно отнести практически всех эмитентов еврооблигаций, можно считать благоприятной. Котировки российских еврооблигаций в ближайшие месяцы едва ли существенно снизятся. Мы не предвидим череды дефолтов, но отметим: рынок будет активно реагировать на новости от компаний, в особенности плохие. Основное внимание будет сосредоточено на том, сколько у государства останется средств по завершении контролируемой девальвации рубля и массированной поддержки промышленных предприятий и банков. Совокупный внешний долг России (облигации в иностранной валюте и синдицированные кредиты) с погашением в 2009 году приблизительно равен $117 млрд (см. Таблицы 1 и 2). При этом подавляющая часть компаний и банков ждет момента, когда, наконец, откроется первичный рынок. Мы полагаем, что даже для самых качественных заемщиков он будет закрыт, по меньшей мере, до лета.

График 1. Доходность Россия-30 и 10-летних КО США, п.п.



Источник: Bloomberg

Таблица 1. Выплаты по внешнему долгу по типам заемщиков

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
Погашения	28,0	30,2	31,1	27,9	15,8	20,9	15,8	20,7
суверенные	0,9	0,6	0,9	0,6	0,9	0,6	0,7	0,6
банки	13,2	11,6	16,0	11,3	4,8	9,3	3,4	6,0
корпорации	13,9	18,0	14,2	16,0	10,1	11,0	11,7	14,1

Источник: ЦБ РФ

Таблица 2. Выплаты по внешнему долгу по типам задолженности

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
Погашения	28,0	30,2	31,1	27,9	15,8	20,9	15,8	20,7
Еврооблигации	3,8	3,7	2,4	6	2,8	4,3	3,5	3,8
Синдицированные кредиты	4,7	5,7	6,7	5,7	2,7	15,8	8	6,7
Прочее	19,5	20,8	22,0	16,2	10,3	0,8	4,3	10,2

Источник: ЦБ РФ, «Тройка-Диалог»

Но и в этой ситуации дефицит средств будет ограниченным, и в большинстве случаев его полностью покроют государственные деньги либо собственные ресурсы.

В целом, негативный настрой рынка в ближайшее время, скорее всего, сохранится, однако в ряде сегментов любое улучшение ситуации должно будет привести к сужению спредов. Очевидные объекты — суверенные бумаги и CDS: их спреды сейчас находятся на уровнях 2005 года, когда налоговые доходы бюджета и резервы росли, но все же были значительно меньше, чем сейчас. Мы ожидаем, что правительство изберет более радикальный подход к планированию бюджета, снижая потребность в зарубежном финансировании. Уже принято решение «распечатать» два суверенных фонда — Резервный и Национального благосостояния, которые инвестировали в низкорискованные инструменты, номинированные в твердой валюте. По нашим прогнозам, в ближайшие месяцы рынок стабилизируется, и спреды к КО США сузятся еще на 100–150 б.п., если цены на сырьевые товары удержатся от резкого падения, а правительство не предпримет неправильных действий.

В корпоративном секторе можно порекомендовать инвесторам два направления действий. Наиболее очевидный тактический ход — вложения в бумаги качественных и стратегически важных заемщиков с погашением в 2011–2014 годах. Эти эмитенты могут рассчитывать на государственную поддержку, а доходность их долговых бумаг высока, поскольку рынок учел изменение кредитного профиля компаний. Те операторы, которые готовы к большему риску, могут вновь обратить внимание на более долгосрочные корпоративные выпуски. Здесь главный критерий таков: может ли эмитент получить прямую поддержку со стороны государства (квазисуверенный статус важен, но не является решающим обстоятельством) и выиграет ли он от увеличения вложений в инфраструктурные проекты. Процесс принятия решений о выделении господдержки весьма непрозрачен, поэтому делать ставку лучше на предприятия, которые имеют стратегическое значение для страны и дефолт которых был бы нежелателен для правительства. К этой категории относится большинство нефтяных, металлургических, горнодобывающих и телекоммуникационных компаний. Доходность их облигаций с погашением в 2011 и последующие годы по-прежнему высока, и это уравновешивает риски, связанные с возможным изменением структуры собственности (отметим: переход компании в собственность государства или подконтрольного ему холдинга для долговых бумаг нейтрален или благоприятен), — а значит, вложения в более длинный участок кривой доходности по-прежнему имеют смысл. Кроме того, нужно следить за Ломбардным списком ЦБ и прочими перечнями бумаг, в которые имеют право инвестировать государственные структуры. Сейчас обсуждается предложение разрешить фондам, управляющим средствами обязательного пенсионного страхования, вкладывать их в наиболее качественные корпоративные облигации. Если такое решение будет принято, это окажет рынку поддержку.

На мировых рынках долга, скорее всего, уже в ближайшие месяцы начнут благоприятно сказываться понижение ключевых процентных ставок и масштабные программы господдержки, принятые в конце 2008 и начале 2009 года, в том числе и свежая программа Минфина США по выкупу токсичных активов. Сначала улучшится положение самых надежных западных компаний (в первые месяцы 2009 года ощутимо выросли объемы выпуска корпоративного долга — рынка, находящегося в состоянии паралича уже несколько кварталов), а затем этот эффект распространится на развивающиеся рынки, которые вынесли столь сильный удар на последних этапах кредитного кризиса. На рынке российских еврооблигаций в краткосрочной перспективе мы прогнозируем консолидацию, особенно в средней и длинной части кривой. Впрочем, едва ли мы увидим быстрое сужение спредов, а вот в ценах, вероятно, будут учтены новые риски и недостаток ликвидности. С другой стороны, порожденные прошлогодней осенью страхи ослабевают, и можно ожидать, что спреды несколько сузятся и появятся возможности сформировать такой портфель, который благодаря высокой доходности и потенциальному сокращению спредов принесет прибыль в последующие кварталы, если цены «длинных» бумаг покинут стрессовые уровни.

В таких условиях можно увеличивать риски через удлинение дюрации скорее, чем через снижение кредитного качества заемщиков. Динамика котировок краткосрочных еврооблигаций в конце 2008 – начале 2009 года была значительно лучше, чем в среднем по рынку, и сейчас они перестали быть привлекательными. Такие изменения объясняются, главным образом, действиями участников рынка акций и российских инвесторов (которые стремились резко сократить свои вложения в рублевые активы в условиях девальвации). Сейчас привлекательнее всего оценены еврооблигации со сроками погашения в 2011–2015 годах. Более того, в условиях некоторой стабилизации рубля «простая» скупка валюты не слишком интересна, а наличие в портфеле еврооблигаций с хорошей текущей доходностью, в идеале входящих в Ломбардный список ЦБ, существенно расширяет возможности инвестора.

Что касается LPN и CLN более слабых заемщиков, здесь, скорее всего, продолжатся реструктуризации, которые скорее будут зависеть от положения эмитентов и доброй воли их руководства, нежели от состояния рынка. Разрешение ситуации с ФЛК, РБК и другими компаниями, оказавшимися в трудном финансовом положении, может оздоровить рынок или, наоборот, закрыть его на несколько лет для эмитентов, не входящих в «первый круг».

Стоит также обратить внимание на еврооблигации, номинированные в российской валюте: у них выше доходность, чем у рублевых аналогов. Эта разница объясняется просто: ВЭБ скупал рублевые обязательства, однако его операции не затрагивают номинированные в рублях еврооблигации. Результат — значительная разница в уровнях доходности. Кроме того, условия эмиссии еврооблигаций надежнее защищают интересы инвесторов, чем проспекты рублевых выпусков. В условиях относительной стабилизации рубля такие бумаги предоставляют возможность получить рублевую доходность при правовой защите, более привычной для владельцев еврооблигаций.