Владимир Малиновский,
начальник управления анализа долговых рынков,
ИБ «ОТКРЫТИЕ»

ЭВОЛЮЦИЯ долга

РЫНОЧНАЯ КОНЪЮНКТУРА ОКАЗЫВАЕТ СИЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ НА ОТНОШЕНИЕ ИНВЕСТОРОВ К РИСКУ. НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ ЭТА ТЕНДЕНЦИЯ НАИБОЛЕЕ ЗАМЕТНА В ПЕРЕВОДЕ ВЛОЖЕНИЙ ИЗ АКЦИЙ В КАЗНАЧЕЙСКИЕ ОБЛИГАЦИИ, НА ВНУТРЕННЕМ — В ФОРМЕ РЕЗКОГО СОКРАЩЕНИЯ СПРОСА НА БОНДЫ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА.

Давно отмечено, что при появлении негативных сигналов на российском долговом рынке быстрее всего ликвидность теряют облигации второго-третьего эшелонов, а при восстановлении конъюнктуры спрос на них появляется в последнюю очередь — только после того, как ралли в первом эшелоне практически отыграно, и инвесторы начинают искать более доходные инструменты, примиряясь с увеличением риска.

Таким образом, переход к защитной стратегии при негативном изменении условий является обычным явлением, а основным отличием текущей ситуации от прошлых коррекций является глубина кризиса, которая лишь в максимальной степени обострила такую тенденцию.

Отметим, что в предыдущие периоды падения цен на облигационном рынке спрос инвесторов на бумаги третьего эшелона ограничивался возможностью получить рефинансирование под залог этих бумаг ввиду ограниченных лимитов на РЕПО по таким эмитентам. Кроме того, рост ставок на денежном рынке делал вложения в облигации третьего эшелона неэффективными. Однако возможность непогашения эмитентами обязательств практически полностью исключалась, так как у компаний сохранялся широкий выбор инструментов для рефинансирования долгов помимо облигационного рынка.

Главным отличием текущего кризиса от предыдущих стало появление сначала единичных случаев, а затем волны дефолтов по облигационным займам, что кардинально изменило отношение инвесторов к риску.

ХОРОШИЙ ЗАЕМЩИК: ПОНЯТИЕ ПОСТЕПЕННО ТРАНСФОРМИРОВАЛОСЬ

Ограниченный доступ компаний к заемным ресурсам, дефолты и, без сомнения, перспективы экономического развития страны в целом и бизнеса компаний в частности заставили рыночных игроков изменить подход к оценке кредитного качества эмитентов.

Основные корректировки коснулись следующих понятий:

- Масштаб компании и вхождение ее в сильную дотоле финансовую группу не является гарантией предоставления ей банковских кредитов и/или помощи со стороны акционеров.
- Низкие относительные показатели долговой нагрузки при достаточно высоком номинальном объеме обязательств по результатам полугодия 2008 года являются фактором риска ввиду прогнозов кардинального снижения показателей прибыли в 2009 году, а значит, потенциального роста и относительных индикаторов, таких как долг/EBITDA.
- Вхождение в список системообразующих предприятий не является гарантией предоставления компании помощи со стороны государства.
- Государственное участие в капитале компании не гарантирует предоставления государственных средств при необходимости — предприятие вполне может работать и при непогашенных кредитах, кроме того, у государства гораздо более сильная переговорная позиция при проведении реструктуризации обязательств.

• Необходимо исходить из того, что рынок междилерского РЕПО останется закрытым, рассчитывать можно только на рефинансирование в ЦБ.

• Интересными могут оставаться компании отраслей, которые в меньшей степени оказались подверженными влиянию кризиса (телекоммуникации, отчасти энергетика), в то время как потенциально более зависимые остаются в зоне риска, несмотря на текущее финансовое положение (металлургия и машиностроение, транспорт, банки и финансовые учреждения).

• Субъекты РФ не менее корпораций оказались подвержены кризису опосредованно через сокращение собираемых налоговых доходов, а также ограничение доступа к банковским ресурсам, что в итоге негативно отразилось на прогнозах поступления доходов в 2009 году, необходимости новых заимствований.

Чтобы осознать эти новые реалии, многим инвесторам с разной степенью успешности пришлось пройти через техдефолты (некоторые из них перешли в реальные дефолты и реструктуризацию) облигаций «Эйр Юнион», «Миг», «Сатурн», авиакомпании «Сибирь», группы ГАЗ, принадлежащих Московской области Московского областного ипотечного агентства и Мособлтрастинвеста.

НЕОБХОДИМОСТЬ ОБНОВЛЕНИЯ

К началу второго квартала 2009 года российский облигационный рынок подошел в весьма усеченном состоянии.

Вторичные торги во втором-третьем эшелоне проходили в основном с облигациями дефолтных эмитентов — в попытке инвесторов избавиться от практически безнадежного актива. В качестве покупателей выступали в ряде случаев сами эмитенты, собирающие свой долг гораздо ниже номинала. В качестве ремарки стоит отметить, что практически безвыходное положение держателей облигаций при банкротстве эмитента привело к тому, что реструктуризировать долг стали и те компании, которые в принципе могли расплатиться по своим обязательствам. Однако отсутствие у держателей актуальной информации о реальном финансовом положении эмитентов зачастую не позволяло инвесторам адекватно оценить вероятность возврата вложенных средств в судебном порядке и, как правило, вынуждало их принимать условия реструктуризации.

Объем операций с голубыми фишками также кардинально сократился ввиду того, что значительная часть банков-держателей перевела облигации в инвестиционные портфели. В результате выпуски стали жить своей жизнью, торгуясь на докризисных уровнях, не имеющих отношения к реальности.

Облигации первого-второго эшелона также либо «застряли» в инвестиционных портфелях банков или УК, либо были выкуплены эмитентами по офертам и в ряде случаев «припаркованы» в портфелях агентов по выкупу.

В результате, сложилась ситуация, когда рынок оказался практически как без реально торгующихся облигаций, так и без каких-либо ориентиров по доходности и для бенчмарка, и для бумаг первого эшелона. Доходность же ряда выпусков, образованную формулой «ставка РЕПО ЦБ плюс маржа», рыночной все же не считаем.

Таким образом, стало очевидным, что рынку для возвращения инвесторов и восстановления активности необходимо пройти обновление, источником которого стали главным образом новые первичные размещения (в первую очередь Москвы).

Практика показала, что аукционы качественных эмитентов, когда заемщик готов пойти на некоторые уступки инвесторам в условиях постепенного восстановления глобального инвестиционного климата, могут вызвать интерес инвесторов и постепенно «отрисовать» новую кривую доходности бенчмарка, на которую уже затем могут ориентироваться и другие выпуски.

Кроме того, еще одной «свежей струей» стали займы эмитентов, ранее выкупленные компаниями по офертам. И если в момент выкупа или на падающем рынке заемщики были не готовы привлекать средства по беспредельным уровням доходности, то в условиях понятной базовой кривой и в целом приемлемых спредов эмитенты стали вновь выводить свои облигации на вторичные торги.

АППЕТИТ К РИСКУ РАСТЕТ, НО У ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА НЕТ ШАНСОВ

Вместе с тем, стоит отметить, что запросы инвесторов к кредитному качеству заемщиков остаются достаточно высокими, хотя в условиях снижения ставок на рынке покупатели готовы смотреть на чуть более широкий спектр бумаг, чем просто голубые фишки.

Пока никто не забывает о том, что мировой кризис все еще никуда не исчез, и его влияние на деятельность предприятий остается крайне негативным. Череда дефолтов еще не закончилась, а угроза роста плохих кредитов на балансах банков может привести к новому витку кризиса в банковской системе, в том числе и российской.

Поэтому многие инвесторы пока воспринимают оживление внутреннего рынка в апреле-мае как временное потепление, на котором можно хорошо «прокатиться», однако лишь немногие, формируя текущие позиции, планируют их как долгосрочные. Если исходить из этой стратегии, складывается понимание, что в случае коррекции, когда спрос на облигации исчезнет практически моментально, есть вероятность, что из спекулянта можно очень быстро стать «инвестором», а значит, не исключено, что сформированную позицию придется держать до оферты или погашения. При таком раскладе требования к кредитному качеству, то есть возможности эмитентом исполнить свои обязательства, должны быть достаточно высокими.

Таким образом, к концу текущего года целый пласт облигаций третьего эшелона, скорее всего, практически полностью исчезнет с карты российского долгового рынка ввиду отсутствия новых размещений и погашения либо дефолта текущих выпусков.

Чтобы добавить некоторого позитива, напоследок хотели бы отметить, что мы не исключаем, что в случае если экономики как зарубежных стран, так и — следом — России будут продолжать демонстрировать признаки выхода из кризиса и постепенное восстановление промышленного производства, уже в течение текущего года спрос на облигации может вновь расшириться, в том числе за счет возвращения на рынок нерезидентов. При этом в таких условиях можно ожидать, что и банки, скорее всего, будут с большим желанием рефинансировать выданные компаниям кредиты, что, в свою очередь, позволит снизить риски роста плохой задолженности, а соответственно, избежать кризиса банковской системы.