

УХОДЯЩЕЕ ФОНДИРОВАНИЕ В СЕКТОРЕ БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ НАСТУПАЕТ МОМЕНТ ИСТИНЫ. ЭМИТЕНТЫ ПОЛГОДА СОПРОТИВЛЯЛИСЬ НЕГАТИВНЫМ ПРОЦЕССАМ. ДАЛЬШЕ ИЗБЕГАТЬ РЕЗКОГО ПОВЫШЕНИЯ КУПОННЫХ СТАВОК МЕЛКИЕ И СРЕДНИЕ БАНКИ НЕ МОГУТ, А ПЛАТИТЬ ПРОЦЕНТЫ ПО КУПОНУ НА УРОВНЕ РЫНОЧНЫХ СТАВОК — НЕ ХОТЯТ. ВОЗМОЖНО СУЖЕНИЕ СЕКТОРА: ЗАПЛАНИРОВАННЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ОТМЕНЯЮТСЯ ОДНО ЗА ДРУГИМ. УВЕРЕНЫ В СЕБЕ ЛИШЬ КРУПНЫЕ БАНКИ, РАССЧИТЫВАЮЩИЕ НА ГОСПОДДЕРЖКУ.

ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

РАСПАДАЮЩИЙСЯ СЕКТОР За последние полгода ставки купонов по рублевым облигациям мелких и средних банков выросли в среднем на 300–400 базисных пунктов. Они достигли критического уровня в 12–12,5% годовых (по банкам третьего эшелона перешли за 13% годовых). Этот уровень является предельным, потому что цена обычного межбанковского кредитования на год в секторе мелких и средних банков составляет 13–14% годовых.

Фактически стирается грань между среднесрочным банковским кредитом и облигационным займом. Оферту (а по большинству бумаг они годовые) все равно предъявляют к выкупу в полном объеме. А раз так, то зачем платить андеррайтеру и возиться с публичным размещением? Проще договориться о займе. По крайней мере, потом не придется громко объявлять о дефолте...

Впрочем, дефолтов в секторе еще не было, но классовое расслоение уже наблюдается. Собственно, оно наблюдалось и раньше, однако за последние несколько месяцев достигло апогея. Некоторые аналитики даже считают, что отдельного сектора рублевых банковских облигаций на рынке больше нет: он распался на три почти независимые части.

Андрей Пугачев, директор департамента по управлению ресурсами ООО КБ «Юниаструм банк»: «Коммерческим банкам удается решать проблемы с короткой ликвидностью за счет рынка МБК, сделок репо с ЦБ, средств бюджета, размещаемых Минфином. В то же время даже банки первого уровня (а победителями аукциона стали Альфа-банк, ВТБ, Газпромбанк, МДМ-банк и др.) смотрят на чуть более отдаленную перспективу с крайним пессимизмом. Цифры в 10,95% и 12,37% отражают их реальные ожидания по стоимости фондирования в ближайший год. Для рынка облигаций это означает тотальный пересмотр уровня справедливых доходностей в ближайшее время».

Иван Осокин, аналитик УК «Ингосстрах-инвестиции»: «В последние три месяца облигации банков можно разделить на три сегмента. Это банки, имеющие федеральную поддержку: ВТБ, ВТБ-24, Россельхозбанк. Вторая группа — банки, имеющие инвестиционный рейтинг не ниже ВВ-, третья — все остальные».

Банки первой группы вяло отреагировали на ужесточение денежной политики ЦБ. Не имея серьезных проблем с финансированием, они могут манипулировать рынком. Так, за несколько дней до оферты ВТБ предпринял «разгон» своих облигаций до уровня выше номинала для успешного прохождения оферты. Новый купон 8,6% уже в тот момент не отражал реальных изменений на рынке. Сейчас эти бумаги ушли ниже номинала... Облигации этой группы максимально надежны, но их доходность не перекрывает даже официальную инфляцию.

Привлекательной, как по риску, так и по доходности, является вторая группа. В последние месяцы спрос на такие бумаги подогревают аукционы ЖКХ, требованиям которых эти банки соответствуют. В результате доходность их облигаций перекрывает реальную инфляцию. Банки успешно проходят оферты и редко откладывают новые размещения.

Остальные вынуждены резко повысить ставки по купонам. Ставки уже перешли границу в 13% и едва ли останутся. Именно эти бумаги были перекуплены до кризиса и сейчас корректируются сильнее всего. Если добавить, что основными клиентами этих банков являются компании среднего и малого бизнеса, то картина получается довольно мрачная. Это основная группа риска, вероятность дефолтов здесь растет с каждым днем».

ПРЕДОПЛАТА ЗА УЧАСТИЕ Второй проблемой, которая тесно связана с первой, для банков стало прохождение оферт. Когда фондирование под разумный процент достать негде, банки-эмитенты вынуждены переразмещать бумаги через оферту. А это, как правило, влечет за собой прыжок купонной доходности. И проблема начинает ходить по кругу.

Инвесторы почувствовали проблемы сектора и чуть ли не автоматически предъявляют к выкупу весь выпуск. За последние полгода в секторе ни разу не было предъявлено по оферте менее 100% выпуска. Прохождение оферты с повышением купона становится входным билетом, вернее предоплатой для того, чтобы эмитент мог оставаться на рынке.

Рынок полностью перешел под власть покупателя. Тем не менее аналитики отмечают, что пока прохождение оферт у банков идет достаточно гладко. Но проблемы возникнут во втором круге, когда банкам нужно будет гасить переразмещенные выпуски с повышенными купонами.

Максим Тишин, ведущий портфельный управляющий УК UFG Asset Management: «Сейчас в банковском секторе идет переоценка справедливой стоимости фондирования. Уже ясно, что в ближайшее время даже крупнейшие банки не смогут занимать деньги на рублевом рынке под 9–10% годовых, как раньше. Об этом, в частности, свидетельствует последний аукцион средств ЖКХ, на котором банки заняли деньги под средневзвешенную ставку 12,37%, при этом переподписка составила 300%».

Кроме того, действия Центробанка по увеличению норм обязательного резервирования и введению новых правил оценки стоимости залога при кредитовании юридических лиц указывают на то, что регулятор озабочен качеством кредитных портфелей банков и принимает меры по оздоровлению ситуации и уменьшению количества некачественных кредитов на рынке. С другой стороны, объявленный АИЖК дисконт по выкупу ипотечных кредитов и грядущее заседание ФАС, на котором будет рассматриваться ограничение максимальной ставки по потребительским кредитам, указывают, что доходность по этим банковским операциям будет сокращаться. Получается, что, с одной стороны, стоимость финансирования для банков увеличивается, а доходность от операций в банковском секторе сокращается. Это новый риск.

Иллюстрацией переоценки кредитного риска может служить новый (постофертный) выпуск облигаций банка «Русский стандарт», купон по которому составил 13%, то есть вырос на 450 пунктов. В ближайшее время пройдет

несколько оферт, в том числе оферту пройдут бумаги банков «Хоум Кредит энд Финанс» и «Русский стандарт». Возможны новые печальные рекорды».

Иван Осокин: «В последнее время инвесторы стали приносить на оферту почти 100% выпуска практически всегда, причем вне зависимости от размера объявленного купона на следующий период. Единственная возможность этого избежать — попытаться наладить диалог с наиболее крупными держателями облигаций и предложить им условия, которые их устроят. Однако очевидных проблем с прохождением оферт у банков не наблюдалось. Это объясняется возможностью легко привлечь краткосрочные деньги на рынке, пусть и под высокий процент, и таким образом избежать технического дефолта».

Андрей Басацкий, начальник аналитического департамента, УК «Арбат Капитал Менеджмент»: «Банки имеют высокую культуру обслуживания долга по сравнению с корпоративными заемщиками, поэтому пока значительных трудностей с прохождением оферт не возникало. Банки обычно заранее планируют кассовые балансы и ищут источники рефинансирования. Если банк хочет оставить бумагу на рынке после оферты, то в текущей ситуации приходится идти на увеличение купона на 1–2%».

ПЕРВИЧНЫЙ НЕДОБОР Ситуацию с рефинансированием облигационных займов банков могли бы частично исправить новые размещения. Однако по ним инвесторы также требуют повышенного купона. А поскольку новый долг ухудшает и без того не вызывающую восторга финансовую отчетность банков (новый долг увеличивает долговую нагрузку), многие эмитенты вынуждены переносить ранее запланированные размещения и/или отменять их. Немаловажную роль играет и риск по новой бумаге. При текущей конъюнктуре существует значительный риск не разместиться. Первичные размещения становятся инструментом, доступным лишь крупным банкам. Да и у них аналитики отмечают резкий рост купонной доходности на первичном рынке.

Елена Федоткова, аналитик департамента организации долгового финансирования Номос-банка: «В середине сентября Газпромбанк собирается размещать облигации на 10 млрд руб. Хотя доходность для банка такого уровня на момент размещения предложена высокая (около 11% годовых), однако срок для инвесторов в ситуации текущего рынка некомфортный — три года. Чуть более года назад (в ноябре 2007-го) тот же Газпромбанк размещался с доходностью 7,5% годовых, правда, с годовой офертой».

Сложившаяся ситуация заставляет все больше банков откладывать размещения, а то и отменять их. Например, в августе был аннулирован выпуск Связь-банка на 3 млрд руб. В сентябре банк «Возрождение» отказался от размещения 5 млрд руб. Банк «Солидарность» (Самара) не стал размещать заем на 1,5 млрд руб.».

Андрей Басацкий: «Банки сейчас менее активны на первичном рынке, чем корпоративные заемщики. Длинные

деньги с рынка сейчас не привлекут, а короткие дешевле найти на рынке МБК и у ЦБ. Структура банковских активов также пересматривается в сторону уменьшения сроков».

ПЕРЕОЦЕНКА ЦЕННОСТЕЙ Несмотря на то что условия в секторе на сегодняшний день диктует инвестор, момент для входа в рынок сейчас рискованный. Переоценка стоимости фондирования неизбежно влечет за собой переоценку платы за риск. Например, если раньше наличие у банка зарубежных партнеров или миноритариев рассматривалось рынком как фактор снижения риска (в случае чего помогут), то теперь рынок уверен, не помогут. А значит, стоимость этого фактора равна нулю.

С другой стороны, выходом из ситуации для многих банков является продажа доли в капитале. Возможно, тем же зарубежным инвесторам. Но частный инвестор, как правило, не инсайдер и сведениями о ходе непубличных переговоров не располагает. И этот фактор, который может серьезно повлиять на котировки, в оценку рисков заложить не может. Аналитики полагают, что к началу 2009 года сектор должен если не успокоиться, то, по крайней мере, выработать новые правила игры. Тогда и входить интересно.

Елена Федоткова: «При текущем рынке лучше покупать короткие бумаги банков, поскольку ввиду их низкой ликвидности, скорее всего, бумагу придется держать до оферты/погашения. Доходность облигаций 30 крупнейших по сумме активов российских банков в соотношении с риском представляется интересной. До конца 2008 года при текущем рынке ажиотажа с размещениями ожидать не следует. Возможно, пройдет несколько размещений крупнейших российских банков. В этом отношении будет интересно посмотреть на ситуацию с размещением облигаций Газпромбанка 3-й серии».

Максим Тишин: «Так как переоценка доходностей в банковском секторе сейчас находится в самом разгаре, я думаю, что частным инвесторам, не имеющим в своих портфелях бумаг этого сектора, имеет смысл дождаться установления новых уровней и в любом случае ориентироваться на доходность новых либо проходящих оферту бумаг при принятии инвестиционного решения».

Андрей Басацкий: «Частным инвесторам мы бы порекомендовали скорее банковские депозиты в объемах, гарантированных государством, доходности после уплаты налогов сравнимы, рисков и усилий меньше. Спрос на новые долги банков будет определяться конъюнктурой рынка и соотношением цены/качества для каждого из эмитентов. Сейчас, очевидно, не самый лучший момент для выхода на рынок. Скорее всего, активизации банковского сектора на «первичке» можно ждать не ранее 2009 года».

Андрей Пугачев: «Снижение котировок на рынке рублевых облигаций стало следствием продолжающегося вывода с российских рынков капитала нерезидентов. И в текущей ситуации данный фактор будет решающим. Можно ожидать временной стабилизации к концу года, после чего последует новый этап продаж. Частному инвестору рекомендуется переждать этот период».

