

СПАСИТЕЛЬНЫЙ КРУГ

ОБЛИГАЦИИ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА ЗАНИМАЮТ БОЛЕЕ 60% РЫНКА РУБЛЕВЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ. У ЖЕЛАЮЩЕГО КУПИТЬ ИХ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА БОГАТЫЙ ВЫБОР: БУМАГИ ЭТОЙ ОТРАСЛИ ПРЕДСТАВЛЕНЫ ВО ВСЕХ ЭШЕЛОНАХ. ИНТЕРЕС ИНВЕСТОРОВ К НИМ ПОДПИТЫВАЕТСЯ В ОСНОВНОМ НЕ ВЫСОКОЙ ДОХОДНОСТЬЮ, А ПОНИЖЕННЫМ УРОВНЕМ РИСКОВ. ДАЖЕ ВО ВРЕМЯ КРИЗИСОВ КОТИРОВКИ НЕФТЕГАЗОВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ДЕМОНСТРИРУЮТ ЗАВИДНУЮ УСТОЙЧИВОСТЬ.

ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

РУБЛЕВАЯ ЗАЩИТА Мировой кризис ликвидности в августе—сентябре вызвал падение стоимости рублевых облигаций «Газпрома» в среднем на 1,5–2,5%. Для первого эшелона долгового рынка это довольно много. Однако по сравнению с десятипроцентным падением акций «Газпрома» за тот же период глубина коррекции облигаций компании все же оказалась почти на порядок меньше. А если учесть, что глубина коррекции в других секторах рынка рублевых облигаций во время кризиса достигала 7–8%, то лучших, чем лидеры нефтегазовой отрасли, кандидатов на роль защитных бумаг в корпоративном секторе просто не было.

Устойчивость бумаг крупных компаний объясняется двумя причинами. Во-первых, они давно и прочно входят в ломбардный список ЦБ. Под залог этих облигаций Центробанк обязуется предоставлять дополнительную ликвидность, столь необходимую участникам рынка во время кризиса. Такие бумаги участники рынка продают в последнюю очередь. К сожалению, это не касается нерезидентов: они в ломбардных аукционах ЦБ участвовать не могут. Собственно, нерезиденты и были основными продавцами нефтегазовых облигаций во время кризиса. А отечественные инвесторы, наоборот, старались их купить, в том числе и с прицелом на ломбардные аукционы.

Во-вторых, объем выпусков у «голубых фишек» нефтегазового сектора весьма велик. Практически все участники рынка рублевых облигаций имеют эти бумаги в своих портфелях, они активно торгуются. Популярность инструмента означает его ликвидность: эти облигации постоянно востребованы на рынке.

Конечно, облигации «голубых фишек» российского нефтегаза не US Treasuries и даже не ОФЗ. Они пока не обладают свойствами глобальных защитных бумаг, то есть «тихой гавани» для инвесторов. Поэтому, когда весь рынок падает, они не растут, как UST, а падают вместе с ним. В ходе нынешнего кредитного кризиса относительная разница между максимальной и минимальной ценами в третьем квартале по облигациям «Газпрома» составила от 1,64% (пятый выпуск) до 4,09% (девятый выпуск), а ЛУКОЙЛа — от 2,12% (второй выпуск) до 4,34% (четвертый выпуск). Соответственно, рост доходности к погашению составил примерно 1% на длинных бумагах и 2% на коротких. По менее надежным заемщикам, например по облигациям «Итеры», доходность выросла примерно с 8% до 12%. Относительно малый по сравнению с другими секторами масштаб падения делает бумаги нефтегазового сектора привлекательным инструментом даже в период кризиса.

Иван Гуминов, ведущий портфельный менеджер НОМОС-банка: «Большая часть облигаций нефтегазовых компаний по праву относится к сектору «голубых фишек» облигационного рынка — это три выпуска облигаций ЛУКОЙЛа и шесть выпусков бумаг «Газпрома». Все они включены в ломбардный список ЦБ и являются исключительно ликвидными инструментами. Эти бумаги занимают своим объемом существенную долю рынка, и поэтому они сами по себе являются индикаторами конъюнктуры наравне с индексами облигаций Cbonds или ММВБ. Наибольшее падение претер-

пели облигации с максимальным сроком до погашения: их котировки снизились на 2–4% от максимальных уровней, зафиксированных в июле. Это связано с оттоком капитала с российского рынка в августе, когда продавцами по большей части были иностранные банки и фонды, а также с кризисом ликвидности, который сурово прошелся по рядам российских коммерческих банков».

Семен Фурнал, аналитик ИГ «Планета Капитал»: «В целом первый эшелон, и нефтянка в том числе, отреагировал на кризис ликвидности достаточно сдержанно, особенно выпуски средней длины (с погашением в 2009 году). Цены по сравнению с началом августа упали на 1–1,5%. Котировки длинных выпусков упали на 2–2,5%. Сильнее всего пострадал восьмой выпуск «Газпрома», падение котировок которого составило 2,88%. Причиной столь небольшого падения понятны: с бумагами ломбардного списка инвесторы будут расставаться в последнюю очередь».

ВОССТАНОВИТЕЛЬНЫЕ ЗАБОТЫ Устойчивость облигаций нефтегазового сектора во время кризиса имеет и оборотную сторону. Эти бумаги иногда отстают при восстановлении рынка. При этом наиболее быстро восстанавливаются именно облигации гигантов, в то время как второй и третий эшелоны некоторое время не реагируют на разворот рыночного тренда.

Причем рост цен на нефть и газ на мировых рынках мало влияет на котировки российских облигаций нефтегазового сектора. Причина в том, что даже позитивные новости не могут заменить приток ликвидности.

К тому же, если брать текущую ситуацию, последнее снижение ставки ФРС означало разворот тренда, но не окончание кризиса. Переоценки рисков на мировых фондовых рынках пока не произошло. Вполне возможно поступление на рынки, в том числе и на российский, негативной информации. Впереди отчетность по МФСО крупных российских компаний, и после кризиса она вряд ли окажется блестящей. Негатив в отчетах может заставить нерезидентов отказаться от покупки или даже продать облигации некоторых российских нефтегазовых компаний.

По мнению участников рынка, волатильность будет продолжаться вплоть до восстановления докризисного уровня ликвидности. А для этого нужно или достаточно долгое ожидание притока внутренних денег на рынок, или возвращение нерезидентов. Внешние портфельные инвесторы возвращаться пока не спешат. Тем более что у многих из них 1 октября заканчивается финансовый год. Надо сдать отчетность, подсчитать убытки от кризиса, скорректировать политику работы на развивающихся рынках, уточнить лимиты на Россию и т. д. Все это может занять как минимум несколько недель. Поэтому реального возвращения портфельных инвесторов на отечественный рынок, вероятно, не стоит ждать раньше конца октября — начала ноября.

Тем не менее общий тренд в нефтегазовом секторе предполагается восходящим, поскольку в перспективе при растущих ценах на энергоносители ликвидность на рынке рано или поздно появится просто от возрастания объема экс-

портной выручки. И даже очередное рекордное повышение российских экспортных пошлин на нефть способно лишь затормозить этот процесс, но не помешать ему. Участники рынка сходятся во мнении, что первыми будут восстанавливаться крупные компании, но спорят относительно наиболее перспективных выпусков.

Иван Гуминов: «В первую очередь темпы восстановления будут зависеть от внешней конъюнктуры. Тем не менее, к концу года очень вероятно возвращение к максимумам. Наибольшим потенциалом обладают долгосрочные выпуски — четвертый выпуск ЛУКОЙЛа, восьмой и девятый выпуски «Газпрома». Благодаря возможности рефинансирования под залог этих облигаций в Центробанке потенциал снижения котировок практически исчерпан, а долгосрочные игроки могут неограниченно рефинансировать свои вложения под 6% годовых».

Федор Бизиков, управляющий портфелями облигаций UFG Asset Management: «Восстановление сектора в большей степени будет зависеть от восстановления рынка в целом, которое, в свою очередь, будет зависеть от восстановления ликвидности в финансовой системе. Хорошие шансы на восстановление имеют наиболее короткие бумаги и входящие в котировальный лист А1: четвертый и шестой выпуски «Газпрома»».

ЗАМЕЩЕНИЕ РАЗМЕЩЕНИЙ Нефтегазовый сектор рынка жив не только восстановлением. Кризис заставил забыть о таком явлении, как первичное размещение — в секторе их не было уже полгода. Однако это не означает, что новые инструменты появляться не будут. Наоборот, в ближайшее время на первичном рынке могут быть предложены привлекательные для частных инвесторов нефтегазовые облигации.

Дело в том, что кризис заставил компании всерьез пересмотреть инвестиционные планы: размещаться с большой премией при негативной конъюнктуре никто не хотел. Соответственно, сроки размещений стали сдвигаться на четвертый квартал. Однако пружина размещений не может сжиматься вечно. Инвестиционные проекты компаний требуют финансирования, а долги — рефинансирования независимо от конъюнктуры рынка. Если компании не смогут разместиться сейчас, то у них возникает риск серьезно испортить годовую отчетность. А это чревато еще более настороженным отношением инвесторов, особенно нерезидентов.

К выходу на российский рынок компании подталкивает также ужесточение условий кредитования за рубежом. После кризиса никто на Западе отечественной компании под 4–5% годовых кредит уже не даст. И дело здесь не в размере компании и не в дискриминации России. Просто ЕЦБ выдает сейчас трехмесячные кредиты крупным европейским банкам под 4,63% годовых. Даже самая крупная российская нефтегазовая компания в Европе — нерезидент. А значит, меньше чем под 6–7% годовых кредит не получит и еврооблигация с меньшей доходностью вряд ли разместит.

Поэтому, например, «Роснефть» уже отказалась от ранее заявленных планов размещения еврооблигаций на

\$5 млрд и выходит на российский рынок пока с объемом эмиссии 15 млрд руб. до конца года. Но поскольку объемы займов не равны, возникает обоснованное подозрение, что этот заем не последний. Кроме того, «Газпром» объявил о планах размещения в 2008 году новых выпусков облигаций на 35 млрд руб.

И несмотря на напряженную ситуацию с ликвидностью, участники рынка всерьез готовятся к новым размещениям. Яков Яковлев, начальник аналитического управления банка «Зенит»: «Наиболее серьезные планы у «Роснефти», которая планирует разместить выпуск на 15 млрд руб. до конца года. Учитывая «квасисуверенный» статус, выпуск «Роснефти» определенно станет еще одной «голубой фишкой» на рынке, и ориентиром по доходности будут уровни, на которых торгуются другие госкомпании, в частности «Газпром» (вероятна небольшая премия к кривой «Газпрома»). Единственным открытым вопросом остается будущая ликвидность выпуска: если рыночный спрос к моменту размещения не восстановится, судьбу размещения могут решить крупные околосударственные участники рынка (в числе наиболее вероятных — Сбербанк, ВТБ, возможно, ВЭБ). Впрочем, в ноябре-декабре мы ожидаем улучшения ситуации с ликвидностью, и если «Роснефть» выйдет на размещение ближе к концу года, чрезмерного участия крупных игроков может и не понадобиться».

Дмитрий Сусанов, управляющий активами УК «АГ Капитал»: «В ближайшее время ожидается два (по 5 млрд руб. каждый) дебютных облигационных займа независимой частной нефтяной компании «Вест Сайбириан Ресорсиз Инвест» (процедура регистрации в ФСФР уже прошла). Эти облигации наряду с уже торгующимися бумагами «Интегры» и «Газэкс-Финанса» (доходность последних выросла с 9,6% до 12,7%) можно рекомендовать для покупки».

СТАРЫЕ ДРОЖЖИ В нефтегазовом секторе есть что покупать и на вторичном рынке. Прежде всего это облигации первого эшелона с потенциалом восстановления. Но участники рынка отмечают и ряд других бумаг, купив которые частный инвестор мог бы получить неплохую доходность.

Яков Яковлев: «На опережающий рост в случае общего потепления на рынке, на наш взгляд, могут рассчитывать некоторые выпуски второго эшелона, незаслуженно перепроданные в последнее время. В частности, наиболее интересно для потенциальных инвесторов смотрятся первый (11,45% к погашению) и второй (12,48% к оферте) выпуски «Интегры». Даже учитывая общее расширение спредов в корпоративном сегменте, эти уровни доходности выглядят явно завышенными, учитывая заметно улучшившееся после IPO кредитное качество компании».

Семен Фурнал: «В нефтегазовом секторе рекомендуем инвесторам обратить внимание на длинные выпуски первого и второго эшелона, которые потеряли за время кризиса больше всего, но после возвращения на уровни двухмесячной давности мы не ожидаем от этих бумаг продолжения роста, скорее всего, котировки задержатся на этих значениях». ■

УСТОЙЧИВОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА ИМЕЕТ И ОБОРОТНУЮ СТОРОНУ. ЭТИ БУМАГИ ИНОГДА ОТСТАЮТ ПРИ ВОССТАНОВЛЕНИИ РЫНКА

БЛИЖАЙШИЕ ЗАПЛАНИРОВАННЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ КОМПАНИЙ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА					
№	НАИМЕНОВАНИЕ ЭМИТЕНТА	НОМЕР ВЫПУСКА	ПРЕДПОЛАГАЕМЫЙ ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ (МЛРД РУБ.)	ПРЕДПОЛАГАЕМЫЕ СРОКИ РАЗМЕЩЕНИЯ	СТАТУС НА 01.10.07
1	ООО «ВЕСТ САЙБИРИАН РЕСОРСИЗ-ИНВЕСТ»	1	5	ОКТАБРЬ 2007	ВЫПУСК ЗАРЕГИСТРИРОВАН В ФСФР
2	ООО «ВЕСТ САЙБИРИАН РЕСОРСИЗ-ИНВЕСТ»	2	5	НОЯБРЬ 2007	ВЫПУСК ЗАРЕГИСТРИРОВАН В ФСФР
3	ООО «НЕФТЬСЕРВИСХОЛДИНГ-ФИНАНС»	1	1	НОЯБРЬ 2007	ВЫПУСК ЗАРЕГИСТРИРОВАН В ФСФР
4	ОАО «РОСНЕФТЬ»	1	15	ДЕКАБРЬ 2007	ЗАЯВЛЕНО В ПЛАНАХ КОМПАНИИ
4	ООО «НЕФТЕГАЗОВАЯ КОМПАНИЯ „ИТЕРА“»	1	5	ДЕКАБРЬ 2007	ЗАЯВЛЕНО В ПЛАНАХ КОМПАНИИ
6	ГУП «ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ КОМПЛЕКС САНКТ-ПЕТЕРБУРГА»	2	2	IV КВАРТАЛ 2007	ЗАЯВЛЕНО В ПЛАНАХ КОМПАНИИ НА IV КВАРТАЛ
7	ОАО «ГАЗПРОМ»	10-14	35	2008 ГОД	ЗАЯВЛЕНО В ПЛАНАХ КОМПАНИИ НА 2008 ГОД

ИСТОЧНИКИ: CBONDS.INFO, БАНК «ЗЕНИТ».

