

ДЕФОЛТ ДОВЕРИЯ

РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ФАКТИЧЕСКИ УМИРАЕТ. НОВЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ НЕТ, А ПО СТАРЫМ УЖЕ ОБЪЯВЛЕНО 40 ДЕФОЛТОВ. ПО МНЕНИЮ ЭКСПЕРТОВ, ПОХОЖАЯ СИТУАЦИЯ СОХРАНИТСЯ КАК МИНИМУМ ДО ВЕСНЫ 2009 ГОДА. И ЛИШЬ УСИЛИЯМИ «ПАТРИОТИЧЕСКИ» НАСТРОЕННЫХ ЭМИТЕНТОВ И ИНВЕСТОРОВ ПОЗИТИВНЫЕ СДВИГИ МОГУТ НАЧАТЬСЯ РАНЬШЕ.

ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

РЫНОК В РУИНАХ На рынке рублевых облигаций 2008 год по праву может называться годом дефолтов. На 15 ноября таковых насчитывалось уже 40. Для сравнения: в 2007-м было зафиксировано два дефолта, в 2006-м — один, в 2005-м — два, в 2004-м — пять, но в последнем случае все они связаны с отзывом ЦБ лицензий у банков.

Еще более впечатляет рост объема неисполненных обязательств (см. график): в 2006-м он составлял — 10 млн рублей, в 2007-м — 551 млн рублей, а за десять с половиной месяцев 2008-го эмитенты не смогли вовремя погасить долги на 15 млрд рублей. То есть объем просроченной задолженности по сравнению с прошлым годом уже вырос в 30 раз.

Конечно, большинство этих дефолтов являются техническими, то есть речь идет не об отказе эмитентов платить, а всего лишь об их неспособности расплатиться вовремя. Из 40 дефолтов, объявленных эмитентам в 2008 году, техническими были 29. Причем по 18 из них на общую сумму 6,5 млрд рублей эмитенты уже сумели расплатиться.

Однако рынку от этого не легче: на 15 ноября имелось около 1 млрд рублей «зависшей» (то есть с неопределенной датой погашения) технической задолженности, которая, как известно, при срыве переговоров между эмитентом и инвесторами легко превращается в безнадежную. Но самое печальное — это 7,5 млрд рублей безнадежной задолженности по подтвержденным эмитентом дефолтам, взыскать которую инвесторы теперь могут только через суд.

В отраслевом разрезе наиболее пострадавшим от дефолтов является агропромышленный комплекс. Так, 24 октября отказалось заплатить купон по первому выпуску облигаций ООО «Агрохолдинг-Финанс» (объем выпуска 1 млрд рублей), 9 и 10 октября соответственно не были исполнены оферты по второму выпуску облигаций ООО «Русские масла» на 988 млн рублей и третьему выпуску ООО «АПК „Аркада“» на 1,16 млрд рублей. Кроме того, 26 августа был объявлен дефолт по оферте по первому выпуску облигаций ООО «АЛПИ-Инвест» на 1,44 млрд рублей, а 7 августа не исполнило оферту по первому выпуску облигаций ООО «Держава-Финанс» на 199 млн рублей. Таким образом, из 7,5 млрд рублей задолженности по подтвержденным дефолтам на агропромышленный сектор приходится почти 4,7 млрд рублей.

Дефолты не обошли стороной и промышленность. 2 октября не была исполнена оферта по второму выпуску облигаций ОАО НОК (Новосибирский оловянный комбинат) на 347 млн рублей, а 4 сентября не прошло оферту по перво-

му выпуску облигаций ООО «СЗЛК-Финанс» (Северо-западная лесопромышленная компания) на 1 млрд рублей. В лесной отрасли пострадало еще ЗАО «Миннеско-Новосибирск», не исполнившее 16 июня оферту по первому выпуску облигаций на 435 млн рублей. В целом промышленники безнадежно задолжали инвесторам почти 1,6 млрд рублей. Список наиболее пострадавших отраслей замыкает ритейл: 6 августа не прошло оферту по третьему выпуску облигаций ЗАО «Марта-Финанс» на 1,202 млрд рублей.

Кроме того, много технических дефолтов (с тенденцией превращения в безнадежные) в таких отраслях, как авиатранспорт и строительство. Причем девелоперы уже начали подтверждать дефолты, но пока не по рублевым облигациям — 12 ноября девелоперская группа РТМ официально подтвердила невозможность исполнить пут-опцион по еврооблигациям на \$55 млн и вступила в переговоры с инвесторами. Представители финансового сектора среди объявивших дефолт пока не числятся, однако для того, чтобы избежать этого, им иногда требовалась смена собственника (ИБ «КИТ Финанс» и ряд более мелких банков).

К сожалению, вероятность продолжения эпопеи дефолтов на рынке рублевых облигаций все еще остается высокой. Ухудшение прогноза по суверенному рейтингу России (10 ноября Fitch Ratings понизило прогноз со «стабильного» на «негативный»), а также снижение кредитных рейтингов российских компаний международными рейтинговыми агентствами отпугивают иностранных инвесторов, которых и так днем с огнем не сыщешь. А девальвация рубля отпугивает уже инвесторов отечественных, которые постепенно превращаются в столь же редкий тип игроков, что и инвесторы-нерезиденты.

И даже господдержка не помогает, поскольку участники рынка осознают ее временность и не очень-то хотят зависеть от воли нескольких конкретных чиновников, распоряджающихся вливанием государственных денег.

Начальник управления первичного размещения долга и андеррайтинга банка «Союз» Леонид Деспотулин: «Правительство выделило из золотовалютных резервов страны порядка \$50 млрд для финансирования внешнего корпоративного долга (синдицированные кредиты и еврооблигации). Таким образом, положительный эффект от вливания данных средств в рынок будет прежде всего заметен для бумаг компаний, так или иначе подчиненных государству или имеющих государственную поддержку. Остальным заемщикам будет достаточно сложно реструктурировать свои обязательства. Возможно повышение ри-

ска технических дефолтов в следующих секторах: банки и финансовые организации, торговые компании (торговые сети, металлотрейдеры, автодилеры), компании агропромышленного сектора с высоким уровнем долга. Пики дефолтов, исходя из данных по графику погашения, могут прийти на декабрь 2008-го и март 2009-го, когда рынок ожидают максимальные выплаты».

Начальник отдела анализа долговых рынков Банка Москвы Егор Федоров: «Вливание госсредств на денежный рынок не оживило рынок облигаций. Ликвидность полностью исчезла, после того как начались неисполнения обязательств в рамках сделок межбанковского репо. Кризис доверия невозможно вылечить краткосрочной ликвидностью, особенно когда источники этого кризиса находятся далеко за пределами российской экономики».

Никто из эмитентов не оказался в стороне. В сентябре — начале ноября резко выросло количество корпоративных дефолтов в рамках исполнения публичных обязательств. Ожидания ухудшения ситуации, отток капитала привели к массовой ликвидации портфелей. На этом фоне, по нашим расчетам, средняя доходность корпоративных облигаций выросла с 10,7% до 31,7% годовых. Только оперативные меры по спасению ряда банков помогли избежать более жесткого варианта развития событий».

ПАТРИОТИЧЕСКИЕ ПОКУПКИ Усугубление негативной ситуации в октябре—ноябре практически полностью похоронило первичный рынок. Да и кто будет размещаться, когда доходность по облигациям эмитентов первого эшелона в среднем составляет 14% годовых? Это уже критическая ставка для бизнеса многих компаний. Меж тем доходность облигаций второго эшелона сейчас составляют более 35% годовых, а третьего эшелона — более 54%. Фактически это запретительно высокие ставки для бизнеса, соответствующие ситуации середины 90-х.

Эксперты подтверждают, что первичный рынок практически умер, однако надеются, что крупные компании первого эшелона помогут его реанимировать.

Владимир Харченко, аналитик «ИФД Капиталь»: «В октябре—ноябре первичных размещений не было, по крайней мере рыночных. На декабрь календарь размещений пока также пуст. Если новые выпуски и появятся, то их, скорее всего, будет немного. Для большинства эмитентов долговой рынок закрыт, и лишь компании с высоким кредитным качеством могут рассчитывать на публичные займы. Среди возможных вариантов — биржевые облигации ЛУКОЙЛа. Компания готовит 20 выпусков этих бумаг общим объемом 100 млрд рублей. Учитывая их короткий срок обращения — 6 или 12 месяцев, эти облигации могут быть интересны инвесторам. Кроме того, 25–28 ноября РЖД планирует разместить пятилетний облигационный заем на 15 млрд рублей

с полуторалетней офертой. Не исключено, что это будет первый рыночный заем после длительной паузы».

Петр Ануфриев, трейдер по рублевым облигациям ОАО «Атон»: «Размещения уже давно утратили рыночный характер, а их количество сильно сократилось. К тому же многие эмитенты отказываются от намеченных ранее выпусков. Ну не могут эмитенты занимать деньги под 20% годовых и выше. А ведь большинство бумаг именно с такими доходностями и торгуются на вторичном рынке. Из размещений возможный интерес представлять будут биржевые облигации ЛУКОЙЛа: 20 выпусков по 5 млрд рублей, из которых 10 на полгода и 10 на год. Хорошее кредитное качество плюс короткий срок инвестирования. Правда, не ясно пока, когда будут размещаться бумаги (выпуски уже зарегистрированы) и будет ли рыночный характер размещения. Интерес также представляет размещение в ноябре новых выпусков РЖД».

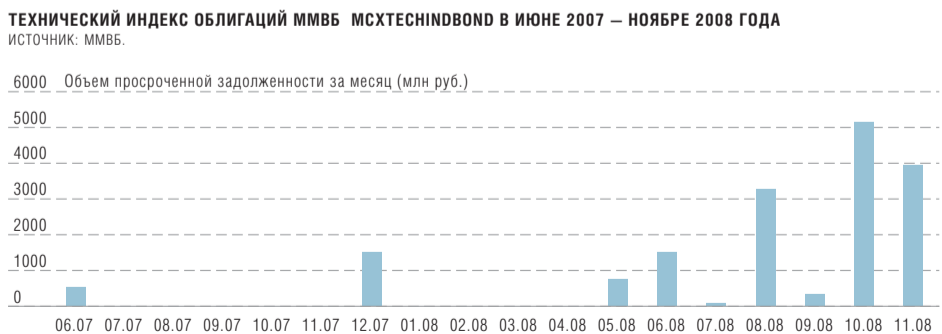
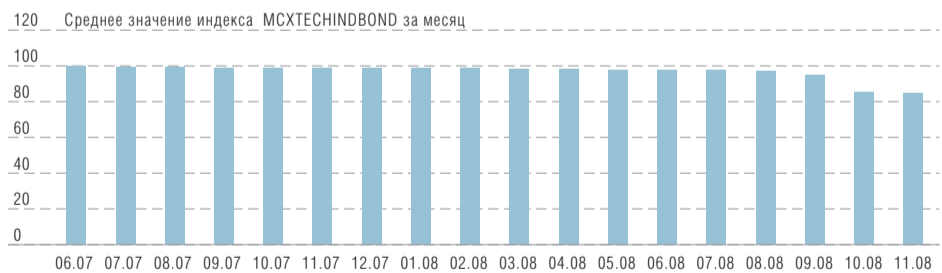
После схлопывания рынков следующим шагом обычно бывает их закрытие для «не своих», протекционизм. Причем он может быть как прямым, административным, так и осуществляться с помощью чисто экономических мер.

Вот и рынок рублевых облигаций в октябре — начале ноября фактически схлопнулся, а теперь становится «патриотическим». То есть инвесторам просто не интересно покупать компании, не пользующиеся в той или иной степени господдержкой. Слишком велик риск. Другое дело, что предельно патриотический рынок в конце концов перестает быть интересным и для эмитентов. И перестает выполнять свою функцию в экономике. В случае рынка облигаций эта функция — быть для бизнеса альтернативой банковскому кредиту и IPO в деле привлечения средств. В настоящее время российский облигационный рынок эту функцию выполнять перестал.

У инвесторов, однако, еще остается возможность для получения доходности. Когда компании первого эшелона начинают предлагать полугодовые облигации — а ясно, что по ним за полгода дефолт вряд ли случится, то инвестор получает альтернативу рынку акций и банковскому депозиту. Аналитики советуют инвесторам стать патриотами.

Роман Тихонов, финансовый аналитик ИГ «Универ»: «Следует приобретать короткие бумаги стратегически важных для государства эмитентов. Например, второй выпуск „Миг-финанс“. Компания занимается производством военных двигателей, оферта по данному выпуску состоится 11 декабря. Также стоит обратить внимание на некоторые муниципальные выпуски, в частности на шестой выпуск Московской области с доходностью 16% годовых».

Владимир Харченко: «Инвесторам стоит обращать внимание только на облигации с короткой дюрацией (до полугода-года) и высоким кредитным качеством. Это квазигосударственные бумаги, а также облигации стратегических отраслей. К примеру, выпуски ВТБ и ВТБ 24 с доходностью 15–18% годовых».



ТЕХНИЧЕСКИЙ ИНДЕКС ОБЛИГАЦИЙ ММВБ MCXTECHINDBOND В ИЮНЕ 2007 — НОЯБРЕ 2008 ГОДА ИСТОЧНИК: ММВБ.

ОБЪЕМ ДЕФОЛТНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ ПО РУБЛЕВЫМ ОБЛИГАЦИЯМ В ИЮНЕ 2007 — НОЯБРЕ 2008 ГОДА ИСТОЧНИК: CBONDS, ММВБ.

ПРОГНОЗЫ



ВКЛАД «ОСЕННИЙ»

ОСЕНЬ ПРИНОСИТ ПЛОДЫ

«Осенний»* — пополняемый вклад с повышенной процентной ставкой — 12,25% Рубли РФ, 11% Доллары США, 9,5% Евро годовых на 365 дней; 10,5% Рубли РФ, 9% Доллары США, 7,5% Евро годовых на 181 день. Минимальный взнос 1000 Рублей РФ, 40 Долларов США, 40 Евро. При открытии вклада «ОСЕННИЙ», в зависимости от срока и суммы вклада, оформляется карта Visa Gold, Classic или Electron с бесплатным годовым обслуживанием и услугой SMS-оповещения. Единоразовая скидка в размере 20% от стоимости аренды индивидуальных банковских сейфов в течение срока действия договора Вклада. Срок действия акции: с 23 сентября по 29 ноября 2008 года (включительно).

* Примечание: Если в условиях договора Вклада не указано иное, то в случае досрочного востребования вкладчиком суммы Вклада или её части проценты на полную сумму Вклада за весь срок действия Договора начисляются и выплачиваются Банком по ставке 0,01% годовых. Доходы в виде процентов по вкладу облагаются налогом в соответствии с действующим законодательством РФ.



+7 (495) 981 81 81, 8 800 555 2 555

www.smpbank.ru

Генеральная лицензия ЦБ РФ №3368 от 16 июля 2007 года. ООО КБ «СМП». Реклама.