

**Ю.В. Лапина**

## **РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 2003: НОВЫЕ ОПАСНОСТИ**

2003 год начинался очень удачно для российского рынка облигаций – высокие цены на нефть, укрепление рубля, приток инвестиций. Реакция не заставила себя ждать. Объём первичных размещений составил порядка 120 млрд. руб, ставки упали по двухлетним «голубым фишкам» до 8,5 – 9,5% годовых, объёмы торгов на ММВБ составляли порядка 10-20 млрд. руб. в месяц. Оптимизм иссяк где-то к середине лета. Сначала плавное снижение котировок объясняли традиционным летним затишьем, когда многие игроки, уходя на каникулы, закрывали свои позиции, но потом стало очевидно, что коррекция имеет более глубокий характер.

Первая половина года показала, что не все так просто и прежние стратегии уже не столь эффективны. Нельзя уже просто покупать на первичных размещениях и продавать со значительной прибылью на вторичном рынке, а купон не всегда мог перекрыть убытки по цене. 2003 год заставил многих инвесторов изменить отношение к рынку облигаций и пересмотреть свои стратегии в связи с возникшими новыми опасностями. Рассмотрим некоторые из них.

**Опасность:** Увеличение на рынке доли эмитентов одной отрасли. В этом году во время спада на рынке облигаций в начале лета, пожалуй, больше всего потеряли в цене облигации телекоммуникационных компаний. На наш взгляд, это связано с тем, что на рынок вышло слишком много компаний этой отрасли.

**Стратегия:** Нужно внимательно смотреть за готовящимися размещениями и оценивать новых заемщиков относительно отраслей, и внутри каждой отрасли.

**Опасность:** Покупки на первичных размещениях. Облигации «замораживаются» примерно на месяц, изменение за этот срок процентных ставок может негативно сказаться на вложениях. Самый яркий пример - это облигации Транснефтепродукта, размещавшиеся по номиналу и стоившие после выхода на вторичный рынок около 90% от номинала, а купонный доход в размере 8,9% не смог компенсировать убытки.

**Стратегия:** Опасно покупать низкокупонные облигации на первичных размещениях, когда рынок находится на своей высоте. Если при достижении рынком определённых уровней не очевидно, что будет дальше лучше воздержаться от покупок на аукционе, какими бы привлекательными на тот момент они не казались.

**Опасность:** Доходность на первичных размещениях ниже уровня инфляции. Покупая бумаги, инвестор надеется на прибыль от роста цены, но как отмечено выше, замораживая бумагу на длительный срок, инвестор рискует при изменении рыночных ставок войти в убыток. Держание такой бумаги до погашения также не принесет желаемого уровня доходности.

**Стратегия:** По возможности избегать подобных бумаг.

**Опасность:** Высокая корреляция цен облигаций с курсом доллара, ставкой межбанковского кредита и денежной массой в обращении.

**Стратегия:** Отслеживая значения этих величин можно предсказать поведения рынка в краткосрочной перспективе.

**Опасность:** Зависимость от определённых дат. Конец месяца – снижение цен из-за платежей банков, которые являются основными игроками на рынке облигаций. Повышение

котировок перед выходными и праздниками на высококупонные ликвидные бумаги. Летняя потеря ликвидности на рынке, когда многие игроки закрывают свои позиции.

**Стратегия:** Хотя подобные события легко предсказуемы, в 2003 году был на время преодолён эффект конца месяца. Цены на облигации не прекращали свой рост и в эти дни. Но в большинстве случаев внимание к этим факторам делает инвестирование более предсказуемым.

**Опасность:** Очевидная «перегретость» рынка.

**Стратегия:** Необходимо сравнивать доходности корпоративных облигаций с доходностями ГКО-ОФЗ соответствующей структуры. На наш взгляд, справедливый спред для облигаций первого эшелона должен составлять около 150-250 б. п. Сужение спреда говорит о переоценённости корпоративных облигаций. В марте 2003 года некоторое время доходность облигаций Газпрома была ниже ОФЗ. С другой стороны, расширение этого спреда ещё не говорит о недооценённости бумаги, т.к. ставки на рынке ГКО-ОФЗ формируются основным игроком - Сбербанком, тогда как ставки на облигации формирует рынок.

**Опасность:** Дефолт эмитента. Вероятность этого серьёзно возросла в 2003 году, когда, пользуясь нехваткой инструментов для вложений, на рынок выходили предприятия, кредитоспособность которых вызывает серьёзные сомнения.

**Стратегия:** Внимательно изучать информацию об эмитентах, грамотно взвешивая риски и анализировать финансовые отчёты предприятий.

**Опасность:** На рынке обращаются облигации с переменным купоном. Не всегда удаётся самим определить следующий купон, т.к. иногда он устанавливается не в зависимости от каких-либо значений, а решением Совета Директоров.

**Стратегия:** Сравнить выгоду от дальнейшего держания бумаги после смены купона и предъявлением её к оферте. Внимательно следить за информацией о ставке нового купона, не упустить дату предъявления к оферте. Например, для облигаций РИТЭКа после оферты купон был установлен в размере 1% годовых, это было сделано эмитентом для того, чтобы досрочно выкупить выпуск, но к оферте предъявили не все находящиеся в обращении бумаги из чего можно сделать вывод, что кто-то из инвесторов не поймал нужный момент.

**Опасность:** В 2003 году по мере развития рынка увеличилось и количество спекулянтов. Их роль не так ярко выражена как на рынке акций, тем не менее во время форс-мажора именно они гонят рынок вверх или вниз. Так было после повышения рейтинга России, когда доходности за несколько дней упали на 2-3% и после ареста Ходорковского, когда те же спекулянты опустили рынок почти до предыдущих уровней.

**Стратегия:** При росте рынка увеличивать спекулятивную долю портфеля, состоящую из длинных бумаг. При падении – уменьшать и перекладываться в высококупонные короткие выпуски.

**Опасность:** Новые выпуски эмитента.

**Стратегия:** Обычно новый выпуск размещается с премией к уже находящемуся в обращении. Тут важно определить – либо старый выпуск «подтянется», либо новый опустится. Чаще всего имеет смысл перекладываться в новый, если он привлекательнее или такой же по структуре. Выходя на рынок с новым выпуском, эмитент анализирует рыночную ситуацию и подстраивается под неё.

Таким образом, главная задача инвестора состоит в умении анализировать сложившуюся в данный момент обстановку, увидеть вышеозначенные опасности и вовремя на них среагировать.

