

Международные рынки капитала: крупнейших заемщиков ожидают проблемы

Алексей Третьяков

Начальник отдела анализа финансовых рынков
Банк ЗЕНИТ

Даже после того, как экономисты согласились с тем, что американская экономика начинает восстанавливаться, фондовые рынки могут испытать еще не одну волну падения котировок.

Почти junk bonds

Уже давно замечено, что корпоративные дефолты нередко концентрируются на завершающей стадии экономических кризисов, когда начинается рост процентных ставок, а внимание инвесторов переключается от лидеров старого экономического цикла к новым «звездам».

Текущий период отличается от предыдущих кризисов лишь масштабами заимствований, сделанных крупными корпорациями. Потеря любым из десятки крупнейших американских должников инвестиционного рейтинга (ниже уровня «BBB-» по версии S&P или «Вaa3» по версии Moody's) может спровоцировать глобальное перераспределение структуры портфелей инвесторов и колебание ставок на рынке высокодоходных инструментов с фиксированной доходностью. В худшем случае банкротство одного из таких эмитентов приведет к еще более серьезным последствиям: сокращению у инвести-

ционных фондов лимитов на вложения в рискованные активы и обвалу котировок на фондовых биржах.

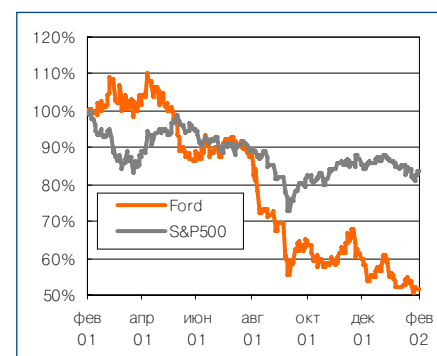
О вероятности неблагоприятного развития событий говорят последние истории из жизни корпоративной Америки, а также тот факт, что пять из десяти крупнейших корпоративных эмитентов имеют кредитный рейтинг лишь на одну-две строчки выше минимального инвестиционного уровня.

Ford Motors. Одна из трех крупнейших автомобильных корпораций мира находится в состоянии жесткого кризиса. Форд пострадал, пожалуй, сильнее всех от экономического спада в США. Его крупные сборочные заводы расположены в США, Мексике и Аргентине — странах, чье конкурентное преимущество на мировых рынках ослаблялось в течение последних лет дорожающей национальной валютой.

Финансисты допустили ошибку: в 2000 г. компания приняла решение

создать стратегический резерв палладия (используемого в производстве автомобильных катализаторов). Своими закупками Форд довел цену на палладий до 1125 долл. за унцию. В 2001 г. стоимость металла снизилась до 300 долл., и автогигант был вынужден списать с баланса 1 млрд. долл.

Рис. 1 Сравнительная динамика котировок акций Форд и индекса S&P 500 — «без надежды на лучшее»



Источник: Bloomberg.

Американские компании с наибольшим объемом финансовых обязательств

Компания	Объем выпущенных облигаций, млн. долл.	Текущий рейтинг S&P	Прогноз рейтинга
Ford Motors	132 452	BBB+	негативный
General Motors	107 585	BBB+	стабильный
General Electric	105 092	AAA	стабильный
DaimlerChrysler	57 670	BBB+	негативный
Tyco International	44 708	BBB	стабильный
Verizon Communications	41 304	A+	стабильный
AT&T Corp.	31 311	BBB+	негативный
WorldCom	29 653	BBB+	негативный
Qwest Communications	19 373	BBB	негативный
AOL Time Warner	18 312	BBB+	стабильный

Красным выделены эмитенты с наименьшим кредитным рейтингом.

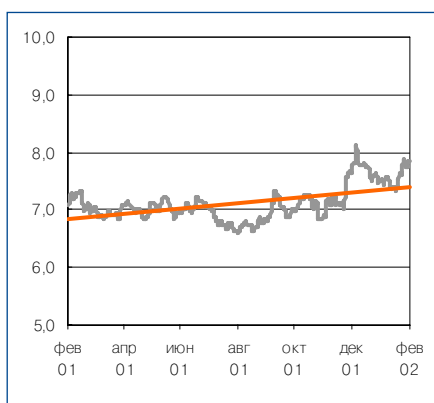
Источник: Bloomberg, Банк ЗЕНИТ.

По итогам 2001 г. Форд впервые за последние девять лет зафиксировал годовой убыток, после чего инвесторы начали сомневаться в перспективах американского автопроизводителя. Финансовые обязательства достигли 170 млрд. долл. и впервые превысили объем годовой выручки (162 млрд. долл.).

Для повышения конкурентоспособности Форд пошел на одно из крупнейших за последние десять в Америке лет сокращение персонала. В дополнение к 12 тыс. рабочих, уволенных в 2001 г., 23 тыс. рабочих мест должно быть сокращено в 2002 г.

Для покрытия дефицита денежных средств Ford провел в конце января рекордную эмиссию конвертируемых облигаций на 4,5 млрд. долл. За возможность привлечь 30-летние средства компания заплатила высокую цену: купонная доходность (6,5%) оказалась на уровне junk bonds. В дополнение к этому, держатели облигаций получили возможность конвертировать их в акции по цене 17,7 долл., всего на 26% выше минимального уровня котировок за последние четыре с половиной года.

Рис. 2 Доходность десятилетних облигаций Форд

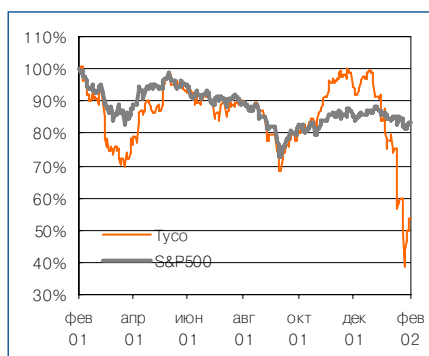


Источник: Bloomberg.

Не исключено, что этих средств не хватит Форду до конца года. В январе объем продаж его автомобилей в США упал на 10%, почти в два раза больше, чем у конкурентов.

Tyco International — крупнейший в мире диверсифицированный производитель электрических и электронных компонентов, телекоммуникационных систем, средств безопасности, огнетушителей и других специализированных продуктов. Еще недавно компания имела «звездный» статус среди американских корпораций. По итогам 2001 г. она показала 25%-ное увеличение продаж и четырехкратный рост чистой прибыли. Неудивительно, что на ожиданиях экономического оживления котировки Тико росли в течение последних месяцев почти в два раза лучше рынка, а капитализация превысила почетный уровень в 100 млрд. долл.

Рис. 3 Сравнительная динамика котировок акций Тико и индекса S&P 500 — «кризис доверия»



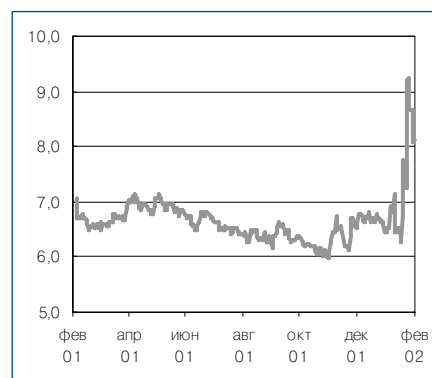
Источник: Bloomberg.

В январе Тико объявила о намерении разделить на четыре компании с тем, чтобы добиться лучшей специализации и повысить общую капитализацию холдинга. Планом реструктуризации предусмотрен выкуп облигаций на сумму 11 млрд. долл. и повышение кредитного рейтинга, находившегося в тот момент по версии S&P на уровне «А». Котировки облигаций Тико резко выросли после заявления об их выкупе. Доходность 10-летних облигаций снизилась до 6,25% годовых, на этом уровне торговались облигации с рейтингом «АА».

Акции Тико 19 января упали на 19%, когда выяснилось, что компания скрыла от инвесторов многомиллионные выплаты члену совета директоров. Падение продолжилось, когда обнаружилось, что топ-менеджеры Тико тайно продавали свои акции. 4 февраля в печать просочилась информация о ранее скрытых 8 млрд. долл. расходов на приобретение других компаний. В тот же день S&P снизило кредитный рейтинг компании на три строчки — с «А» до «BBB».

Котировки облигаций Тико снизились еще больше, до уровня junk bonds, после чего компания заявила, что будет замещать слишком дорогие облигации банковскими кредитами. В США, где корпоративные облигации являются наиболее дешевой и удобной формой корпоративного финансирования, подобное заявление считается дурным знаком.

Рис. 4 Доходность десятилетних облигаций Тико



Источник: Bloomberg.

Хотя к 12 февраля акции Тико вернули часть почти четырехкратного снижения котировок, дальнейшие перспективы компании остаются неопределенными, поскольку в ближайшие два года необходимо погасить 17,5 млрд. долл. по корпоративным облигациям.