Ольга ЕФРЕМОВА,
начальник отдела анализа
долговых рынков, НОМОС-БАНК

Процентные ставки являются одним из ключевых макроинструментов, которые ярко отражают текущее состояние финансовой системы и позволяют центральным банкам выполнять свои регулирующие функции. Макроиндикаторы влияют на стоимость заемного финансирования. Однако насколько прямой является такая зависимость? Влияют ли на решение банка об изменении стоимости кредитования масштабы бизнеса и статусность заемщика или правила для всех едины? Вместе с тем, как показывает практика, в последнее время величина процентных платежей для компании определяется не только макрофакторами и позицией банка, но и инициативой заемщика.

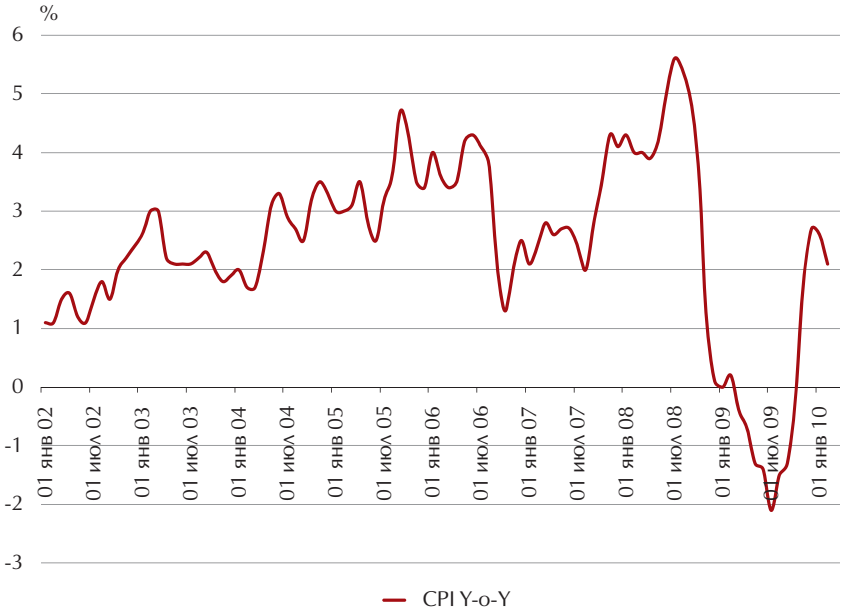
Игорь ГОЛУБЕВ,
начальник отдела анализа
эмитентов, НОМОС-БАНК

Хорошо забытые СТАРЫЕ

При макроэкономической стабильности и отсутствии явных рисков невозвратности заемных средств стоимость финансирования является комфортно низкой, но до тех уровней, пока не формируется среда для разгона инфляции. В силу существующей корреляции между уровнем инфляции и процентными ставками одной из основных задач финансовых регуляторов является формирование некоего оптимального соотношения, когда для обуздания инфляции центральные банки могут пойти на повышение базовых ставок. Например, по такой схеме действовали США, начав плавно повышать ставку в 2004 году и удерживая ее на уровне 5.25% до сентября 2007 года. К аналогичным мерам прибегали и регуляторы других ведущих экономик, стараясь не только избежать оттока капитала из страны, но и обеспечить приток иностранных инвестиций.

В условиях финансовой напряженности при высоких рисках невозврата выданных кредитов и публичных долговых обязательств кредиторы стремятся установить более высокие «защитные» процентные ставки. Это полностью отражает классическую модель, при которой фондирование для заемщика с высокими рисками обходится дороже, чем для компании, чья платежеспособность не вызывает сомнений. Как работает подобный механизм, мы могли наблюдать в течение последних лет, когда формирование стоимости заимствований находилось под давлением глобального финансового кризиса. Однако, как уже неоднократно отмечалось в различных публикациях, кризисная ситуация 2008 года была уникальной и требовала «уникальных» решений. Одной из ключевых стимулирующих мер, нашедших практически повсеместное применение в странах, испытавших влияние кризиса, стал переход центральных банков к исторически

Рисунок 1
Динамика индекса потребительских цен в США



минимальным базовым процентным ставкам в рамках общего антикризисного механизма. Соединенные Штаты, к примеру, сочли приемлемым понизить ставку до 0–0.25%, дабы дешевое фондирование поддержало находящуюся в крайне тяжелом положении экономику: с одной стороны, дефицит ликвидности ограничивал возможности банковского сектора по кредитованию и в принципе ставил под вопрос жизнеспособность банков, а с другой — банки-кредиторы были не готовы брать на себя корпоративные риски, которые в условиях общей нестабильности сильно возросли.

Смещая внимание с глобальных финансов на российский рынок, мы можем констатировать, что сценарий развития событий на нем во многом напоминал общемировой: финансовые регуляторы в лице Минфина и ЦБ РФ с достоинством выполнили свою миссию, не только сконцентрировав внимание на насыщении рынка денежной ликвидностью, но и стараясь плавно снижать стоимость фондирования. Так, если ставка MIACR в период наибольшей напряженности на рынке межбанковского кредитования достигала уровня 28% годовых, то в настоящее время, когда ситуация остается достаточно комфортной, стоимость кредитных ресурсов для банков составляет 3.5–4% годовых. Динамика ставки MOSPRIME, которая помимо прочего выступает индикативной базой для установления стоимости корпоративного кредитования, была во многом схожей: максимум (по годовой ставке) зафиксирован на уровне около 20%, тогда как в настоящее время ставка находится в районе 5% годовых.

Несмотря на то что в России ставка рефинансирования не оказывает столь серьезного влияния на рынок, как в других экономиках, передав регулирующую роль иным индикаторам, устанавливаемым Банком России, например ставке по операциям прямого РЕПО, процесс снижения первой до исторического минимума (8.25% годовых после очередного заявления ЦБ 26 марта) выступает одним из главных драйверов восстановления долгового рынка.

То, как менялась стоимость фондирования для российского корпоративного сектора, мы более наглядно рассмотрим на конкретных примерах.

Если проследить в целом за динамикой ставок по кредитам российским

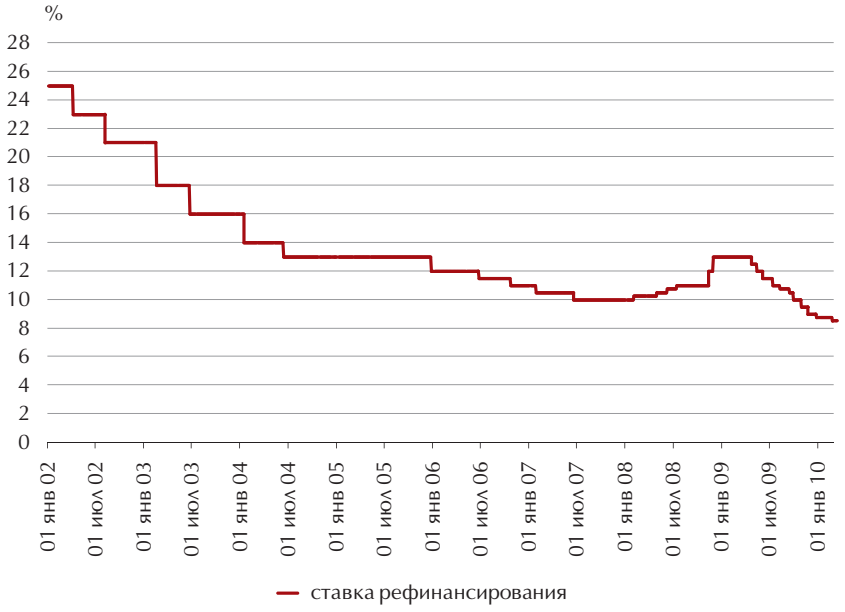


Рисунок 2
Динамика ставки рефинансирования ЦБ РФ

предприятиям, то в январе 2008 года компании в среднем могли привлекать средства под 17.4%. Это был рекордный уровень, ведь аналогичные ставки были на рынке кредитования лишь в мае 2002 года. Вместе с тем, уже к концу первого полугодия прошлого года ставка была снижена до 15.4%, а к концу года сократилась до 13.6%. В январе 2010 года, если верить статистике, предприятия нефинансового сектора могли кредитоваться дороже, чем в декабре, на 0.2 п.п, на уровне 13.8%. Если отталкиваться от последней цифры, получится, что мы находимся все в том же 2002 году, но не в мае (как это было в начале прошлого года), а, скажем, в октябре: именно тогда предприятия из нефинансового сектора могли занимать под 13.6%. Используя только консолидированные статданные, получаем, что ставки на сегодняшний день пока не успели вернуться на докризисные уровни 2008 года. Попробуем проверить, действительно ли это так, проанализировав реальные примеры заимствований.

Начать, вероятно, стоит с крупных компаний. Существенно ли для них менялись ставки или их статус позволял сохранять строку «процентные расходы» в конце 2009 года незначительно выше уровней, складывавшихся годом ранее? Для «Газпрома», самого статусного российского заемщика, история заимствований в деталях за последние два года выглядела следующим образом. В мае 2008 года «Газпром» привлекал средства под ставку LIBOR + 1.75% (4.92% на середину месяца), в августе ему удалось занять чуть де-

«ЕСЛИ В ПЕРИОД НАИБОЛЬШЕЙ НАПРЯЖЕННОСТИ НА РЫНКЕ МЕЖБАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ СТАВКА MIACR ДОСТИГАЛА УРОВНЯ 28% ГОДОВЫХ, ТО В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ СТОИМОСТЬ КРЕДИТНЫХ РЕСУРСОВ ДЛЯ БАНКОВ СОСТАВЛЯЕТ 3.5–4% ГОДОВЫХ»

шевле — LIBOR + 1.4% (4.7%). Однако уже с ноября обеспечить финансами российскую монополию банки смогли лишь под LIBOR + 3.6% (5.5%). К декабрю «Газпром» занимал под LIBOR + 5% (7.45%). Держать такую планку банки смогли совсем недолго, и уже в марте заимствования проходили

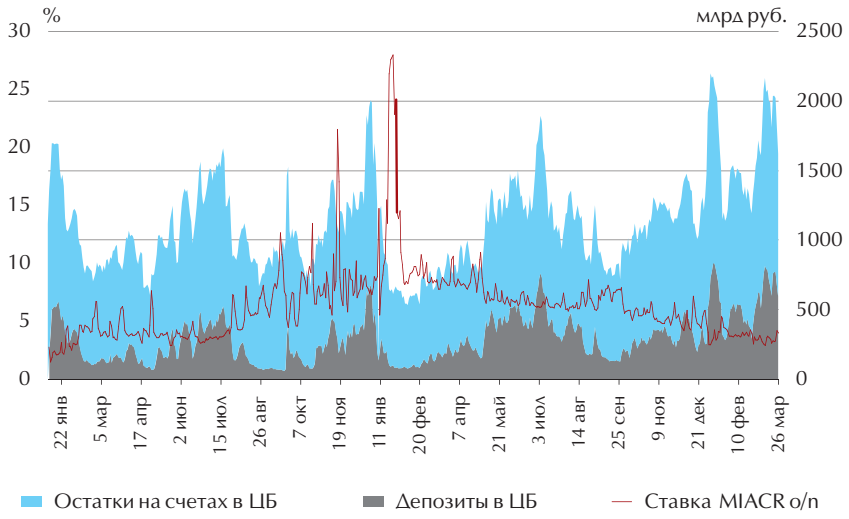


Рисунок 3
Динамика ликвидности и стоимости фондирования в России

под LIBOR + 3.6% (5.5%), а в конце прошлого года долг был привлечен под EURIBOR + 1.9% (3.02%). Как мы видим, монополии удалось вернуться на докризисные уровни в своих заимствованиях. Однако и в истории «Газпрома» был довольно интересный случай, когда монополия смогла в полной мере ощутить на себе негативную экономическую конъюнктуру. Отдельно стоит отметить, что привязка стоимости долга к различным индикаторам рынка не всегда играет на пользу заемщику. Так, проведенный в декабре 2008 года тендер на выбор финансового института, готового предоставить финансирование, закончился для монополии кредитными ставками в диапазоне 22.8–24.8%. Вполне вероятно, что такие уровни в то время были реальностью для компаний второго эшелона, однако для голубых фишек, тем более для «Газпрома», ставка за переделами 20% казалась не совсем адекватной. Такая ситуация сложилась в связи с тем, что «Газпром», согласно условиям тендера, привязал стоимость долга к индикатору MOSPRIME, находившемуся в октябре на уровне 6–8%, что являлось довольно комфортным для монополии на тот момент. Но к декабрьскому тендеру MOSPRIME вырос до уровней 20–30%, и в итоге «Газпрому» пришлось занимать по непривычной цене. Стоит отметить, что на таких уровнях ставки держались совсем недолго.

> ПРИВЯЗКА СТОИМОСТИ ДОЛГА К РАЗЛИЧНЫМ ИНДИКАТОРАМ РЫНКА НЕ ВСЕГДА ИГРАЕТ НА ПОЛЬЗУ ЗАЕМЩИКУ

Перейдем к менее крупным компаниям, которые характеризуются устойчивым финансовым положением и традиционно относятся ко второму эшелону. Возможно, таким заемщикам за счет сильного кредитного профиля и менее масштабных долговых аппетитов удавалось бороться с дорогими кредитами? Полностью на этот вопрос может дать ответ изменение стоимости заимствований для «Уралсвязьинформа» (УРСИ). Так, в начале 2008 года компания при прочих равных условиях занимала под 11%, к августу того же года ставки подросли до 12%, а в декабре УРСИ уже кредитовался под 19%. Однако после долгого перерыва компании все-таки удалось снизить стоимость фондирования до 15.42%, а последний кредит в феврале нынешнего года компания привлекала по 12%. Таким образом, УРСИ, как и «Газпрому», удалось вернуться к докризисным ставкам по кредитам. Попробуем оценить, как изменялась доходность бумаг УРСИ в сравнении со стоимостью традиционного долга, историю которого мы уже раскрыли. Итак, в начале 2008 года доходность бумаг компании находилась в диапазоне 8–9%, при этом кредиты компания привлекала под 11%. К концу года в котировках бумаг наблюдалась высокая волатильность, они колебались на уровне 12–14%, однако, как мы видим, ставки рынка рублевых бондов находились значительно ниже стоимости традиционного долга.

На примере УРСИ можно проследить и то, как повлияло увеличение стоимости фондирования на результаты компании. По итогам девяти месяцев 2009 года при сохранении уровня долга на прежних значениях процентные расходы выросли с 1.9 млрд руб. на начало года до 3 млрд руб. на конец указанного периода. А если соотнести это с показателем EBITDA прошлого года, то доля процентных платежей в составе показателя увеличилась с 20% до 30%. Однако в этом случае за счет высокой маржинальности бизнеса (рентабельность EBITDA за 9 месяцев 2009 года — 38%) повышение ставок до 20% не должно было вызвать панических настроений у менеджмента.

Вместе с тем, анализируя динамику кредитных ставок, можно вспомнить не только высокомаржинальные

компании, но и заемщиков, у которых операционная маржа в силу объективных причин ухудшения коньюнктуры товарных рынков не всегда дотягивает до уровня 10%. В этом случае даже при приемлемой долговой нагрузке весь операционный поток поглощается выплатами банкам, не оставляя запаса для реализации инвестиционных планов. Наиболее ярко это отражает история компании «Куйбышевазот». Как и для многих других компаний, наиболее негативная ситуация у КуАЗОТ сложилась в первом квартале прошлого года, когда норма EBITDA снизилась до уровней 2.5% против двузначного показателя 22.3%, сложившегося в 2008 году. В это же время операционный поток сократился до уровней, не дотягивающих даже до размера процентных платежей, и это при сохранении долговой нагрузки на прежнем уровне. Стоит отметить, что к концу третьего квартала ситуация выровнялась, и рентабельность компании подросла до уровня 10%, а показатель EDITDA в два раза превышает величину процентных платежей. Однако не все представители корпоративного сектора могут похвастаться тем, что переломили негативную динамику.

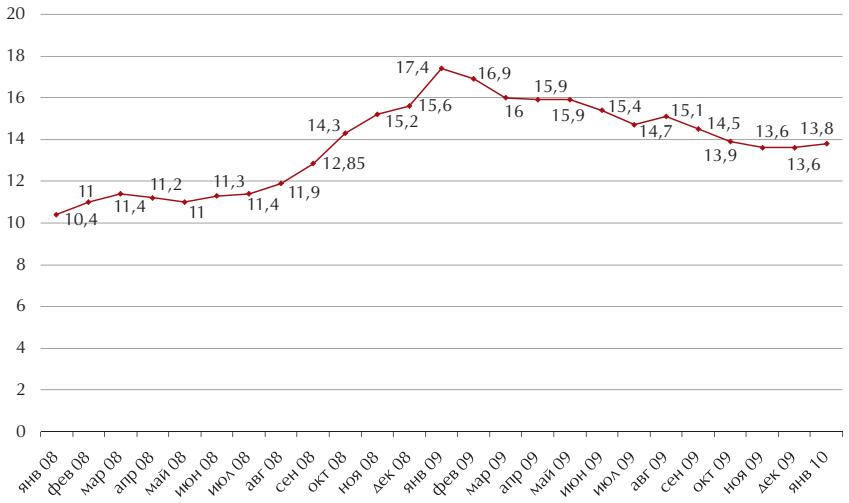
Банки далеко не всегда следуют динамике ставки рефинансирования, и зачастую инициировать процессы снижения стоимости долга их заставляют заемщики. Одной из первых с предложением снизить ставку выступила компания МТС, которой в ноябре удалось достигнуть договоренности со Сбербанком в снижении процентной ставки по кредиту с 12% до 8%. В декабре оператор сократил стоимость заимствований на 4.25%. Одним из последних действий компании в этом направлении стало уменьшение стоимости заимствований по кредиту в евро от Газпромбанка с 12% до 8%. На таких уровнях оператор мог занимать в начале 2008 года. За МТС потянулся и ряд других заемщиков, продолживших кампанию по снижению стоимости долга: «Транснефть», «Вымпелком», «Сибирьтелеком» и другие.

Резюмируя, мы можем констатировать постепенное возвращение стоимости заемного финансирования для корпораций к докризисным уровням. Перспективы того, как в дальнейшем будет меняться стоимость привлеченных ресурсов на долговом рынке, во многом зависят от его способности сохранить текущую комфортную ситуацию. При этом без поддержки финансовых регуляторов, придерживающихся политики низких ставок, не обойтись. Важно, на наш взгляд, несмотря на кажущуюся доступность заемного финансирования, не абстрагироваться от индивидуальных рисков каждого заемщика, ведь отдельные участники, не успев восстановить «докризисное» кредитное качество, уже стремятся не упустить момент для получения довольно дешевых заемных ресурсов. Между тем, решение вопроса о размере процентной ставки не должно являться прерогативой финансовых институтов. Как показывает практика, инициирование снижения стоимости долга со стороны заемщика в случае стабильного финансового положения компании зачастую находит положительный отклик у кредитных комитетов банков. ©

«МЫ МОЖЕМ КОНСТАТИРОВАТЬ ПОСТЕПЕННОЕ ВОЗВРАЩЕНИЕ СТОИМОСТИ ЗАЕМНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ КОРПОРАЦИЙ К ДОКРИЗИСНЫМ УРОВНЯМ»

«БАНКИ ЧАСТО НЕ СЛЕДУЮТ ДИНАМИКЕ СТАВКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ, И НЕРЕДКО ИНИЦИИРОВАТЬ ПРОЦЕССЫ СНИЖЕНИЯ СТОИМОСТИ ДОЛГА ИХ ЗАСТАВЛЯЮТ ЗАЕМЩИКИ»

Рисунок 4
Динамика процентных ставок для корпоративных заемщиков



CBONDS-EM

ИНФОРМАЦИОННАЯ УСЛУГА CBONDS ПО РЫНКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН EMERGING MARKETS

ПОДПИСКА НА ПЛАТНЫЙ СЕРВИС CBONDS-EM ВКЛЮЧАЕТ:

- доступ к базе эмиссий еврооблигаций стран Emerging Markets
- доступ к ежедневным котировкам еврооблигаций фондовых бирж и внебиржевого рынка
- индикаторы рынков Emerging Markets
- новостную ленту по выпускам еврооблигаций и макроэкономике