Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
ведущий аналитик группы анализа долговых рынков, ПАО «Промсвязьбанк»

Еврооблигации: Россия на международной арене

Антироссийские санкции и двукратное падение цен на нефть существенно изменили отношение инвесторов к российскому риску и конъюнктуру рынка суверенных евробондов. В результате за относительно короткий промежуток времени Россия лишилась двух рейтингов инвестиционной категории, которые были получены в 2005 г. (для сравнения: еще в 2000–2001 гг. суверенный рейтинг России находился в категории B). При этом доходности евробондов успели достигнуть уровня третьих стран с рейтингом B/CCC и вновь вернуться к значениям доходностей сопоставимых бенчарков — евробондов Турции (Baa3/BB+/BBB-) и Бразилии (Baa2/BBB-/BBB). Очевидно, что экономика России на фоне санкций и низких цен на нефть уже вошла в новую реальность, что проецируется и на рынок евробондов.

С фундаментальной точки зрения российская экономика остается одной из крупнейших среди развивающихся стран при низком уровне долговой нагрузки, положительном счете текущих операций и относительно невысокой безработице. Для наглядности в Таблице 1 представлен прогноз МВФ по ключевым показателям стран с суверенным рейтингом на уровне BB+/BBB- на 2015 г. Несмотря на ожидаемое снижение ВВП, в рамках данной выборки РФ имеет минимальный уровень долга, а по показателям счета текущих операций и уровню безработицы входит в тройку и десятку ренкинга соответственно.

Рынок облигаций реагирует на конъюнктурные изменения проактивно, что выразилось в распродаже российского риска в конце 2014 г. Рейтинговые агентства также, на наш взгляд, несколько переоценили негативные последствия санкций и снижения цен на нефть для российской экономики. Не последнюю роль в эмоциональности рейтинговых агентств и инвесторов сыграли структурные проблемы российской экономики в виде высокой зависимости доходов российского бюджета от цен на энергоносители.

Для сравнения: при сопоставимых размерах экономик России, Бразилии и Мексики объемы российского экспорта энергоноси-

Прогноз МВФ на 2015 г. (обновление: апрель 2015 г.)	Рейтинг	ВВП, $ млрд	Изменение ВВП, %	Совокупный долг, % от ВВП	Счет текущих операций, % от ВВП	Уровень безработицы, %
Россия	Ba1/BB+/BBB–	1 176,0	–3,8	18,8	5,4	6,5
Развивающиеся страны						
Индонезия	Baa3/BB+/BBB–	895,7	5,2	25,9	–3,0	5,8
Намибия	Baa3/–/BBB–	12,6	5,6	26,3	–9,9	28,1
Турция	Baa3/BB+u/BBB–	752,5	3,1	33,4	–4,2	11,4
Филиппины	Baa2/BBB/BBB–	308,0	6,7	35,5	5,5	6,2
Коста–Рика	Ba1/BB/BB+	52,8	3,8	42,4	–3,6	8,3
ЮАР	Baa2/BBB–/BBB	323,8	2,0	47,5	–4,6	25,1
Мексика	A3/BBB+/BBB+	1 232,0	3,0	51,4	–2,2	4,3
Уругвай	Baa2/BBB–/BBB–	56,8	2,8	64,4	–3,8	6,8
Индия	Baa3/BBB–u/BBB–	2 308,0	7,5	64,4	–1,3	4,9
Морокко	Ba1/BBB–/BBB–	102,0	4,4	65,5	–3,4	9,0
Бразилия	Baa2/BBB–/BBB	1 903,9	–1,0	66,2	–3,7	5,9
Развитые/европейские страны						
Болгария	Baa2/BB+/BBB–	51,6	1,2	28,9	0,2	10,9
Румыния	Baa3/BBB–/BBB–	189,7	2,7	40,5	–1,1	6,7
Исландия	Baa3/BBB–/BBB	17,8	3,5	73,8	6,1	4,0
Венгрия	Ba1/BB+/BB+	126,7	2,7	75,5	4,8	7,6
Хорватия	Ba1/BB/BB	48,9	0,5	85,1	2,2	17,3
Испания	Baa2/BBB/BBB+	1 230,2	2,5	99,4	0,3	22,6
Португалия	Ba1/BBu/BB+	201,0	1,6	126,3	1,4	13,1
Италия	Baa2/BBB–u/BBB+	1 842,8	0,5	133,8	2,6	12,6

Источники: Bloomberg, МВФ, PSB Research

Таблица 1
Прогноз МВФ по ключевым показателям стран с рейтингом BB+/BBB- на 2015 г.

телей в 10–12 раз превышают соответствующие объемы экспорта данных стран. В результате доходности российских бумаг в декабре 2014 г. сравнялись с госбондами таких стран, как Ливан, Руанда или Нигерия, экспорт которой на 95% составляет нефть.

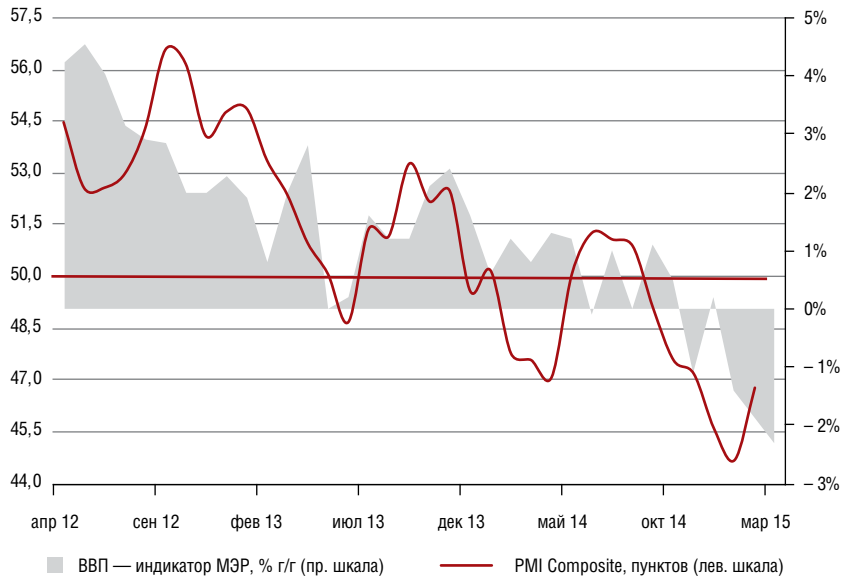
С фундаментальной точки зрения российская экономика с 2012 г. демонстрирует замедление и по итогам 2014 г., по данным Росстата, продемонстрировала рост на 0,6%, и 0,4% в четвертом квартале. При этом оперативные данные МЭР демонстрируют переход к снижению в текущем году — на 2,3% в феврале и на 1,9% за первые два месяца 2015 г. Композитный индекс деловой активности, рассчитываемый HSBC, по итогам марта составил 46,8 п., несколько смягчив падение в феврале до 44,7 п. на фоне укрепления рубля. В целом, данные значения говорят о серьезном торможении экономики.

Оценки снижения ВВП РФ в 2015 г. на текущий момент сильно разнятся. Мы ожидаем падения ВВП на 5,4%. Минэкономразвития более оптимистично и ожидает снижения экономики всего на 3%, МВФ — на 3,8%. При этом восстановления квартального роста экономики можно ожидать уже во второй половине текущего года. Учитывая дефицит драйверов роста и размер российской экономики, а также тренд на замедление глобальной экономики, диапазон долгосрочного целевого роста ВВП РФ, по нашим оценкам, составляет 1–2%, что, впрочем, уже является новой реальностью не только для России, но и для многих развивающихся стран.

Таким образом, катастрофы в российской экономике в 2015 г. не предвидится, что может заставить рейтинговые агентства смягчить свои ожидания по показателям РФ. Также мы ожидаем сохранения среднеквартальных цен на нефть до 2018 г. на текущих уровнях — в диапазоне $55–60 за баррель, что дает время экономике страны адаптироваться к новой реальности.

Дополнительным фактором, напрямую влияющим на доходность российских евробондов, является геополитика и международные санкции. Снижение

Рисунок 1
Динамика ВВП и индекса PMI



Источники: Bloomberg, МЭР

Рисунок 2. ВВП РФ, % (г/г)

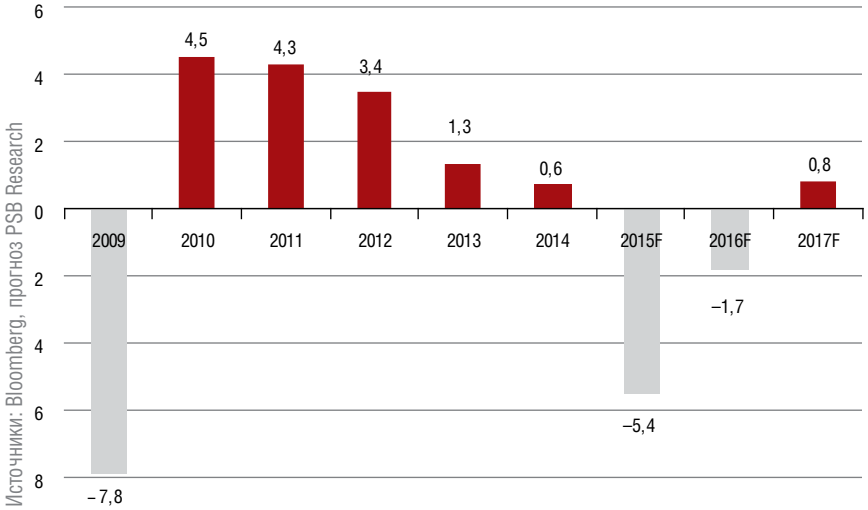


Рисунок 3. Доходность десятилетних суверенных долларовых еврооблигаций EM, %

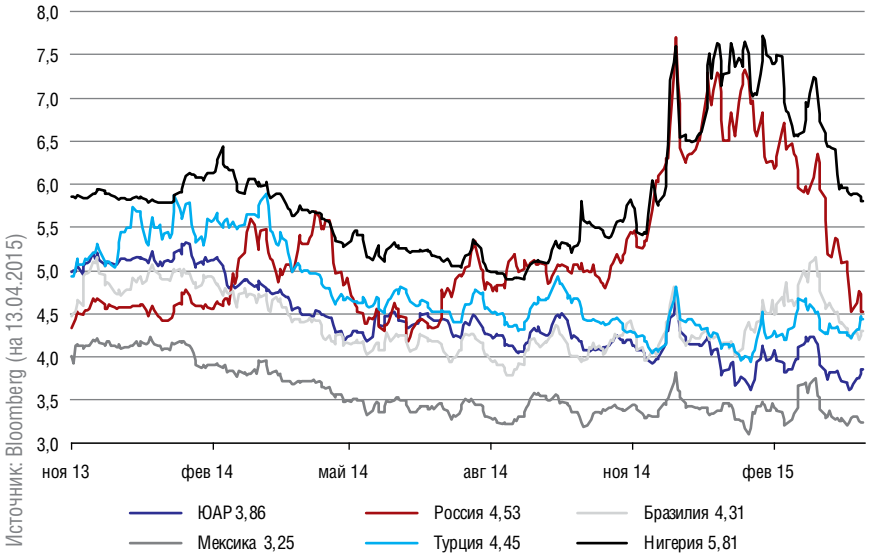
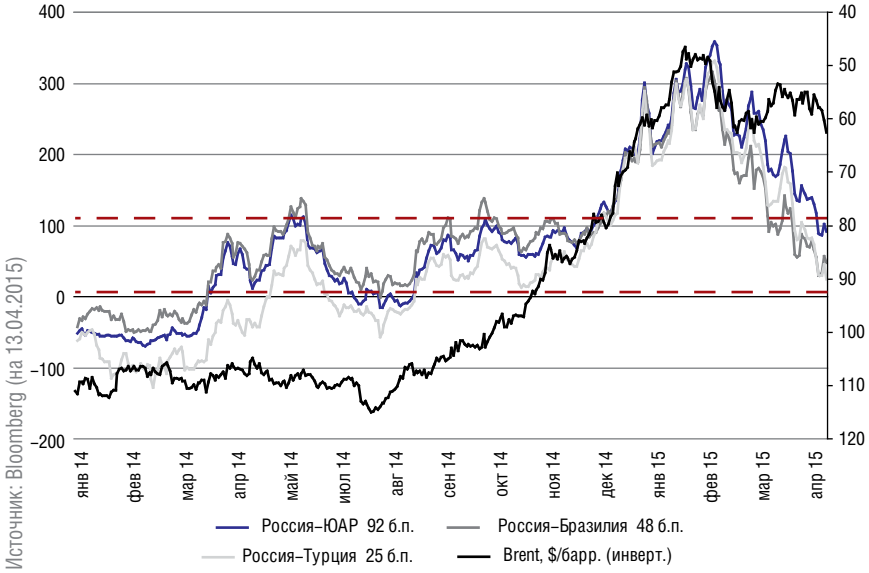


Рисунок 4. Спреды доходностей десятилетних суверенных долларовых еврооблигаций EM, б.п.



РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА ОСТАЕТСЯ ОДНОЙ ИЗ КРУПНЕЙШИХ СРЕДИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН ПРИ НИЗКОМ УРОВНЕ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ И ОТНОСИТЕЛЬНО НЕВЫСОКОЙ БЕЗРАБОТИЦЕ

геополитической напряженности на юго-востоке Украины с началом реализации Минского соглашения заметно снизило премию в российских евробондах. Дальнейшее развитие событий мы рассматриваем в рамках трех сценариев.

Наиболее вероятным сценарием (около 50%) считаем сохранение текущего статус-кво: Минские договоренности полностью не выполняются, идет взаимное обвинение сторон, но масштабные боевые действия не начинаются. В этом случае сохраняется неопределенный по времени юридический статус территории юго-востока, в то время как санкционное давление на Россию не усиливается, но и не отменяется. В результате в российских активах остается умеренная геополитическая премия на фоне риска ухудшения ситуации. При этом позитивный (снятие санкций с РФ) и негативный сценарий (усиление санкционного давления), на наш взгляд, равновероятны (по 25%).

Уровни, достигнутые суверенными евробондами РФ в марте-апреле, выглядят достаточно агрессивно. Так, доходность Russia-23 вплотную приблизилась к сопоставимым выпускам Турции и Бразилии. При этом спреды российских бумаг относительно евробондов Турции, Бразилии и ЮАР достигли значений второй половины 2014 г., когда нефтяные котировки находились выше уровня $100 за баррель.

Если отправной точкой роста нестабильности и распродаж на рынке евробондов взять начало 2014 г., то из кредитной премии российских евробондов относительно бумаг сопоставимых стран, которая в начале 2015 г. достигала 350 б.п., осталось всего 100 б.п. С учетом сохранения низких цен на

нефть и санкций данный размер кредитной премии выглядит весьма скромно.

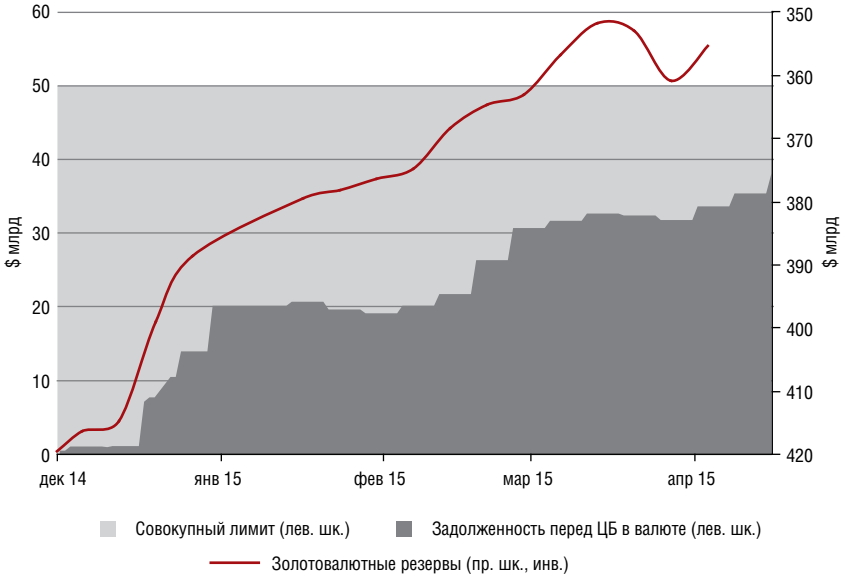
Компрессия спредов такого масштаба была спровоцирована внутренним фактором — запуском Банком России валютного РЕПО с минимальной ставкой LIBOR + 50 б.п., что существенно повысило привлекательность операций carry trade с российскими евробондами для российских банков. В результате с декабря 2014 г. банки нарастили задолженность по валютным инструментам перед ЦБ до $38,2 млрд на середину апреля при совокупном лимите в размере $50 млрд.

Существенная часть данных средств была направлена на рынок евробондов, что привело к стремительному росту котировок и срабатыванию стоп-лоссов при ограниченной ликвидности ряда бумаг, которые и служили обеспечением по РЕПО с ЦБ. Наглядным примером может служить наиболее перегретый выпуск на кривой — Russia-30, который абсорбировал наибольший объем валютной ликвидности, полученной банками от ЦБ. При этом в начале апреля бумага демонстрировала стремительный рост на фоне закрытия коротких позиций.

Так, если на начало года выпуск Russia-30 торговался с премией к кривой в силу амортизационной структуры бумаги, то на текущий момент выпуск лежит ниже кривой.

При этом спред по доходности между Russia-23 и Russia-30 достигал в начале месяца 140 б.п. при 20 б.п. в ноябре 2014 г. (на 15 апреля спред скорректировался до 98 б.п.).

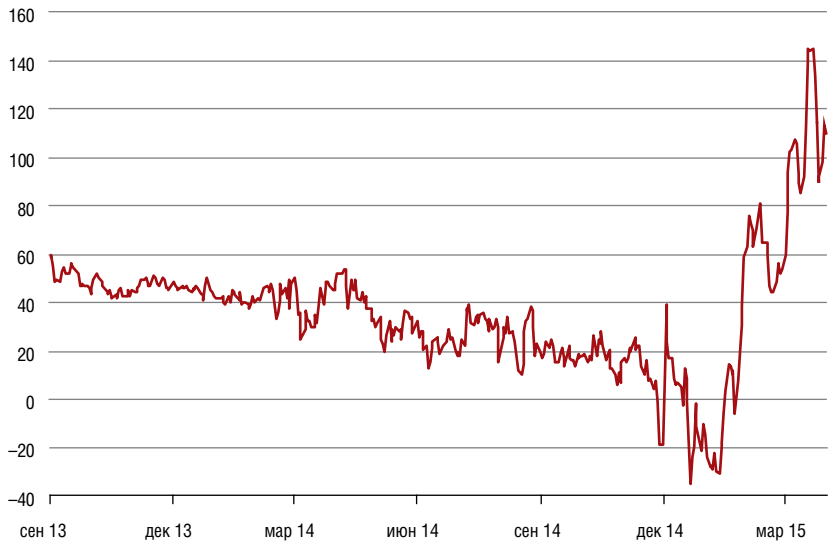
На этом фоне Банк России уже дважды с конца марта повышал ставки по валютному РЕПО, увеличив их в общей сложности на 100–125 б.п. В целом, инструменты предоставления дешевой валютной ликвидности фактически выполнили свою первоначальную функцию — поддержание банковской системы при выплатах по внешним долгам. В первом квартале 2015 г. пик выплат по внешнему долу был пройден относительно спокойно; со второго квартала объем выплат относительно невелик и не превышает $10 млрд в месяц (за исключением июня, когда компаниям и банкам предстоит выплатить порядка $13 млрд). Мы полагаем, что подобные объемы банковская система вполне может погасить без дополнительного вмешательства со стороны ЦБ. На этом фоне мы ожидаем, что регулятор, вероятнее всего, продолжит повышение ставок по инструментам валютного фондирования и не будет увеличивать предложение валютной ликвидности, зафиксировав его на текущем уровне.



Источники: ЦБ РФ, PSB Research

Рисунок 5
Задолженность банков по валютным инструментам ЦБ

Рисунок 6
Спред по доходности Russia-23 и Russia-30, б.п.



Источник: Bloomberg (на 13.04.2015)

КАТАСТРОФЫ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ В 2015 Г. НЕ ПРЕДВИДИТСЯ, ЧТО МОЖЕТ ЗАСТАВИТЬ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА СМЯГЧИТЬ ОЖИДАНИЯ ПО ПОКАЗАТЕЛЯМ РФ