Потолок ЦБ

Константин Васильев

КЛЮЧЕВЫМ ФАКТОРОМ, НЕГАТИВНО ПОВЛИЯВШИМ НА ДОЛГОВОЙ РОССИЙСКИЙ РЫНОК И НА ВСЮ ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ СТРАНЫ В ПОСЛЕДНИЕ МЕСЯЦЫ, СТАЛА ДЕВАЛЬВАЦИЯ РУБЛЯ. ЦБ РФ ПОСТЕПЕННО, ПРАКТИЧЕСКИ РАЗ В НЕДЕЛЮ РАСШИРЯЛ НА 30 КОП. ГРАНИЦЫ БИВАЛЮТНОЙ КОРЗИНЫ, ОТКРЫВАЯ ТЕМ САМЫМ ВАЛЮТНЫМ СПЕКУЛЯНТАМ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ЗАРАБОТКА И ОТДАВАЯ НА БОРЬБУ С НИМИ ЖЕ «НАЖИТЫЕ НЕПОСИЛЬНЫМ ТРУДОМ» ЗОЛОТОВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ. НО 22 ЯНВАРЯ ЦЕНТРОБАНК ОБЪЯВИЛ О ПРЕКРАЩЕНИИ РАСШИРЕНИЯ ВАЛЮТНОГО КОРИДОРА, ВЕРХНЯЯ ГРАНИЦА ПОДДЕРЖКИ БИВАЛЮТНОЙ КОРЗИНЫ УСТАНОВИЛАСЬ НА УРОВНЕ 41 РУБ., НИЖНЯЯ — 26 РУБ. ДОПОЛНИТЕЛЬНО БЫЛ ВВЕДЕН КОНТРОЛЬ ЗА «НЕЦЕЛЕВЫМ» СПЕКУЛЯТИВНЫМ ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СРЕДСТВ, ПОЛУЧЕННЫХ В РАМКАХ ГОСПОМОЩИ ОТ ВЭБА. МАКРОЭКОНОМИСТЫ И УЧАСТНИКИ РЫНКА С ВООДУШЕВЛЕНИЕМ ВОСПРИНЯЛИ ЭТИ РЕШИТЕЛЬНЫЕ ДЕЙСТВИЯ ЦБ, НАЦЕЛЕННЫЕ НА РЕАЛЬНУЮ И ПСИХОЛОГИЧЕСКУЮ СТАБИЛИЗАЦИЮ ВАЛЮТНОГО РЫНКА.

Станислав Пономаренко, начальник отдела исследований финансовых рынков ING Wholesale Banking, считает, что период слабого рубля близок к завершению: «По крайней мере, можно говорить о паузе в несколько месяцев. Безусловно, это позитивно для рублевого долга, и мы не исключаем краткосрочно некоторое перераспределение инвестиционного спроса с внешних долгов и валютного рынка на рынок рублевых облигаций. В то же время, мы видим основания для сохранения напряженной ситуации с ликвидностью. С одной стороны, дефицит ликвидности будет сохраняться под давлением выплат по внешнему долгу (около $120 млрд в течение 2009 года) и отсутствии какого-либо доступа к внешнему капиталу. С другой стороны, основным провайдером ликвидности в данных условиях останется ЦБР, который в целях сдерживания инфляции и поддержки рубля говорит пока об ужесточении денежной политики. В последнем случае мы не исключаем, что ЦБР может прибегнуть к очередному повышению процентных ставок, включая чувствительные для рублевых облигаций ставки РЕПО».

Но валютный курс отразился не только на долговом рынке. Александра Евтифьева, старший экономист «ВТБ Капитал», считает, что из-за ожиданий ослабления рубля практически остановился рост кредитования, расходов населения и инвестиций, даже при условии что на балансах российских банков нет таких «токсичных» активов, как в США. «Компании продолжают переводить рублевую выручку в валюту, задерживая платежи и зарплату. Население покупает наличные доллары и евро. Мы полагаем, что уже скоро эта тенденция сойдет на нет, но исключаем вероятность V-образного восстановления роста ВВП и ожидаем лишь умеренного увеличения экономической активности в этом году после возможного резкого спада в первом квартале 2009 года». Также Александра делится прогнозом экономического роста России на 2009 год: «Хотя сейчас Россия остается в числе стран с высокими темпами экономического роста (по нашим оценкам, рост ВВП в 2008 г. составил 5.6%), мы ожидаем, что в этом году ВВП сократится на 1.6%. Падение производства, которое началось в ноябре прошлого года, вскоре приведет к росту безработицы и снижению зарплат, что очень быстро скажется на потреблении. По всей вероятности, пик экономического спада в России придется на первый квартал. Ко второму кварталу начнется некоторое оживление, так как компании израсходуют накопленные запасы готовой продукции, ЦБ ослабит рубль до того предела, когда население перестанет копить иностранную валюту, а государственная поддержка дойдет до реального сектора».

По мнению Максима Орешкина, директора департамента инвестиционно-банковских услуг РОСБАНКА, при режиме ограниченно плавающего валютного курса динамика процентных ставок оказывает процикличное воздействие на экономику. «В условиях притока капитала в страну и высокого экономичекого роста ставки оказываются на недопустимо низком уровне, тем самым излишне стимулируя спрос, что традици-

онно заканчивается сильнейшим перегревом. Российская экономика прошла этот этап в 2006–2008 гг. Сейчас у нас наступил этап отрезвления: в условиях оттока капитала и рецессии сдерживание валютного курса приводит к завышенным девальвационным ожиданиям и аномально высоким процентным ставкам, которые, в свою очередь, делают экономический кризис гораздо более глубоким. Именно девальвационные ожидания в настоящий момент оказывают наиболее негативное воздействие на российскую экономику. Только в результате их стабилизации можно ожидать снижения уровня процентных ставок до более адекватных уровней (уровней, ненамного превышающих уровень инфляции)».

Несмотря на оптимистичный взгляд на динамику курса рубля в ближайшие несколько месяцев, участники рынка предполагают, что при ценах на нефть выше 30 руб. за баррель рубль может быть удержан в обозначенных границах, а при ценах ниже 30 руб. рубль покажет снижение. Максим Орешкин предлагает строить прогноз дальнейшей динамики рубля из предположения неукрепления рубля в реальном выражении. «Что это означает? При прочих равных условиях (сохранение российской инфляции на уровне около 13% годовых, стабильности курсов валют основных торговых партнеров, отсутствия внешних шоков) к концу года равновесный курс рубля должен номинально ослабнуть на порядка 11% (то есть до примерно 43.5 руб. за бивалютную корзину), чтобы компенсировать разницу российской и мировой инфляции. Ключевой проблемой в настоящее время являются гораздо более высокие инфляционные ожидания участников рынка: рекордный бюджетный дефицит в текущем году (около 8% ВВП), наращивание объемов рефинансирования со стороны Банка России подливают масла в огонь. Но при этом положительного сальдо текущего счета возможно добиться даже при 37 руб. за бивалютную корзину». В первые дни февраля стоимость бивалютной корзины вплотную приблизилась к верхней границе означенного регулятором коридора.

Временная стабилизация рубля, похоже, единственный позитивный фактор для рублевого долга, считает Станислав Пономаренко. «Дальнейшее ухудшение кредитного качества эмитентов, а соответственно, риски дефолта и/или реструктуризации по облигациям будут существенным сдерживающим фактором для инвесторов. В оценках кредитного качества мы бы рекомендовали не переоценивать возможности поддержки правительством корпоративного сектора, в том числе системообразующих компаний. На наш взгляд, включение компаний в списки на госпомощь совсем не защищает держателей облигаций от рисков реструктуризации. С другой стороны, как показывает практика последних нескольких месяцев, в случае банков фактор поддержки государства или ЦБ имеет более существенное значение. Помимо того, что для государства стабильность финансового сектора является приоритетом, у государства также значительно больше инструментов и опыта

Станислав Пономаренко,
начальник отдела исследований финансовых рынков, ING Wholesale Banking

Александра Евтифьева,
старший экономист, «ВТБ Капитал»

Станислав Боженко,
кредитный аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

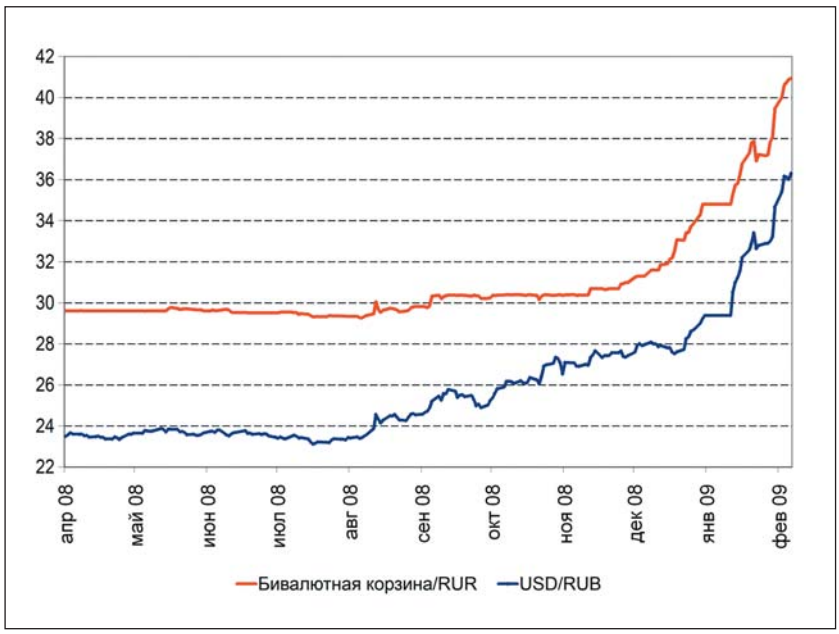
Егор Федоров,
начальник отдела анализа долговых рынков, Банк Москвы

Максим Орешкин,
директор департамента инвестиционно-банковских услуг, РОСБАНК

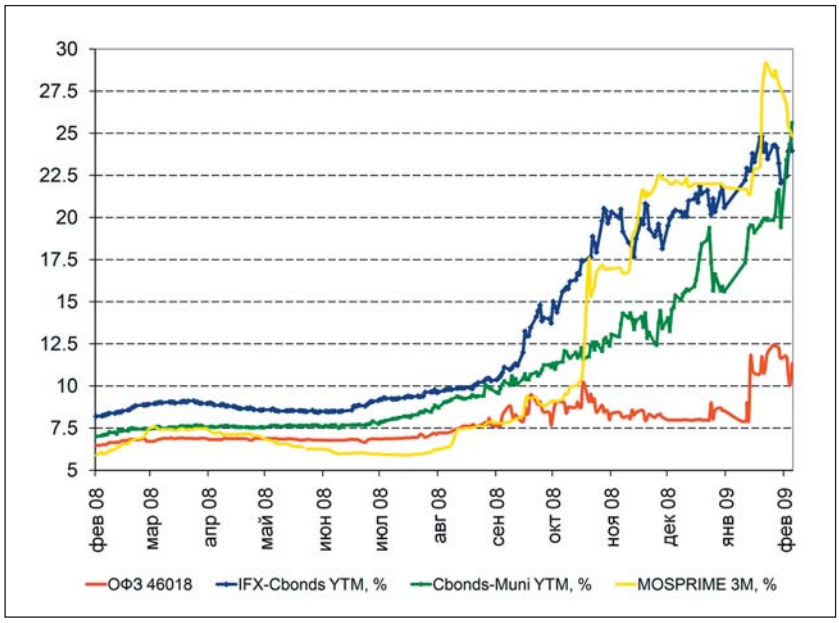
в оказании финансовой помощи именно банковскому сектору. Поэтому мы оцениваем кредитное качество банков в целом выше корпоративного, и, как показывает недавняя практика спасения проблемных банков, интересы держателей облигаций пока не игнорируются».

Станислав Боженко, кредитный аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал», отмечает, что последние месяцы 2008 года и начало 2009 года ознаменовались чередой корпоративных дефолтов на рынке рублевых облигаций. «Общий объем обязательств (с учетом технических дефолтов), неисполненных с ноября 2008 года, уже превысил 28 млрд руб. В ближайшие месяцы ситуация едва ли изменится, и мы, скорее всего, будем по-прежнему наблюдать неисполнение эмитентами (преимущественно третьего эшелона) обязательств перед держателями облигаций. Мы вынуждены констатировать, что в последнее время участились случаи, когда компании, имеющие возможности найти средства для расчета с инвесторами, не предпринимают к этому никаких попыток, видимо, считая множащиеся примеры подобного поведения общей нормой. Далеко не все эмитенты, испытывающие трудности с рефинансированием, ведут переговоры с держателями облигаций о реструктуризации долга, и складывается впечатление, что такие понятия, как «кредитная история» и «репутация», мало для кого сохраняют значение».

Динамика курса рубля ЦБ РФ



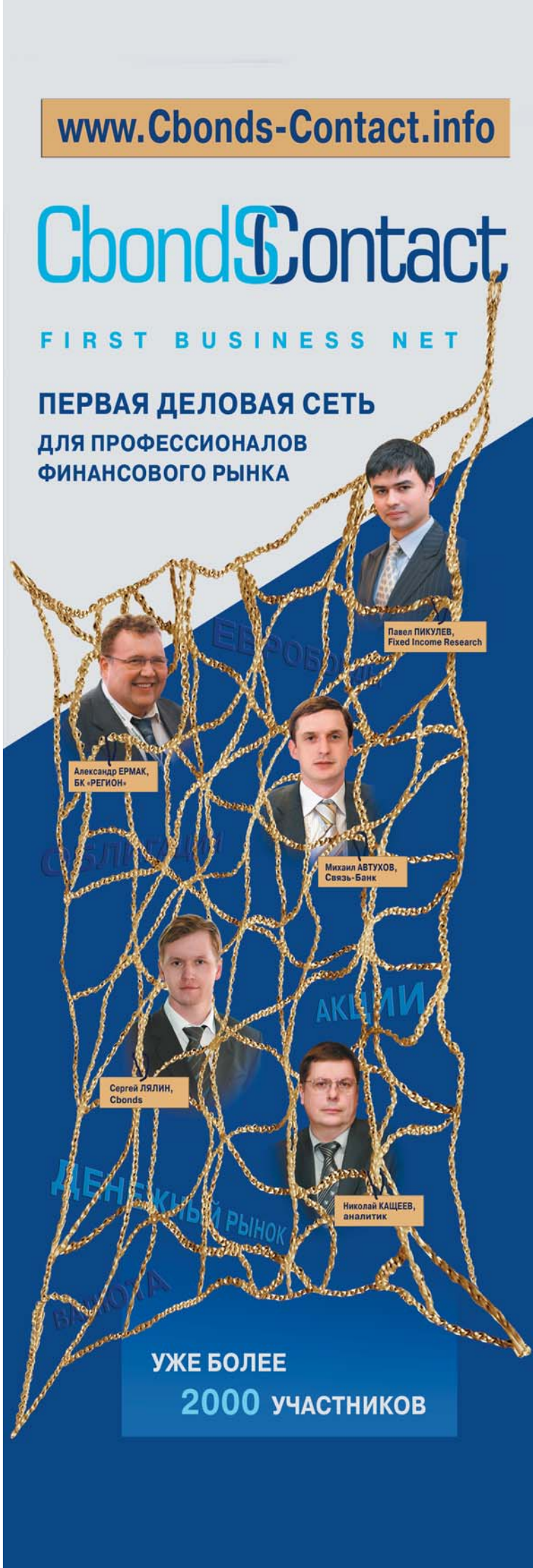
Динамика ключевых процентных ставок



С коллегами по поводу отсутствия хороших новостей для рынка соглашается и Егор Федоров, начальник отдела анализа долговых рынков Банка Москвы: события на глобальных рынках тоже не дают повода для оптимизма. «Январь оказался еще одним стрессовым месяцем для инвесторов. Очередная волна отчетности глобальных банков продемонстрировала, что кризис на мировых рынках еще в самом разгаре. Дополнительно отметим, что новое предложение госдолга со стороны Казначейства США пугает даже самых консервативных инвесторов, а в мире усиливается риторика в отношении чрезмерного использования государственного долга со стороны США».

Другим негативным фактором для рублевого долгового рынка является конкуренция с валютными рынками. Станислав Боженко констатирует, что в условиях девальвации рубля инвесторы в последние месяцы практически полностью утратили интерес к рынку рублевых облигаций. «Участники рынка активно продавали рублевые бумаги, перекладываясь в еврооблигации или просто уходя в валюту. В результате большая часть выпусков российских евробондов с дюрацией до полутора лет в настоящее время оказалась переоцененной относительно кредитных рисков эмитентов. Хотя еще сохраняют привлекательность отдельные бумаги банковского сектора, которые рынок традиционно недолюбливает. В частности, мы рекомендуем обратить внимание на номинированные в рублях еврооблигации квазисуверенных банков, которые недооценены в сравнении с рублевыми облигациями. На рынке рублевых облигаций мы рекомендуем к покупке короткие выпуски приемлемого кредитного качества, торгующиеся с доходностью выше 20% (например, выпуски электроэнергетического и телекоммуникационного секторов), а также в рамках консервативной стратегии могут представлять интерес короткие бумаги, включенные в список РЕПО ЦБ».

Егор Федоров отмечает, что инвесторы проявили в январе небывалый аппетит к рискам ЕМ, и российские корпоративные еврооблигации прибавили в стоимости 10–20%, несмотря на рост доходности долгосрочных us-treasuries. Частично эта динамика произошла благодаря российским резидентам, активность которых заметно выросла. Ключевым фактором роста активности стало бегство от рублевого риска, которое может продолжаться, пока неопределенность в отношении будущего курса рубля представляет собой больший риск, чем риск возможного продолжения роста доходностей us-treasuries. В этом смысле стратегия покупки валютных еврооблигаций сохраняет свою привлекательность».

По поводу перспектив восстановления рынка аналитики сходятся в едином мнении: установление ЦБ верхней границы колебаний бивалютной корзины должно способствовать постепенному восстановлению интереса к рублевым облигациям первого и качественного второго эшелонов. Однако, как считает Станислав Боженко, остается открытым вопрос, удастся ли ЦБ удержать рубль от дальнейшего ослабления к бивалютной корзине. «В настоящий момент основная часть рублевых облигаций, размещенных эмитентами приемлемого кредитного качества, котируется ниже кривой NDF на доллар/рубль даже с поправкой на риск контрагента по форвардным контрактам. Если у инвестора нет необходимости хеджировать валютные риски, рублевые бумаги выглядят привлекательными только в случае ослабления рубля к бивалютной корзине не более чем на 15% в течение нынешнего года (что, на наш взгляд, является несколько оптимистическим допущением)». И хотя ставки NDF впервые продемонстрировали незначительное снижение, отмечает Егор Федоров, взгляды в отношении рублевых облигаций пока не очень оптимистичны. «Неопределенность в отношении дальнейшей динамики курса рубля остается высокой, а стоимость хеджирования рублевого риска остается запретительной для формирования позиции в рублевых облигациях, предлагающую большую доходность, чем валютные еврооблигации».

По мнению Максима Орешкина, воскресить рублевый долговой рынок может не только стабильность валютного курса, но и жесткий контроль за инфляцией. «В этом случае рынок потратит несколько месяцев на привыкание к новым условиям, после чего ставки опустятся на разумные уровни: 14–16% годовых для первоклассных эмитентов. О стимулирующих ставках можно забыть, пока уровень инфляции не опустится ниже 10% годовых. Основными угрозами для данного прогноза являются: риск дальнейшего существенного снижения цен на сырьевые товары, девальвации валют стран основных торговых партнеров (особенное внимание здесь стоит уделить поведению украинской гривны, казахстанского тенге, китайского юаня, валют балтийских и остальных восточноевропейских стран), резкое увеличение рублевой ликвидности в экономике (то есть неспособность Банка России абсорбировать поступившие вследствие рекордного бюджетного дефицита рублевые средства в экономику). Реализация любой из этих угроз поставит под сомнение способность Банка России долго удерживать стоимость бивалютной корзины в рамках текущего коридора, а это будет означать беспочвенность надежд на скорое восстановление экономики и рынка долгов».