НБ «ТРАСТ»

Павел Пикулев,
директор департамента исследования долговых рынков

Владимир Брагин,
аналитик департамента исследования долговых рынков

На РУИНАХ

КОЛЛАПС МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Если вы не знаете, что такое Армагеддон, оглянитесь вокруг. Привычная нам финансовая среда обитания рассыпалась в 2008 году в прах, и тот хаос, который воцарился на ее месте, еще не породил что-то новое. Главный вопрос года 2009 года: родится ли что-то новое, а если родится, то как оно будет выглядеть? Что касается экономики и финансовых рынков, то тут перспективы все еще далеки от радужных.

То, что начиналось как спад рынка американской недвижимости, быстро переросло в крах всей финансовой системы. В результате мировая экономика сейчас переживает уже третью волну кризиса.

Первая волна кризиса началась, когда убытки по subprime привели к вымыванию банковского капитала, потере доверия на межбанковском рынке и остановке кредитования на глобальном уровне. Она спровоцировала вторую волну, когда на все категории активов началось падение спроса, который в значительной степени финансировался кредитными ресурсами. Начался стремительный «делеверидж», сопровождающийся обвалом на всех рынках (кроме Treasuries) и массовыми «марджин-коллами».

Вторая волна кризиса привела к дальнейшему размыванию банковского капитала, к еще большим проблемам в кредитовании и к еще более значительным трудностям у заемщиков реального сектора. Так пришла третья волна кризиса, в ходе которой начались корпоративные дефолты, массовые увольнения и снижение потребительской активности. В совокупности эти проблемы реальной экономики привели к ухудшению качества банковских кредитных портфелей и фронтальному росту «просрочки» по всем видам кредитов. Таким образом, по банковскому капиталу нанесен третий удар. И мы подозреваем, что на конец 2008 года третья волна кризиса еще только начала зарождаться, а все ее разрушительные последствия мировая экономика ощутит в наступающем 2009 году.

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ — ОПТИМИСТАМ НЕ НА ЧТО ОПЕРЕТЬСЯ

К сожалению, пока экономические показатели в эпицентре этого взрыва — в США — не дают повода для оптимизма. Потребительская активность — основной двигатель американской экономики — продолжает стремительно падать, что влечет за собой множество негативных последствий. Предприятия вынуждены снижать производственные программы и сокращать штаты сотрудников, что ведет к дальнейшему падению потребительской активности и росту просроченной задолженности по банковским кредитным портфелям. Увольнения инициируют вторую волну ипотечных дефолтов и еще больше усугубляют проблемы рынка жилья, с которого все началось.

Учитывая вышесказанное, пока нет причин надеяться, что в 2009 году в американской и мировой экономике дела сами по себе пойдут на лад. Даже если абстрагироваться от всех прочих неприятных последствий глобального «делевериджа» и следить только за американским рынком недвижимости (катализатором нынешнего кризиса), повод для оптимизма найти трудно.

Скажем, если взять за образец несомненно более мягкую рецессию в США в начале 90-х, кстати, также связанную с рынком жилья, то тогда состояние рынка труда продолжало ухудшаться еще в течение полутора лет после того, как рынок жилья достиг дна.

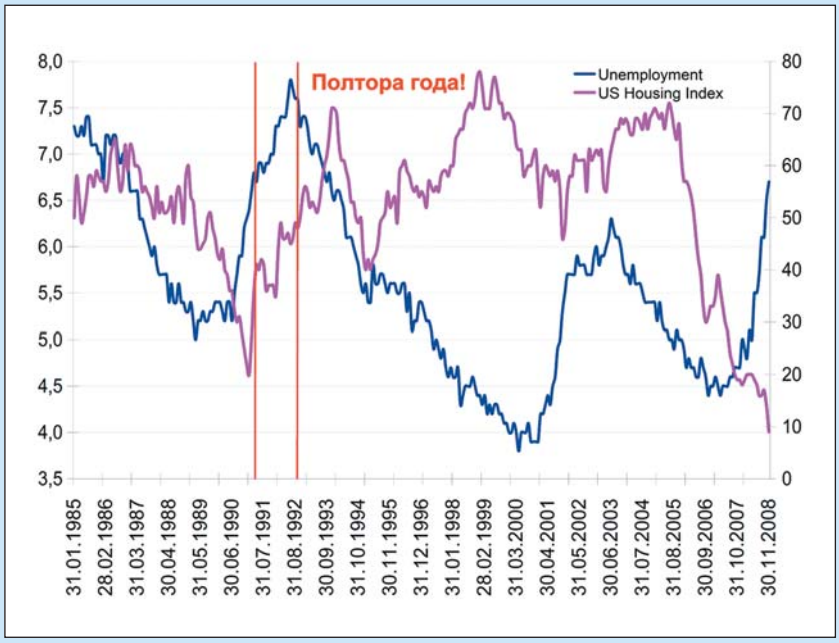
ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР — НУЖНЫ АССЕНИЗАТОРЫ

Проблемы в финансовом секторе остаются, и, по данным Bloomberg, объем списаний здесь уже превысил $1 трлн. Вероятнее всего, это далеко не предел. Во-первых, темпы раскрытия убытков до сих пор оставляют желать лучшего, и есть подозрение, что у многих крупных банков есть «скелеты в шкафах». Во-вторых, убытки от третьей волны кризиса, на наш взгляд, еще только начинают проявляться на балансах. В-третьих, статистика Bloomberg не учитывает убытки так называемого «теневого банковского сектора», куда входят хедж-фонды и оффшорные финансовые институты. Потери только этой категории финансовых институтов могут увеличить итоговый счет в полтора раза. По некоторым оценкам, объем потерь может достичь $3.6 трлн.

Согласно последним веяниям экономической мысли, ни инъекции ликвидности, ни рекапитализация не в состоянии «перезапустить» глобальную банковскую систему. Нужна тотальная расчистка балансов от «токсичных» активов. Методы предлагаются разные — от создания «плохого банка», который выкупит все проблемные активы, до полной национализации всех банков.

Сейчас, несмотря на все усилия регуляторов, банковская система остается в коме, хотя спреды LIBOR/OIS и демонстрируют некоторое улучшение ее состояния. Кредитная активность банков по-прежнему минимальна, но именно от того, насколько успешно будет проведена операция по перезапуску банковской системы, на наш взгляд, зависит успех всех прочих мер по стимулированию экономики. Об этом ниже.

Недвижимость и рынок труда



Источник: Bloomberg

ПЕЧАТНЫЙ СТАНОК КАК ГЛАВНЫЙ, НО НЕДОСТАТОЧНЫЙ ИНСТРУМЕНТ БОРЬБЫ С КРИЗИСОМ

Уже вполне понятно, что развитые страны в качестве главного инструмента в борьбе с кризисом избрали печатный станок (Quantitative Easing, или QE). При этом все оргвыводы в виде усиления регулирования над финансовым сектором, совершенствования инфраструктуры рынка внебиржевых деривативов, а также разбор полетов будут проходить параллельно основным мерам, а то и вовсе потом, когда «пациента» (мировую экономику) переведут из реанимации в палату для выздоравливающих.

Смелость в использовании печатного станка объясняется сильными и небезосновательными опасениями дефляции, которые распространены сейчас в руководстве центральных банков и финансовых ведомств развитых стран. Именно наличие обоснованных дефляционных ожиданий позволяет развитым странам уверенно использовать государственные расходы и прямое кредитование экономики центральными банками в качестве замены «замороженному» банковскому кредитованию.

Отчетливо вырисовывается три пути использования печатного станка (quantitative easing): поддержка банковской ликвидности (самые инфляционно безобидные краткосрочные деньги); прямое кредитование экономики взамен неработающего банковского кредитования; финансирование бюджетных расходов деньгами центрального банка, скупка правительственных облигаций и интервенции на FOREX.

США не единственная страна, которая применит методы quantitative easing в 2009 году, хотя Штаты, безусловно, будут первыми на этом пути. На наш взгляд, в силу схожести моделей финансовых систем очень близко от применения методов QE находится Великобритания, а также Япония, где и до кризиса ставки были близки к нулю.

Окажутся ли действенными меры по количественному смягчению денежно-кредитной политики? Ответ на этот вопрос, на наш взгляд, кроется в сфере, которая вообще не подлежит каким-либо количественным оценкам... Речь идет об инвестиционных предпочтениях.

Этот кризис — порождение финансовых рынков. Он вызван сначала избыточным кредитованием отдельных рынков и ослаблением контроля над рисками, затем практически полной остановкой какого-либо кредитования и

последующим бегством в ликвидность. Закончится этот кризис также на финансовых рынках, когда в списке инвестиционных предпочтений банков вновь окажется кредитование реальной экономики. Без этого все вливания ликвидности не принесут нужного результата, а лишь вызовут очередные малопредсказуемые перекосы в стоимости активов. Именно поэтому операция по перезапуску банковской системы имеет большее значение, чем стимулирование экономики монетарными методами.

В зависимости от инвестиционных предпочтений банков и того, как они распорядятся упавшей им в руки ликвидностью, можно выделить минимум три возможных сценария развития ситуации на глобальных рынках в 2009 году.

- Текущий сценарий «Бегство в качество». Это то, что мы видим сегодня. Полученную ликвидность банки практически никуда, кроме коротких казначейских нот или депозитов ФРС, не направляют. Это и есть дефляционный сценарий. Сценарий сильного доллара, низкой кредитной активности, снижения потребительской и инвестиционной активности и экономической депрессии. Цены на commodities экстремально низкие.
- Желаемый сценарий «Восстановление». Это то, чего хотят добиться регуляторы по всему миру. Банки восполняют свои потери за счет вливаний ликвидности и капитала и в дальнейшем направляют ресурсы на кредитование реальной экономики. Этот сценарий характеризуется умеренным снижением курса доллара на мировых рынках, некоторым восстановлением цен на товарных рынках, возвращением осторожного интереса к активам развивающихся стран.
- Альтернативный сценарий «Инфляция». В рамках этого сценария все дополнительные вливания ликвидности не помогают восстановить кредитную активность, а лишь приводят к тому, что американской валюты на рынке становится слишком много, и доверие к ней начинает утрачиваться. В рамках этого сценария в конце концов начинается отток средств из T-Bills и долларовых депозитов. Инвесторы ищут альтернативные возможности вложения средств. Вероятно, этот сценарий будет сопровождаться существенной девальвацией доллара против евро и японской иены, стремительным ростом цен на товарных рынках и, возможно, возвращением к идее de-coupling и притоком средств на развивающиеся рынки. Проблема «очищения» банковской системы решается инфляционным «сжиганием» накопленных долларовых долгов.

Мы полагаем, что сценарий №1 «Бегство в качество» будет длиться еще некоторое время — как минимум весь первый квартал 2009 года, а то и все первое полугодие. А вот какой сценарий реализуется потом, ясности пока нет.

ЕВРООБЛИГАЦИИ В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ

Период реализации сценария «Бегство в качество» — благоприятное время для покупки еврооблигаций качественных российских эмитентов. Ослабление рубля делает инвестиции в рублевые облигации гораздо менее привлекательными по сравнению с вложениями в валютные бумаги, а для нерезидентов вход на рублевый долговой рынок и вовсе фактически закрыт высокими девальвационными ожиданиями, которые заложены в ставках NDF. Уже в декабре-январе большинство традиционных операторов рублевого долгового рынка «перетекло» на рынок еврооблигаций на фоне стремительного ослабления рубля. Мы полагаем, что здесь они и останутся в течение довольно длительного времени. Как минимум в первом полугодии 2009 года.

Как бы странно это ни звучало, динамика курса рубля является одним из ключевых рисков для инвестиций в еврооблигации российских эмитентов. Несмотря на то что непосредственное кредитное качество большинства эмитентов на рынке еврооблигаций гораздо лучше, чем качество эмитентов на рублевом долговом рынке, их способность обслуживать свой валютный долг может пострадать в случае существенного ослабления курса рубля к бивалютной корзине или перехода к плавающему режиму валютного курса.

Сейчас, когда доступ к внешнему финансированию практически закрыт, а экспортные валютные поступления стремительно падают на фоне снижения цен на commodities, заемщикам зачастую приходится аккумулировать ресурсы в рублях на внутреннем рынке, а затем конвертировать их в валюту по текущему курсу для обслуживания долгов. В случае серьезного ослабления национальной валюты обслуживание внешнего долга может потребовать куда больше ресурсов, чем необходимо сейчас. И тогда даже сильные по своей кредитной метрике эмитенты могут испытать искушение пойти на нежелательную для инвесторов реструктуризацию долга.

К счастью, риск такого развития событий мы пока расцениваем как не слишком высокий. Причин тому несколько.

Во-первых, резервы Центрального банка все еще весьма велики, и если будет принято решение серьезно (более чем на 20–30%) ослабить рубль или перейти к плавающему курсу, эти резервы могут быть потрачены на помощь в рефинансировании частного внешнего долга. В частности, программа рефинансирования через ВЭБ, на которую сейчас выделено $50 млрд, может быть существенно расширена до объемов, достаточных, чтобы покрыть $116 млрд платежей по внешнему долгу, которые необходимо осуществить частному сектору в 2009 году. Можно предположить, что в случае необходимости на эти деньги могут рассчитывать практически все предприятия из стратегического списка трехсот, который недавно был утвержден и в который наверняка входит большинство эмитентов рынка еврооблигаций.

Во-вторых, как ни странно, риски, связанные с ослаблением рубля, заметно снижает критикуемая (и не без оснований!) политика постепенной девальвации национальной валюты Центральным банком. Как минимум один плюс в этой политике есть: ЦБ дал корпорациям и банкам время приспособиться и сформировать собственные резервы в валюте для будущего погашения долгов. В этом плане $170 млрд израсходованных резервов не потрачены зря. Эти деньги помимо валютных спекуляций пошли на формирование своеобразных частных «стабфондов», наличие которых, вероятно, позволит заемщикам валютного рынка впоследствии менее болезненно пережить более резкую девальвацию, если таковая случится.

РЕЙТИНГИ ОСТАНУТСЯ ПОД ДАВЛЕНИЕМ, НО МНОГОЕ УЖЕ В ЦЕНЕ

Несмотря на то что инвестиции в валютные облигации останутся наилучшей инвестиционной возможностью на период «бегства в качество», рассчитывать на агрессивное сужение спредов и рост котировок по понятным причинам не приходится.

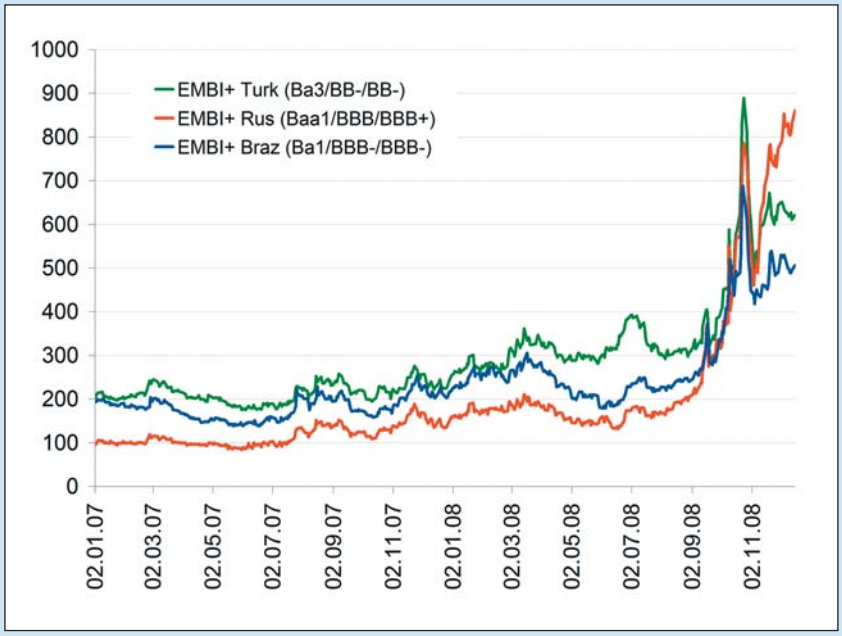
Дополнительным негативным фактором может стать вполне вероятное дальнейшее понижение международными агентствами рейтингов РФ и частных заемщиков на фоне истощения золотовалютных резервов, ухудшения платежного баланса и состояния бюджета, а также затрудненного доступа к рефинансированию. Мы не исключаем, что рейтинги Российской Федерации и квазисуверенных эмитентов в течение первого полугодия могут быть понижены на одну-две ступени до уровня BBB/BBB-, однако мы пока не ожидаем, что российский суверенный рейтинг покинет инвестиционную категорию.

Не исключено, что кредитные рейтинги продолжат испытывать негативное давление еще в течение некоторого времени после завершения сценария «Бегство в качество» и начала реализации сценария «Восстановление» или «Инфляция».

В то же время, на наш взгляд, сейчас не стоит переоценивать влияние кредитных рейтингов на рынок. Очень многое уже заложено в цены. Особенно когда дело касается российского долга.

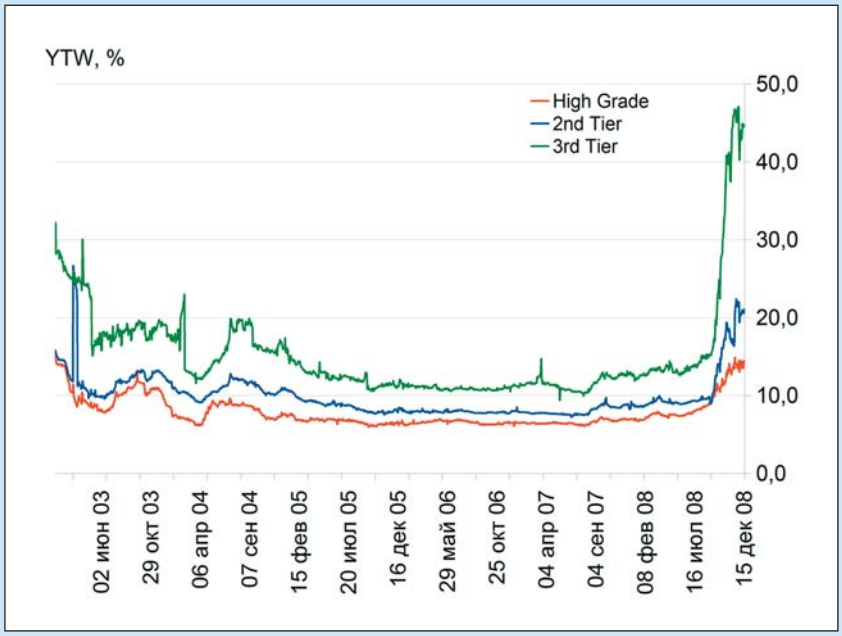
Мы не ожидаем, что дальнейшее понижение российских рейтингов спровоцирует серьезную негативную переоценку рисков на рынке еврооблигаций. Основная угроза по-прежнему исходит со стороны общего негативного отношения инвесторов к активам emerging markets.

Кредитные спреды: Россия против других EM



Источник: Bloomberg

Рыночная доходность облигаций по эшелонам



Источник: Оценки НБ «ТРАСТ»

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Для рублевого долгового рынка, как и для прочих, 2008 год оказался весьма непростым. Доход от вложений в рублевые облигации по итогам года оказался отрицательным, чего до этого никогда не случалось. Если раньше положительный номинальный доход от рублевых облигаций с трудом покрывал инфляцию, то есть реальная доходность находилась около нуля, то в минувшем году она оказалась глубоко в минусе. Потери держателей облигаций в реальном выражении по итогам года достигли 15–25%. Большая часть этих потерь пришлась на четвертый квартал 2008 года, когда обострение кризиса ликвидности спровоцировало распродажу рублевых облигаций.

Падение цен на рублевые облигации и рост рыночной доходности сопровождались увеличением рисков инвестирования в долговые инструменты. Смерть первичного рынка лишила эмитентов второго и третьего эшелонов возможности рефинансирования обязательств, результатом чего стал вал дефолтов. Отток капитала привел к ослаблению рубля и обострению валютных рисков, после чего неинтересными оказались бумаги первого эшелона, доходность по которым сильно отстала от

инвестиций в наличную иностранную валюту. На этом фоне снижение суверенных рейтингов России уже не играло значимой роли, хотя, конечно же, радости инвесторам не добавило.

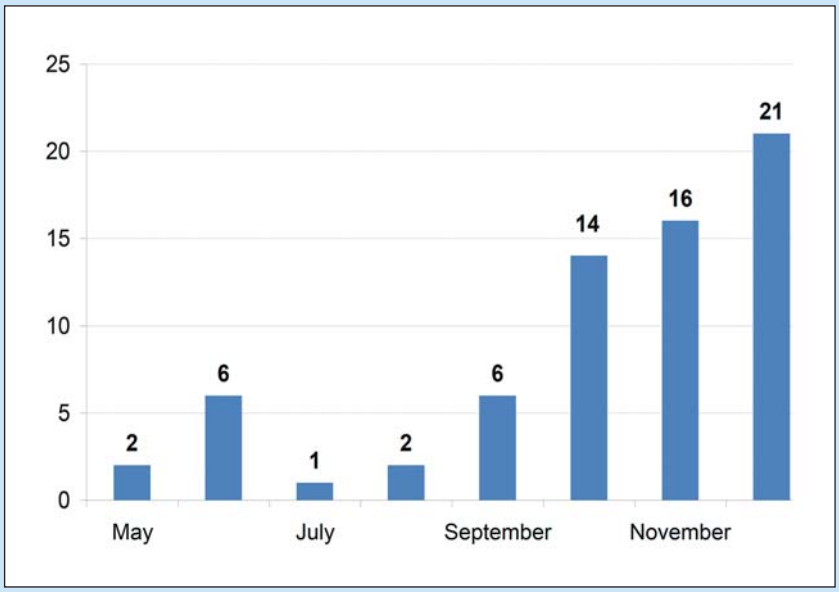
Дефолты в сущности стали новым явлением для рынка рублевых облигаций. Вплоть до середины 2008 года дефолты по рублевым облигациям носили эпизодический характер и не оказывали существенного влияния на рынок. В середине 2008 года впервые значительное число эмитентов столкнулось с проблемами рефинансирования обязательств, что спровоцировало всплеск дефолтов. Но это были лишь «цветочки», настоящий вал дефолтов пришелся на четвертый квартал, когда почти все эмитенты лишились возможности рефинансировать собственные обязательства.

Серьезной проблемой с разрешением ситуаций с дефолтами является фактическое отсутствие испытанных механизмов улаживания подобных ситуаций. Тот факт, что срок судебного рассмотрения исков держателей облигаций к эмитенту может составлять месяцы, а то и годы, а держатели, будучи кредиторами четвертой очереди, выступают независимо друг от друга, ставит эмитента в очень выгодное положение.

Наиболее добросовестные из них предлагают схемы реструктуризации задолженности, предусматривающие рассрочку выплаты долга на несколько месяцев или лет. Причем держатели, как правило, на нее соглашаются, так как деньги в этом случае они получат больше и раньше, чем в случае банкротства эмитента. Кстати, в ближайшее время именно реструктуризация задолженности может стать основным источником доходов инвестбанкиров. До конца 2009 года предстоит еще немало погашений и оферт, которые эмитенты не смогут пройти без реструктуризации.

Менее добросовестные эмитенты могут пытаться тянуть время и выводить активы либо искать легальные способы избежать исполнения обязательств. Примером ухода от исполнения оферты может служить «ИНПРОМ», который фактически отменил исполнение оферт по выпускам «ИНПРОМ-2» и «ИНПРОМ-3», поскольку они были заблокированы судом в связи с иском со стороны миноритарного акционера. Судя по заявлениям, сделанным представителями компании в ходе общения с держателями, выкуп по умолчанию произойдет только через год в ходе следующих оферт.

Число технических дефолтов по рублевым облигациям в 2008 году



Источник: Оценки НБ «ТРАСТ»

Для облигаций первого эшелона на передний план все же вышел валютный риск. Плавная девальвация рубля, предпринятая ЦБ в конце 2008 года и продолженная в начале этого, сделала качественные облигации непривлекательными для всех участников рынка, имеющих возможность открытия валютных позиций. Тем более непривлекательными они стали для инвесторов, имеющих фондирование в иностранной валюте.

Падение интереса к рублевым бумагам можно проиллюстрировать, например, падением оборотов в четыре-пять раз по отношению к привычным уровням 2008 года. При этом проявление активности почти всегда приводит к падению их котировок. О первичных размещениях (за исключением технических) можно на некоторое время вообще забыть.

В ближайшей перспективе интерес в облигациях будет сосредоточен в основном на вопросах реструктуризации задолженности. Какого-то здорового интереса к размещениям облигаций или формированию портфеля пока не предвидится.

Тем не менее, определенный оптимизм по отношению к возрождению рынка облигаций имеет право на существование. Со временем число сомнительных облигаций естественным образом пойдет на убыль, а если меры, предпринимаемые регуляторами по всему миру, приведут к желаемому эффекту, то это будет означать возвращение интереса инвесторов к развивающимся рынкам, в том числе и к России. Кроме того, со временем, раньше или позже, рост цен на нефть сформирует ожидания укрепления рубля, что также будет играть на руку инвестициям в рублевые активы.