ХРУПКАЯ стабильность

Константин Васильев

ДОЛГОВЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ ПОВЕРИЛИ В ПРОЧНОСТЬ ЦБ, И НА РЫНКЕ НАМЕТИЛАСЬ НЕКОТОРАЯ ПОКА ВРЕМЕННАЯ, НО ВСЕ-ТАКИ СТАБИЛЬНОСТЬ.

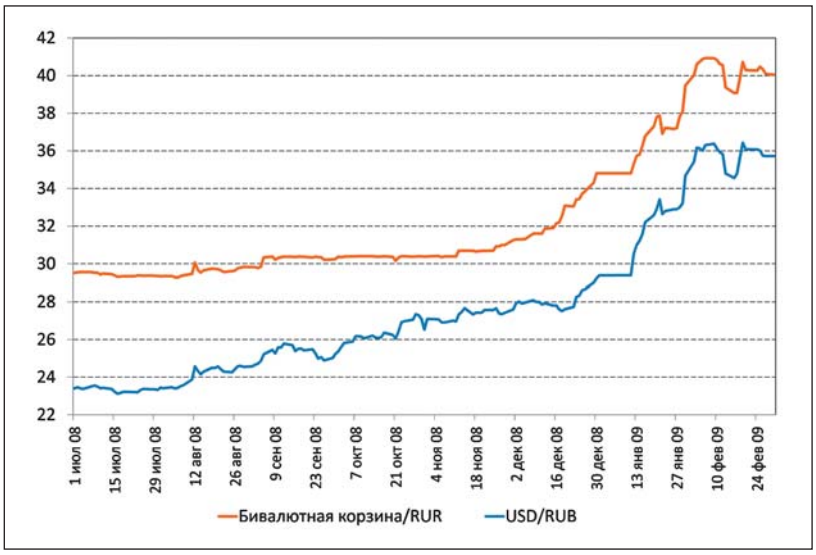
СИТУАЦИЯ ЕЩЕ ДОСТАТОЧНО ХРУПКАЯ И АКТИВНО ОБСУЖДАЕМАЯ, ВВИДУ ТОГО ЧТО ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АТМОСФЕРА ПОКА НЕ УЛУЧШИЛАСЬ, А СИЛЫ ЦБ НЕ БЕСКОНЕЧНЫ.

Владимир Евстифеев, экономист банка «ЗЕНИТ», считает что итоги января для российской экономики оказались неутешительными: снижение охватило практически все отрасли экономики, продолжилось падение инвестиций и спроса. Несмотря на то что данные за первый месяц года существенно искажают реальную картину из-за ряда факторов, можно говорить о том, что экономика России вступила в фазу рецессии. Главная проблема для денежных властей — замораживание кредитных рынков, которые на фоне активной девальвации рубля значительно истощились. Именно поэтому стимулирующие меры Правительства первоочередно направлены на поддержку финансового сектора. В феврале ситуация была более предсказуема: Центробанк утвердительно объявил об окончании девальвации рубля, определил узкие границы валютного коридора (39–41 руб. к бивалютной корзине), что свело на нет активные спекуляции против рубля. В то же время, роста активности рынка капитала в феврале не произошло. Центробанк остается единственным кредитором банковской системы, что позволяет ему регулировать денежное предложение и поведение валютного рынка. За февраль ЦБ значительно расширил спектр активов, принимаемых в обеспечение, увеличив возможности рефинансирования для большего числа банков. Это также позволяет регулятору найти баланс денежной массы, чтобы, с одной стороны, не допустить кризиса ликвидности, а с другой — сдержать инфляционное давление.

По мнению Максима Орешкина, директора департамента инвестиционно-банковских услуг РОСБАНКА, к сожалению, текущие тенденции не найдут продолжения в ближайшем будущем, так как видимое равновесие подходит к концу. Российские власти не сумели обуздать ни инфляционные ожидания, ни огромное желание расходовать бюджетные средства. В то время как крупнейшие экономики мира пытаются избежать дефляционной ловушки, российская экономика вошла в состояние типичной стагфляции. В текущей ситуации было бы правильно существенно ограничить дефицит федерального бюджета, финансировать его за счет неэмиссионных источников, а Банку России перейти к политике инфляционного таргетирования и ввести плавающий курс.

Сохранение же текущей политики, по мнению Максима Орешкина, приведет к вполне ожидаемому результату: «продолжающийся мировой экономический кризис приведет к дальнейшему ослаблению валют стран СНГ и ЦВЕ, что на фоне темпов российской инфляции в 15% приведет к возобновлению уже в марте довольно быстрого реального укрепления рубля. Начиная с апреля начнет резкий рост бюджетный дефицит, а следовательно, произойдет и дополнительная эмиссия рублевых денежных средств в экономику (средний уровень ежемесячного дефицита федерального бюджета во втором квартале составит, по нашим оценкам, 180 млрд руб., против почти нулевого сальдо в первом квартале). На этом фоне начнет постепенно расти напряжение на валютном рынке, что приведет к очередному витку роста процентных ставок, так как Банк России будет стараться обеспечивать стабильность национальной валюты и сохранность золотовалютных резервов. Рано или поздно (наш центральный сценарий предполагает, что это может произойти в июне) растущее давление на национальную валюту заставит Банк России отказаться от поддержания верхней границы коридора бивалютной корзины. Стабилизировать ситуацию в среднесрочной перспективе можно лишь путем принятия довольно непопулярных мер (типичных мер по борьбе со стагфляцией), озвученных нами выше (в первую очередь, сокращение бюджетных расходов.)»

Курс рубля ЦБ РФ



Владимир Евстифеев, считает, что предсказуемость курса рубля будет полностью зависеть от конъюнктуры сырьевых рынков. Если стоимость нефти окажется близкой к целевой ($42 за баррель), то рубль останется в текущих рамках валютного коридора. Это позволяет рассчитывать на то, что ключевые макроэкономические индикаторы февраля-марта будут лучше январских значений. Прозрачность курсовой политики ЦБ должна привести к активизации кредитных рынков: банки смогут определять «справедливые» ставки, прогнозировать спред к ставкам привлечения на среднесрочную перспективу. Однако заметить восстановление внутреннего рынка капитала в условиях закрытости доступа к внешним заимствованиям мы сможем не ранее второго полугодия 2009 г., когда проявится эффективность ослабления рубля для экономики, начнут работать государственные программы поддержки.

Максим Орешкин отмечает, что помимо краткосрочного негативного эффекта текущая экономическая политика властей закладывает мину замедленного действия под российской экономикой. Комбинация огромного бюджетного профицита и высоких процентных ставок на финансовых рынках (необходимых в текущей ситуации для поддержания стабильного курса национальной валюты) приводит к неэффективной аллокации денежных ресурсов в экономике. Действительно, многие реципиенты бюджетных расходов и средств государственной поддержки обладают сравнительно низкой экономической эффективностью и зачастую даже не рентабельны. А эффективные предприятия (например, многие компании малого и среднего бизнеса) оказываются лицом к лицу с высокими (>20–25% годовых) процентными ставками и нехваткой трудовых ресурсов. На этом фоне они вынуждены сокращать свои инвестиции и объемы выпуска продукции: это приводит к снижению общей производительности труда в экономике и дальнейшему усугублению стагфляции.

Что касается мировых рынков, то там тоже не все спокойно. Егор Федоров, начальник отдела анализа долговых рынков Банка Москвы, считает, что начало весны выдалось очень напряженным: глобальные риски как в суверенном, так и в корпоративном секторах серьезно возросли. В США начинается волна национализации крупнейших банков, а новое предложение казначейских облигаций США оказывает серьезное давление на рынок госдолга. Западная Европа отказывает Восточной в необходимой финансовой помощи, рейтинговые агентства проводят «веерное» снижение рейтингов государственных заемщиков. Вероятность суверенных дефолтов в сегменте emerging markets продолжает расти, о чем свидетельствует рост CDS на суверенные риски. Однако инвесторам, действующим на глобальных рынках, просто некуда бежать. В Японии, Китае и странах Латинской Америки ситуация выглядит не лучше. КО США остаются в списке глобальных защитных активов, вопреки сохраняющейся тенденции роста доходностей долгосрочных облигаций.

Максим Орешкин,
директор департамента инвестиционно-банковских услуг, РОСБАНК

Егор Федоров,
начальник отдела анализа долговых рынков, Банк Москвы

Владимир Евстифеев,
экономист, банк «ЗЕНИТ»

Станислав Боженко,
кредитный аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Станислав Боженко, кредитный аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал», соглашается с коллегой, что в мировой экономике за последний месяц не наметилось признаков изменения ситуации к лучшему. Волатильность остается высокой и на фондовых биржах, и на валютном рынке. Станислав полагает, что подобная ситуация может сохраняться в течение всего первого полугодия. Локомотивом восстановления должны стать США, но пока американская макроэкономическая статистика еженедельно обновляет все новые антирекорды. Понятно, что после недавнего принятия антикризисного плана Барака Обамы прошло еще слишком мало времени, чтобы ждать улучшения, однако, учитывая масштаб проблем, есть серьезные сомнения, что выделяемых сейчас правительством США средств окажется достаточно для спасения экономики.

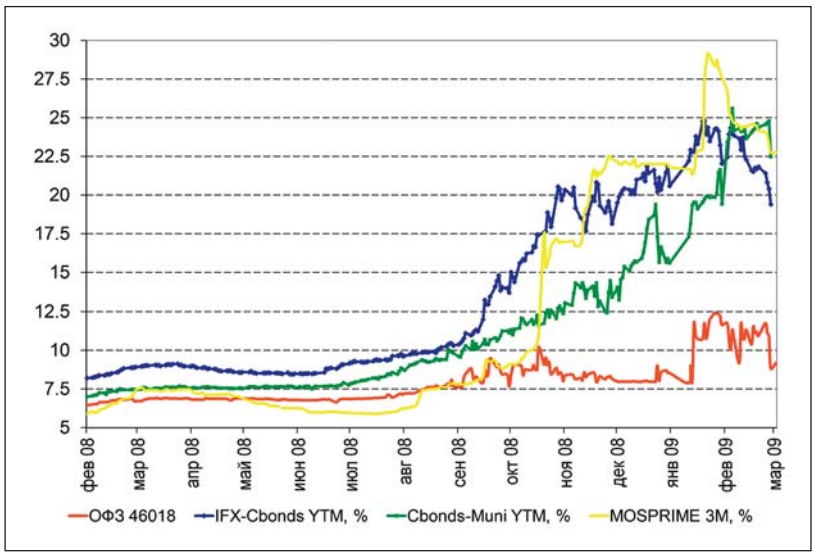
Тем не менее, по мнению Станислава Боженко, в настоящий момент макроэкономическая статистика — не главный фактор, определяющий ценовую динамику казначейских облигаций, рынок которых остается весьма волатильным. Предложение Минфином США нового долга — вот основная причина развития восходящего тренда доходностей вдоль кривой treasuries. По оценкам Станислава, к настоящему моменту доходности длинных бумаг выросли на 50–100 б.п. по сравнению с декабрем

прошлого года. Глава ФРС уже говорил о неприемлемости нынешней высокой стоимости заимствований для Минфина США, в связи с чем мы полагаем, что вскоре ФРС может начать выкуп длинных казначейских бумаг с рынка с целью снижения их доходности в конце кривой до уровня YTM 2%. Тем не менее, даже сообщение об ожидаемом рекордном показателе дефицита федерального бюджета США, равном $1.75 трлн, или 12.3% ВВП 2009 г., не привело к снижению достаточно высокого спроса на казначейские бумаги со стороны иностранных инвесторов в ходе последних аукционов, что подтверждает статус treasuries как безрисковых активов в условиях мировой рецессии.

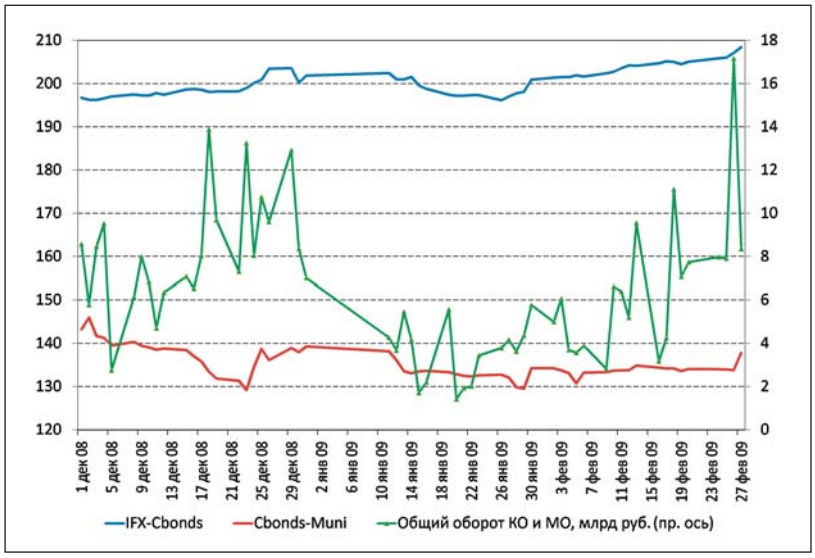
КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

На местном долговом рынке в феврале наметились положительные тенденции, считает Максим Орешкин. Стабилизация валютного рынка привела к долгожданной стабильности на межбанковском рынке и рынке рублевых облигаций. Снижение девальвационных ожиданий привело к падению ставок по беззалоговым кредитам примерно на 2 п.п. до уровня 16.5% годовых, а недельный Mosprime опустился к уровню в 13.0% годовых. Позитивно отреагировал и облигационный рынок: среди бумаг первого эшелона наблюдался устойчивый котировок, а доходность по длинным бумагам АИЖК опустилась с уровня 22–23% годовых до 17–18% годовых.

Динамика ключевых процентных ставок



Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



Станислав Боженко также сомневается, что в ближайшие месяцы ЦБ пойдет на дальнейшее повышение верхней границы бивалютной корзины — особенно с учетом наметившейся стабилизации цен на товарных рынках, в частности стоимости нефти. Снижение девальвационных ожиданий прослеживается и по ставкам NDF — к концу февраля ставки по коротким NDF впервые с середины осени прошлого года опустились ниже 20%. На фоне этого вполне закономерно некоторое восстановление интереса российских инвесторов к рынку рублевых облигаций. Повышенная торговая активность отмечалась в качественных коротких бумагах второго эшелона, включенных в Ломбардный список. Инвесторам, располагающим свободной рублевой ликвидностью и не желающим принимать на себя валютные риски, мы рекомендуем присмотреться в первую очередь к выпускам телекоммуникационного сектора с дюрацией около года, включенным в список РЕПО ЦБ — некоторые из этих бумаг в настоящий момент торгуются с доходностью, близкой к YTW 20%. Для инвесторов с большей склонностью к риску привлекательным объектом для инвестиций могут, на наш взгляд, стать короткие выпуски финансового сектора, также включенные в список РЕПО ЦБ — наибольший интерес, на наш взгляд, представляет выпуск «ЛК УРАЛСИБ-1», в настоящий момент предлагающий доходность выше 30% к оферте в июне 2009 г.

Егор Федоров отмечает, что на внутренний долговой рынок продолжает оказывать давление «очистительная волна дефолтов». Индексы рублевых облигаций Банка Москвы продолжают фиксировать снижение капитализации рынка корпоративных бумаг. По нашим оценкам, совокупная капитализация рыночных выпусков снизилась до 790 млрд руб. при том, что номинальный объем корпоративных облигаций в обращении составляет около 1.5 трлн руб. (!) Другой важный фактор влияния волны дефолтов состоит в снижении индексов доходности в силу исключения из расчета индексов «проблемных» бумаг. В среднем доходность корпоративных рублевых облигаций по итогам февраля снизилась на 420 б.п. до 26% годовых. Доходность облигаций первого эшелона составляет порядка 15.1% (максимум в январе составил 18.25%). Очень существенно — на 550 б.п. — снизилась доходность второго эшелона. В среднем она составляет сейчас 30.6%. Егор Федоров ожидает, что рыночные инструменты постепенно будут замещаться банковскими кредитами, а объемы предоставления быстрой «ликвидности» будут сокращаться.

Что касается российского сегмента еврооблигаций, то, по мнению Станислава Боженко, активность на нем в последнее время остается низкой, а спреды — широкими.

В длинных корпоративных бумагах, прежде всего в банковских выпусках, доминируют продавцы. В коротком сегменте покупателей значительно поубавилось ввиду стабилизации курса рубля, в результате чего российские инвесторы почти потеряли интерес к этой категории бумаг, большинство из которых выглядят переоцененными относительно кредитных рисков эмитентов. Однако нельзя сказать, что на рынке полностью отсутствуют инвестиционные идеи. В среднесрочных и длинных выпусках достаточно привлекательно выглядят сейчас бумаги «Вымпелкома», МТС и ТНК-ВР.

Егор Федоров считает, что про рынок еврооблигаций забывать еще рано. Хотя рост глобальных кредитных рисков, продажи еврооблигаций emerging markets, проблемы стран Восточной Европы оказывают сильное давление на котировки российских еврооблигаций и наблюдается некоторое охлаждение интереса инвесторов к рынку еврооблигаций, мы по-прежнему отдаем предпочтение этому сегменту. С конца декабря 2008 года аргументы практически не изменились: валютные риски по-прежнему остаются существенными, и владельцы еврооблигаций защищены лучше, чем держатели рублевого долга.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ: ПОСЛЕДНЯЯ МОДА НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

Актуальный вопрос реструктуризации на российском долговом рынке прокомментировал для журнала Cbonds Review Станислав Боженко, кредитный аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал»: «В последнее время на рынке облигаций все чаще стало звучать слово «реструктуризация», уже конкурирующее по популярности с понятием «дефолт». С ноября 2008 г. по февраль 2009 г. объем находившихся в обращении облигационных займов, которые были предложены к реструктуризации, превысил 50 млрд руб. Многие эмитенты начали заранее предупреждать инвесторов о невозможности своевременного исполнения обязательств по приближающейся оферте или погашению, однако последним от этого, естественно, не становится сильно легче. В условиях когда закрыты первичные рынки облигаций, реструктуризация облигационного долга создает возможность заработка и для инвестиционных банков. В большинстве случаев держателям облигаций приходится соглашаться на предлагаемые эмитентами условия реструктуризации — правда, исходя из имеющейся на сегодняшней день статистики, их никак нельзя назвать привлекательными. Тем не менее, в случае банкротства эмитента надежды инвесторов на возврат своих средств, как правило, еще более призрачны. Особенно это относится к эмитентам третьего эшелона, у большинства которых коэффициент возврата средств (recovery ratio) близок к нулю.

Примечательно, что к реструктуризации облигационного долга прибегают и компании, включенные в «белый список» правительства. На прошлой неделе помощник президента Аркадий Дворкович заявил, что в дальнейшем компаниям не следует уповать на государство как на «спасителя», и призвал их брать ответственность на себя. В свете этого становится еще более очевидным, что надежды на предоставление помощи эмитентам со слабыми кредитными профилями держателям рублевых облигаций лучше умерить, а вероятность дефолтов и реструктуризаций значительно возрастает. Мы считаем маловероятным банкротство системообразующих организаций, включенных в «белый список». В ходе реструктуризации облигационных займов таких компаний возможное предоставление государством дополнительных гарантий может дать инвесторам дополнительную уверенность в том, что они не потеряют вложенные средства. В то же время, если держатели облигаций не согласятся на предлагаемые им условия, добиться у таких компаний исполнения обязательств через суд может оказаться вдвойне сложнее, чем у прочих эмитентов — в случае неплатежеспособности эмитента суд может счесть его банкротство невозможным в силу наличия у компании статуса системообразующей организации.

Хотелось бы подчеркнуть различия в правилах, регламентирующих реструктуризацию еврооблигаций и рублевых инструментов: согласно стандартному проспекту эмиссии еврооблигаций, эмитенту, как правило, достаточно получить согласие 75% держателей выпуска, и в этом случае решение большинства является обязательным для меньшинства. Правила эмиссии рублевых облигаций не предусматривают подобного условия: теоретически, даже если один держатель не согласился на реструктуризацию, он может отстаивать свои права в судебном порядке. Один из важных выводов, который следует из упомянутых правил, состоит в том, что, с точки зрения кредиторов, согласие на реструктуризацию облигационного долга имеет смысл только в случае, если эмитент в состоянии представить детальный антикризисный план. В противном случае реструктуризация по сути лишь на какое-то время оттянет начало процедуры банкротства».

Егор Федоров, начальник отдела анализа долговых рынков Банка Москвы, не соглашается с коллегой и считает, что дефолтам быть, так как государство помощь не окажет: «С начала острой стадии финансово-экономического кризиса фактор государственной поддержки занимал очень важное место в кредитном анализе компаний, присутствующих на долговом рынке. Прошедший месяц принес несколько знаковых событий, в наступление которых было трудно поверить еще 3–4 месяца назад. Фактор господдержки дал сразу несколько мощных «осечек», а в конце февраля представители власти дали понять, что рассчитывать на нее вовсе не стоит. Это заставляет нас пересмотреть свои подходы к кредитной оценке публичных заемщиков.

Ключевые события февраля: во-первых, это дефолт ГАЗа — компании, которая присутствовала почти во всех списках по господдержке и по праву является системообразующей для целого региона. Во-вторых, это дефолт авиакомпании «Сибирь», которая пока еще остается вторым крупнейшим авиаперевозчиком России. В-третьих, это ситуация вокруг дефолтных облигаций ИжАвто на фоне потенциальной покупки ижевского автопроизводителя АвтоВАЗом. В результате, господдержка теряет свою значимость в оценке рисков корпоративных эмитентов. Сейчас мы склонны вообще не говорить о таком факторе, как потенциальная господдержка, анализируя те или иные долговые обязательства. По этим же причинам вхождение компании в те или иные «белые списки» не является панацеей для ее кредитного качества или основным фактором, влияющим на решение продавать или не продавать ее облигации. Списки системообразующих компаний участники рынка должны, как нам кажется, воспринимать как «комфортные письма», не имеющие никакой юридической силы и уж точно не являющиеся обязательством государства спасать от дефолтов и банкротств те или иные компании. На фоне всего вышесказанного единственными более и менее адекватными критериями оценки кредитного качества компании сейчас становятся ее standalone финансовый и операционный профили».