Валютная УГРОЗА

Константин Васильев

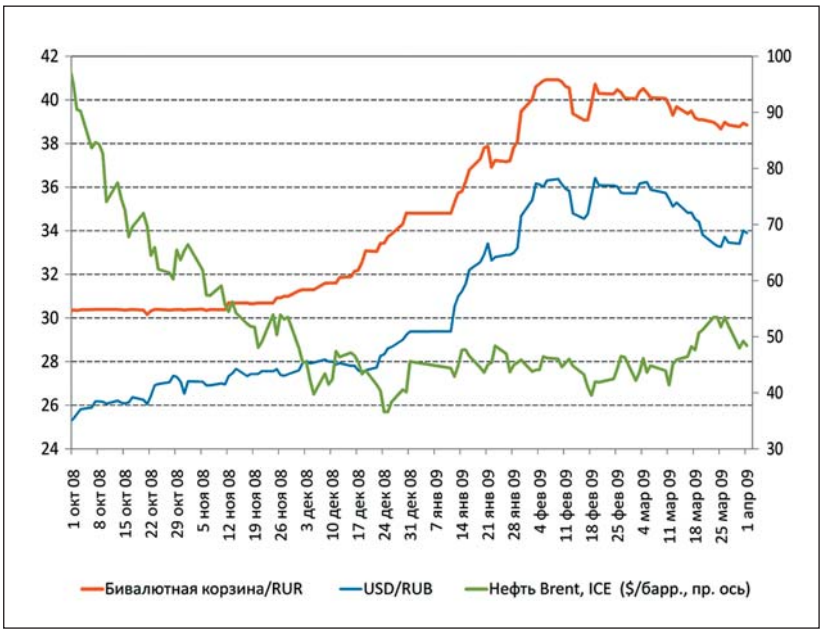
НАМЕТИВШАЯСЯ НА ФОНЕ УКРЕПЛЕНИЯ КУРСА РУБЛЯ И РОСТА ЦЕН НА НЕФТЬ СТАБИЛЬНОСТЬ ВОЗРОДИЛА ИНТЕРЕС ИНВЕСТОРОВ К МЕСТНОМУ ДОЛГОВОМУ РЫНКУ. ОДНАКО, ПО МНЕНИЮ НЕКОТОРЫХ АНАЛИТИКОВ, АПРЕЛЬ СТАНЕТ ОЧЕРЕДНЫМ «ЧЕРНЫМ» МЕСЯЦЕМ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКИРОВ ИЗ-ЗА НОВОГО ОСЛАБЛЕНИЯ КУРСА РУБЛЯ. РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ И БАНКИ СНОВА НАПРАВЯТ СКОПИВШИЕСЯ У НИХ РУБЛИ В ИНОСТРАННУЮ ВАЛЮТУ, И ВНОВЬ ВОЗРОСШАЯ ДОХОДНОСТЬ ВАЛЮТНЫХ СПЕКУЛЯЦИЙ ПРИВЕДЕТ К ОТТОКУ СРЕДСТВ С ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА.

Положительную динамику в марте можно было наблюдать, в частности, по следующим показателям — объем новых корпоративных эмиссий в обращении вырос и составил 37.5 млрд руб., увеличился объем торгов по корпоративным облигациям на 15%, по муниципальным — в три раза. Также улучшилась ситуация с ликвидностью — сальдо ЦБ РФ по ликвидности выбралось из отрицательных значений, депозиты банков выросли до 200 млрд руб., снизился объем аукционов РЕПО с ЦБ РФ. В марте доходность по индексам корпоративных и муниципальных облигаций сократилась на 3–4 п.п., ставка по трехмесячному MOSPRIME снизилась на 6 п.п. до 16.5% на конец месяца.

Как отмечает Александра Евтифьева, старший экономист «ВТБ Капитал», похоже, что инвесторы понемногу привыкли к «военному времени» и готовы быстро реагировать на любые признаки ухудшения ситуации на глобальных рынках. «Пока же нефть колеблется в пределах $40–45 за баррель — в России все спокойно. Резкое падение импорта и замедлившийся в феврале-марте отток капитала способствуют стабильности рубля, и курс уже давно не приближается вплотную к верхней границе коридора колебаний бивалютной корзины. Однако риски углубления глобальной рецессии и падения цен на нефть остаются, как и вероятность нарушения зыбкой стабильности в Восточной и Центральной Европе. Очередное снижение рейтинга Венгрии агентством S&P — своевременное напоминание. «Не навреди!» — этот главный принцип медицины применим и в борьбе с кризисом. Министерству финансов и Центральному банку предстоит серьезная работа по неинфляционному финансированию дефицита бюджета в этом году. Если государству не удастся вовремя изымать рубли из обращения (только в первом полугодии из Резервного фонда будет перечислено порядка 1.6 трлн руб. на финансирование дефицита бюджета), то это может подорвать недавно обретенную стабильность рубля. По нашим оценкам, у ЦБ и Минфина достаточно ресурсов, чтобы стерилизовать избыточную денежную массу, не расходуя международные резервы. Судя по балансу ЦБ РФ на 1 февраля, у него есть возможность сократить кредитование банков на сумму потенциального дефицита бюджета даже с учетом долгосрочного кредита ЦБ Сбербанку в размере 500 млрд руб. Будем надеяться, что воля и желание тоже найдутся».

Максим Орешкин, директор департамента инвестиционно-банковских услуг РОСБАНКА, указывает также и на то, что дефицит федерального бюджета продолжил расти быстрыми темпами (в феврале

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



его объем составил 244 млрд руб.), это в условиях эмиссионного характера его финансирования привело к появлению новых рублей на рынке. «Одновременно мы стали свидетелями роста склонности к риску в мировой финансовой системе, что вызвало ралли на мировых фондовых биржах, долговых и сырьевых рынках. Комбинация этих двух факторов привела к тому, что рублевые средства не были направлены на валютный рынок (как это произошло в четвертом квартале прошлого года), а это значительно улучшило ситуацию с рублевой ликвидностью на межбанке. Баланс абсорбирования и предоставления ликвидности Банком России впервые в этом году стал положительным, остатки на корсчетах и депозитах начали уверенно расти, период налоговых платежей прошел незаметно, а спрос на беззалоговых аукционах и аукционах прямого РЕПО стал стабильно ниже лимитов Центрального банка России».

Владимир Евстифеев, экономист банка «ЗЕНИТ», считает, что девальвационные ожидания в марте окончательно утихли, а следующим шагом в политике Центробанка должно стать постепенное замещение необеспеченного финансирования банков кредитами под залог прав кредитных требований. «Именно такой шаг поможет активизировать кредитные рынки и, соответственно, поддержать реальный сектор экономики. Стимулированию объемов кредитования в перспективе может способствовать увеличение капитала банков посредством специальных выпусков ОФЗ. Таким образом, один из барьеров рынка кредитования — норматив достаточности капитала (Н1) — может быть преодолен. Вероятно, что уже в апреле Центробанк снизит ставки по инструментам рефинансирования для банков. В пользу смягчения процентной политики будет говорить стабильность курса рубля в рамках коридора ЦБ, оживление на рынке кредитования, положительное сальдо платежного баланса. В то же время, Центробанк по-прежнему находится между двух огней: риска неплатежей и инфляции. Поиск оптимального баланса денежной базы — главная задача для регулятора на среднесрочную перспективу».

Станислав Боженко, кредитный аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал», полагает, что на внутреннем рынке ситуация с ликвидностью в последнее время оставалась достаточно благоприятной: «Ставки по однодневным МБК, планомерно снижавшиеся в течение всего месяца, опустились ниже уровня 9%. Основными источниками пополнения рублевой ликвидности служат бюджетный дефицит и сокращение валютных позиций частным сектором. Отметим, что последнее время рублевая стоимость бивалютной корзины тесно коррелировала с нефтяными индексами. Относительно высокие цены на нефть способствовали снижению девальвационных ожиданий в отношении рубля, что прослеживается по ставкам NDF, опустившимся ниже уровня кривой ставок MOSPRIME. В связи с этим на рынке рублевых облигаций наблюдался повышенный спрос на качественные бумаги, прежде всего выпуски первого эшелона. Например, наиболее активно торговавшиеся выпуски облигаций Москвы в течение прошедшего месяца продемонстрировали рост котировок в среднем на 1–3 п.п. В настоящий момент доходности бумаг первого эшелона

Владимир Евстифеев,
экономист,
банк «ЗЕНИТ»

Александра Евтифьева,
старший экономист,
«ВТБ Капитал»

Станислав Боженко,
кредитный аналитик,
«УРАЛСИБ Кэпитал»

Егор Федоров,
начальник отдела анализа
долговых рынков,
Банк Москвы

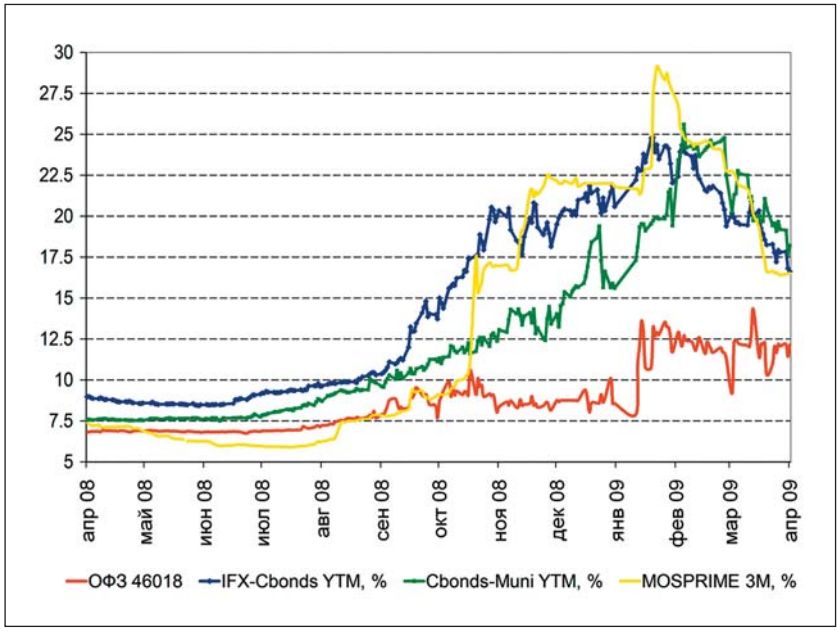
Максим Орешкин,
директор департамента
инвестиционно-банковских
услуг, РОСБАНК

ПУЛЬС РЫНКА

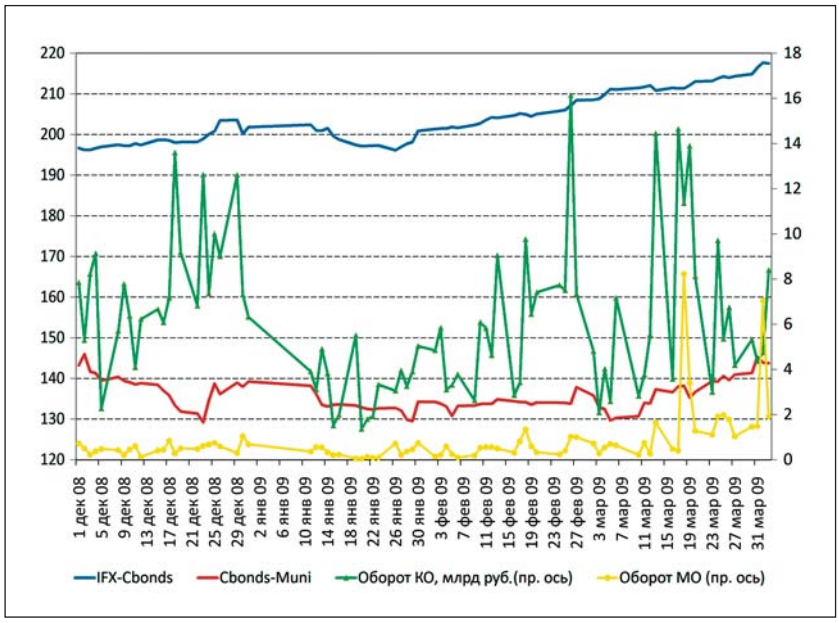
установились в диапазоне YTW12–18%, что ниже кривой ставок NDF, однако возможность получения гарантированного РЕПО с ЦБ делает их привлекательными, в частности — для российских «дочек» иностранных банков. Например, длинная позиция в годовой бумаге с доходностью YTW 15%, на 50% фондируемая за счет РЕПО с ЦБ, обеспечит доходность около 18% годовых, что соответствует спреду к кривой NDF на уровне 250 б.п. Из выпусков субфедеральных эмитентов (включенных в список РЕПО ЦБ) с наибольшим спредом к кривой NDF торгуются облигации Московской области, что, на наш взгляд, отражает более высокие кредитные риски эмитента. В целом, мы ожидаем, что дальнейшая динамика доходностей на внутреннем рынке облигаций будет во многом определяться спредом кривой ставок MOSPRIME к валютным фьючерсам.

Положительные тенденции марта, к сожалению, могут оказаться недолгосрочными. Так, Максим Орешкин отмечает, что резкое снижение ставок на межбанке не могло не сказаться на облигационном рынке, среди инвесторов начал появляться оптимизм: «В марте мы стали свидетелями первого за долгие месяцы ралли на рынке рублевых облигаций: первый эшелон существенно прибавил в цене, в то время как во втором эшелоне начались осторожные покупки. К сожалению, уже в начале апреля ситуация начнет ухудшаться. Ралли на мировых рынках были вызваны инъекциями оптимизма со стороны ФРС и Минфина США. После тяжелых месяцев кризиса многие надеются на лучшее, но, по нашему мнению, оптимизм преждевременен. Мы считаем, что апрель станет очередным черным месяцем для финансовых рынков: публикация корпоративной отчетности и негативная макроэкономическая статистика станет сигналом к распродаже. На этом фоне российские экономические агенты вспомнят, что рубли (скопившиеся у них в значительном объеме) можно вложить в иностранную валюту. Возросшая доходность валютных спекуляций приведет к оттоку средств с рынков рублевых финансовых инструментов».

Динамика ключевых процентных ставок

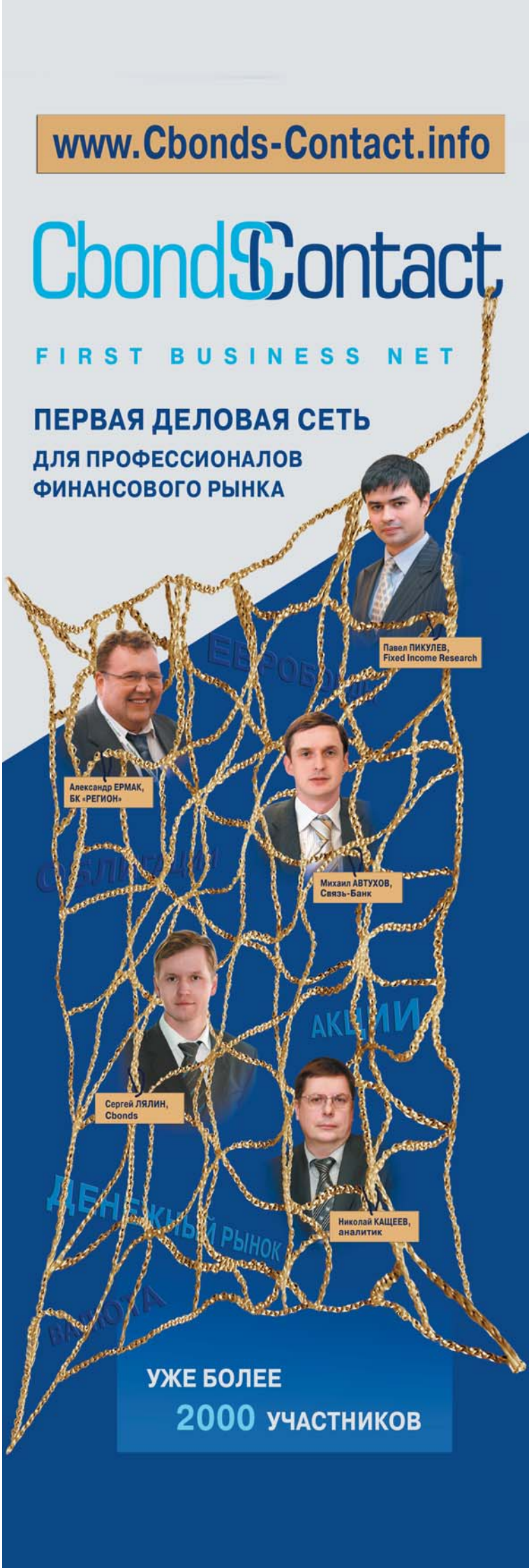


Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



С коллегой соглашается и Владимир Евстифеев: «Повышенные кредитные риски ограничили спрос на высокодоходные облигации, основные торговые идеи реализовывались в сегменте качественных выпусков первого уровня. При сохранении текущей конъюнктуры рынка в апреле мы вряд ли увидим повышение спроса на высокодоходные облигации: риски дефолтов даже для качественных облигаций второго эшелона остаются крайне высокими».

Но нельзя не отметить, считает Станислав Боженко, уменьшение в минувшем месяце числа дефолтов на рынке рублевых облигаций: «Общий объем выпусков, прошедших через оферту или погашение в марте, по нашим подсчетам, составил 94 млрд руб., из них доля невыполненных обязательств составила менее 16%, что существенно ниже средней вероятности дефолтов за последние несколько месяцев — по нашей оценке, она составляла около 35%. Явное уменьшение частоты дефолтов на рынке рублевых облигаций мы лишь отчасти связываем с сокращением числа и объема бумаг, предъявляемых к погашению. Основная причина, по нашему мнению, — некоторое оживление кредитного рынка, в частности в результате более жесткого контроля ЦБ за действиями крупных банков. Мы ожидаем увеличения числа дефолтов в апреле и июне, когда объем выпусков, предъявляемых к погашению, составит 155 млрд руб. и 151 млрд руб. соответственно».

Банк Москвы провел анализ динамики роста просроченной задолженности по рынку рублевых корпоративных и банковских облигаций во втором полугодии 2008 года — первом квартале 2009 года, наиболее вероятных сценариев развития ситуации в этом сегменте во втором-четвертом кварталах 2009 года и попытался дать прогноз на конец 2009 года. По оценкам Егора Федорова, начальника отдела анализа долговых рынков Банка Москвы: «Максимальный объем просроченной задолженности по рублевым корпоративным облигациям в 2009 году в самом жестком сценарии составит 285.3 млрд руб. Это тот объем просроченной задолженности, который останется «на руках» у владельцев облигаций к концу года. Наши прогнозы в значительной степени зависят от оценок вероятности дефолтов в отношении конкретных компаний. Стоит отметить, что данные оценки выглядят хуже имеющихся ретроспективных данных, полученных нами с июня 2008 по февраль 2009 года. Мы искренне надеемся, что реальная ситуация в конце года окажется лучше наших прогнозов. В зависимости от подхода и предпосылок мы получили две прогнозные оценки уровня просроченной задолженности к объему рынка на конец 2009 года, которые варьируются от 13.6% в оптимистичном сценарии до 28.9% в базовом. Просроченная задолженность по отношению к совокупным платежам за 2009 год составит 28.4%, к объему рынка рублевых облигаций на начало 2009 года — 21.5%».

Егор Федоров также отмечает, что механизм реструктуризации, столь часто критикуемый инвесторами рублевого долгового рынка, постепенно начинает работать: «На текущий момент насчитывается шесть выпусков облигаций, где эмитенты не только договорились со значительной частью инвесторов о реструктуризации, но уже начали проводить выплаты держателям. Разумеется, говорить об успешно реструктурированной задолженности даже по обязательствам этих шести эмитентов (а всего в дефолте находятся сейчас обязательства около 60 эмитентов) пока не приходится — большая часть эмитентов находится в начале или середине выплат. Таким образом, рынок рублевых облигаций переживает еще один период трансформации — вместо традиционного сокращения рынка облигаций часть бумаг мигрирует в просроченную, но формально урегулированную задолженность. К сожалению, просроченная задолженность в корпоративном секторе носит уже системный характер. Эмитенты стали использовать возможность реструктуризации более активно и нередко предлагают совсем непривлекательные условия вплоть до списания части долга. Большая часть таких предложений оказываются нежизнеспособными. Компании либо принимают повышенную долговую нагрузку в условиях спада экономики (в угоду кредиторам), либо предлагают списать долг в обмен на акции. Тем не менее, с точки зрения этики ведения бизнеса эти схемы — более оптимальный способ решения долговых проблем, чем принудительное банкротство или банальный вывод активов, когда бланковые кредиторы остаются ни с чем. Эмитенты, прошедшие «школу» реструктуризации, смогут уже в начале следующей фазы восстановления экономики рефинансировать долги на более привлекательных условиях».