

Владимир Михайлов, начальник департамента анализа и риск-менеджмента СГУП «Мосфинагентство»

Евгений Бабенко, заместитель генерального директора СГУП «Мосфинагентство»

Кризис и перспективы долговых рынков в 2009 году

Международный рынок

После глубокого спада к концу прошлого года в некоторых сегментах международного финансового рынка, включая долговые рынки, появились робкие признаки компенсационного восстановительного движения. Причина некоторого восстановления «толерантности к риску» участников рынка заключается в беспрецедентных по своему масштабу антикризисных мерах, предпринятых монетарными и фискальными властями как в США, так и в других экономических центрах мира.

Так, в декабре ключевая процентная ставка в США (fed funds rate) была снижена фактически до нулевой отметки (0-0,25%). В ответ на это, так называемый «базовый актив» международного долгового рынка, государственные облигации казначейства США (UST), обновили глобальные исторические минимумы по доходности. В конце прошлого - начале текущего года казначейство США имело возможность привлекать доллары на 2 года с доходностью ниже 1% годовых, а на 30 лет – в пределах 3% годовых.

Агрессивная процентная политика была дополнена специальными мерами государственной поддержки финансового и реального сектора экономики, объем которой в США достиг 15% ВВП (еще порядка 5% готовит новая администрация США). Особую роль власти США отводят мерам, направленным на снижение долгосрочных процентных ставок, в частности, анонсированы действия по прямому выкупу на открытом рынке долгосрочных долговых инструментов, включая долгосрочные UST и ипотечные облигации. Указанные действия будут способствовать **удержанию доходности гособлигаций США на исключительно низком уровне** на всей длине «кривой доходности».

Несмотря на беспрецедентный масштаб государственной помощи, специалисты не спешат делать вывод о его достаточности. «Порочный круг» финансово-экономического кризиса пока не разорван. Экономическая рецессия в США и Европе стала очевидностью, надежды на независимость поведения развивающихся рынков (так называемый «decoupling») не оправдались. Глобальный спад экономической активности приводит к тотальной переоценке стоимости активов - дальнейшему падению фондового рынка, рынка недвижимости. Спад стоимости активов ведет к новым потерям хозяйствующих субъектов и домохозяйств, что, в свою очередь, оказывает угнетающее воздействие на экономическую активность.

Особо следует отметить риски, связанные с главной движущей силой мировой экономики последних лет – американским потребителем (США формировали около трети совокупного мирового потребления). Последние годы американские домохозяйства тратили больше денег, чем зарабатывали, финансируя имеющийся дефицит за счет кредитов, получаемых под залог имущества. Но стоимость располагаемого ими имущества сегодня тает. «Декапитализированные» в результате масштабных списаний банки не просто не имеют желания, но зачастую возможности выдавать новые кредиты. В свою очередь, спад на рынке труда и снижение прибыли предприятий оказывает угнетающее влияние на текущие доходы граждан. Падение доходов и замораживание кредитного рынка наносит двойной удар по потребителю.

Продолжающееся падение платежеспособности домохозяйств и бизнеса в США готовит **новые испытания для финансового сектора**. Во-первых, угрожающе нарастет число дефолтов по «потребительским» кредитам. Объем указанного сегмента кредитного

рынка США составляет около \$4,5 трлн. Во-вторых, финансовый сектор располагает вложениями в корпоративные обязательства «спекулятивного» кредитного качества в размере около \$4 трлн. Сохраняется риск резкого нарастания числа дефолтов заемщиков указанной категории. В-третьих, в конце прошлого года появились признаки спада в секторе «нежилой» ипотеки, объем которого оценивается в \$3,5 трлн. В-четвертых, убытки банковской системы от дефолтов по «стандартным» ипотечным кредитам (объем рынка - более \$11 трлн.) также способны существенно возрасти, учитывая стремительно нарастающее число семей, имеющих «убыточный» ипотечный контракт (т.е. стоимость их ипотечного кредита превышает рыночную стоимость купленного жилья).

Видно, что размер опасности, угрожающей финансовому сектору, более чем значительный, учитывая, что размер рынка «субстандартной» ипотеки, породившего «кризис», составлял около \$0,7 трлн.

Несмотря на развитие рецессии в США и агрессивную монетарную политику ФРС, **позиции доллара в 2009 году способны усилиться** (относительно мировых валют, включая евро). Во-первых, следует учитывать, что Европа демонстрирует отставание от США в экономическом цикле и вступление в острую фазу рецессии там, по всей видимости (учитывая показания опережающих индикаторов), еще впереди. Во-вторых, несмотря на более консервативную текущую позицию, Европейский центральный банк, по-видимому, будет вынужден ослабить денежную политику. Это означает, что дифференциал процентных ставок в Европе и США будет иметь тенденцию к сужению. В-третьих, 2009 год обещает быть годом глобальной рецессии, что традиционно оказывает дополнительную поддержку активам в американской валюте. В-четвертых, агрессивная монетарная политика ФРС осуществляется на фоне сокращения финансового рычага в банковской системе и сжатия денежной массы в широком определении. Реализуемая в настоящее время политика «количественного ослабления» (или попросту использование печатного станка) действительно закладывает серьезные риски потери устойчивости американской валюты, однако эти риски представляют наиболее серьезную опасность в условиях функционирующей банковской системы, мультиплицирующей прирост денежной базы. Но для выполнения последнего условия требуется, как минимум, завершить период списаний и рекапитализировать банки, на что, по всей видимости, уйдет не один год.

Внешний долг РФ

Спад на сырьевых рынках, отток капитала, снижающиеся международные резервы и существенный навес из обязательств по рефинансированию корпоративной задолженности оказали негативное воздействие на кредитное качество российских заемщиков. Так, в декабре, впервые за последние десять лет, рейтинговое агентство S&P **снизило суверенный рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте с BBB+ до BBB.**

Несмотря на негативную динамику показателей кредитоспособности, **номинированные в иностранной валюте облигации российских эмитентов сегодня выглядят перепроданными.** Спрэд индекса EMBI+ России на 200-300 б.п. шире аналогичных показателей таких стран, как Бразилия, Колумбия, Перу, Турция, Филиппины, других стран с более низкими, чем у России, кредитными рейтингами. По всей видимости, указанная перепроданность относительно прочих развивающихся рынков является временным аномальным рыночным явлением, связанным с относительной узостью рынка и действиями определенных классов иностранных держателей российских еврооблигаций. В настоящее время этот сегмент представляется инвестиционно-привлекательным, а стоимость валютного долга российских эмитентов выглядит недооцененной не только по отношению к обязательствам прочих развивающихся стран,

но и по отношению к стоимости облигаций на внутреннем рынке (с учетом стоимости хеджирования валютных рисков).

Внутренний долг РФ

Главными факторами рынка внутреннего долга остаются курсовая политика Банка России (главным образом, для бумаг первого-второго эшелона) **и кредитный риск заемщиков** (для прочих облигаций).

В условиях беспрецедентного падения цен на нефть (почти на 70% за полгода) Банк России не располагал большим выбором средств для целей выравнивания платежного баланса - в декабре-январе рубль был ослаблен относительно бивалютной корзины ЦБ на 28%. В этот период Центральный банк не предпринимал серьезных усилий для ограничения спроса на валюту, щедро предоставляя ликвидность банкам (только объем средств, предоставленных на беззалоговых аукционах, достиг 1,8 трлн. руб.). Рубли впоследствии поступали на валютный рынок (объем рублевой ликвидности банковской системы за последние полгода почти не изменился). Меры по поддержке банков также можно назвать вынужденными – еще осенью балансы многих из них были несбалансированы по валютной позиции. Своими действиями ЦБ позволил банковской системе пройти период девальвации рубля без существенных балансовых потерь.

Если целью проводимой курсовой политики является приведение пропорций валютного рынка в соответствие с изменившейся внешнеторговой конъюнктурой (в противном случае существует риск чрезмерного расходования валютных резервов в среднесрочной перспективе), то указанную локальную цель можно считать достигнутой. По имеющимся оценкам, при текущих ценах на нефть (выше \$40 за баррель) стоимость бивалютной корзины на уровне 40 рублей (курс доллара 35 рублей) должна обеспечить неотрицательный баланс счета текущих операций. В то же время, об отсутствии валютного риска говорить рано. Если стоимость сырой нефти упадет (например, до уровня \$30 за баррель), «равновесная» стоимость доллара возрастет (до 42-45 рублей в зависимости от эластичности спроса на импорт).

Понижение курса рубля сопровождалось ужесточением процентной политики ЦБ – были повышены все ключевые ставки (ставка рефинансирования до 13%). Удержание высоких ставок на денежном рынке является антиинфляционной мерой регулятора. Тем не менее, **инфляция в 2009 году останется высокой** (в двузначной области) - дефляционное давление со стороны сырьевых рынков и стагнирующей экономики будет нивелировано существенным ростом цен на импорт.

Нефтяные цены играют ключевую роль в ценообразовании на российские финансовые активы. Развитие рецессии в мировой экономике обусловит дальнейший спад спроса на сырье. Первая половина 2009 года, по всей видимости, будет периодом низких цен на нефть (возможно ниже 40 долл. за баррель). В то же время, предложение нефти на рынке также сокращается. Этот процесс имеет как добровольный, так и вынужденный характер. Последнее характерно для стран не членов ОПЕК с высокой себестоимостью добычи (Канада, Россия, Норвегия) - нефтяные компании закрывают нерентабельные низкодебитные скважины, отказываются от ввода в эксплуатацию новых производственных мощностей. Так, в 2008 году объемы добычи нефти в России сократились на 0,7%, а экспорт нефти в дальнее зарубежье по системе Транснефти - на 5%. По некоторым оценкам, восстановление баланса спроса и предложения возможно уже во второй половине текущего года и, несмотря на то, что возобновление роста мировой экономики может быть отложено на неопределенный срок, умеренное восстановление сырьевых рынков вполне вероятно уже в конце текущего года.

Стабилизация ситуации на сырьевом и валютном рынках способны оказать позитивное воздействие на рублевый сегмент долгового рынка. В этом случае можно ожидать стабилизации доходности облигаций первого эшелона на сроках 1-3-года на уровне

несколько выше темпов инфляции – 14-16% годовых, а бумаг «второго эшелона» (попадающих в ломбардный список ЦБ) – в пределах 20% годовых.

В то же время, **поворотная точка кризиса пока не пройдена**. В 2009 году сокращение кредитного плеча (так называемый «делеведредж») мировой банковской системы продолжится, некоторые развивающиеся страны столкнутся с полномасштабным финансовым кризисом, многие новые предприятия и финансовые институты потеряют платежеспособность, а это означает высокую вероятность новых волн «распродаж активов» и сохранение высокой «изменчивости» в движении финансовых рынков.