

29 марта 2011

Продажи в облигациях республики Беларусь связаны скорее с политическим риском, чем с экономикой

Республике Беларусь 15 марта 2011 г агентством S&P был понижен рейтинг с B+ до B. Анализируя долги с аналогичным рейтингом, например аргентинские или украинские, мы пришли к заключению, что в стоимости белорусского долга, помимо экономических, учитываются политические риски. Поэтому после понижения рейтинга доходности облигаций Беларуси стремительно приблизились к доходностям по бондам Венесуэлы (рейтинг BB-). Возможно, инвесторы закладывают вероятность неплатежей или реструктуризации долга не как следствие объективных экономических причин, а скорее как политическое решение, связанное с особенностями внешней политики правительств этих стран.

Экономическая подоплека

Собственно экономическими причинами, помимо номинального понижения рейтинга, для активной игры против белорусского долга послужили следующие события. Власти Белоруссии в конце прошлого года приняли амбициозную программу социально-экономического развития республики на 2011-2015 годы, которая предусматривает рост ВВП в 2015 году на 62-68% к уровню 2010 года, реальных доходов населения - на 70-76%, объемов промышленного производства - на 54-60%, сельхозпроизводства - на 39-45%.

В соответствии с макроэкономическим курсом властей, НББ через механизм интервенций на биржевом рынке до недавнего времени являлся донором валюты для госпредприятий, осуществляющих масштабный импорт машин и оборудования в рамках реализации госпрограмм. О возможности системного финансового кризиса Белоруссию совсем недавно предупредил МВФ, который в негативном ключе указал на практику привлечения Нацбанком валютных заимствований у белорусских коммерческих банков для поддержания золотовалютных резервов. По данным МВФ, объем валютных свопов НББ с местными банками в 2010 году составил около \$3,8 млрд., в том числе \$2,3 млрд. в четвертом квартале прошлого года. Это позволило НББ поддержать совокупные резервы и избежать курсового кризиса в преддверии президентских выборов в декабре. Тем не менее, МВФ считает удовлетворительным официальный показатель финансовой устойчивости - на начало 2011 года коэффициент достаточности капитала банковской системы на уровне 20,5%. За первые 2 месяца 2011 года ЗВР Белоруссии снизились на 20% - до \$4 млрд., при этом валютная задолженность НББ (состоит из привлеченных средств белорусских коммерческих банков и долга перед нерезидентами) на начало марта достигла \$6.1 млрд.. увеличившись на 4.3%. На фоне этого НББ ввел ряд ограничений на валютном рынке: официально запрещено кредитование физлиц в инвалюте, введен запрет на авансирование импорта за счет средств валютных кредитов белорусских банков и запрет покупки инвалюты для импорта товаров по внешнеторговому договору на сумму. превышающую 50 тыс. евро. Кроме того, был в 200 раз повышен биржевой сбор на покупку инвалюты на Белорусской валютно-фондовой бирже и установлен 30-дневный срок резервирования средств на покупку валюты на биржевом рынке (ранее этот срок составлял один день). Через неделю НББ вернулся к прежним срокам резервирования, но ввел (с 1 апреля) требование приоритетной продажи валюты для оплаты за медикаменты, за поставленный в республику природный газ, для погашения кредитов в иностранной валюте и для ряда иных целей. Для снижения заинтересованности банков в привлечении валютных депозитов норматив обязательного резервирования по привлеченным средствам в инвалюте повышен с 6% до 9%.

Учитывая высокую импортоемкость белорусской экономики, в случае длительного ограничения валютных интервенций со стороны НББ, неизбежно замедление темпов экономического роста, что противоречит официально обозначенным целям по росту ВВП.

При этом уже под ударом оказался малый и средний бизнес. Аналогичная проблема перед крупнейшими госпредприятиями пока стоит не так остро, в силу наличия валютной выручки от экспортных операций.

Резюмируя макроситуацию в республике Беларусь, можно утверждать, что сформированы фундаментальные экономические причины для девальвации белорусского рубля. Более того, уже прошедшие президентские выборы во многом убирают традиционный политический дискурс в пользу сильной национальной валюты. На данный момент интрига заключается лишь в том, когда будет принято решение о девальвации и в какой форме она будет проводиться (постепенно или сразу). Вопрос о постепенной или резкой девальвации зависит от того, сможет ли республика привлечь дополнительные валютные ресурсы для поддержания курса белорусского рубля.

Беларусь и аналоги на долговом рынке

Мы видим на примере аргентинского долга, как и украинского, что собственно кредитная оценка страны, мягко говоря, ограниченно влияет на спред между долгом Беларуси и Аргентины/Украины. У Аргентины долг к ВВП составляет 62%, а у Украины — 88%, в то время как у Беларуси всего 56%. При этом отдельно выделяется Венесуэла с показателем около 30%. Более того, Беларусь характеризуется более высоким доходом на душу населения по сравнению с украинскими данными.

Таблица 1. Основные макроэкономические параметры за 2010 г.

		Nominal GDP (bil. US\$)	GDP per capita (US\$)	Savings/ GDP (%)	Investme nt/GDP (%)	Real GDP (% change)	Real investm ent (% change)	Unemploy ment (% of workforce)	CPI (average % change)
Belarus	В	50.9	5307.0	27.5	38.5	6.4	7.5	1	9.4
Venezuela	BB-	211.7	7296.0	34	23	-1.5	-1.5	7.5	32
Argentina	В	376.1	9281.6	25	23.2	8	10	7.3	25
Ukraine	B+	132.8	2900.4	17.3	18.3	4.5	0	9	9.5

Источник: S&P, данные являются оценками рейтингового агентства за 2010 год

Таблица 2. Индикаторы суверенного риска

		Debt (% of GDP)	Fiscal performance (% of GDP)						
Belarus	В	Net 56.0	Net of gov't deposits 56.0	Gross 32.4	Surplus (Deficit) -1.7	Primary balance -0.8	Revenue 40	Expenditure 41.7	Interest 0.9	
Venezuela	BB-	29.9	33.9	18.2	-3.7	-2.1	30	33.8	1.6	
Argentina	В	62.3	62.7	46.7	-1	1.3	36.3	37.3	2.2	
Ukraine	B+	88.4	88.4	32.3	-6.5	-4.7	42.5	49	1.8	

Источник: S&P, данные являются оценками рейтингового агентства за 2010 год

Опираясь на представленные данные, совершенно невозможно сделать вывод о более высоком кредитном качестве Украины по отношению к Беларуси. Показатель Кредиты/ВВП для Беларуси составляет 65%, для Украины – 70%. Показатель Активы Банковской Системы / ВВП для Беларуси составляет около 80%, в то время как аналогичный показатель для Украины почти 90%. Продолжая исследовать структуру долга этих государств, мы пришли к следующим оценкам.

Таблица 3. Структура внешнего долга Беларуси и Украины за 2010 г.

\$ млрд.	Внешний долг всего	% ВВП	Внешний госдолг	%ВВП	Внешний частный долг	%ВВП
Украина	117.3	88.4%	32.5	24.5%	79.0	59.5%
Беларусь	28.5	56.0%	11.9	23.4%	15,8	31.0%

Источник: НБ Украины, собственные расчеты аналитиков ОАО Банк «Петрокоммерц»

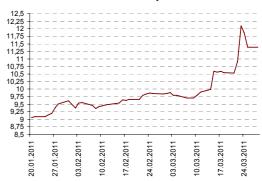
Сравнивая, долговую нагрузку на экономику в Украине и Беларуси, можно отметить более устойчивую позицию Беларуси, в основе которой лежит более низкая доля долга в ВВП страны. При этом если по госдолгу показатели почти одинаковы, то по уровню частного долга положение Беларуси более стабильно. Для того чтобы достичь показателей Украины (88%) при условии консервативного прогноза по росту ВВП (4%), объем чистых долговых

Суверенный долг Беларуси – цель для покупки

На наш взгляд, реакция глобальных инвесторов на понижение рейтинга Беларуси и риски девальвации национальной валюты в моменте была избыточна. Буквально за пару дней мы увидели рост доходности суверенных бондов с уровней «до 10%» до уровней «выше 11%», при этом негативная динамика, по сути, наблюдалась с начала 2011 года и изменение с начала года по бонду с погашением в 2015 г. составило более 400 б.п. Как представляется, риски девальвации белорусского рубля послужили триггером роста доходности с начала года. Последняя волна роста доходности связана исключительно с изменением кредитного рейтинга и возможными политическими рисками в свете снижения международных резервов и рисков привлечения средств с открытых рынков.

Рисунок 1. Динамика YTM суверенных евробондов республики Беларусь Погашение 8/3/2015. Купон 8,75% Погашение 1/26/18. Купон 8,95%





Источник: Bloomberg

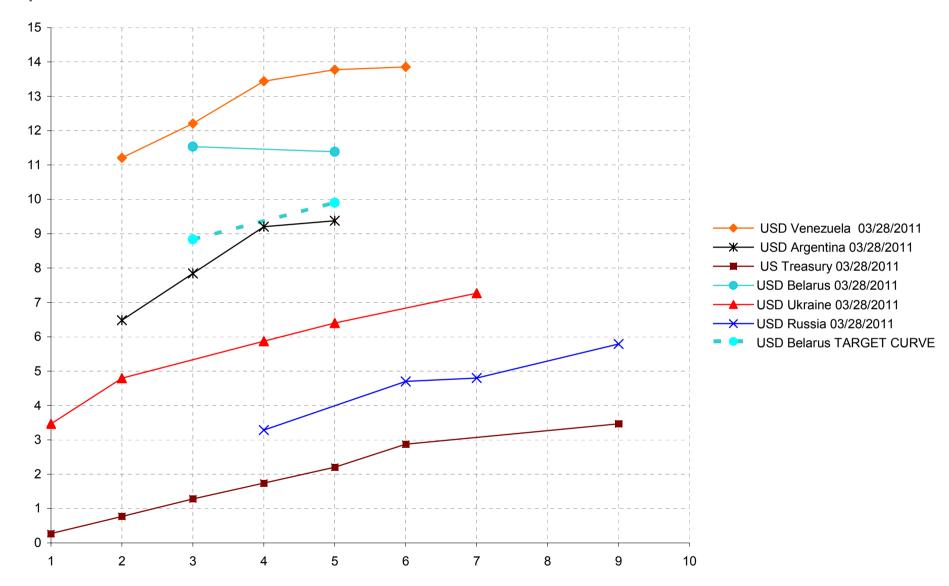
Исходя из политических факторов, негативная оценка Беларуси со стороны западных инвесторов может быть достаточно продолжительной во времени. При этом особое внимание будет приковано к динамике международных резервов и попыткам Беларуси привлечь средства либо в рамках межправительственных соглашений (потенциальный кредитор — РФ), либо на рынке публичного долга. При этом, учитывая необходимость привлечения валютных ресурсов в страну, решение о дефолте по одному из выпусков суверенных евробондов будет убийственным для Беларуси и противоречащим экономической логике. Поэтому мы достаточно низко оцениваем шансы на возможный дефолт при прочих равных условиях.

В то же время, оценка макропоказателей страны говорит за то, что доходности должны вернуться к уровням, наблюдавшимся до понижения рейтинга. На данный момент евробонд с погашением в 2015 году торгуется со спредом 620 б.п. к украинской кривой, евробонд с погашением в 2018 г. торгуется со спредом 500 б.п., отражая инвертированный характер кривой доходности Беларуси. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе доходности обсуждаемых еврооблигаций должны тяготеть к уровням Аргентины, спред по которым к кривой Украины при дюрации около 3 и 5 составляет 250 б.п. и 300 б.п. соответственно. Учитывая негативное восприятие политического руководства Беларуси со стороны международных инвесторов и сохраняющиеся проблемы в экономике Беларуси, мы выставляем цель в 350 б.п. к кривой Украины. Таким образом, результирующее движение относительно кривой Украины должно составить около 270 б.п. по короткому бонду и около 150 б.п. по длинному белорусскому бонду. Но даже без учета движения по сокращению спредов, текущая доходность по долгу Беларуси представляется чрезвычайно интересной в разрезе вмененных макроэкономических рисков.

Такие инвестиции подходят инвесторам, которые, как и мы, низко оценивают политические риски объявления дефолта по публичному долгу.

Бизин Алексей ведущий аналитик

Карта ставок



Источник: Bloomberg

Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

Покупать – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

Держать – потенциал роста бумаги находиться в диапазоне от -10% до 10% от текущей цены.

Продавать – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

Покупать – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спрэда (более 20 б,п,) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

Держать – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

Риск – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

Методологическая информация

Вероятность финансовых затруднений (ВФЗ) – агрегированный показатель кредитного качества, оценивающий вероятность возможных проблем с обслуживанием текущего долга.

Показатель рассчитывается на основе финансовых коэффициентов:

EBIT/Sales Sales/Assets Debt/Assets Debt/Sales Debt/EBIT

Interest Expenses/EBIT

Current Assets/Current Liabilities

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

A	Α-	В	B-	С	C-	D	D-
0-15%	15-20%	20-30%	30-35%	35-40%	40-45%	45-50%	>50%

Справедливый спред по выпуску рублевых облигаций определяется на основе регрессионной модели ОАО Банк «Петрокоммерц», В отдельных случаях, оговариваемых особо, оценка справедливого спреда производится по существующим аналогам эмитента.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Головная организация:

127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24, стр. 1

Телефон: +7(495) 411-6411 Факс: +7(495) 623-3607 Интернет: www.pkb.ru E-mail: welcome@pkb.ru Аналитическое управление:

191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А

Телефон: +7(812) 332-3751 Факс: +7(812) 332-3751 Интернет: <u>www.pkb.ru</u> E-mail: research@pkb.ru

Аналитическое управление

Потребительский сектор / Химия

Строительство

Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент

dorofeev.e.a@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика Сурикова Наталья, MA in Economics surikova.n.v@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа

Машиностроение Бизин Алексей bizin.a.v@pkb.ru Денежный рынок / Валютный рынок Харлампиев Дмитрий, к.э.н kharlampiev.d.n@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».

Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использования публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса

© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.