

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 В+ до В. 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 ВВ-). 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 импортную зависимость 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 (%) | Investment/ GDP (%) | Real GDP (%) change | Real investment (% change) | Unemployment (% of workforce) | CPI (average % change) |
|-----------|-----|----------------------------------|-----------------------------|---------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|
| Belarus | B | 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 | B | 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) | | | | | |
|-----------|-----|-----------------|-----------------------------|-------------------------------|----------------------|--------------------|---------|-------------|----------|
| | | Net | Net of gov't deposits | Gross | Surplus (Deficit) | Primary balance | Revenue | Expenditure | Interest |
| Belarus | B | 56.0 | 56.0 | 32.4 | -1.7 | -0.8 | 40 | 41.7 | 0.9 |
| Venezuela | BB- | 29.9 | 33.9 | 18.2 | -3.7 | -2.1 | 30 | 33.8 | 1.6 |
| Argentina | B | 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.

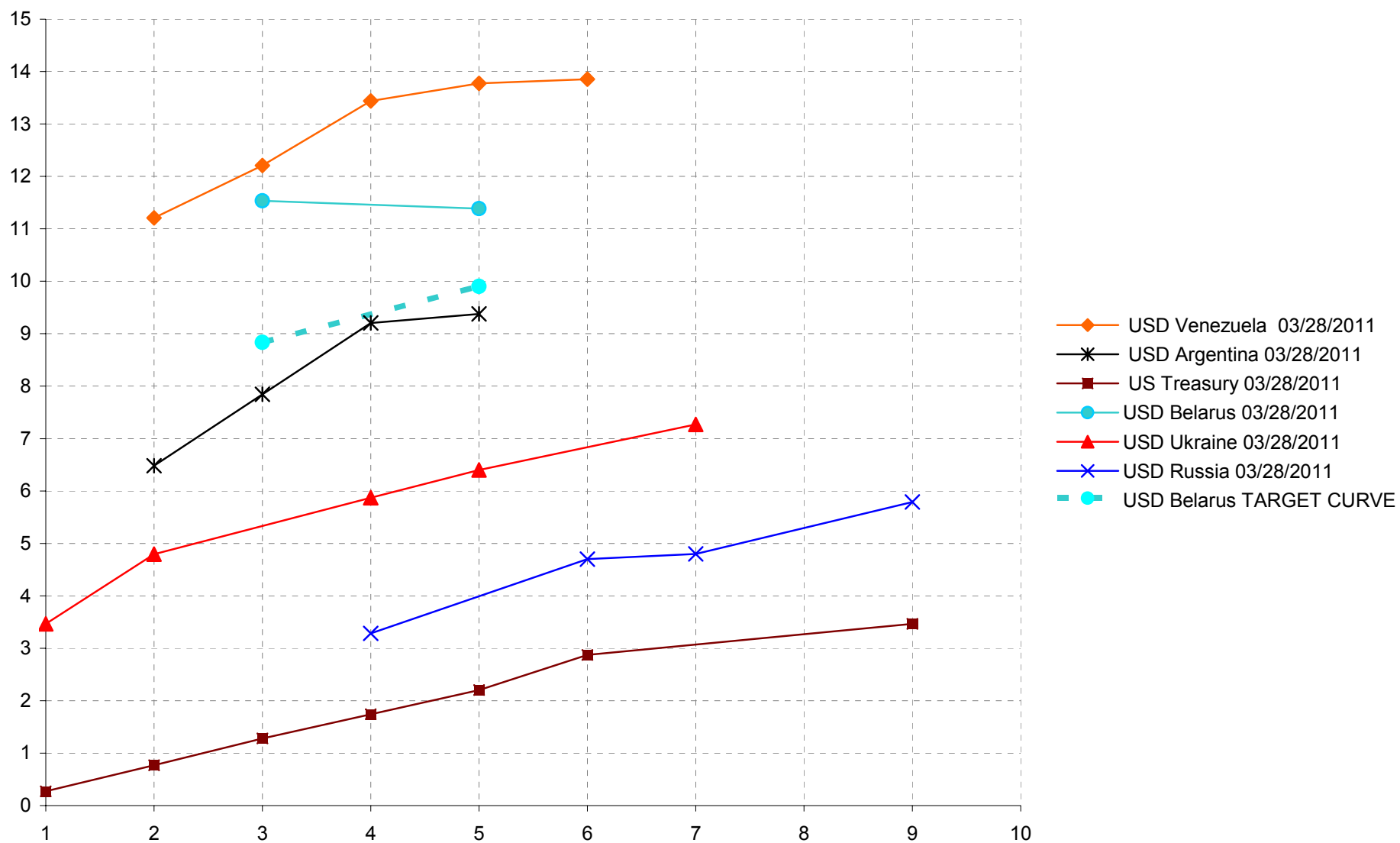
Таблица 3. Структура внешнего долга Беларуси и Украины за 2010 г.

| \$ 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

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 находится 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 спреда (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 | Debt/Sales |
| Sales/Assets | Debt/EBIT |
| Debt/Assets | Interest Expenses/EBIT |
| Current Assets/Current Liabilities | |

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

| A | A- | B | B- | C | 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: www.pkb.ru
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. Использование 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.