

CDS – мера кредитного риска или техническая торговля

Долговой рынок
20 августа 2009 г.

Выводы

В период кризиса CDS-5 на Россию, которые раньше торговались на уровне CDS-5 Бразилии, превысили как Бразилию, так и Турцию. Сейчас их спред к Турции составляет 50-80 б.п. Частично это объясняется техническими факторами. Мы ожидаем сохранения такой ситуации, хотя макроэкономика России не выглядит хуже, чем показатели Турции, опережая ее, в частности, по международным резервам и объемам ВВП. Российский фондовый рынок и рубль пока не отыграли своего падения в кризисный период, что оказывает поддержку покупателям CDS, способствуя сохранению их высоких уровней.

Опережающий рост CDS-5 на Россию происходил в 3 этапа в сентябре-ноябре 2008 г.

- В сентябре триггером роста всех CDS стала новость о банкротстве Lehman Brothers. CDS-5 на Россию превышает аналогичный инструмент Бразилии
- В октябре падение нефти на 30% за неделю вывело CDS-5 на Россию на уровень Турции и способствовало дальнейшему опережающему росту.
- В ноябре на рынок кредитных свопов действовал целый спектр факторов:

США отказываются от выкупа проблемных ипотечных активов в пользу вливаний капитала в финансовые институты. Нефть продолжает падать, достигнув уже \$60/баррель. В России банковская система парализована дефицитом ликвидности, фондовые индексы находятся на минимумах, потеряв 30% за неделю, а политика ЦБ не оставляет сомнений в перспективах девальвации рубля.

В итоге спред CDS-5 на Россию к Турции расширяется до 300-350 б.п., где он и остается в течение всего 1 квартала 2009 г.

Инвестиционный анализ

Покупки российских CDS в сентябре-ноябре носили «технический» характер. В период падения цен базовых активов и невозможности их продать, инвестбанки вынуждены были покупать CDS для восстановления хеджа по российским бондам.

С апреля 2009 г началось снижение CDS. Движение было поддержано укреплением национальных валют, восстановлением фондовых рынков. Спред российских CDS к Турции сократился, однако остается в пределах 100 б.п., хотя показатели российской экономики выглядят более обнадеживающими (менее значительный спад ВВП, существенно более высокий объем международных резервов при более низком коэффициенте покрытия внешнего долга).

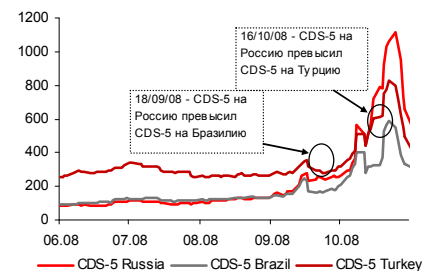
CDS на Россию остаются выше Турции, отражая степень восстановления валютного и фондового рынков. Если турецкие индексы восстановились до докризисных уровней, то индекс РТС по-прежнему вдвое ниже прошлогодних значений. Чуть менее критичная ситуация наблюдается с восстановлением рубля и лиры.

Показатели

Показатель	Россия	Турция	Бразилия
Размер ВВП, \$трлн, 2008Ф	1,4	0,7	1,6
Темпы роста ВВП 2008Ф (ВВП 1Кв09)	5,2% (-9,8%)	3,6% (-13,8%)	11% (-1,7%)
Инфляция 2008 (1П09Ф)	13,3% (12%)	10,4% (5,4%)	5,7% (4,5%)
Внешний долг, \$ млрд 1кв09Ф	451	265	260
Международные резервы, \$млрд 2Кв09	413	69	190
Долг к ВВП, % 2008Ф	34%	38%	17%

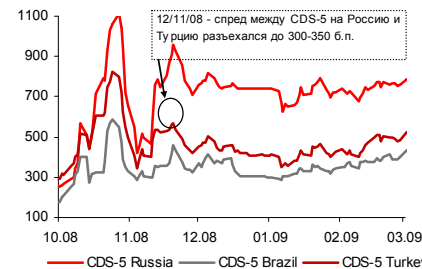
Источник: Bloomberg, МВФ, Отдел исследований Альфа-Банка

Динамика CDS: Начало кризиса



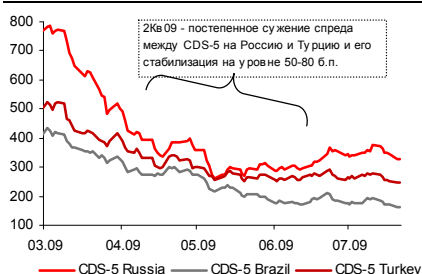
Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Динамика CDS: спреды разъехались



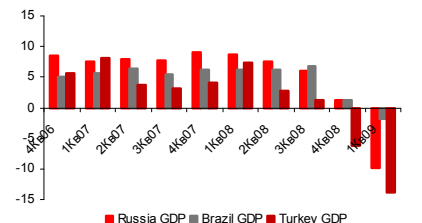
Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Динамика CDS: сужение спредов



Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Динамика ВВП России, Турции и Бразилии



Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

CDS – мера кредитного риска или техническая торговля

CDS – credit default swaps – считаются мерой оценки премии за кредитный риск базового инструмента над безрисковыми активами. Однако динамика страновых CDS до и после кризиса заставляет задуматься, насколько этот инструмент отражает уровень кредитного риска.

Так, до осени 2008 г кредитный риск на Россию приравнялся к кредитному риску Бразилии. Однако в течение следующих нескольких месяцев CDS-5 России показывал опережающий рост, догнав и перегнав вначале Бразилию, а затем – и Турцию. Рассмотрим, какие факторы стали катализаторами таких скачков.

Факторы опережающего роста CDS-5 на Россию

«Отрыв» CDS-5 России от Бразилии произошел в середине сентября 2008 г на фоне банкротства Lehman Brothers и появления информации о возможном приобретении инвестбанка Merrill Lynch со стороны Bank of America.

Спустя месяц кредитный риск России, продолжая расти опережающими темпами, превышает CDS-5 Турции и закрепляется на более высоких уровнях. Это происходит в период резкого обесценения «черного золота» – котировки на нефть на товарных биржах за неделю упали в пределах 25% – до уровня около \$70/баррель.

Еще через месяц – в середине ноября – мы увидели очередной опережающий скачок CDS-5 на Россию, что вывело его спред к турецким CDS на уровень 300-350 б.п. Этот разрыв сохранялся до апреля 2009 г. В отличие от двух предыдущих случаев, рост российских CDS на этот раз практически не сопровождался аналогичным движением турецкого и бразильского CDS. Скачок проходил на фоне сочетания негативных внешних и внутренних факторов:

- Так, в США в этот период Минфин отказывается от собственного плана по выкупу проблемных ипотечных активов в пользу новых вливаний капитала в финансовые институты. Фондовый рынок США теряет еще порядка 6% за неделю, а глава ФРС признает невозможность «разворота рынка» из-за существующих проблем в американской экономике.
- Цены на нефть продолжают свое снижение, опустившись уже до \$60/баррель.
- Внутри России также нарастают ощущения «апокалипсиса»: фондовые индексы находятся на минимальных уровнях (РТС чуть выше 500 пунктов), потеряв 30% за вторую декаду ноября. Банковский сектор парализован дефицитом ликвидности, а эффективность действий ЦБ вызывает сомнения. Начинается – пока плавная – девальвация рубля, которая с января перерастет в широкомасштабное падение курса.

Традиционно опережающий рост CDS-5 на Россию в пиковые моменты кризиса принято объяснять техническими факторами. А именно, Россия стала заложницей большего по объему торгуемого внешнего долга. Западные инвестбанки при падении цен на базовые активы (российские суверенные и квазисуверенные бумаги) вынуждены были увеличивать объем покупки CDS для хеджирования рисков. Параллельно сокращение фондирования клиентов этих банков, играющих на российском евробондовом рынке, вынуждало тех продавать бумаги, толкая цены российских активов еще ниже.

Сентябрь 2008:
банкротство Lehman
Brothers

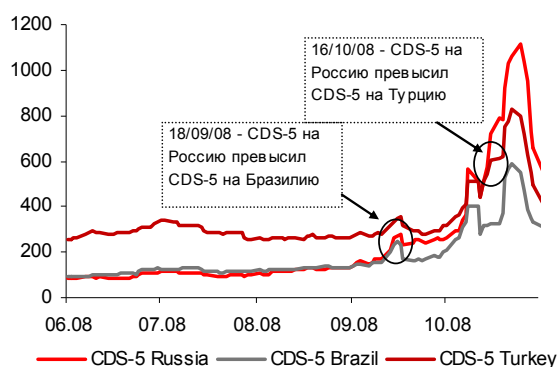
Октябрь 2008: нефть
упала до \$70/баррель

Ноябрь 2008:
Нефть продолжает
падать, в России
растут ожидания
девальвации

Технический фактор
роста:
западные банки
поддерживают хедж
на Россию

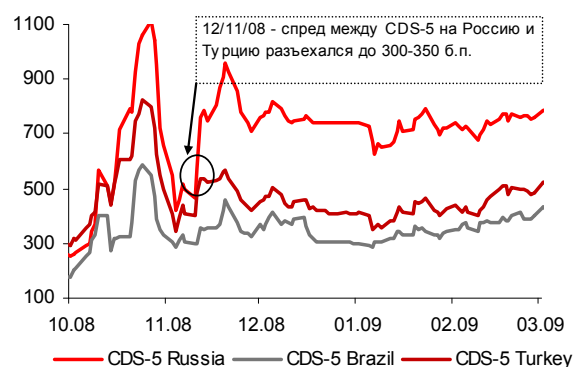
Однако, справедливости ради, надо отметить, что это объяснение верно лишь отчасти. Как мы видим из анализа событий, явившихся триггером для роста CDS, лишь в первом случае это были события, одинаково негативные для всех трех стран. В двух других случаях Россия «пострадала» от динамики смежных рынков – нефти и акций, а также – политики ЦБ и развития внутренней ситуации в стране.

Рис 1: CDS-5 России опережают Бразилию... и Турцию



Источник: Bloomberg

Рис 2: Спреды расширяются



Источник: Bloomberg

Сближение CDS России и Турции началось с 2Кв09

Макроэкономика:

Количественные показатели лучше, чем качественные

Ситуация стала выправляться с апреля 2009 г

Сейчас постепенно вновь происходит сближение CDS-5 России и Турции (до 50-80 б.п. в течение 2-го квартала). Тем не менее, согласно оценке рынка CDS, инвестиции в российские евробонды по-прежнему более рискованны, чем вложения в долговые инструменты Турции. Попробуем разобраться, насколько верно это отражает экономические реалии и перспективы восстановления экономики России по сравнению с ситуацией в Турции и Бразилии.

Экономический рост. С одной стороны, Россия в условиях кризиса потеряла накопленные темпы роста ВВП – прогноз по ее экономическому развитию наиболее пессимистичный из трех стран (согласно МВФ -5,6% против -5,1% - у Турции и -1,3% у Бразилии). В то же время, «де факто» экономическая ситуация в Турции выглядит не столь оптимистично – падение экономики в 1Кв09 там составило 13,8%, опередив как Бразилию, так и Россию. Кроме того, реальный объем Валового продукта в России вдвое больше, чем в Турции (\$1.4 трлн в России против \$0,7 трлн – в Турции).

Инфляция. Россия – традиционно страна с высоким уровнем инфляции, который выражается двузначными цифрами. Даже в период экономического спада CPI в России сохраняется на уровне 12%. Напротив, темпы роста потребительских цен в Турции в 1П09 замедлились вдвое – до 5,4%. Однако тут надо отметить, что резкое замедление инфляции можно воспринимать как сигнал, демонстрирующий отсутствие признаков оживления экономики.

Международные резервы и внешний долг. Наиболее сильную позицию по сравнению не только с Турцией, но и с Бразилией Россия имеет с точки зрения размера международных резервов. На наш взгляд, именно этот показатель является основным «мерилом» платежеспособности страны и, как следствие, вероятности исполнения ею своих кредитных обязательств.

И, если Бразилия выигрывает за счет относительно небольшого размера внешнего долга (17% ВВП на конец 2008 г), то по России и Турции эти

Более значимыми остаются рыночные факторы – нефть, фондовые индексы и курсы валют

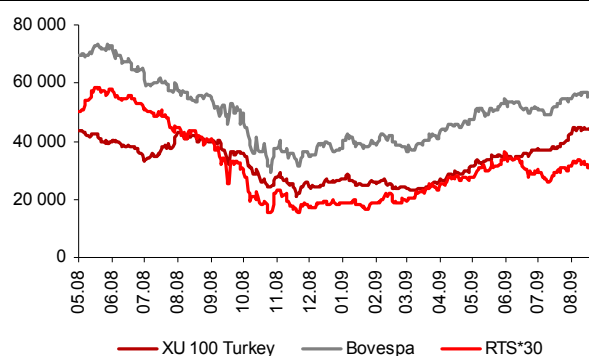
цифры сопоставимы – 34% и 38% соответственно. Более того, если для России коэффициент соотношения внешнего долга и ЗВР составляет всего 1,2х (чуть более высокий показатель по Бразилии – 1,4х), то для Турции внешний долг более, чем в 3,75 раз превышает размер международных резервов.

Тем не менее, несмотря на наличие сильных сторон в макропоказателях, российские CDS продолжают торговаться на 50-80 б.п. выше Турции. На наш взгляд, причиной этому является динамика «рыночных» факторов. Так, если падение рынков нефти и акций в РФ вывело кредитные риски России на максимумы, то именно динамика этих рынков может стать определяющей для их возвращения на докризисные уровни. Неслучайно, сужение спредов между CDS России и Турции началось после сигналов восстановления на этих рынках. Сейчас нефть вернулась на уровни октября прошлого года (когда CDS России стал торговаться выше Турции).

Российский рынок акций пока тоже находится далеко от своих докризисных уровней. Если индекс РТС по-прежнему вдвое ниже значений годовой давности, то Bovespa потерял всего четверть, а турецкий индекс полностью восстановился до докризисных уровней.

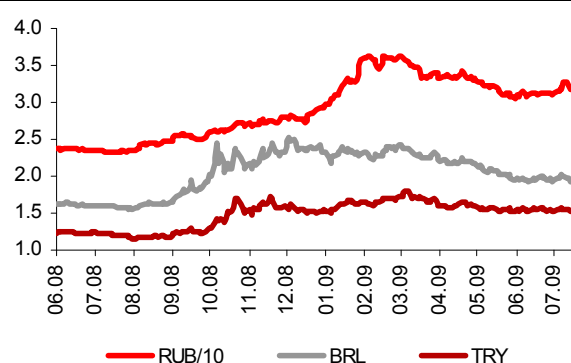
Похожая ситуация наблюдается и на валютном рынке. Обесценение – как рубля, так и реала с лирой – составляло порядка 50%. Однако Турция и Бразилия не препятствовали девальвации в самый острый период кризиса и провели ослабление национальной валюты в октябре-ноябре. Банк России, напротив, в конце 2008 г. пытался не допустить резкого обесценения рубля. В результате девальвация заняла более продолжительный период, а пик ослабления рубля пришелся на начало 2009 г. Как следствие, бразильская и турецкая валюты в значительной мере отыграли осеннее падение своих валют (-17% по Бразилии и -23% по Турции с начала кризиса), тогда как рубль остается на треть ниже докризисных значений.

Рис 3: Динамика фондовых индексов



Источник: Bloomberg

Рис 4: Динамика национальных валют



Источник: Bloomberg

Таким образом, хотя макроэкономическая позиция России остается сильной, ее зависимость от нефтяных котировок, более глубокое падение фондовых индексов и обесценение национальной валюты – являются факторами, поддерживающими кредитный риск страны выше аналогичных показателей Турции и Бразилии. Пока эти показатели не придут в норму, мы считаем, что возвращение прежних пропорций между CDS этих трех стран маловероятно.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление	Саймон Вайн, Руководитель Управления
долговых ценных бумаг и деривативов	(+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Татьяна Мерлич, старший менеджер по международным продажам (7 495) 786-48 97 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Михаил Авербах, аналитик по внешнедолговому рынку (7 495) 783-50 29 Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Екатерина Журавлева, кредитный аналитик (7 495) 974-2515 доб. 7121
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2009 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.