

ЭМПИРИЧЕСКАЯ ВЕРОЯТНОСТЬ ДЕФОЛТОВ НА РУБЛЕВОМ РЫНКЕ *ДЕФОЛТЫ СТАЛИ МАССОВЫМИ*

Мы проанализировали статистику дефолтов на рынке рублевых облигаций за последние восемь месяцев, в течение которых дефолты в третьем эшелоне приобрели массовый характер, и пришли к следующим выводам:

- ✦ вероятность дефолта в третьем эшелоне составляет 19%. Учитывая, что уровень восстановления по дефолтным бумагам близок к нулю, годовые бумаги низкого кредитного качества, торгующиеся выше 70% от номинала, выглядят переоцененными;
- ✦ за последние месяцы вероятность дефолтов в третьем эшелоне выросла, достигнув 35,6% в начале года, и мы не ожидаем существенного снижения этого показателя в среднесрочной перспективе;
- ✦ вероятность выхода из состояния технического дефолта составляет 25% – то есть бумага, попавшая в состояние технического дефолта, с большой вероятностью останется дефолтной;
- ✦ в состоянии дефолта по публичным долгам ни разу не оказывались «телекомы», энергетические и нефтегазовые компании, а также банки, что означает относительную защищенность бумаг этих секторов;
- ✦ высокая вероятность дефолта по рублевым облигациям оказывает лишь ограниченное влияние на качество активов российской банковской системы.

Эмпирическая вероятность дефолта по бумагам третьего эшелона составляет 19%. Из общего объема погашаемых облигаций, равного 640 млрд руб., в состоянии технического дефолта оказались облигации на сумму порядка 151,4 млрд руб., из которых 81 млрд руб. пришлось на неуплату купонного дохода. Таким образом, доля дефолтов по основной сумме долга в общем объеме предъявляемых к погашению бумаг составляет около 11%, а показатель для сегмента бумаг третьего эшелона равен порядка 19,3%. Учитывая, что уровень восстановления по дефолтным бумагам близок к нулю, годовые облигации низкого кредитного качества, котирующиеся выше 70% от номинала, выглядят переоцененными (в данном случае безрисковая ставка по рублям на год принималась равной 16% годовых).

Динамика вероятности дефолта в третьем эшелоне по месяцам достигла максимума – 35,6% в начале этого года и теперь демонстрирует некоторую тенденцию к снижению, например, за прошлую неделю в состоянии дефолта оказались только 8% погашаемых бумаг. Тем не менее, учитывая недостаток рублевой ликвидности на кредитном рынке, мы не ожидаем, что в среднесрочной перспективе число случаев дефолта на рублевом рынке значительно уменьшится.

Около 75% бумаг, оказавшихся в состоянии технического дефолта, остаются дефолтными. Статистика дефолтов показывает, что из общего объема облигаций, оказавшихся в состоянии технического дефолта (151,4 млрд руб.), в конечном итоге были погашены бумаги на сумму лишь 37,9 млрд руб.

Вероятность дефолта имеет тенденцию к росту Динамика вероятности дефолта в третьем эшелоне



Источники: Cbonds, оценка УРАЛСИБа

ДЕФОЛТЫ СТАЛИ МАССОВЫМИ

В ряде секторов дефолтов пока не отмечено ни одного случая дефолта... В частности не было дефолтов среди «телекомов», энергетических и нефтегазовых компаний, что, с одной стороны, объясняется умеренной долговой нагрузкой эмитентов рублевых облигаций из этих отраслей, а с другой – относительно устойчивым к финансовому кризису денежному потоку. Не отмечено дефолтов и в банковском секторе, что объясняется поддержкой со стороны ЦБ, который предоставил банкам более 4 трлн руб. в виде беззалоговых кредитов, операций РЕПО, а также ломбардных и субординированных кредитов.

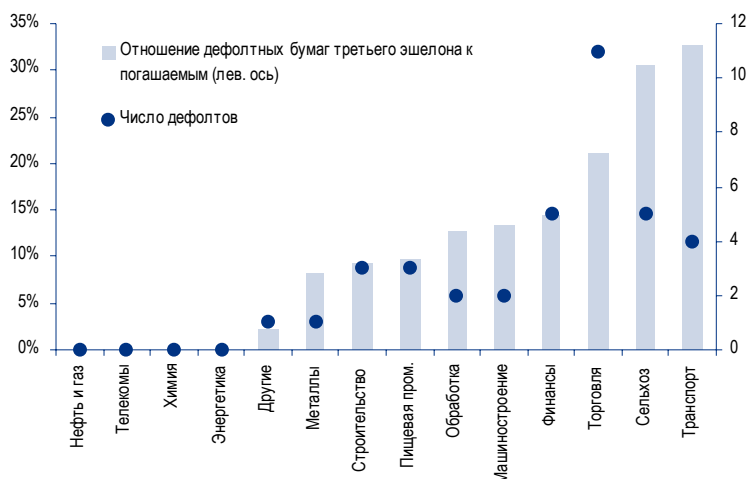
... а в перегруженных долгами секторах дефолты достигают 30%. В то же время наибольшее число дефолтов отмечено в секторе розничной торговли, у финансовых организаций, не имеющих банковской лицензии, в машиностроении, транспортном и сельскохозяйственном секторах. На наш взгляд, это связано с тем, что большинство бумаг из этих секторов было размещено операционными компаниями, не имеющими основных средств на балансе. Кроме того, в условиях кредитного кризиса стоимость бизнеса ряда компаний третьего эшелона оказалась ниже их долговой нагрузки.

Дефолты по рублевым бумагам лишь частично отражают уровень просроченной задолженности по банковским кредитам. Поскольку большинство рублевых бумаг третьего эшелона размещены в соответствии с российским законодательством и не предполагают обеспечения, с юридической точки зрения дефолт по ним не влечет прямого материального ущерба для собственников эмитента. Поскольку банковские кредиты, как правило, выдаются под обеспечение, вероятность дефолта по ним ниже, чем по рублевым облигациям – для сохранения бизнеса собственники будут скорее погашать банковский кредит, чем облигации. С другой стороны, соотношение кредитного портфеля и объема портфеля ценных бумаг (примерно 7 к 1) в целом по банковской системе свидетельствует о том, что уровень дефолта по облигациям несущественно повлияет на общий объем «плохих» активов у банков.

Появление «зомби» среди российских банков не за горами. Недавно Минфин оценил средний объем просроченной задолженности по кредитным портфелям российских банков в 10%. Учитывая, что общий объем банковских кредитов, предоставленных физлицам и нефинансовым компаниям, составляет 16,2 трлн руб., а совокупный капитал банков равен 2,9 трлн руб., превышение просроченной задолженности по кредитам уровня 10% может привести к появлению банков с отрицательным капиталом.

В некоторых секторах дефолтов пока не было

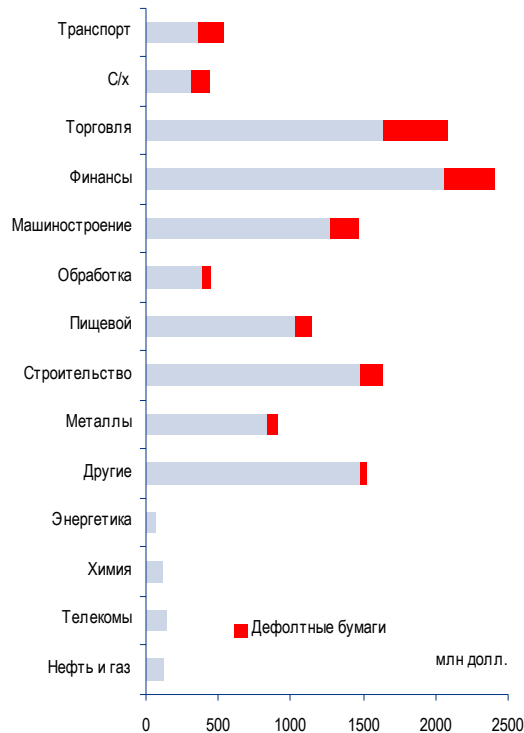
Распределение дефолтов по секторам



Источники: Cbonds, оценка УРАЛСИБа

Наибольший объем погашений отмечен в торговле и финансовом секторе

Распределение объема дефолтных и погашаемых бумаг по секторам



Источники: Cbonds, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Екатерина Губина, ст. вице-президент, gubinaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bog_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovan@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Ксения Харитоновна, аналитик, kharitonovko@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Олеся Власова, vlasovaoa@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Натан Гарденер (англ. яз.), gardenern@uralsib.ru
Кэролайн Мессекар, messekar@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru,
Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru,
Юлия Прокопенко, pro_ja@uralsib.ru, Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Дизайн

Андрей Гончаров, goncharovai@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Недвижимость

Эльдар Вагабов, vagabovem@uralsib.ru

Промышленный сектор

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru
Наталья Сорокина, sorokinani@uralsib.ru

Потребительский сектор

Наталья Смирнова, smirnovana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2008