

Потеря рейтинга investment grade: «опыт» европейских стран



Промсвязьбанк

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

14 января 2015 г.

Котировки российских суверенных евробондов продолжают пикировать вниз на дешевеющей нефти и ожиданиях потери кредитного рейтинга инвестиционной категории, что может стать причиной технического закрытия позиций по российским евробондам зарубежными фондами. Аналогичным рейтинговым действиям был подвержен ряд европейских стран в 2010-2012 гг. Исходя из европейского «опыта», снижение рейтинга РФ агентством S&P в январе может спровоцировать всплеск доходности 10-летних евробондов России до 250 б.п. с последующей коррекцией на фоне того, что доходность российских евробондов уже находится на уровне рейтинговой категории «B/BB-».

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Экскурс в историю: европейский кризис 2010-2012 гг.

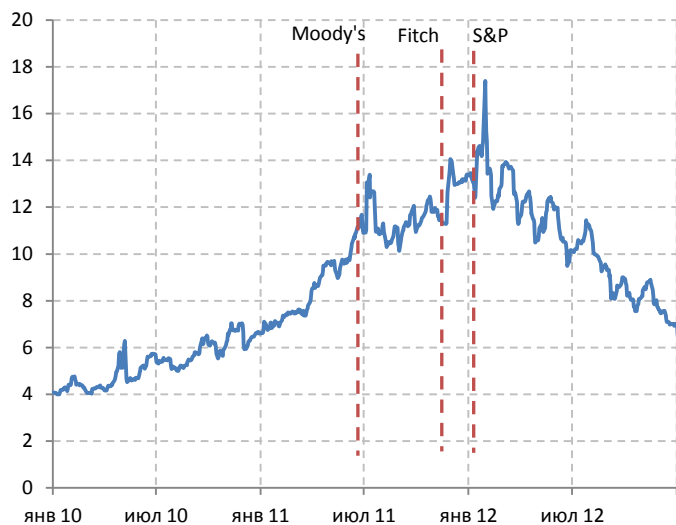
Во время европейского долгового кризиса 2010-2012 гг. ряд стран прошли через потерю рейтинга инвестиционной категории, в т.ч. от всех трех ведущих рейтинговых агентств. В частности, рассмотрим реакцию рынка на переход в спекулятивную рейтинговую категорию евробондов Португалии, Греции, Ирландии, Кипра, а также более «свежие» примеры в виде евробондов Хорватии и Болгарии.

В таблице ниже для каждой из стран мы расположили в хронологическом порядке пересмотр рейтинга каждого из агентств с указанием краткосрочной (до 1 месяца) реакции доходности евробондов. Вполне очевидной зависимостью степени реакции рынка на снижение рейтингов является ликвидность/объем эмиссии, что во многом определяет возможность включения бумаги в портфели международных инвесторов, в т.ч. в различные страновые/индексные фонды, привязанные к рейтингу евробондов.

Страна	Агентство	Дата снижения рейтинга	Рейтинговое действие			Реакция рынка (Δ YTM, б.п.)
Португалия	Moody's	05.07.2011	Baa1	→	Ba2	247
	Fitch	24.11.2011	BBB-	→	BB+	269
	S&P	13.01.2012	BBB-	→	BB	403
Греция	S&P	27.04.2010	BBB+	→	BB+	244
	Moody's	14.06.2010	A3	→	Ba1	245
	Fitch	21.12.2010	BBB-	→	BB+	96
Ирландия	Moody's	12.07.2011	Baa3	→	Ba1	249
Кипр	S&P	13.01.2012	BBB	→	BB+	170
	Fitch	15.06.2012	BBB-	→	BB+	147
	S&P	14.12.2012	BBB-	→	BB+	26
Хорватия	Moody's	01.02.2013	Baa3	→	Ba1	53
	Fitch	20.09.2013	BBB-	→	BB+	27
Болгария	S&P	12.12.2014	BBB-	→	BB+	16

Источник: Bloomberg, PSB Research

Доходность евробондов Португалии (10Y), %



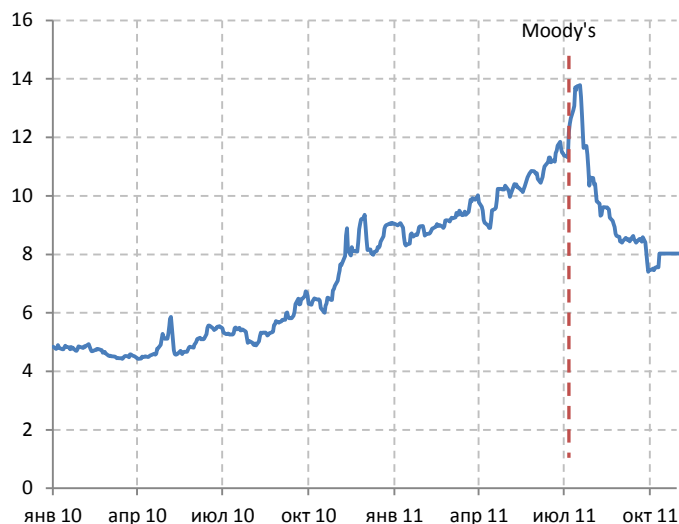
Источник: Bloomberg

Доходность евробондов Греции (10Y), %



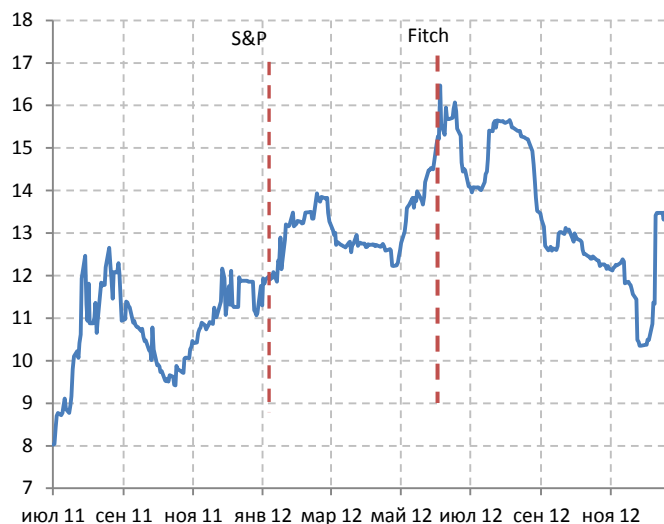
Источник: Bloomberg

Доходность евробондов Ирландии (10Y), %



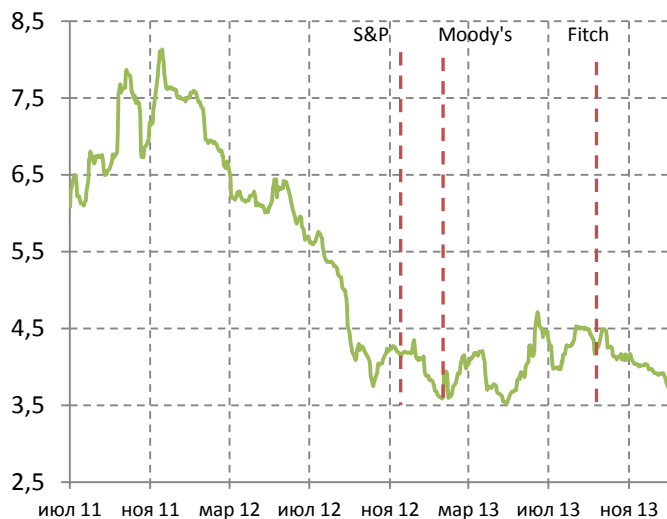
Источник: Bloomberg

Доходность евробондов Кипра (8Y), %



Источник: Bloomberg

Доходность евробондов Хорватии (5Y), %



Источник: Bloomberg

Доходность евробондов Болгарии (10Y), %



Источник: Bloomberg

Таким образом, наиболее репрезентативными данными по реакции рынка является динамика суверенных евробондов Португалии, в несколько меньшей степени – Ирландии и Греции. Что касается бумаг Кипра, а также Болгарии и Хорватии, то реакция доходности данных евробондов на потерю инвестиционного рейтинга была заметно ниже в силу ограниченной ликвидности выпусков и базы инвесторов. Так, бонды Кипра более ликвидны по сравнению с выпусками Хорватии и Болгарии, что и отражают данные по динамике бумаг, приведенные в таблице.

В результате после потери 1 из 3 рейтингов инвестиционного уровня краткосрочный рост доходности евробондов Португалии составил порядка 250 б.п. На сопоставимую величину выросла доходность бумаг Греции и Ирландии. Потеря второго инвестиционного рейтинга спровоцировала рост доходности бумаг Португалии и Греции еще на 245-270 б.п. (Ирландия потеряла только 1 рейтинг инвестиционной категории). Полный выход бумаг из investment grade спровоцировал рост облигаций Португалии на 400 б.п., в то время как доходность бондов Греции выросла на 96 б.п., что также во много объясняется уровнем ликвидности бумаг и степенью диверсификации базы инвесторов.

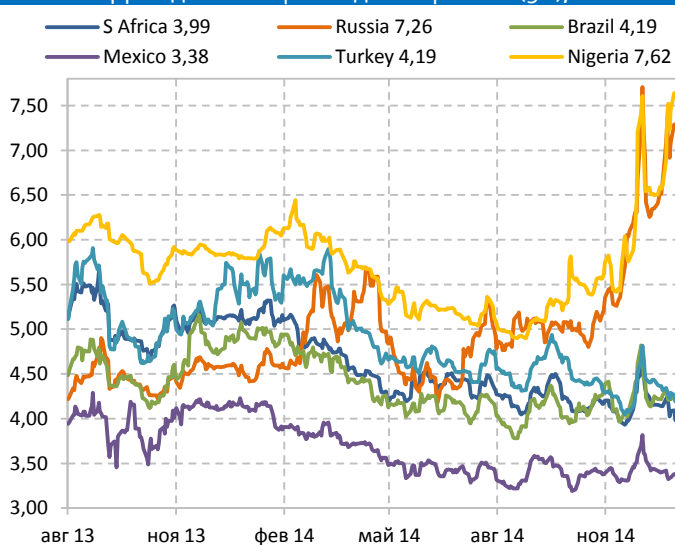
Также стоит отметить, что доходность рассматриваемых облигаций отыгрывало ухудшение кредитного качества эмитентов задолго до момента непосредственной потери рейтинга инвестиционного уровня. Кроме того не слишком важны и абсолютные уровни, на которых была доходность евробондов в момент понижения инвестиционного рейтинга – двузначные доходности не стали препятствием для ее дальнейшего всплеска на 250 б.п. по факту downgrade.

Отметим также то, что практически после каждого всплеска доходности на фоне снижения рейтинга в рассмотренных случаях наблюдалось коррекционное движение, которое зачастую полностью нивелировало данный рост доходности. Кроме того, понижение рейтинга до «мусорной» категории не явилось препятствием для доходности облигаций Португалии, Ирландии и Кипра продемонстрировать устойчивое снижение после улучшения рыночной конъюнктуры и снижения рисков дальнейшего понижения рейтингов. Исключением, безусловно, являются облигации Греции, суверенный рейтинг которой понижался до CCC-категории.

Российский сценарий

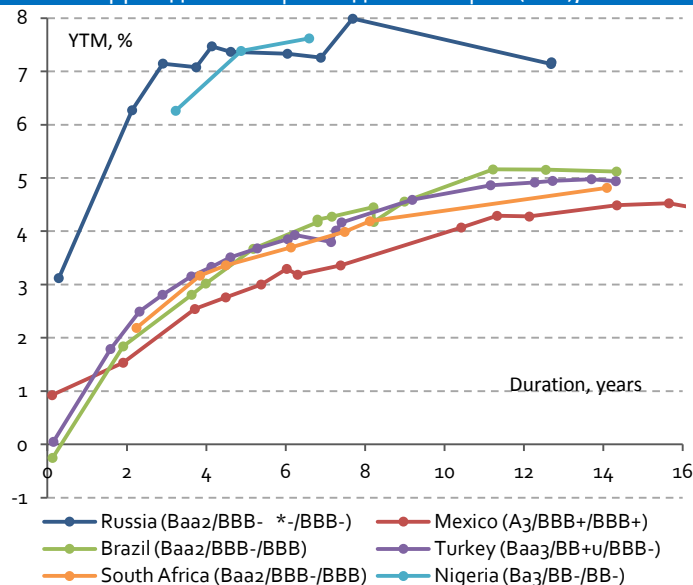
Напомним, в декабре S&P поместило суверенный рейтинг России «BBB-» (нижняя ступень инвестиционной категории) в список Credit Watch с перспективой его вывода из списка в середине января, то есть рейтинговое решение может быть принято уже в ближайшие дни. Отметим, что агентство Fitch на прошлой неделе также понизило рейтинг России до «BBB-» прогноз «негативный», то есть до последней ступени инвестиционного уровня (новый пересмотр рейтинга намечен на апрель). При этом, если в октябре S&P все же не решилось на снижение суверенного рейтинга, то на фоне дешевающей нефти, цены на которую стремятся к 40 долл за барр., мы считаем вероятность потери рейтинга инвестиционной категории Россией довольно высокой.

Доходность евробондов Хорватии (5Y), %



Источник: Bloomberg

Доходность евробондов Болгарии (10Y), %



Источник: Bloomberg

На текущий момент доходность российских евробондов находится на уровне рейтинговой категории «B/BB-», имея достаточно высокую корреляцию с бумагами Нигерии (Ba3/BB-/BB-), бюджет которой также крайне зависим от цен на нефть. Вместе с тем факт снижения хотя бы одного рейтинга РФ ниже инвестиционной категории, как показывают примеры европейских бумаг, способен вызвать достаточно высокую волатильность, которая будет вызвана техническим

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

выходом инвесторов из российского риска.

Так, по уровню ликвидности и диверсификации базы инвесторов российские бумаги (в частности, наиболее ликвидный выпуск Russia'30) вполне сопоставим с бумагами Португалии, в результате чего реакция рынка на снижение рейтинга, скорее всего, будет похожей – всплеск доходности до 250 б.п.

С учетом того, что на текущий момент российские евробонды торгуются на уровне рейтинговой категории «B/BВ-», как и в случае рассмотренных бумаг европейских стран, стоит ожидать коррекционного движения после технического выхода фондов, привязанных к суверенному рейтингу. При потере инвестиционных рейтингов от Fitch и Moody's реакция рынка, скорее всего, будет аналогичной – рост доходности до 250 б.п. при дальнейшем коррекционном движении.

Говоря о более долгосрочном тренде евробондов, мы ожидаем в текущем году нахождение нефтяных цен в коридоре 40-60 долл./барр., в результате чего давление на российские бумаги будет сохраняться, а выход из инвестиционной категории затруднит восстановление котировок российских бумаг при коррекции нефтяных цен к 60 долл./барр., которая вероятна лишь во втором полугодии 2015 г.

**ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев

Дмитрий Монастыршин

Дмитрий Грицкевич

Алексей Егоров

Александр Полютов

GolubevIA@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

Илья Фролов

Екатерина Крылова

Игорь Нуждин

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ

Роман Османов

Олег Шагов

OsmanovR@psbank.ru

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко

Ольга Целинина

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова

Константин Квашнин

Евгений Жариков

Борис Холжигитов

Rybakova@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Иван Заволоснов

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

Skabelin@psbank.ru

ZavolosnovIV@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

Михаил Маркин

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

Сергей Устиков

Александр Орехов

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.