

Четверг, 15 января 2009 г.

*Аналитик: Михаил Галкин Mikhail.Galkin@mdmbank.com***За пределами 1-го эшелона интересны, пожалуй, лишь банковские выпуски**

Тезис, который мы попытаемся обосновать в рамках данного комментария, звучит примерно так: «Если Вы хотите попытать счастья в облигациях за пределами 1-го эшелона (бумаг эмитентов с рейтингами в категориях 'BBB'/'BB'), то в настоящее время с точки зрения риск/доходность чуть ли не единственным интересным сегментом являются банковские облигации. Мы имеем в виду выпуски банков, которые располагаются между 10-м и 80-м местами в ранкинге крупнейших по величине активов и имеют кредитные рейтинги в категории "B" (B+; B; B-). Их выбор особенно широк среди еврооблигаций. Доходность – от 30% и выше.

На наш взгляд, инвестиции в корпоративные облигации 2-го и 3-го эшелонов сейчас чрезвычайно рискованны. В моду входит «реструктуризация», и даже платежеспособные компании норовят пойти по этому пути. Репутация на рынках капитала их сейчас не очень заботит («кризис», «все реструктурируют», «выжить бы», «все равно размещаться в ближайшие год-два невозможно»). С другой стороны, держатели облигаций довольно сговорчивы, т.к. их совсем не вдохновляют перспективы судебных разбирательств и банкротств.

Итак, банки. Кто-то может сказать, что они сейчас являются наиболее «слабым звеном». У банков проблемы по обе стороны баланса. Источники фондирования свелись к депозитам и госсредствам, а качество активов стремительно ухудшается, «съедая» капитал. И тем не менее, вот несколько аргументов в пользу банковских облигаций с точки зрения «риск/доходность»:

- **Высокая мотивация заплатить.** В отличие от корпораций, которые могут себе позволить допустить дефолт и, тем не менее, благополучно продолжать операционную деятельность, платежеспособность и репутация для банка являются необходимыми условиями существования. Занимать и платить вовремя – основа банковского бизнеса, а репутация – чуть ли не основной «операционный актив». Дефолт фактически означает мгновенную «смерть» банка, по меньшей мере – как самостоятельного финансового института.
- **Беспрецедентная поддержка регуляторов.** Об этом уже сказано достаточно. Список мер, которые правительство и Центробанк приняли для помощи банкам, впечатляет. Это и расширение инструментов рефинансирования, и предоставление гигантских субординированных кредитов госбанкам, и «спасение» 5-ти крупных банков, фактически потерявших самостоятельную платежеспособность, и ослабление пруденциальных нормативов... Обсуждаются все новые меры. Буквально на днях газета Коммерсантъ сообщила о подготовленном первым вице-премьером И.Шуваловым списке из 81-го системообразующего банка. Мотивация регуляторов понятна: банкротство крупного банка способно парализовать финансовую систему, а значит – и всю экономику. Примеры других стран подтверждают тезис об относительно низком кредитном риске любого крупного банка. Правда, здесь следует сделать несколько оговорок. Во-первых, уже есть исключения: Lehman Brothers (банкротство) и Washington Mutual («спасены» только владельцы депозитов; держатели облигаций пострадали вместе с акционерами). Во-вторых, со временем ресурсы регуляторов становятся все более ограниченными, и они вынуждены проявлять все большую избирательность. И.Шувалов недавно говорил, что отнюдь не все банки получают помощь. И тем не менее, мы полагаем, что регуляторы продолжают активно поддерживать топ 50-80 крупнейших российских банков.
- **Статистика дефолтов.** Число дефолтов в российских облигациях уже давно перевалило за 50. Среди них – всего один банковский дефолт. Речь идет о небольшом выпуске (500 млн. руб.) маленького банка под названием «Электроника» (был где-то 120-м по величине активов).

- **Технические факторы.** Насколько мы понимаем, российские банки исторически не очень любят покупать бумаги своих «коллег». Причины различны: это и нежелание фондировать конкурентов 😊, и отсутствие свободных лимитов (заняты операциями на МБК и т.д.). По этой причине у иностранцев наших банковских бумаг пропорционально больше, чем корпоративных. Именно нерезиденты сейчас активно избавляются от российских бумаг. «Избыток» предложения в сочетании с относительно слабым локальным «бидом» отчасти может объяснять относительно более высокую доходность банковских бондов по сравнению с корпоративными выпусками с аналогичным кредитным риском (рейтингом).

**Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала****Константин Рогов**

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

**Отдел продаж: bond\_sales@mdmbank.com**

|                    |                  |
|--------------------|------------------|
| Линаида Еремина    | +7 495 363 55 83 |
| Наталья Ермолицкая | +7 495 960 22 56 |
| Дарья Грищенко     | +7 495 363 27 44 |
| Джузеппе Чикателли | +7 495 787 94 52 |

**Отдел торговли долговыми инструментами**

|                  |                              |
|------------------|------------------------------|
| Александр Зубков | Alexander.Zubkov@mdmbank.com |
| Евгений Лысенко  | Evgeny.Lysenko@mdmbank.com   |

**Отдел РЕПО**

|              |                           |
|--------------|---------------------------|
| Денис Анохин | Denis.Anokhin@mdmbank.com |
|--------------|---------------------------|

**Анализ рынка облигаций**

|                |                             |                 |                            |
|----------------|-----------------------------|-----------------|----------------------------|
| Михаил Галкин  | Mikhail.Galkin@mdmbank.com  | Максим Коровин  | Maxim.Korovin@mdmbank.com  |
| Мария Радченко | Maria.Radchenko@mdmbank.com | Ольга Николаева | Olga.Nikolaeva@mdmbank.com |

**Макроэкономика, денежный и валютный рынки**

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| Николай Кашеев | kni@mdmbank.com |
|----------------|-----------------|

**Редакторы**

|                   |                                |                 |                              |
|-------------------|--------------------------------|-----------------|------------------------------|
| Михаил Ременников | Mikhail.Remennikov@mdmbank.com | Эндрю Маллиндер | Andrew.Mullinder@mdmbank.com |
|-------------------|--------------------------------|-----------------|------------------------------|

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.