

## Инаугурация президента Д. Медведева – что дальше?

- Ревальвации рубля к корзине валют в ближайшее время не произойдет.
- Возможно повышение суверенного рейтинга России агентством Moody's, а во втором полугодии – агентством Standard & Poor's.

Д. Медведев седьмого мая вступил в должность президента России и выполнил свое обещание представить кандидатуру В. Путина на пост премьер-министра. Дума утвердила предложенную кандидатуру уже сегодня. Согласно Конституции, новый премьер-министр должен в течение семи дней представить президенту предложения о структуре федерального правительства. Президент затем принимает решение относительно предложенных кандидатур, при этом он сам назначает руководителей правоохранительных органов. Напомним, что ранее В. Путин отмечал, что состав правительства изменится весьма радикально, а значит, процесс формирования правительства может оказаться более длительным. Мы ожидаем, что новое правительство начнет реально функционировать в начале июня.

Сейчас сложно даже предположить, каким будет курс нового правительства; тем не менее, вступление Д. Медведева на пост президента, на наш взгляд, сопряжено с двумя моментами, имеющими значение для долгового и валютного рынка, – это возможные действия со стороны рейтинговых агентств и ожидания укрепления курса рубля к корзине валют в ближайшие дни.

**Действия рейтинговых агентств.** Мы считаем, что вскоре после инаугурации наиболее вероятны рейтинговые действия со стороны агентства Moody's. Рейтинг России по шкале Moody's (Baa2) остается неизменным с октября 2005 г. и в настоящее время находится на самом низком уровне среди рейтингов трех крупнейших агентств. С другой стороны, в конце марта 2008 г. агентство Moody's поместило рейтинг России в список на пересмотр в сторону возможного повышения, и его представители неоднократно заявляли, что суверенный рейтинг страны будет повышен, как только агентство убедится в том, что переходный политический период пройден. Можно предполагать, что после инаугурации избранного президента и утверждения кандидатуры премьер-министра этот вопрос решен. Таким образом, мы ожидаем повышения рейтинга (возможно, даже на два пункта) в достаточно скором времени.

Рейтинг России по шкале агентства S&P (BBB+) с марта имеет прогноз «позитивный», и в случае повышения рейтинга даже на одну ступень он перейдет в категорию А. Однако мы не слишком оптимистично оцениваем перспективы повышения рейтинга страны от S&P, поскольку это агентство всегда уделяло больше внимания осуществлению реформ и институциональным изменениям, чем Moody's. По нашему мнению, S&P займет выжидательную позицию, чтобы оценить, какими будут действия нового правительства в отношении реформ, и повышение рейтинга может произойти лишь ближе к концу года.

Агентство Fitch в последнее время достаточно пессимистично оценивало перспективы России, считая вполне возможным, что тандем Медведев-Путин не будет успешным. Fitch оценивает Россию на уровне BBB+, прогноз «стабильный», и мы полагаем, что в ближайшее время рейтинговых действий со стороны этого агентства не последует.

**Надежды на ревальвацию.** Ожидания повышения курса рубля сразу после инаугурации в последнее время усиливались. Мы, со своей стороны, считаем их необоснованными и отмечаем, что аналогичные ожидания ревальвации сразу после президентских выборов второго марта 2008 г. так и не оправдались. Мы не исключаем возможности укрепления рубля к бивалютной корзине в течение года и вновь подтверждаем наш прогноз курса национальной валюты на конец 2008 г. на уровне 29.3 руб. за доллар США. Однако мы уверены в том, что в ближайшее время ничего подобного не случится: такое решение может быть принято лишь после того, как новое правительство начнет работу, что произойдет примерно через месяц, как мы уже писали выше. Наша точка зрения относительно динамики курса рубля к корзине валют представлена в отчетах «Курс рубля: стабильность достигнута – к корзине» от 30 октября 2007 г. и «Рубль – спекуляции уже неуместны» от 14 февраля 2008 г.

### Последствия для долгового рынка

Мы считаем, что в ближайшие недели настроения в российском сегменте рынка еврооблигаций будут в большой степени формироваться ожиданиями повышения суверенного рейтинга, в связи с чем суверенные и квазисуверенные долговые обязательства будут показывать динамику лучше рынка. В настоящее время спрэд индикативного суверенного выпуска Россия 30 к кривой доходности КО США составляет 140-145 б. п. После повышения рейтинга, по нашим прогнозам, он сократится до 120-125 б. п. Аналогичную реакцию рынка можно было наблюдать в сегменте бразильских суверенных обязательств: после того как агентство S&P 30 апреля приняло решение перевести суверенный рейтинг Бразилии из спекулятивной категории (BB+) в инвестиционную (BBB-), соответствующие спрэды сузились на 20-30 б. п. Но мы считаем, что долговые обязательства сильнейших квазисуверенных эмитентов могут получить еще большее преимущество после повышения рейтинга. Мы рекомендуем инвесторам использовать как основу своих портфелей еврооблигации Газпрома и Транснефти – кривая доходности Газпрома по-прежнему предоставляет премию в размере 100 б. п. к суверенной кривой, что более чем на 70 б. п. шире спрэда, наблюдавшегося до кризиса на финансовых рынках.

Настроения на рублевом рынке облигаций в конце апреля – начале мая заметно улучшились. Этому способствовал значительный приток рублевой ликвидности на фоне возобновившихся спекулятивных продаж долларов Банку России. Ставки краткосрочных NDF в апреле упали почти на 100 б. п., и внутренние облигации с более короткой дюрацией стали привлекательными в том числе и для иностранных инвесторов. С учетом этого, мы считаем, что бумаги второго эшелона с короткой дюрацией будут и далее пользоваться высоким спросом. Мы отдаем предпочтение обязательствам энергетических и телекоммуникационных компаний, поскольку эти сегменты рынка менее подвержены риску нового предложения. Мы также советуем инвесторам обратить внимание на краткосрочные долговые инструменты государственных банков (таких как ВТБ и РСХБ). Синтетическая доходность рублевых обязательств этих эмитентов с погашением через год (NDF+CDS) составляет всего 6.5-7.0%, тогда как выпуски ВТБ-5 и РСХБ-6 на долгом рынке все еще предлагаются с доходностью выше 8.0%. На наш взгляд, здесь открывается отличная возможность для арбитража. На длинном участке кривой доходности лучшее соотношение кредитного качества и доходности, по нашему мнению, предлагают облигации АИЖК. Участники рынка по-прежнему игнорируют тот факт, что основная сумма долга по этим обязательствам обеспечена государственной гарантией, что предусмотрено в федеральном бюджете на ближайшие три года. В настоящее время бумаги АИЖК предлагают самую большую премию к кривой ОФЗ – 250 б. п., что более чем на 100 б. п. выше, чем у других квазисуверенных облигаций.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

125009, Москва  
Вознесенский переулок, 22  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778  
www.rencap.com

## Аналитическое управление

### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
RNash@rencap.com

### Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

### Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

### Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов  
+ 7 (727) 244 1581  
GSalimov@rencap.com

### Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

### Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Юрий Власов

### Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлок  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

### Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Типсина

### Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com  
Александр Венгранович

### Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

### Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
EFaritov@rencap.com  
Ольга Ареева

### Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

### Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Склад

### Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Игорь Лебединец  
Нина Дергунова

### Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Джеффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко  
Константин Головкин

### Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

### Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Татьяна Санникова  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

### Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Алексей Булгаков  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков

### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Анна Кучеревская

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100