Ренессанс
Капитал

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

Николай Подгузов
+7 (495) 783 5673
Npodguzov@rencap.com

Алексей Булгаков
+7 (495) 725 5229
Abulgakov@rencap.com

Петр Гришин
+7 (495) 258 7789
Pgrishin@rencap.com

Максим Раскоснов
+7 (495) 725 5227
Mraskosnov@rencap.com

Валентина Крылова
+7 (495) 258 7968
Vkrylova@rencap.com

Татьяна Санникова
+7 (495) 258 7948
Tsannikova@rencap.com

Стратегия на 2008 год
Глобальное похолодание

- **Глобальный кризис.** В результате глобального кризиса ликвидности аппетиты инвесторов к риску значительно снизились. Последствия кризиса на мировом финансовом рынке продолжат оказывать свое негативное влияние на долговые рынки и в будущем году.
- **Деньги стали дороже.** В 2007 г. на российском денежном рынке произошли серьезные изменения, в результате которых финансирование стало существенно дороже. В 2008 г. Банк России сумеет удержать ситуацию под контролем, обеспечивая средний уровень ставок денежного рынка в диапазоне 4-7%. В то же время существует вероятность повышения аукционной ставки РЕПО во второй половине года.
- **Институты развития.** Средства институтов развития окажут поддержку в первую очередь денежному рынку и станут дополнительной «подушкой ликвидности», удерживая ставки от резкого роста. Однако эффект поддержки для рублевого рынка облигаций не стоит переоценивать.
- **Взгляд на рубль.** Мы убеждены, что период гарантированного укрепления рубля, обусловленный фундаментальными факторами, завершен. В 2008 г. курс рубля к бивалютной корзине, по нашему мнению, будет оставаться стабильным.
- **Об иностранных инвесторах.** Доля нерезидентов на рублевом рынке облигаций в 2007 г. существенно сократилась. Напряженность на внешних рынках, отсутствие четких перспектив укрепления рубля, непривлекательный уровень доходностей в первом эшелоне откладывают возвращение иностранных инвесторов.
- **Лучшая стратегия 2008 г.** Объем чистого привлечения долга в форме ОФЗ и ГСО может возрасти в следующем году на 40%. Более высокий уровень ставок денежного рынка и вероятное отсутствие иностранных инвесторов будет способствовать росту доходностей ОФЗ, как минимум, на 20-40 б. п. Одной из лучших инвестиционных стратегий 2008 г. мы считаем открытие нехеджированных коротких позиций по фьючерсам на ОФЗ.
- **«Горячая десятка».** В следующем году основой портфеля рублевых облигаций должны стать инструменты финансово устойчивых эмитентов. Покупка облигаций первого эшелона в начале года, с нашей точки зрения, целесообразна на первичном рынке облигаций. Десять наших торговых идей приведены на *стр. 21*.
- **Осторожнее с третьим эшелоном.** Стратегия покупки не имеющих кредитного рейтинга коротких долговых инструментов с целью предъявления их к оферте, на наш взгляд, сопряжена с самым высоким из возможных кредитных рисков.

Содержание

Обзор рынка долговых обязательств 3
Введение 3
Деньги стали дороже 3
Банк России погасил локальный кризис ликвидности 4
Повысят ли в будущем году ставку РЕПО? 5
Остатки средств на счетах Федерального казначейства 5
Деньги институтов развития 6
Поквартальный НДС – источник волатильности на денежном рынке 8
Рынок ОФЗ: риск роста доходностей повышается 12
Лучшая торговая стратегия первого квартала 2008 г. 14
Обзор рынка фьючерсов на ОФЗ в 2007 г. 15
Неэффективное ценообразование фьючерсов 16
Темпы роста рынка во втором полугодии замедились 17
Хронология кризиса 17
Вернутся ли иностранцы? 18
Кредитные спрэды продолжат расширение 19
Спрос на качественные инструменты сохранится 20
Прогноз на 2008 г. по секторам 22
Облигации финансового сектора 22
Электроэнергетика 25
Розничная торговля 27
Телекоммуникации 31
Недвижимость 32
Химическая промышленность 34
Сельское хозяйство и пищевая промышленность 36
Транспорт 38
Приложение. Развитие ситуации на американском рынке ипотечного кредитования 39
Секьюритизация 42
Раскрытие информации 45

Обзор рынка долговых обязательств

Введение

Подходит к концу еще один год на российском рынке облигаций. Его результаты вряд ли можно оценить однозначно. С одной стороны, первая половина года подарила инвесторам в российские рублевые облигации продолжительное ралли котировок и позволила значительно увеличить доход портфелей долговых инструментов. С другой стороны, разразившийся в конце июля кризис на рынке американской ипотеки в последующие несколько месяцев привел к самому резкому за последние несколько лет расширению спрэдов на развивающихся рынках облигаций и вызвал сильнейший эффект «бегства в качество». В результате глобальных осложнений ситуации с ликвидностью аппетиты инвесторов к риску значительно снизились. Первичный рынок облигаций во второй половине года функционировал с существенными перебоями. В результате доступ на публичные рынки капитала для подавляющего большинства российских заемщиков оказался затруднен, а стоимостные условия заимствований заметно возросли. Мы убеждены, что последствия кризиса на мировом финансовом рынке продолжат оказывать свое негативное влияние на долговые рынки и в будущем году. В настоящем отчете мы бы хотели подвести некоторые итоги 2007 г. и сделать несколько прогнозов в отношении развития российского рынка облигаций в 2008 г. Основное внимание мы уделим российскому денежному рынку и рублевому рынку облигаций.

Результаты года вряд ли можно оценить однозначно: ралли котировок рублевых облигаций в первой половине года сменилось резким неприятием рисков во втором полугодии

Деньги стали дороже

В 2007 г. на российском денежном рынке произошли серьезные изменения, в результате которых деньги стали существенно дороже. Если в первом полугодии средние ставки по однодневным межбанковским кредитам составляли 3-4%, то в четвертом квартале их уровень повысился до 6.0%. Фактическое ужесточение денежно-кредитной политики на 200-300 б.п. можно считать весьма резким. При этом следует отметить, что рост ставок был обусловлен не рестриктивными мерами Банка России, а внешними факторами.

Мы убеждены, что последствия кризиса на мировом финансовом рынке продолжат оказывать негативное влияние на долговые рынки и в будущем году

Вплоть до 2007 г. в России действовали ограничения на движение капитала, и степень интегрированности российского денежного рынка в мировую финансовую систему была невысокой. С первого января 2007 г. все ограничения на капитальные операции в России были отменены на законодательном уровне. В результате в текущем году основным источником ликвидности для российской банковской системы стал приток средств по счету капитальных операций, который за первые пять месяцев года составил около USD60 млрд при первоначальном годовом прогнозе этого показателя на уровне USD35 млрд. По итогам года приток капитала может составить рекордные USD90 млрд. Рассчитывая заработать на укреплении рубля, иностранные инвесторы кредитовали российские финансовые институты по весьма низким ставкам. Таким образом, всю первую половину года российский денежный рынок функционировал в условиях избыточной ликвидности. Ставки *overnight* и РЕПО не превышали 4.0%, а инструмент прямого РЕПО Банка России оставался невостребованным на протяжении месяцев.

Однако теперь период избыточной ликвидности позади. Кризис на рынке американской ипотеки быстро осушил мировые запасы ликвидности, и занять по ставке LIBOR теперь непросто даже ведущим мировым финансовым институтам. Осложнения с ликвидностью на глобальном уровне привели к повсеместному оттоку «горячих денег». Из-за кризиса ликвидности отток средств с российского денежного рынка за короткий период составил, по нашим оценкам, USD25 млрд. Однако в отличие от 1998 г. это не привело к катастрофическим последствиям для финансовой системы страны. Вместе с тем, отток средств нерезидентов означает, что в перспективе ближайших месяцев эта категория инвесторов не будет оказывать поддержку российскому денежному рынку. Поступления по счету текущих операций уже не кажутся огромными, особенно с учетом размера банковской системы. В сложившихся условиях банки вынуждены искать новые каналы рефинансирования, самым очевидным из которых являются заимствования у Банка России через инструмент однодневного прямого РЕПО. Таким образом, вполне логичным выглядит рост объемов этих операций до 250-300 млрд руб. в отдельные дни в течение последних трех месяцев.

В 2007 г. на российском денежном рынке произошли серьезные изменения, в результате которых деньги стали существенно дороже. Под влиянием внешних факторов средние ставки денежного рынка увеличились на 200-300 б. п.

Рисунок 1. Динамика остатков средств на корсчетах на фоне роста золотовалютных резервов

Источник: Банк России

Во многом благодаря оперативным действиям монетарных властей кризис ликвидности на российском рынке оказался не таким острым как в развитых странах, лидирующую роль на себя взял Банк России

Банк России погасил локальный кризис ликвидности

Во многом благодаря оперативным действиям монетарных властей кризис ликвидности на российском рынке оказался не таким острым как в развитых странах. Лидирующую роль на себя взял Банк России и в течение короткого времени предпринял следующие шаги по поддержанию ликвидности банковской системы:

Расширение Ломбардного списка Банка России за счет инструментов с более низким кредитным рейтингом стало одной из наиболее эффективных мер по поддержке ликвидности

- начал предоставлять банкам рефинансирование под залог кредитных требований (в настоящее время ставки по кредитам на срок до 90 календарных дней установлены на уровне 7.0% годовых, а на срок от 91 до 180 дней – 8.0%);
- снизил нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в среднем на 1 п. п., обеспечив краткосрочный приток рублевой ликвидности в объеме около 70-80 млрд руб. (указанная мера заявлена Банком России как временная и, скорее всего, будет отменена с первого января 2008 г.);
- снизил на две ступени требования по рейтингам для эмитентов, облигации которых принимаются в залог при осуществлении операций прямого РЕПО (в настоящее время в Ломбардный список Банка России могут добавляться облигации эмитентов, которым присвоен рейтинг долгосрочной кредитоспособности по обязательствам в иностранной валюте как минимум одним из иностранных рейтинговых агентств на уровне не ниже B+ по классификации Standard & Poor's или Fitch либо B1 по шкале Moody's), положительный эффект этой меры на рублевую ликвидность может быть оценен в 160-170 млрд руб.;
- вдвое уменьшил дисконты по облигациям, принимаемым в залог по операциям прямого РЕПО;
- в период особенно интенсивных продаж на рублевом рынке облигаций осуществил прямые интервенции на рынке гособлигаций: приобрел ОФЗ примерно на 46 млрд руб., тем самым стабилизировав доходности суверенных рублевых облигаций на предкризисном уровне;

В настоящее время Банк России дорабатывает процедуру допуска к операциям однодневного прямого РЕПО корпоративных и банковских еврооблигаций с кредитными рейтингами от B+/B1

В настоящее время Банк России дорабатывает процедуру допуска к операциям однодневного прямого РЕПО корпоративных и банковских еврооблигаций с кредитными рейтингами от B+/B1. Оценивая долю российских держателей негосударственных еврооблигаций на уровне 10-15% при объеме рынка около USD90 млрд, общий номинальный объем валютных инструментов, которые можно будет использовать в качестве залога, может составить около 250-300 млрд руб. Фактический объем операций РЕПО с негосударственными еврооблигациями, скорее всего, будет в разы меньше.

Повысят ли в будущем году ставку РЕПО?

Еще одна мера Банка России, предпринятая в середине ноября, может быть истолкована двояко. Регулятор сообщил 28 ноября о введении двух новых фиксированных ставок прямого РЕПО – однодневной ставки на уровне 8.0% и недельной ставки в 7.0%. С этого момента появилось две ставки однодневного РЕПО Банка России: определяемая на аукционе (6.00-6.30%) и фиксированная (8.0%). Позднее Банк России обосновал введение новой ставки РЕПО стремлением ограничить верхний уровень ставок денежного рынка, предоставляя возможность рефинансирования по гарантированной ставке тем участникам рынка, которые не смогли вовремя принять участие в аукционах РЕПО. Значение ставки в 8.0% объясняется аналогичным уровнем ставки при проведении операций «валютный своп».

Мера по введению однодневной фиксированной ставки прямого РЕПО на уровне 8.0% может быть истолкована двояко

Вместе с тем, пессимисты могут найти и другую логику в действиях Банка России. За последнее время прозвучало несколько важных заявлений, отражающих стремление регулятора осуществить постепенный переход к политике управления инфляцией с помощью процентных ставок, а не валютного курса. Банк России также высказывал пожелание на законодательном уровне зафиксировать однодневную ставку РЕПО в качестве ключевой ставки денежного рынка. На наш взгляд, проще закрепить в официальных документах Банка России фиксированную ставку однодневного РЕПО (возможно, именно этой ставке впоследствии будет отводиться роль ключевой). Таким образом, можно предположить, что существующие ставки однодневного РЕПО постепенно сблизятся. При этом резкое повышение аукционной ставки РЕПО может привести к отрицательной переоценке, в первую очередь в сегменте наиболее чувствительных к изменению ставки РЕПО облигаций первого эшелона и ОФЗ.

Учитывая планы Банка России по переходу к политике управления инфляции с помощью процентных ставок, логично предположить, что аукционная ставка РЕПО все же будет повышена в конце 2008 г.

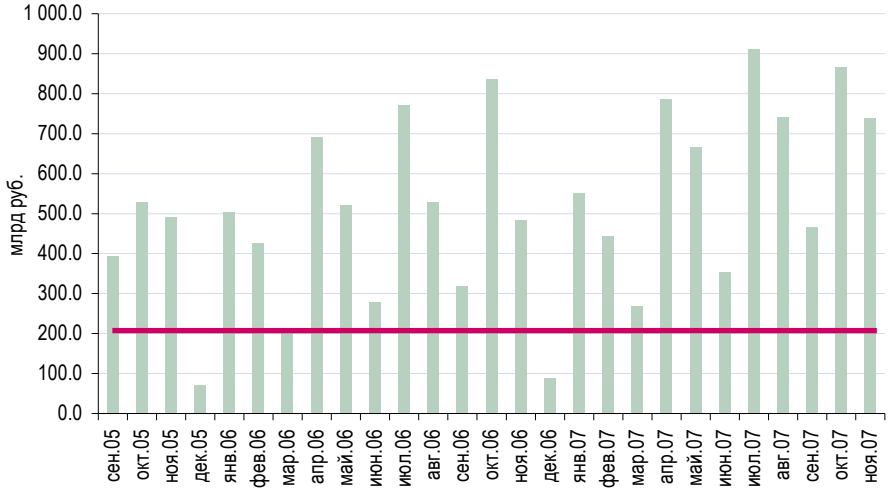
Истина, как известно, находится посередине. В ближайшие месяцы Банк России, скорее всего, не будет повышать аукционную ставку РЕПО, и в условиях глобального кризиса ликвидности в первую очередь будет поддерживать стабильность банковской системы. За последние месяцы процентные ставки на рынке выросли в среднем на 200-300 б. п., и банковской системе необходимо время, чтобы эффективно функционировать в новых условиях. В последние недели представители Банка России также неоднократно высказывались о намерении сохранить аукционную ставку РЕПО на прежнем уровне. Вместе с тем, ближе к середине года ситуация может измениться. Острота проблем, связанных с глобальным кризисом ликвидности, снизится, а в России на первый план вновь выйдет борьба с инфляцией. Учитывая планы Банка России по переходу к политике управления инфляции с помощью процентных ставок, логично предположить, что аукционная ставка РЕПО в будущем году все же будет повышена.

Остатки средств на счетах Федерального казначейства

Еще одной мерой по стабилизации ситуации с ликвидностью в 2008 г. может стать размещение остатков временно свободных бюджетных средств Федерального казначейства на депозитах коммерческих банков. Как показано на *рис. 2,* в течение года наблюдается значительный разрыв между выделенным бюджетным финансированием и фактическим кассовым исполнением бюджета. Средний объем неиспользованных свободных остатков бюджетных средств за последние два года составляет около 500 млрд руб. С сентября 2005 г. разрыв между финансированием и кассовым исполнением бюджета только дважды опускался ниже уровня 100 млрд руб. Происходило это в декабре, когда бюджетополучатели наиболее активно тратят федеральные средства. Очевидно, что в этот период банковская система не испытывает проблем с ликвидностью. На наш взгляд, в остальные месяцы года Федеральное казначейство могло бы абсолютно безболезненно размещать около 150-200 млрд руб. на краткосрочных депозитах в коммерческих банках с целью поддержки ликвидности.

Еще одной мерой по стабилизации ситуации с ликвидностью в 2008 г. может стать размещение остатков временно свободных бюджетных средств Федерального казначейства на депозитах коммерческих банков

Рисунок 2. Разрыв между финансированием и кассовым исполнением федерального бюджета



Источник: Минфин РФ

На наш взгляд, Федеральное казначейство могло бы размещать около 150-200 млрд руб. на краткосрочных депозитах в коммерческих банках с целью поддержки ликвидности

Отметим также, что практика размещения временно свободных остатков казначейских средств уже успешно реализована администрацией Санкт-Петербурга через организацию депозитных аукционов, и Федеральное казначейство могло бы использовать данный опыт. Важно также, на наш взгляд, разработать четкие критерии по допуску коммерческих банков к депозитным аукционам с тем, чтобы избежать концентрации ликвидности только в госбанках. По нашему мнению, минимум 20-30 российских банков по уровню финансовой устойчивости могли бы рассчитывать на привлечение бюджетных средств. Точное время введения новой инициативы пока предсказать сложно. Насколько мы понимаем, вопрос размещения остатков средств Федерального казначейства находится на начальной стадии проработки и вряд ли будет решен до конца года. Возможно, что новая мера по поддержке ликвидности будет внедрена во втором квартале 2008 г.

Точное время введения новой инициативы пока предсказать сложно; возможно, что новая мера по поддержке ликвидности будет внедрена во втором квартале 2008 г.

Деньги институтов развития

Одним из факторов поддержки ликвидности банковской системы и рублевого рынка облигаций в наступающем году могут стать средства, перечисленные государством на увеличение так называемых институтов развития. Институты развития были учреждены в первой половине 2007 г. с целью стимулирования некоторых секторов экономики и улучшения инфраструктуры. В соответствии с распоряжением Правительства №1687-р от 27 ноября 2007 г. Минфину РФ и другим заинтересованным министерствам и ведомствам было дано поручение обеспечить перевод бюджетных средств по следующим направлениям:

- Российский Банк Развития – 180 млрд руб.;
- Российская корпорация нанотехнологий – 90 млрд руб.;
- Фонд содействия реформированию ЖКХ – 240 млрд руб.;
- Инвестиционный фонд – 90 млрд руб.

Средства институтов развития – еще один мощный фактор поддержки ликвидности

В ближайшие 12 месяцев выделяемые средства общим объемом 640 млрд руб. только частично будут направлены на реализацию специальных проектов. Та же часть средств, которая не будет задействована в инфраструктурных проектах в течение года, согласно принятым законам об институтах развития, может быть инвестирована в финансовые инструменты. Размер временно свободных средств институтов развития, который может быть инвестирован на финансовом рынке для всех институтов, за исключением Банка Развития, будет ежегодно устанавливаться специальными постановлениями правительства. Насколько мы понимаем, для Банка Развития, объем и порядок инвестирования средств будет устанавливаться Наблюдательным Советом, возглавляет который Председатель Правительства РФ.

Да настоящего времени только средства, выделенные Банку Развития (Внешэкономбанку) в объеме 180 млрд руб., попали в банковскую систему, довольно быстро способствовав нормализации ситуации с ликвидностью. В первой половине декабря Внешэкономбанк разместил на финансовом рынке 115 млрд руб. Остальные средства находятся на счетах институтов развития, открытых в Банке России, и могут быть переведены на депозиты коммерческих банков только после подписания соответствующих постановлений Правительства. Скорее всего, эти депозиты будут открыты в наиболее надежных финансовых институтах с госучастием. Наиболее вероятными бенефициарами указанных средств окажутся такие банки как Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Банк Москвы. Безусловно, средства институтов развития окажут серьезную поддержку денежному рынку в 2008 г. Вместе с тем, концентрация ликвидности в нескольких крупных финансовых институтах не будет способствовать ее равномерному распределению по банковской системе и продолжению периода «дешевых денег».

Средства институтов развития окажут серьезную поддержку денежному рынку в 2008 г.; вместе с тем, концентрация ликвидности в нескольких крупных финансовых институтах не будет способствовать ее равномерному распределению по банковской системе и продолжению периода «дешевых денег»

Процедура инвестирования средств непосредственно в финансовые инструменты, скорее всего, будет более сложной. Право управлять средствами институтов развития, вероятно, будет предоставляться по итогам конкурса между управляющими компаниями. Такого рода конкурсы еще не проводились в России, и на подготовку соответствующей документации, наверняка, уйдет определенное время. Кроме того, согласно действующему законодательству для проведения конкурса требуется минимум 30 календарных дней. Таким образом, средства институтов развития (за исключением денег, выделенных Внешэкономбанку) в лучшем случае попадут на рынок облигаций в конце первого квартала 2008 г.

Какие сегменты рынка могут получить максимальную поддержку при инвестировании средств институтов развития? Скорее всего, круг доступных инструментов ограничится государственными облигациями и выпусками первого эшелона. Возможно, поддержку получат и ипотечные облигации. Критерии инвестирования наверняка будут соответствовать принципам, в соответствии с которыми инвестируются пенсионные и страховые резервы. Кроме того, чтобы не допустить высокой волатильности котировок облигаций, к инвестированию на долговом рынке, скорее всего, будет допущена незначительная часть свободных средств институтов развития. При этом периоды инвестирования для различных фондов будут разными.

Кроме того, мы не исключаем, что в расчете на спрос со стороны институтов развития отдельные госбанки уже осуществили выпуск своих облигаций. В частности, в ноябре состоялось несколько крупных размещений Газпромбанка и ВТБ общим номинальным объемом 70 млрд руб., которые носили явно нерыночный характер. Основными покупателями этих облигаций, возможно, выступили сами госбанки. Схема такого размещения довольно проста: фактически заемщики обмениваются обязательствами друг друга и затем рефинансируют их через инструмент прямого РЕПО Банка России по гарантированной ставке; в последствии эти инструменты могут быть предложены институтам развития в качестве инвестиций.

Мы не исключаем, что в расчете на спрос со стороны институтов развития отдельные госбанки уже осуществили выпуск своих облигаций; на наш взгляд, переоценивать поддержку средств институтов развития рублевому рынку облигаций не следует

Таким образом, в будущем году средства институтов развития окажут поддержку в первую очередь денежному рынку и станут дополнительной «подушкой ликвидности», удерживая ставки от резкого роста. Однако мы считаем, что не следует переоценивать поддержку указанных финансовых ресурсов рублевому рынку облигаций.

Поквартальный НДС – источник волатильности на денежном рынке

Привычная схема налоговых платежей в 2008 г. будет несколько изменена; в федеральном бюджете 2008-2010 гг. было принято решение перейти от ежемесячных выплат НДС к поквартальным

Привычная схема налоговых платежей в 2008 г. будет несколько изменена. В связи со сложной процедурой администрирования налога в федеральном бюджете 2008-2010 гг. было принято решение перейти от ежемесячных выплат НДС к поквартальным. Такое решение, на наш взгляд, может способствовать дополнительной напряженности на денежном рынке в начале каждого квартала. Например, в январе участники рынка осуществят платежи НДС за декабрь 2007 г.; февральских и мартовских выплат НДС не будет, но в апреле состоятся соответствующие налоговые выплаты за первые три месяца 2008 г. Согласно оценкам налогового ведомства, поступления от НДС в доходную часть бюджета 2008 г. составят 1284.5 млрд руб. При этом в связи с переходом на поквартальные выплаты предполагается, что налоговые потери составят около 15.0%. Таким образом, средние платежи НДС в первый месяц каждого квартала (за исключением января 2008 г.) составят около 320 млрд руб. против ежемесячных 100-120 млрд руб. в 2007 г.

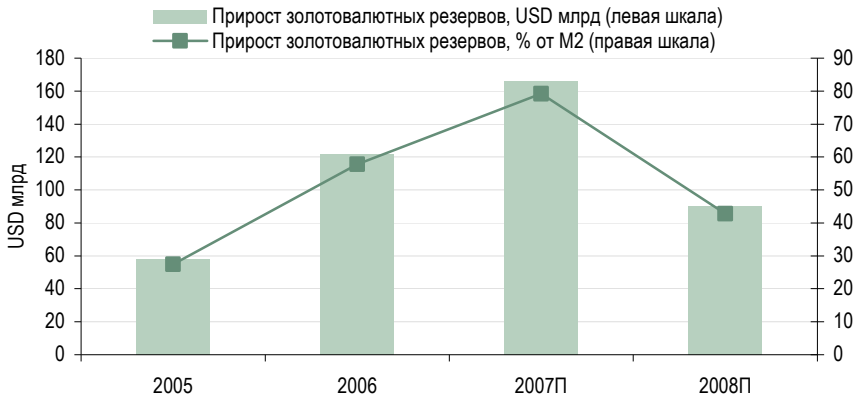
Средние платежи НДС в первый месяц каждого квартала (за исключением января 2008 г.) составят около 320 млрд руб. против ежемесячных 100-120 млрд руб. в 2007 г.

Соответственно, можно предположить, что апрельские платежи НДС могут вызвать резкий всплеск ставок денежного рынка, а объемы рефинансирования банков в Банке России приблизятся к новым рекордным значениям. Следует также отметить, что при переходе на новую схему уплаты НДС в феврале-марте Минфин столкнется с выпадением бюджетных доходов. Одним из возможных путей частичной компенсации выпадающих доходов могут стать государственные заимствования на внутреннем рынке. Соответственно, в первом квартале 2008 г. вполне вероятна повышенная активность Минфина на рынке ОФЗ.

В заключение этого раздела мы бы хотели подчеркнуть, что в следующем году эра «дешевых денег», скорее всего, закончится. Низкий уровень ставок денежного рынка в какие-то периоды возможен, но, скорее всего, будет исключением. При этом распределение денежных ресурсов в банковской системе, вероятно, будет еще более неравномерным. Мы полагаем, что кардинального улучшения ситуации с ликвидностью на мировых финансовых рынках в первой половине 2008 г. не произойдет, и банкам придется рассчитывать на внутренние источники ликвидности. Общий объем банковской ликвидности позволяет с уверенностью говорить, что в 2008 г. денежному рынку не грозит коллапс. Положительное сальдо счета текущих операций не исчезнет мгновенно, обеспечивая (пусть и более скромный) прирост золотовалютных резервов. Кроме того, можно рассчитывать и на приток капитала в реальный сектор экономики. Обладая широким набором инструментов рефинансирования, Банк России с высокой долей вероятности сумеет удержать ситуацию под контролем, обеспечивая средний уровень ставок денежного рынка в диапазоне 4-7%.

Эра «дешевых денег», скорее всего, завершена; неравномерность распределения денежных ресурсов в банковской системе возрастет; Банк России удержит ситуацию под контролем, обеспечивая средний уровень ставок в диапазоне 4-7%

Рисунок 3. Прогноз динамики золотовалютных резервов



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

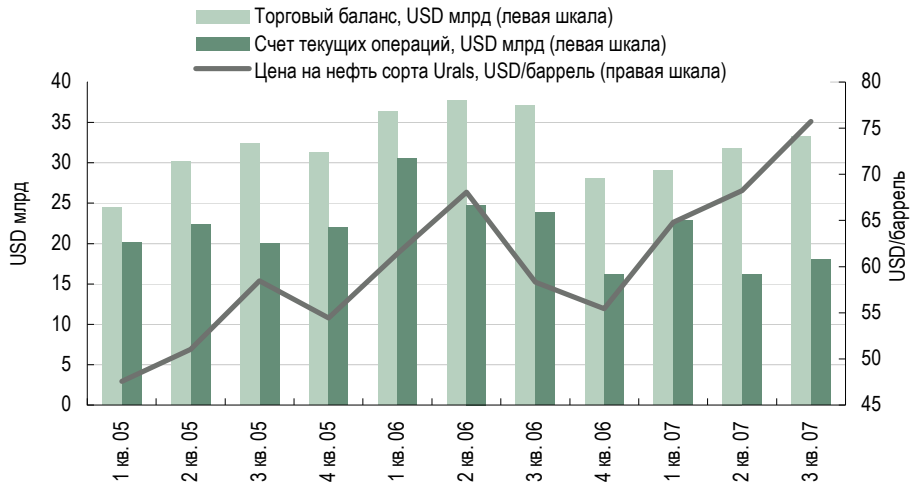
Рубль теперь ничем не лучше евро

Мы убеждены, что период гарантированного укрепления рубля, обусловленный фундаментальными факторами, на текущем этапе экономического развития России завершен. В 2008 г. курс рубля к бивалютной корзине, по нашему мнению, будет оставаться стабильным. Номинальное укрепление рубля вероятно только в том случае, если курс доллара продолжит терять свои позиции на международных площадках.

Период гарантированного укрепления рубля, обусловленный фундаментальными факторами, на текущем этапе экономического развития России завершен

Высокая степень уверенности в номинальном укреплении рубля в последние годы была основана на огромном положительном сальдо счета текущих операций. Прогнозы по динамике этого показателя в будущем году не позволяют сделать аналогичных выводов. Как показано на *рис. 4,* несмотря на неуклонно растущие цены на нефть, в 2007 г. положительное сальдо по счету текущих операций сокращалось. Главной причиной такой динамики стал значительный рост импорта, темпы увеличения которого в 2007 г. превысили 30%. Если цены на нефть на фоне геополитической напряженности продолжат свой феноменальный рост в 2008 г., это, безусловно, положительно повлияет на состояние счета текущих операций и, скорее всего, будет компенсировано очередным резким укреплением рубля. Положительный эффект на рубль в таком случае будет усилен притоком спекулятивного капитала.

Рисунок 4. Динамика цен на нефть и счета текущих операций



Источники: Банк России, Bloomberg

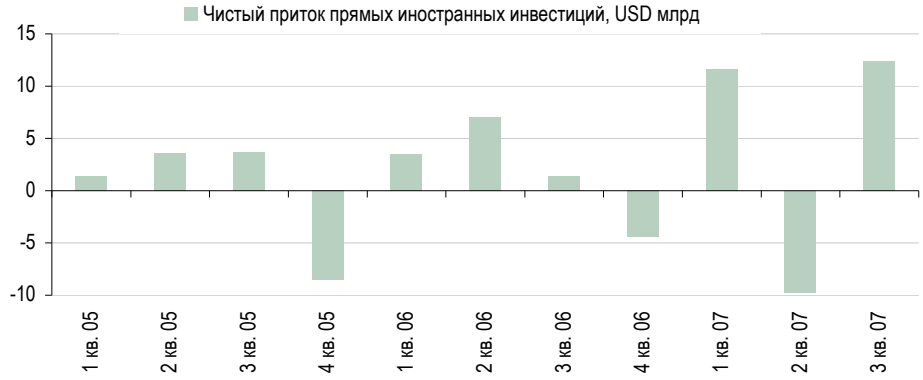
Несмотря на неуклонно растущие цены на нефть, в 2007 г. положительное сальдо по счету текущих операций сокращалось; главной причиной такой динамики стал значительный рост импорта

Согласно прогнозам МЭРТ, приток капитала в 2007 г. может составить рекордные USD90 млрд, и треть из них можно отнести к проникновению спекулятивного капитала. Таким образом, если роль положительного сальдо счета текущих операций в давлении на рубль постепенно снижается, то значение счета операций с капиталом возрастает. Вместе с тем, укреплению рубля главным образом способствует спекулятивный капитал, поводов для притока которого в будущем году будет существенно меньше как в связи с глобальным кризисом ликвидности, так и по причине меньшей привлекательности рубля по сравнению с валютами других развивающихся стран. Кроме того, проявляющееся в последнее время стремление российских корпораций осуществлять крупные инвестиции за рубежом в значительной степени может снизить давление на рубль в связи с притоком прямых иностранных инвестиций (*рис. 5*).

Укреплению рубля главным образом способствует спекулятивный капитал, поводов для притока которого в будущем году будет существенно меньше как в связи с глобальным кризисом ликвидности, так и по причине меньшей привлекательности рубля

Проявляющееся в последнее время стремление российских корпораций осуществлять крупные инвестиции за рубежом в значительной степени может снизить давление на рубль

Рисунок 5. Прямые иностранные инвестиции

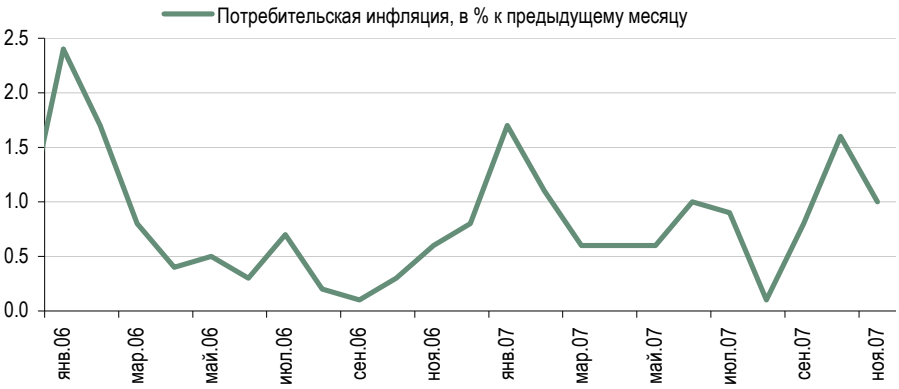


Источник: Банк России

Перспективы укрепления рубля можно рассмотреть и с точки зрения целесообразности борьбы с ростом цен. Долгое время мы настаивали на том, что укрепление рубля является фактически единственным эффективным инструментом сдерживания инфляции. Казалось бы, на фоне резкого всплеска инфляции минувшей осенью следует рассчитывать на очередное укрепление рубля. Однако мы не считаем, что недавнее ускорение потребительских цен требует укрепления национальной валюты. Хотя, в последние два года было отмечено несколько инфляционных всплесков (*рис. 6*), такая динамика потребительских цен была обусловлена главным образом фактором сезонности.

Мы не считаем, что недавнее ускорение потребительских цен требует укрепления национальной валюты

Рисунок 6. Динамика потребительских цен

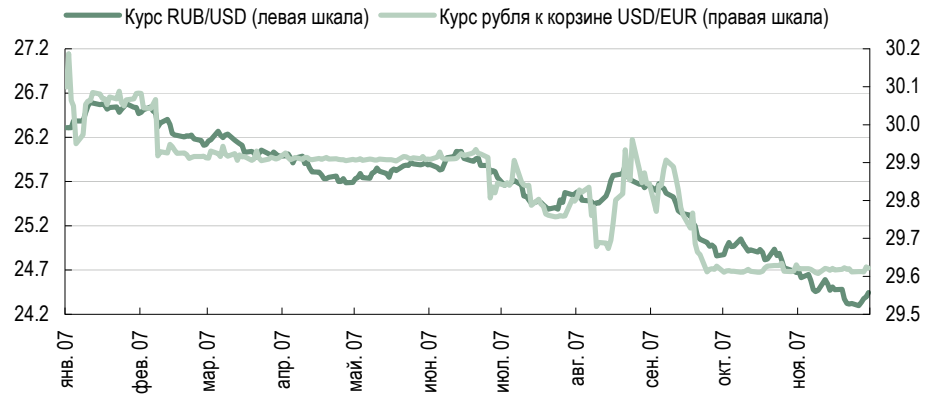


Источник: Банк России

Последний рост ИПЦ, напротив, произошел в осенний период, когда цены, как правило, отличаются стабильностью. На наш взгляд, одной из основных причин выхода инфляции из-под контроля нынешней осенью стала слишком мягкая денежно-кредитная политика, осуществляемая в первом полугодии 2007 г. Рост цен был также обусловлен повышением стоимости сельхозпродукции (soft commodities) и отдельных сортов пшеницы. Наиболее эффективным способом борьбы с таким проявлением инфляции является регулирование предложения на товарных рынках, и именно такую задачу в настоящее время решает российское правительство. Важно отметить, что в последние несколько месяцев (во многом благодаря внешним факторам) фактически произошло резкое ужесточение денежно-кредитной политики. Это будет иметь серьезный антиинфляционный эффект, хотя и с некоторым лагом. Кроме того, за последние месяцы существенно укрепился рубль по отношению к доллару и к валютной корзине доллар/евро.

На наш взгляд, одной из основных причин выхода инфляции из-под контроля нынешней осенью стала слишком мягкая денежно-кредитная политика, осуществляемая в первом полугодии 2007 г.

Рисунок 7. Динамика курса рубля к доллару и бивалютной корзине



Источник: Bloomberg

Рост показателя М2 в последнее время существенно замедлился, сокращается и размер денежной базы; между тем, рост экономики России на уровне 7.0% в год требует положительной динамики денежного предложения

Однако не только номинальный обменный курс является важным антиинфляционным инструментом. Монетарная инфляция главным образом определяется динамикой денежного предложения. Следует отметить, что рост показателя М2 в последнее время существенно замедлился, а размер денежной базы сокращается уже пятый месяц подряд. Резкое сжатие денежной базы стало следствием глобального кризиса ликвидности, в результате чего дополнительное ужесточение денежно-кредитной политики стало бы опасным для банковской системы. Необходимо принимать во внимание, что при росте экономики России на уровне 7.0% в год динамика денежного предложения должна быть положительной. В противном случае может произойти существенное замедление темпов экономического роста.

Таким образом, в будущем году укрепление рубля к бивалютной корзине не исключено (если Банк России на этой пойдет). В предыдущие годы регулятор допускал укрепление национальной валюты только в связи с отсутствием другой альтернативы повлиять на ситуацию с инфляцией. На этот раз мы сомневаемся в том, что Банк России допустит укрепление рубля, и его курс, скорее всего, останется стабильным относительно бивалютной корзины. Единственным вариантом, при котором возможно укрепление рубля к корзине, на наш взгляд, является слишком резкое ослабление курса евро на международных рынках. Таким образом, в следующем году динамика курса рубль/доллар во многом становится функцией курса доллар/евро. С согласия наших коллег из RBS мы воспользовались их прогнозом курса доллар/евро для моделирования наших расчетов по динамике рубля (*табл. 1)*. Обращаем внимание, что в третьем квартале мы допускаем укрепление курса рубля к бивалютной корзине в связи с тем, что курс евро предположительно опустится ниже уровня 1.4.

Единственным вариантом, при котором возможно укрепление рубля к корзине, на наш взгляд, является слишком резкое ослабление курса евро на международных рынках

Таблица 1. Прогноз курса USD/RUB на ближайшие два года

	4 кв. 07	1 кв. 08	2 кв. 08	3 кв. 08	4 кв. 08	1 кв. 09	2 кв. 09	3 кв.09	4 кв. 09
USD/EUR	**1.47**	1.5	1.43	1.38	**1.4**	1.44	1.5	1.53	**1.53**
USD/RUB	24.4	24.2	24.8	25	24.8	24.5	23.9	23.7	23.7
Корзина/RUB	29.6	29.6	29.6	29.3	29.3	29.3	29.3	29.3	29.3

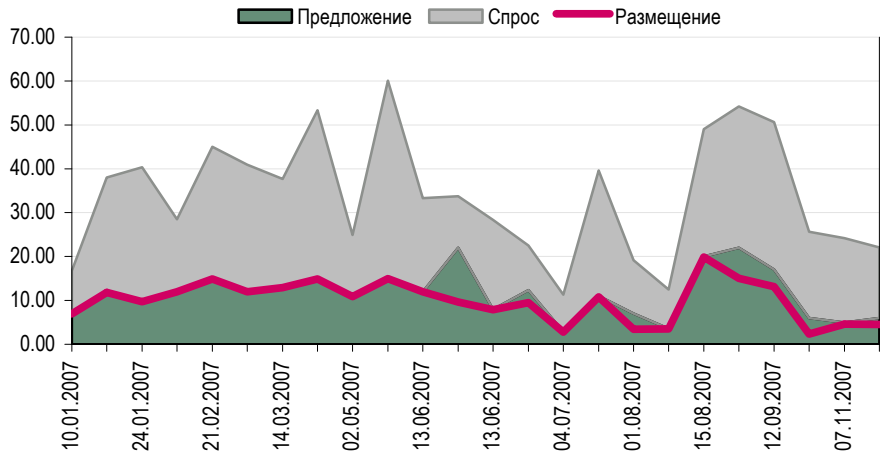
Источники: Royal Bank of Scotland, оценка Ренессанс Капитала

Рынок ОФЗ: риск роста доходностей повышается

За прошедшие 12 месяцев уровень доходностей ОФЗ не претерпел существенных изменений; основная часть заимствований осуществлена Минфином в первом полугодии

По итогам 2007 г. можно констатировать, что уровень доходностей ОФЗ за прошедшие 12 месяцев не претерпел существенных изменений. На более чем двух десятках аукционов Минфин разместил ОФЗ в объеме 248 млрд руб. против почти 185 млрд руб. годом ранее. Средний уровень спроса превысил предложение в 2.14 раза, что примерно совпадает с аналогичным показателем 2006 г. Объем размещенных ГСО по итогам года составит около 49 млрд руб., т. е. почти в два раза ниже первоначально утвержденного плана. Основная часть заимствований (около 65%) была осуществлена Минфином в первом полугодии. Первоначально утвержденный бюджетом на 2007 г. план заимствований в форме ОФЗ (225 млрд руб.) Минфин выполнил уже к началу августа. 14 августа 2007 г. Минфин увеличил запланированный объем заимствований на внутреннем рынке в общей сложности на 100 млрд руб. до 315 млрд руб. в форме ОФЗ и до 90 млрд руб. (ранее 80 млрд руб.) в форме ГСО. Однако реализовать обновленную программу заимствований было сложно в связи с резким ухудшением конъюнктуры рынка, и через несколько недель Минфин отказался от планов дополнительных размещений гособлигаций.

Рисунок 8. Аукционы ОФЗ в 2007 г., млрд руб.



Источник: Минфин РФ

С переходом на бюджетное планирование на основе ненефтегазового баланса перспектива увеличения государственных заимствований очевидна

В нашем отчете *«Рынок ОФЗ: на пороге перемен»* от шестого февраля 2007 г. мы высказали мнение о необходимости дальнейшего совершенствования инфраструктуры рынка ОФЗ. Изменения должны быть направлены на повышение ликвидности гособлигаций (в частности снижение комиссий), введение института первичных дилеров, развитие рынка производных инструментов и расширение круга потенциальных инвесторов в государственные облигации. На наш взгляд, без дополнительных усилий, направленных на повышение емкости рынка гособлигаций, сложно рассчитывать на существенное увеличение объемов предложения ОФЗ без риска резкого роста доходностей гособлигаций. При этом в ближайшие годы очевидна перспектива роста государственных заимствований с переходом на бюджетное планирование на основе ненефтегазового баланса.

Таблица 2. Прогноз нефтегазового баланса России в 2008-2010 гг.

	2008	2009	2010
Доходы бюджета, % ВВП	18.98	18.81	18.06
- нефтегазовые	6.81	5.93	5.24
- ненефтегазовые	12.18	12.88	12.82
Расходы, % ВВП	18.77	18.77	18.06
Профицит, % ВВП	0.21	0.04	0.00
Ненефтегазовый дефицит бюджета, % ВВП	-6.60	-5.89	-5.24
Нефтегазовый трансферт, % ВВП	6.10	5.30	4.70
Дефицит бюджета, требующий дополнительного финансирования, % ВВП	-0.50	-0.59	-0.54
Дефицит бюджета, требующий дополнительного финансирования, млрд руб.	174	234	242
Прогноз ВВП России, млрд руб.	*35 000*	*39 690*	*44 800*

Источник: Закон «О федеральном бюджете на 2008-2010 гг.»

Нельзя сказать, что за прошедший год не было предпринято усилий по дальнейшему развитию инфраструктуры рынка гособлигаций. Идея развития института первичных дилеров нашла свое отражение в долговой стратегии России на период 2008-2010 гг. Однако сроки ее реального внедрения пока неясны, и в настоящий момент мы не ожидаем начала ее скорого функционирования. Летом на РТС начали торговаться фьючерсы на эталонные выпуски ОФЗ (более подробно см. раздел *«Фьючерсы на ОФЗ»*). В конце мая текущего года совет директоров ММВБ принял решение о снижении в два раза ставок комиссионного вознаграждения по операциям с долгосрочными инструментами рынка государственных ценных бумаг. Вместо прежних 0.02%, взимаемых от объема одной сделки с ОФЗ, теперь участники рынка должны выплачивать 0.01%. Решение ММВБ вряд ли можно оценить однозначно. С одной стороны, решение ММВБ можно воспринимать позитивно, так как прежний уровень комиссий был явно завышенным. С другой стороны, снижением комиссии всего в два раза вряд ли можно добиться существенного роста ликвидности рынка ОФЗ, так как и такой уровень достаточно высок, чтобы позволить инвестору заключать частные сделки по покупке/продаже ОФЗ. По нашему мнению, не логично варьировать комиссию в зависимости от сроков обращения ценных бумаг, и привилегированное положение ОБР нам представляется неоправданным. На наш взгляд, целесообразным представляется снижение комиссии по всему спектру ОФЗ до уровня, установленного при торговле краткосрочными ОБР. Таким образом, хотя какие-то шаги по улучшению инфраструктуры рынка ОФЗ были предприняты, на наш взгляд, они явно недостаточны, чтобы резко повысить интерес инвесторов к этому сегменту рынка в 2008 г.

Предпринятых шагов по улучшению инфраструктуры рынка ОФЗ, на наш взгляд, явно недостаточно, чтобы резко повысить интерес инвесторов к этому сегменту рынка в 2008 г.

Между тем, согласно одобренной Правительством РФ программе внутренних государственных заимствований на период 2008-2010 гг. объемы выпуска ОФЗ и ГСО могут резко возрасти уже в следующем году. В 2008 г. Минфин планирует занять на внутреннем рынке 374 млрд руб. в форме ОФЗ и 105 млрд руб. в форме ГСО. В таком случае чистое привлечение на рынке госдолга составит 369 млрд руб. Предполагается, что предельные ставки по краткосрочным ОФЗ в 2008 г. составят 5.3%, среднесрочным – 6.4%, а долгосрочным – 7.2%. Отметим, что программа внутренних госзаимствований предполагает увеличение чистого привлечения сразу на 65%. При этом эмиссия ГСО предположительно вырастет более чем в два раза, снизив возможности ГУК (государственной управляющей компании) приобретать обращающиеся на рынке гособлигации.

В 2008 г. Минфин планирует занять на внутреннем рынке 374 млрд руб. в форме ОФЗ и 105 млрд руб. в форме ГСО; объем чистого привлечения госдолга возрастет на 40%

Таблица 3. Государственные заимствования на внутреннем рынке в 2008-2010 гг., млрд руб.

	2007	2008	Прирост	2009	Прирост	2010	Прирост
ОФЗ	247	374	34%	392	5%	538	27%
ГСО	49	105	53%	120	13%	160	25%
Чистое привлечение	222.6	369	40%	396	7%	523	24%
Внутренний долг, в ценных бумагах	1251	1620	23%	2016	20%	2539	21%

Источник: Закон «О федеральном бюджете на 2008-2010 гг.»

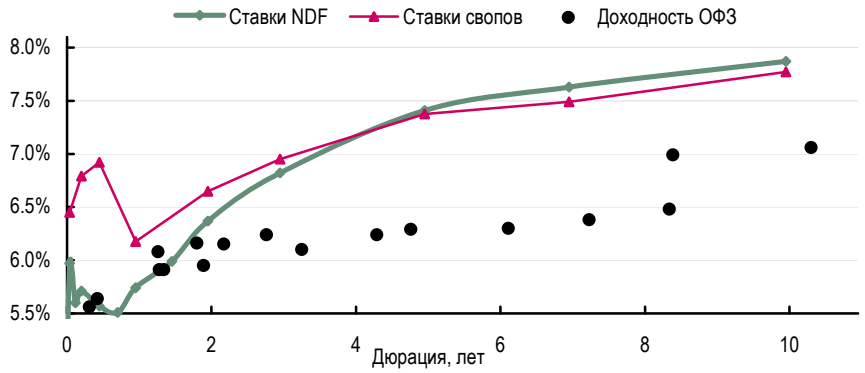
С учетом текущей рыночной конъюнктуры Минфину, на наш взгляд, будет довольно сложно исполнить предлагаемую программу в полном объеме. Фактически ежемесячный объем предложения ОФЗ должен возрасти с 20 до 30 млрд руб. Напомним, что из размещенных в 2007 г. ОФЗ около 95% было размещено в первые девять месяцев года, и в последние месяцы Минфин не проявлял высокой активности на первичном рынке. Стабильность доходностей ОФЗ во многом обеспечил Банк России, поддержавший рынок в период кризиса ликвидности в сентябре, пополнив свой портфель гособлигаций почти на 50 млрд руб.

Следует также отметить, что в 2008 г. Минфин, скорее всего, не сможет рассчитывать на высокий спрос со стороны иностранных инвесторов

Следует также отметить, что в 2008 г. Минфин, скорее всего, не сможет рассчитывать на высокий спрос со стороны иностранных инвесторов – текущие уровни доходностей ОФЗ заметно уступают ставкам NDF, а перспективы дальнейшего укрепления национальной валюты в последнее время заметно уменьшились. Поддержать спрос на ОФЗ могут средства институтов развития (вместе с тем, на наш взгляд, переоценивать степень этой поддержки также не стоит), а также дополнительный приток ликвидности в случае начала размещения в следующем году свободных остатков средств бюджета на счетах Федерального Казначейства в процессе депозитных аукционов.

Текущие уровни доходностей ОФЗ заметно уступают ставкам NDF, а перспективы дальнейшего укрепления национальной валюты в последнее время заметно уменьшились

Рисунок 9. Доходности ОФЗ и ставки NDF



Источники: ММВБ, Bloomberg

В своих планах Минфин уже закладывает некоторое удорожание заимствований по средне- и долгосрочным инструментам. Так, предельная ставка по долгосрочным заимствованиям установлена на уровне 7.2%. Доходность длинных 30-летних ОФЗ в настоящее время составляет около 6.80%. Удорожание стоимости привлечения по ОФЗ 46020 на 40 б. п. приведет к падению цены примерно на 4 п. п. (до 98.0). С учетом изложенного, мы полагаем, что котировки ОФЗ в 2008 г. будут находиться под серьезным давлением, и можно ожидать их заметного снижения в начале года. Переоценка в сегменте ОФЗ также негативно отразится и на облигациях первого эшелона.

Лучшая торговая стратегия первого квартала 2008 г.

Будет ли реализована государственная программа заимствований на внутреннем рынке в полном объеме или нет, в настоящий момент сказать сложно. Мы полагаем, что, столкнувшись с серьезной проблемой роста стоимости заимствований в первом полугодии, в последующие месяцы Минфин может сократить объемы выпуска ОФЗ и найти другие источники финансирования бюджетных расходов. Однако в первой половине года (и особенно в первом квартале), на наш взгляд, высока вероятность повышенной активности Минфина на первичном рынке. В этой связи мы полагаем, что доходности гособлигаций по итогам квартала могут вырасти на 20-40 б. п. Рынок гособлигаций является единственным сегментом рублевого рынка облигаций, где инвесторы могут выиграть не только от роста котировок долговых инструментов, но и от их снижения. Реализовать соответствующую торговую стратегию можно, открывая короткие нехеджированные позиции по фьючерсам на ОФЗ.

Ожидая рост доходностей ОФЗ на 20-40 б. п. в первом квартале 2008 г., лучшей торговой стратегией мы считаем открытие нехеджированных коротких позиций по фьючерсам на ОФЗ

Для инвесторов, готовых открыть нехеджированные позиции, доход от продажи фьючерсов может оказаться высоким. Так, нехеджированная продажа мартовских фьючерсов на ОФЗ 46018 и ОФЗ 46020 формирует доход порядка 60-85% за период. В наших прогнозах мы исходили из того, что к моменту исполнения контракта доходность ОФЗ 46018 будет 6.8% годовых, а ОФЗ 46020 – 7% годовых (*табл. 4*).

Таблица 4. Доходность нехеджированной продажи фьючерсов на 18 декабря 2007 г.

Контракт	Дата исполнения контракта	Размер гарантийного обеспечения, руб.	Цена исполнения фьючерса, руб.	Прогноз цен ОФЗ на пятое марта, % от номинала	Прогноз доходностей ОФЗ на пятое марта	Прибыль, руб.	Доходность, % годовых
G018-3.08	05.03.08	330.2	11005.0	107.2	6.80%	281.1	85.1%
G020-3.08	05.03.08	410.8	10270.0	100.2	7.00%	247.1	60.2%

Источники: РТС, оценка Ренессанс Капитала

Для более полного понимания доступности реализации указанной торговой стратегии далее мы предлагаем обзор рынка фьючерсов на ОФЗ в 2007 г.

Обзор рынка фьючерсов на ОФЗ в 2007 г.

На фондовой бирже РТС 25 июня начались торги поставочными фьючерсами на пять выпусков гособлигаций: ОФЗ 46018, ОФЗ 46020, ОФЗ 46021, ОФЗ 25061 и ОФЗ 26199. По завершении первых шести месяцев торгов этими инструментами можно сделать предварительные выводы относительно ликвидности срочного рынка.

25 июня на фондовой бирже РТС начались торги поставочными фьючерсами на пять эталонных выпусков гособлигаций

Следует отметить, что интерес к этим инструментам со стороны инвесторов несколько снизился после всплеска активности в первые месяцы торгов, и сейчас оборот торгов фьючерсами на ОФЗ сохраняется на невысоком уровне. Скорее всего, это связано с тем, что на фоне развития глобального кризиса ликвидности и роста ставок денежного рынка в России рынок гособлигаций несколько потерял свою привлекательность для инвесторов. Так, дневной оборот торгов контрактами с исполнением в декабре, как правило, не превышал 150 млн руб., что в 1.5-2 раза ниже торговой активности в сегменте сентябрьских фьючерсов. Кроме того, максимальный объем открытых позиций по декабрьским фьючерсам (2.96 млрд руб.) так и не достиг максимума (3.5 млрд руб.), зафиксированного 15 августа сентябрьскими фьючерсами.

Рисунок 10. Оборот торгов и объем открытых позиций по сентябрьским фьючерсам

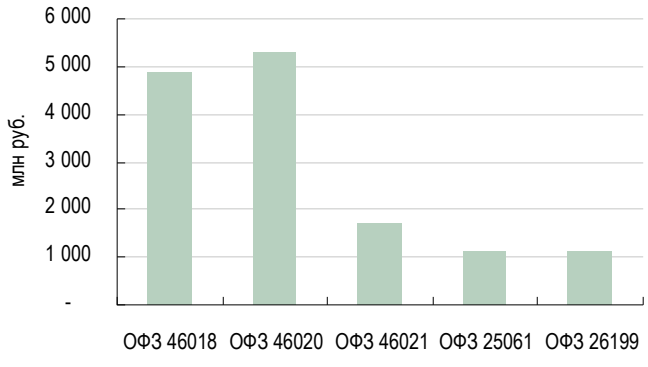
Источник: РТС

Рисунок 11. Оборот торгов и объем открытых позиций по декабрьским фьючерсам

Источник: РТС

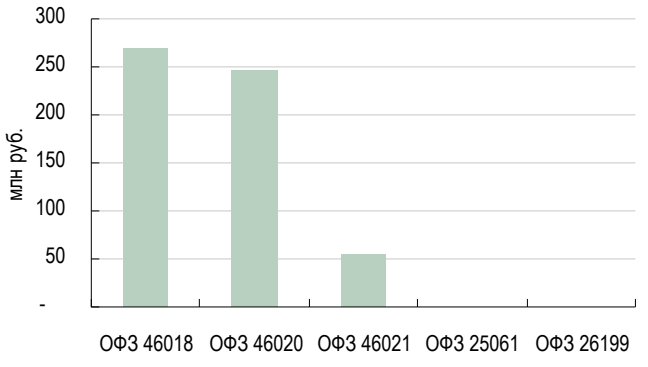
Если сравнивать ликвидность фьючерсов на различные ОФЗ, то наиболее активно торгуемыми являются контракты на ОФЗ 46020 и ОФЗ 46018. Суммарный оборот всех фьючерсов на ОФЗ 46020 (с датами исполнения в сентябре и декабре 2007 г., а также в марте 2008 г.) составляет 5.3 млрд руб. (или 37% общего оборота), из которых 246.8 млн руб. приходится на мартовские контракты. Следующими по популярности являются фьючерсы на ОФЗ 46018: суммарный оборот всех контрактов – 4.87 млрд руб (или 34% общего оборота), из которых 268.7 млн руб. приходится на находящиеся в обращении мартовские фьючерсы.

Рисунок 12. Суммарный оборот фьючерсов по базовому активу



Источники: РТС

Рисунок 13. Оборот мартовских фьючерсов по базовому активу

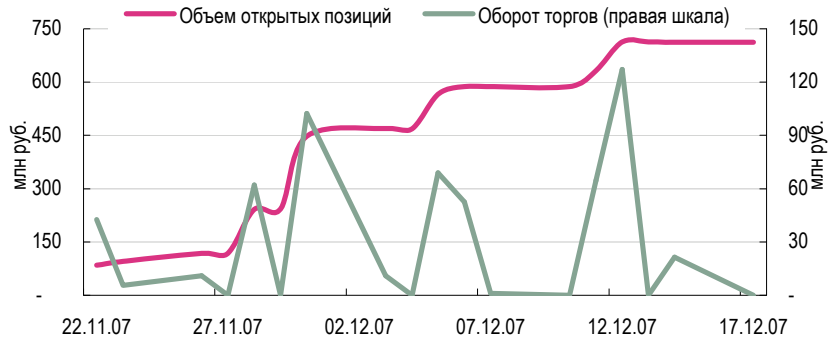


Источники: РТС

Наиболее активно торгуются фьючерсы на 15 и 30-летние ОФЗ

Фьючерсы на ОФЗ с исполнением в марте 2008 г. начали торговаться только 22 ноября 2007 г. За этот период объем открытых позиций увеличился с 85 млн руб. до 712 млн руб. (по данным на 17 декабря 2007 г.). При этом дневной оборот торгов, как правило, не превышает 110 млн руб, что несколько хуже торговой активности, отмеченной по декабрьским контрактам. Пальму первенства по обороту торгов по-прежнему держат фьючерсы на ОФЗ 46018 и ОФЗ 46020, тогда как с контрактами на ОФЗ 25061 и на ОФЗ 26199 до сих пор не было заключено ни одной сделки. Однако столь короткой истории данных недостаточно для оценки ликвидности инструментов. Не исключено, что после новогодних каникул активность в этом сегменте рынка возрастет.

Рисунок 14. Оборот торгов и объем открытых позиций по мартовским фьючерсам



Источник: РТС

По нашим оценкам, стоимость фьючерсных контрактов на ОФЗ по-прежнему завышена, что позволяет реализовать прибыль при продаже фьючерсов

Неэффективное ценообразование фьючерсов

По нашим оценкам, стоимость фьючерсных контрактов на ОФЗ по-прежнему завышена, что позволяет реализовать прибыль при продаже фьючерсов.

Исходя из текущих котировок фьючерсов и ОФЗ, доход по сделке (покупка ОФЗ при одновременной продаже фьючерса на нее без привлечения внешнего финансирования) составляет порядка 4.6-6.7% при рыночных ставках 5.5-6.8% годовых (рыночная ставка используется для расчета дохода от реинвестирования купона).

Таблица 5. Доходность сделки (покупка ОФЗ при одновременной продаже фьючерса) на 18 декабря 2007 г.

Контракт	Дата исполнения контракта	Размер гарантийного обеспечения	Цена спроса	Доходность (рыночная ставка 5.5% годовых)	Доходность (рыночная ставка 6% годовых)	Доходность (рыночная ставка 6.8% годовых)
G018-3.08	05.03.08	3.00%	11005.0	6.67%	**6.67%**	6.67%
G020-3.08	05.03.08	4.00%	10270.0	5.98%	**5.99%**	5.99%
G021-3.08	05.03.08	3.00%	9955.0	5.01%	**5.02%**	5.02%
G061-3.08	05.03.08	2.00%	9930.0	4.60%	**4.60%**	4.61%
G199-3.08	05.03.08	2.50%	9970.0	5.41%	**5.41%**	5.42%

Источники: Reuters, РТС, оценка Ренессанс Капитала

Данные расчеты учитывают спрэды между котировками спроса и предложения как для фьючерсов, так и для ОФЗ (т. е. в случае покупки ОФЗ при одновременной продаже фьючерса покупка ОФЗ происходит по более высокой цене предложения, а продажа фьючерса – по более низкой цене спроса).

Стратегия с открытием длинной позиции в базовой ОФЗ при одновременной продаже фьючерса практически не несет в себе риски

Таблица 6. Котировки и объемы спроса и предложения для фьючерсов на ОФЗ на 18 декабря 2007 г.

Контракт	Дата исполнения контракта	Цена спроса	Цена предложения	Объем спроса, контрактов	Объем предложения контрактов	Дата последней сделки
G018-3.08	05.03.08	11005.00	11015.00	2000	1000	14.12.07
G020-3.08	05.03.08	10270.00	10275.00	2000	1000	18.12.07
G021-3.08	05.03.08	9955.00	9975.00	1000	2000	12.12.07
G061-3.08	05.03.08	9930.00	9955.00	2000	2000	
G199-3.08	05.03.08	9970.00	9995.00	2000	2000	

Источники: Reuters, РТС

Вышеуказанная стратегия (длинная позиция в базовой ОФЗ при одновременной продаже фьючерса) практически не несет в себе риски.

Темпы роста рынка во втором полугодии замедились

В 2007 г. рынку негосударственных рублевых облигаций не удалось продемонстрировать высокие темпы роста, характерные для предыдущих лет. Как в абсолютном, так и в относительном выражениях увеличение объема рублевых облигаций в обращении оказалось гораздо скромнее показателей 2005-2006 гг. Напомним, что в эти годы рынок практически ежегодно удваивался (прирост на 125% в 2005 г. и на 81% в 2006 г.). Помимо эффекта более высокой базы замедление темпов роста в первую очередь объясняется негативным влиянием внешних факторов во второй половине года. Отметим, что с августа первичный рынок облигаций фактически был закрыт для большинства заемщиков. Первая же половина года сложилась очень удачно для эмитентов, и в лучшие недели первичный рынок облигаций осваивал новые размещения в объемах, превышающих 30 млрд руб. При этом ставки, по которым удавалось размещаться многим представителям третьего эшелона, часто не соответствовали кредитным характеристикам эмитентов и, на наш взгляд, были явно заниженными. Наиболее активными заемщиками в течение года были предприятия финансового сектора, розничные сети, энергетические компании (*табл. 7*).

В 2007 г. рынку негосударственных рублевых облигаций не удалось продемонстрировать высокие темпы роста, характерные для предыдущих лет

Таблица 7. Объем рынка негосударственных рублевых облигаций

	Объем рынка, млрд руб.	Прирост за год	Количество выпусков	Увеличение, шт.
Машиностроение	95 550	38%	54	17
Металлургические и добывающие компании	72 000	21%	34	4
Нефть и газ	92 800	15%	29	12
Потребительские товары и С/Х	75 250	3%	62	-3
Региональные и муниципальные	222 850	16%	97	7
Розничная и оптовая торговля	122 600	79%	70	28
Строители и девелоперы	59 870	62%	40	12
Телекоммуникации	58 422	-14%	25	-5
Транспортные	59 120	-13%	16	2
Финансовые	430 432	76%	154	42
Энергетика	106 000	63%	30	15
Химия	16 600	-31%	11	-4
Другие	34 300	-5%	30	5
ИТОГО	**1 445 794**	**33%**	**652**	**132**

Источник: ММВБ

Наиболее активными заемщиками в течение года были предприятия финансового сектора, розничные сети, энергетические компании

Хронология кризиса

Во второй половине года на фоне развития глобального кризиса ликвидности объем первичного предложения резко упал. Иностранные инвесторы начали активно продавать рублевые активы, что привело к росту доходностей облигаций первого-второго эшелона на 50-150 б. п. Началась широкомасштабная переоценка кредитных рисков, в результате которой доходности отдельных выпусков третьего эшелона выросли на 200-300 б. п. Ликвидность наиболее рискованных долговых инструментов резко снизилась.

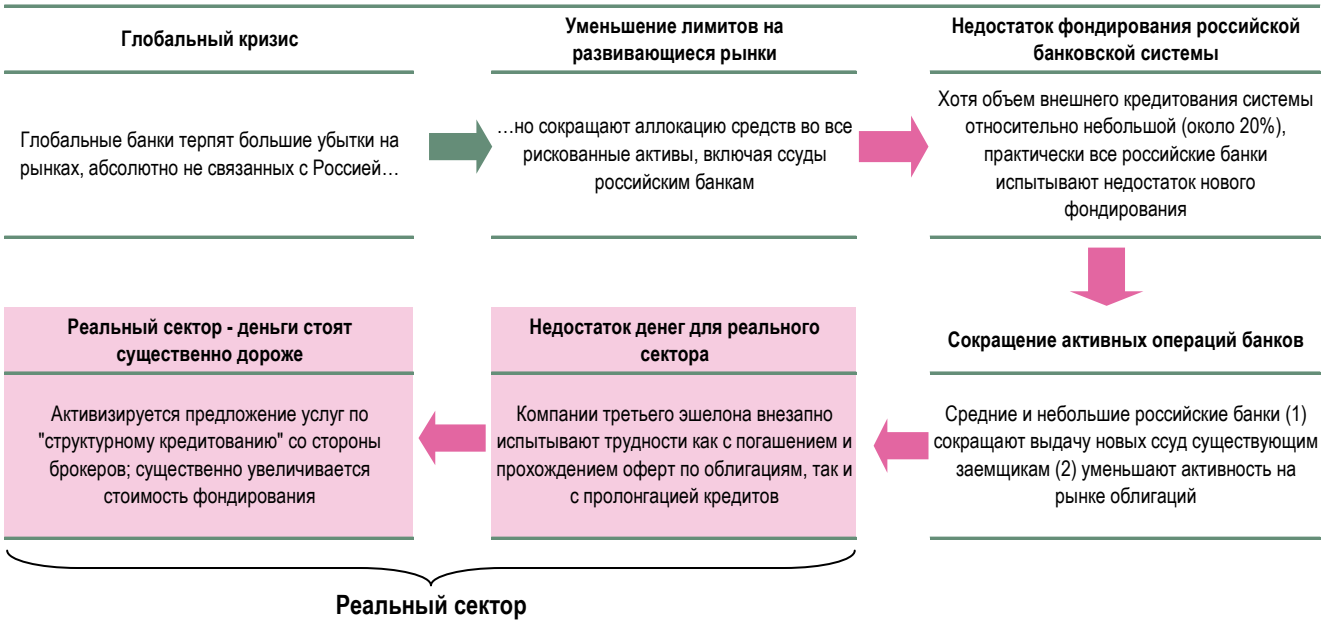
В таких условиях размещение новых облигаций на первичном рынке либо оказалось невыполнимой задачей для многих эмитентов, либо требовало предоставления слишком существенной премии инвесторам. Многие эмитенты выпусков первого и второго эшелонов предпочли перенести новые аукционы на более благоприятный период. Объем рублевого рынка облигаций в третьем-четвертом кварталах вырос в основном за счет нового предложения со стороны квазисуверенных банковских заемщиков. Самыми крупными эмитентами стали Газпромбанк, ВТБ, ВТБ 24, ВТБ-Лизинг, РСХБ, АИЖК.

Во второй половине года труднее всего пришлось эмитентам третьего эшелона, которые в большинстве своем не смогли рефинансировать на рынке свои обязательства, оферта или погашение по которым пришлись на последние несколько месяцев

Труднее всего пришлось эмитентам третьего эшелона, которые в большинстве своем не смогли рефинансировать на рынке свои обязательства, оферта или погашение по которым пришлись на последние несколько месяцев. Возможность предъявить облигации третьего эшелона к оферте являлась для инвесторов единственной возможностью сократить кредитный риск. На этом

фоне средний процент предъявляемых к оферте облигаций установился на высоком уровне в 70-80%. Распространенной практикой прохождения через оферту для многих эмитентов стало возвращение своих обязательств на рынок, но уже по существенно более низкой цене, предусматривающей премию на уровне 100-200 б. п. по доходности. Механизм влияния глобального кризиса ликвидности на рынок рублевых облигаций описан на *рис.15.*

Рисунок 15. Механизм влияния глобального кризиса ликвидности на рынок рублевых облигаций



Источник: Ренессанс Капитал

В конце сентября в сегменте наиболее качественных выпусков наметилась позитивная динамика котировок, переросшая в ралли на фоне сообщений о выделении Правительством РФ крупных средств институтам развития

Как мы уже отмечали, российские монетарные власти предприняли ряд мер для стабилизации ситуации с ликвидностью на внутреннем рынке (см. раздел *«Банк России погасил кризис ликвидности»*), в результате чего ставки денежного рынка нормализовались. В конце сентября в сегменте наиболее качественных выпусков наметилась позитивная динамика котировок, переросшая в ралли на фоне сообщений о выделении Правительством РФ крупных средств институтам развития с возможностью их последующего инвестирования в рыночные инструменты. В настоящее время доходности выпусков первого эшелона в среднем всего на 20-30 б. п. превышают свои минимальные исторические уровни, достигнутые в предкризисный период.

Вернутся ли иностранцы?

С развитием глобального кризиса ликвидности доля иностранных инвесторов на рублевом рынке облигаций существенно сократилась, и с августа 2007 г. мы не видели с их стороны новых массовых покупок

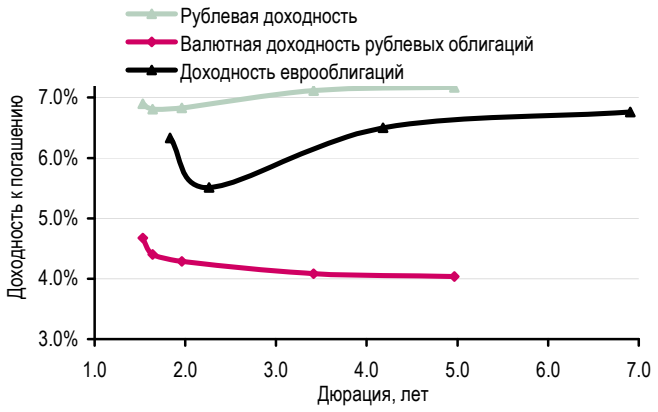
В последние годы существенную поддержку инструментам первого и второго эшелонов оказывали иностранные инвесторы. Стремясь взять риск на рубль, иностранные участники рынка предпочитали облигации наиболее финансово устойчивых эмитентов. В первой половине 2007 г. этот класс инвесторов продолжил расширять свое присутствие на рублевом рынке облигаций, активно открывая новые лимиты на покупку инструментов региональных операторов связи, облигаций энергетических компаний, ряда банковских выпусков. С развитием глобального кризиса ликвидности доля иностранных инвесторов на рублевом рынке облигаций существенно сократилась, и с августа 2007 г. мы не видели с их стороны новых массовых покупок. Напротив, иностранные инвесторы предпочитают сокращать позиции, используя для этого любое оживление на рынке. Предложение со стороны иностранных инвесторов, на наш взгляд, было абсорбировано крупными российскими банками, а также российскими участниками, инвестировавшими в эти инструменты средства, полученные после предъявления к офертам облигаций третьего эшелона.

Каковы перспективы возвращения иностранных инвесторов на рублевый рынок облигаций в ближайшем будущем? На наш взгляд, рассчитывать на это российским эмитентам и участникам рынка не стоит в перспективе ближайших трех-шести месяцев. Во-первых, многие иностранные инвесторы ликвидировали свои позиции в рублевых активах в связи с закрытием

соответствующих лимитов, и вряд ли будут задумываться об их возобновлении до завершения кризиса на внешних рынках. Во-вторых, одним из важных стимулов покупки рублевых облигаций для иностранных инвесторов всегда являлась перспектива укрепления рубля, а по нашему мнению, предпосылок для укрепления рубля к корзине доллар/евро в 2008 г. будет гораздо меньше (см. раздел *«Рубль теперь ничем не лучше евро»*). В-третьих, наиболее ликвидные рублевые облигации первого эшелона с точки зрения иностранных инвесторов выглядят переоцененными относительно долларовых еврооблигаций тех же эмитентов. На *рис. 16-17* мы сопоставили рублевые и валютные облигации Газпрома и ВТБ, переведя рублевую доходность в валютную с учетом стоимости хеджирования. Например, для инструментов Газпрома премия еврооблигаций к рублевым инструментам составляет 150-200 б. п.

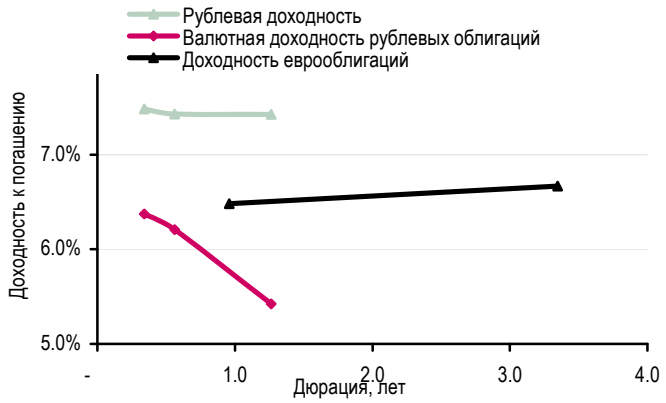
Наиболее ликвидные рублевые облигации первого эшелона с точки зрения иностранных инвесторов выглядят переоцененными относительно долларовых еврооблигаций тех же эмитентов

Рисунок 16. Кривые доходностей обязательств Газпрома



Источники: ММВБ, Bloomberg

Рисунок 17. Кривые доходностей обязательств ВТБ



Источники: ММВБ, Bloomberg

Кредитные спрэды продолжат расширение

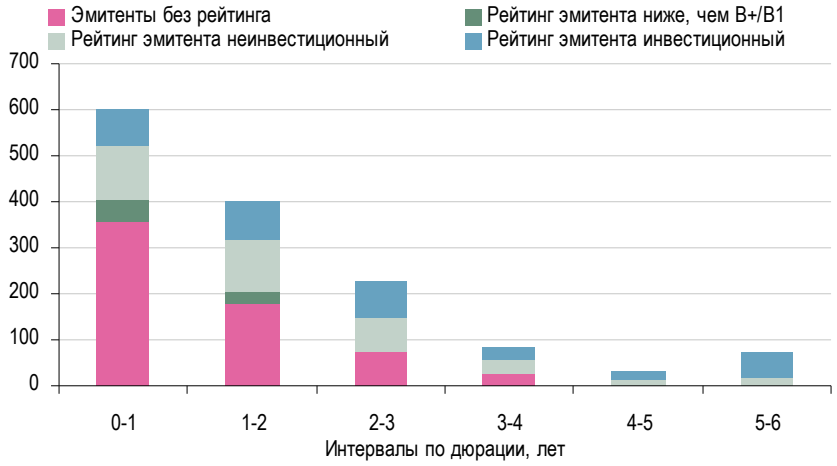
Вторая половина 2007 г. характеризовалась существенным сокращением аппетитов инвесторов к кредитному риску, в результате чего премия выпусков третьего эшелона к ОФЗ существенно расширилась. Мы полагаем, что в 2008 г. указанная тенденция сохранится. Эмитенты третьего эшелона, срок обращения долговых инструментов которых, как правило, не превышает года, по-прежнему имеют ограниченные возможности по рефинансированию своих обязательств на рынке. Крупные российские банки постепенно ужесточают условия предоставления ликвидности под залог долговых инструментов. Это выражается в общем сокращении объемов операций по рефинансированию, существенном сужении круга инструментов, под обеспечение которых предоставляется фондирование, и повышении дисконтов по облигациям (haircuts). Таким образом, даже в условиях приемлемого уровня банковской ликвидности осуществлять рефинансирование под залог облигаций третьего эшелона, которые не соответствуют критериям Ломбардного списка Банка России, в ближайшее время будет крайне сложно, а по ряду выпусков невозможно.

Из находящихся в обращении негосударственных долговых обязательств (1.45 трлн. руб.) дюрация более 40% не превышает одного года. Объем рефинансирования рублевых облигаций в следующем году составляет около 600 млрд руб. При этом из указного объема инструментов только треть удовлетворяет критериям Ломбардного списка Банка России. Таким образом, можно предположить, что держатели высокодоходных облигаций в ближайшие месяцы продолжат искать возможности для их продажи. Отсутствие же предложений на покупку таких инструментов по относительно адекватным ценам может спровоцировать дальнейшее расширение спрэдов. Мы не рекомендуем покупку не имеющих кредитного рейтинга коротких долговых инструментов с целью держать их до оферты. На наш взгляд, такая стратегия сопряжена с самым высоким из возможных кредитных рисков.

Объем рефинансирования рублевых облигаций в следующем году составляет около 600 млрд руб.; при этом из указного объема инструментов только треть удовлетворяет критериям Ломбардного списка Банка России

Мы не рекомендуем покупку не имеющих кредитного рейтинга коротких долговых инструментов с целью держать их до оферты. На наш взгляд, такая стратегия сопряжена с самым высоким из возможных кредитных рисков

Рисунок 18. Распределение по дюрации негосударственных рублевых облигаций



Источник: ММВБ

Спрос на качественные инструменты сохранится

По нашему мнению, в следующем году основной портфеля рублевых облигаций должны стать инструменты финансово устойчивых эмитентов. Важным критерием при выборе облигаций для инвестиционного портфеля должно быть наличие у эмитента кредитного рейтинга на уровне B+ (по шкале S&P и Fitch) или B1 (по шкале Moody's). В настоящее время на рынке уже присутствует достаточное количество облигаций эмитентов высокого и приемлемого кредитного качества, которые имеют доходность вплоть до 10%, а для ряда облигаций банков – и выше (наши конкретные рекомендации по покупке облигаций на вторичном рынке приведены в *табл. 7*.

В настоящее время на рынке уже присутствует достаточное количество облигаций эмитентов высокого и приемлемого кредитного качества, которые имеют доходность вплоть до 10%, а для ряда облигаций банков – и выше

Покупка облигаций первого эшелона в начале года, с нашей точки зрения, целесообразна на первичном рынке облигаций. За исключением выпусков АИЖК, ВТБ 24 и РСХБ во второй половине 2007 г. не было рыночных размещений этой категории эмитентов. Возможно, поэтому существенной коррекции в сегменте выпусков первого эшелона в последние месяцы года не произошло. В настоящее время образовался достаточно большой навес отложенных размещений. Ориентируясь на последние размещения АИЖК и госбанков, где величина предоставляемой премии по доходности порой превышала 50 б. п., можно предположить, что в 2008 г. даже крупным эмитентам придется предоставлять более привлекательные ставки доходностей для успешного размещения своих обязательств.

Покупка облигаций первого эшелона в начале года, с нашей точки зрения, целесообразна на первичном рынке облигаций

Таблица 8. Крупные размещения, не состоявшиеся в 2007 г.

Эмитент	Объем размещения, млрд руб.	Эмитент	Объем размещения, млрд руб.
ВымпелКом	15	Банк «Возрождение»	5
МТС	10	С-З Телеком	3
Интер РАО	10	ВБД	8
Роснефть	15	МДМ Банк	4
Банк Москвы	30	ЧТПЗ	15
АИЖК-Ипотека	9	ХКФ Банк	4
АИЖК	10	Эфес	6
Газпром	5	Русфинанс Банк	12
Дельта Кредит	12	Стройтрансгаз	5
ОГК-6	3.2	АК БАРС	7
Ренессанс Кредит	7	ИКС 5	16
УРСА	10	ФСК	14
КамАЗ	6.5	**ИТОГО**	**241.7**

Источники: Данные эмитентов, оценки Ренессанс Капитала

Таблица 9. Десять лучших торговых рекомендаций на начало 2008 г.

Рекомендация	Обоснование	Потенциальный выигрыш	Целевая аудитория инвесторов
Нехеджированная продажа фьючерсов на ОФЗ: *- G018-3.08* *- G020-3.08*	Потенциальное сокращение базы инвесторов в ОФЗ, рост средних ставок денежного рынка, растущие объемы государственных внутренних заимствований будут способствовать росту доходностей ОФЗ в первом полугодии 2008 г.	Рост доходностей ОФЗ на 20-30 б. п. в первом квартале 2008 г.	Российские банки
АИЖК-10	В ходе размещения в конце 2007 г. инвесторам была предложена премия к кривой доходности эмитента на уровне 40-50 б. п. Основная сумма долга гарантирована государством. Мы не исключаем включение облигаций эмитента в котировальный лист ММВБ А1 в первом полугодии 2008 г.	Потенциал сокращения спрэда к ОФЗ оценивается на уровне 50-70 б. п. (текущий уровень спрэда - 200 б. п.)	Российские банки, страховые и управляющие компании
Сибур-1	СИБУР (Ba2/BB) отличается низким уровнем кредитного риска. Компания полностью контролируется Газпромом. Уровень финансового рычага компании пока незначителен и допускает существенное увеличение долга. Заметных рисков рефинансирования у СИБУРа в 2008 г. нет.	Справедливый спрэд выпуска к кривой доходности Газпрома, по нашим оценкам, не должен превышать 50 б. п. Текущий уровень спрэда - 180-190 б. п.	Российские банки, иностранные инвесторы страховые и управляющие компании
САНОС-2	САНОС - одна из крупнейших компаний отрасли с годовой выручкой более USD3 млрд, средним уровнем финансового рычага и хорошей диверсификацией ассортимента. 54% акций компании контролирует Газпром. Если три сегмента бизнеса САНОСа (нефтепереработка, нефтехимия и удобрения) будут разделены, инвесторы получат право требовать досрочного погашения облигаций.	Спрэд к кривой доходности Газпрома составляет около 200 б. п. и, на наш взгляд, сохраняет потенциал сужения на 100-150 б. п.	Российские банки, иностранные инвесторы, страховые и управляющие компании
Тюменьэнерго-2	Тюменьэнерго – сетевая энергетическая компания, действующая в регионе, где сохраняется дефицит распределительных сетей. Компания является 100%-ной "дочкой" РАО ЕЭС, по окончании реструктуризации которой фактический контроль над Тюменьэнерго, скорее всего, останется у государства. На наш взгляд, по своим кредитным характеристикам Тюменьэнерго достаточно близко к МОЭСК.	Премия выпуска Тюменьэнерго-2 к облигациям МОЭСК-1 превышает 50 б. п., несмотря на более высокую дюрацию последнего. На наш взгляд, указанные выпуски должны торговаться на близких уровнях доходностей.	Российские банки и управляющие компании
ЮТК-4	Облигации региональных операторов связи являются, наверное, самым спокойным в кредитном плане сегментом рынка. За последний год все компании существенно увеличили эффективность своих операций и продолжили осуществлять меры по стабилизации (и даже снижению) уровня долга в абсолютном исчислении. Из указанной группы облигаций мы рекомендуем обратить внимание на наиболее доходные выпуски ЮТК.	Рейтинг эмитента позволяет рассчитывать на включение банка в Ломбардный лист Банка России в 2008 г. Потенциал сокращения спрэда к ОФЗ оценивается на уровне 30-50 б. п.	Российские банки и управляющие компании
Содружество-1	Бизнес-стратегия эмитента основана на замещении импортных кормовых добавок и соевого масла собственным производством и является перспективной. Хорошая история реализации масштабных проектов. Продвинутый уровень риск-менеджмента по товарным и финансовым рискам, сотрудничество с МФК. Мы полагаем, что в первом полугодии 2008 г. компания продемонстрирует улучшение показателей рентабельности. В 2008 г. значительных рисков рефинансирования у компании нет.	Потенциал сокращения спрэда к ОФЗ оценивается на уровне 100 б. п. (текущий уровень спрэда - 700 б. п.)	Управляющие компании
Транскредитбанк-1,2	20 декабря была завершена сделка по передаче 75% акций банка под контроль ОАО «РЖД». Мы полагаем, что в течение ближайших месяцев рейтинги банка могут быть повышены с текущих уровней (BB/Ba3) до рейтинга, учитывающего поддержку сильной материнской структуры. Зависимость банка от привлечения средств на рынках капитала относительно невысока, так как он выполняет функции расчетного центра железнодорожной отрасли, поэтому проблемы с ликвидностью маловероятны.	Потенциал сокращения спрэдов облигаций Транскредитбанка к кривой доходности РЖД, по нашим оценкам, составляет 50-100 б. п. Текущий уровень - 200 б. п.	Росссийские банки, управляющие и страховые компании
Русский Стандарт-4,5,6,7,8	Банк Русский Стандарт - наиболее сильный с точки зрения финансовой устойчивости представитель сегмента российского потребкредитования. Мы позитивно оцениваем перспективы данного сектора и не ожидаем существенных проблем с рефинансированием в силу «короткого» профиля активов.	Облигации Банка Русский Стандарт, включенные в Ломбардный лист Банка России, являются, на наш взгляд, одними из лучших для реализации стратегии *carry trade*, обеспечивая положительный спрэд к гарантированной ставке РЕПО Банка России на уровне 500 б. п.	Российские банки, иностранные инвесторы с высокой толерантностью к рискам
Кокс-1,2	Среди облигаций металлургических компаний второго эшелона нашим фаворитом являются выпуски облигаций ОАО «Кокс». Диверсификация и вертикальная интеграция бизнеса позволяют компании сохранять высокую рентабельность даже при существенных колебаниях цен на отдельные продукты. Долговая политика компании остается весьма консервативной. Облигации ОАО "Кокс" в настоящее время торгуются с доходностями, близкими к выпускам Белона. На наш взгляд, кредитные характеристики ОАО "Кокс" намного сильнее показателей Белона.	Справедливый уровень спрэда между инструментами Кокса и Белона мы оцениваем на уровне не менее 100 б. п. В настоящее время предпочтительнее выглядит покупка более короткого выпуска Кокс-1.	Российские банки и управляющие компании

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Прогноз на 2008 г. по секторам

Облигации финансового сектора

С фундаментальной точки зрения российская банковская система находится в очень хорошей форме, и не видим существенных причин для переоценки кредитного качества большинства банков

Банковский сектор в наибольшей степени пострадал от кризиса на мировых финансовых рынках, вызванного проблемами американского рынка субстандартной ипотеки. Хотя вовлеченность российских банков в бизнес по рискованному ипотечному кредитованию практически нулевая, именно банковские облигации в наибольшей степени пострадали от масштабной волны распродаж осенью 2007 г. Мы полагаем, что с фундаментальной точки зрения российская банковская система находится в очень хорошей форме, и не видим существенных причин для переоценки кредитного качества большинства банков. При этом мы отмечаем, что общемировой фон настороженного отношения к кредитным рискам финансовых институтов в течение как минимум первых месяцев следующего года будет негативно влиять на спрос на банковские облигации.

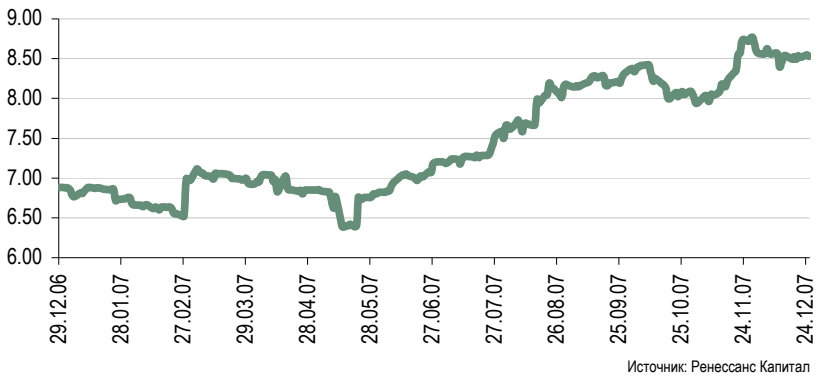
Мы выделяем следующие основные факторы, которые, на наш взгляд, будут определять состояние российской банковской системы в будущем году:

1. **Замедление роста активов.** Наиболее очевидным результатом кризиса на мировых кредитных рынках стало уменьшение возможностей банков по привлечению средств за счет выпуска публичных долговых инструментов. Мы полагаем, что спрос на банковские долги восстановится, однако на это уйдет некоторое время. Основными источниками пассивов, по нашему мнению, будут корпоративные и розничные депозиты. Кроме того, банки продолжат привлекать средства на рынке синдицированных кредитов. Соответственно мы ожидаем, что рост активов российской банковской системы в следующем году снизится с 40% (средний показатель за предыдущие три года) до 20-30%.

Наиболее очевидным результатом кризиса на мировых кредитных рынках стало уменьшение возможностей банков по привлечению средств за счет выпуска публичных долговых инструментов

2. **Рост стоимости пассивов.** Следствием уменьшения возможностей по привлечению средств на долговом рынке стал рост ценовой конкуренции за депозиты, который выразился в повышении уровня ставок привлечения ресурсов как для физических лиц, так и для корпоративных клиентов. Внешние заимствования в 2008 г. также будут для банков более дорогими: доходности облигаций российских банков повысились на 150-200 б. п., и мы полагаем, что возвращение на докризисные уровни произойдет нескоро. Синдицированные кредиты в настоящий момент являются основным источником внешних заимствований для российских банков, и, как мы ожидаем, также в итоге окажутся более дорогими. Хотя объявленные в последнее время стоимостные параметры сделок (премия к ставке LIBOR) отличаются от докризисных уровней на 20-50 б. п., с учетом повышения комиссий и роста индикативных ставок общее увеличение стоимости синдицированных кредитов, по нашим оценкам, может составить 100-150 б. п.

Рисунок 19. Индекс Ренессанс Капитала, отражающий доходность валютных облигаций финансового сектора



Источник: Ренессанс Капитал

Мы не считаем, что рост стоимости пассивов будет иметь критическое влияние на рентабельность российских банков в 2008 г.

Мы не считаем, что рост стоимости пассивов будет иметь критическое влияние на рентабельность российских банков в 2008 г., т. к. полагаем, что в большинстве случаев банки будут способны переложить дополнительные процентные расходы на своих заемщиков.

3. **Качество активов.** Мы полагаем, что в корпоративном кредитовании качество активов частных российских банков будет постепенно снижаться. По мере роста стоимости пассивов банки будут переориентироваться на более рискованный сегмент мелких заемщиков, в то время как крупнейшие корпоративные заемщики будут ориентироваться на иностранные и государственные банки. При этом мы не думаем, что в следующем году изменение кредитной политики приведет к существенным кредитным потерям, так как снижение требований к заемщикам, скорее всего, будет компенсироваться увеличением процентной маржи.

   Мы полагаем, что в корпоративном кредитовании качество активов частных российских банков будет постепенно снижаться

   В бизнесе розничного кредитования мы ожидаем тенденции к росту качества активов, поскольку в связи со снижением эффективных процентных ставок из-за отмены комиссий банки постепенно ужесточают требования к заемщикам для сохранения рентабельности. Более подробно данные тенденции описаны в нашем отчете *«Потребительское кредитование в России: больше дыма, чем огня»* от 26 октября 2007 г.

4. **Достаточность капитала и кредитные рейтинги.** Мы полагаем, что в связи с ожидаемым замедлением роста активов при сохранении стабильной рентабельности достаточность капитала российских банков в 2008 г. не будет испытывать столь же сильного давления, как в прошлые годы. В целом мы не видим существенных причин для масштабного понижения рейтингов российских банков в будущем году, однако полагаем, что агентства будут более осторожно пересматривать свои оценки.

5. **Риски рефинансирования.** В отличие от банковской системы Казахстана зависимость российских банков от привлечения средств на внешних рынках капитала относительно невысока (около 20% пассивов), поэтому замещение «иностранных» пассивов не должно быть чрезмерно болезненным. Профили ликвидности большинства банков, представленных на рынке долговых бумаг также достаточно комфортны и свидетельствуют о способности исполнять обязательства за счет погашения выданных кредитов. Мы не исключаем возникновения локальных проблем с рефинансированием у отдельных банков третьего эшелона, но не думаем, что они примут массовый характер в следующем году.

   В отличие от банковской системы Казахстана зависимость российских банков от привлечения средств на внешних рынках капитала относительно невысока

6. **Факторы поддержки – государство и сделки по слиянию и поглощению**. Во время резкого сжатия рублевой ликвидности в сентябре-октябре 2007 г. российские монетарные власти продемонстрировали стремление поддерживать стабильность национальной банковской системы за счет расширения спектра механизмов рефинансирования. Мы полагаем, что крупные банки с широкой базой розничных депозитов смогут получить еще и на экстренную поддержку, как было в случае с Гута-Банком. При этом мы не считаем, что все банки могут автоматически рассчитывать на стабилизационные кредиты от государственных институтов, так как в данном случае приоритетом для государства является защита интересов частных вкладчиков, а отнюдь не обеспечение погашения обязательств банков на рынках капитала.

   В качестве проявления поддержки банковской системы со стороны денежных властей мы также рассматриваем тот факт, что число банковских облигаций, принимаемых Банком России в обеспечение по сделкам РЕПО, в 2007 г. заметно увеличилось. В результате существенно выросла привлекательность бумаг в рамках стратегий *carry trade*. В связи с этим мы полагаем, что спрос на банковские рублевые облигации может восстановиться быстрее, чем на внешние займы.

   Высокий интерес к российскому финансовому сектору на рынках акционерного капитала сохраняется, что является одним из существенных факторов поддержки

   Еще один существенный фактор поддержки для кредитного качества банков – сохраняющийся высокий интерес к российскому финансовому сектору на рынках акционерного капитала. С точки зрения кредиторов относительно некрупных банков, которые могут столкнуться с финансовыми затруднениями, это означает, что продажа банка более

крупному игроку является весьма вероятным сценарием. Однако это утверждение применимо в основном к банкам с широкой сетью присутствия и наличием «массового» бизнеса, так как именно эти характеристики имеют наибольшую ценность для стратегических инвесторов. С точки зрения акционеров крупных банков покупка маленьких банков с филиальной сетью имеет экономический смысл, поскольку данные сделки совершаются по более низким коэффициентам P/BV.

Консервативным инвесторам мы рекомендуем облигации Транскредитбанка; инвесторам с более высоким аппетитом к риску и доходности мы рекомендуем инструменты банков сектора потребительского кредитования

Наши рекомендации по облигациям банковского сектора на 2008 г.:

- Консервативным инвесторам мы рекомендуем облигации Транскредитбанка: 20 декабря была завершена сделка по передаче 75% акций банка под контроль ОАО «РЖД». Мы ожидаем, что после ее завершения рейтинги банка могут быть повышены с текущих уровней (BB/Ba3) до рейтинга, учитывающего поддержку сильной материнской структуры. Зависимость банка от привлечения средств на рынках капитала относительно невысока, так как он выполняет роль расчетного центра железнодорожной отрасли.
- Инвесторам с более высоким аппетитом к риску и доходности мы рекомендуем бумаги банков сектора потребительского кредитования (Русский Стандарт, ХКФ Банк, Ренессанс Кредит). Мы позитивно оцениваем перспективы данного сектора и не ожидаем существенных проблем с рефинансированием в силу «короткого» профиля активов. Главным риском потребительского кредитования в 2008 г., на наш взгляд, будет сохранение рентабельности при снижении эффективных ставок по выдаваемым кредитам.

Электроэнергетика

Уходящий 2007 г. можно было бы назвать годом электроэнергетики для рынка рублевых облигаций. В течение года в дополнение к уже представленным эмитентам на рынке дебютировали десять компаний, а текущий объем обращающихся на рынке долговых обязательств отрасли составляет около 100 млрд руб. При этом облигации энергетиков воспринимаются инвесторами в качестве инструментов, занимающих промежуточное положение между первым и вторым эшелоном, что, на наш взгляд, обусловлено уверенностью в государственной поддержке отрасли.

Облигации энергетиков воспринимаются инвесторами в качестве инструментов, занимающих промежуточное положение между первым и вторым эшелоном, что обусловлено фактором господдержки

Мы выделяем следующие факторы, которые будут определять отношение инвесторов к обязательствам электроэнергетической отрасли в 2008 г.

Для генерирующих компаний (ОГК и ТГК)

- Рост рентабельности в связи с увеличением доли энергии, продаваемой по свободным ценам, что уже нашло свое отражение в финансовых результатах большинства компаний (согласно отчетности по МСФО за первое полугодие 2007 г.).
- Высокий спрос со стороны стратегических инвесторов на предлагаемые к продаже акции генерирующих компаний будет, по нашему мнению, являться важным фактором поддержки для кредитного профиля.
- Ограниченное предложение нового долга со стороны генерирующих компаний: в ходе завершающего этапа реструктуризации отрасли и реорганизации РАО ЕЭС большинство ОГК и ТГК, представленных на долговом рынке, получили доступ к рынку акционерного капитала. Вне зависимости от того, были ли допэмиссии проведены в форме публичных размещений или продажи акций стратегическим инвесторам, компании получили значительный объем денежных средств, который достаточен для финансирования инвестиционной программы, как минимум, до конца 2008 г.

Генерирующие компании не будут частыми заемщиками на рынке облигаций в 2008 г.

- Некоторые генерирующие компании могут попытаться в первой половине года вернуть на рынок облигации, которые будут выкуплены по офертам, возникшим в связи с реорганизацией предприятий. Однако, принимая во внимание поступления от выпуска акций, мы не думаем, что компании будут вынуждены продавать бумаги по любой цене с учетом дефицита финансирования.

В случае восстановления рынка облигаций бумаги генерирующих компаний, с нашей точки зрения, будут пользоваться существенным спросом в основном со стороны консервативных инвесторов, в том числе иностранных. Однако мы не ожидаем, что спрэды их бумаг сузятся, так как текущие значения спрэдов вполне соответствуют нашим представлениям о справедливом уровне (170-220 б. п. к ОФЗ). Нашими фаворитами остаются бумаги компаний, которые должны в скором времени перейти под контроль сильных стратегических инвесторов (ОГК-2, ОГК-6, ТГК-1, ТГК-10).

Для распределительных сетевых компаний

- По нашему мнению, сетевые компании будут весьма существенными поставщиками нового долга в 2008 г., поскольку в отличие от ОГК и ТГК привлечение акционерного капитала для них пока недоступно. При этом многие сетевые компании (например, Ленэнерго) продолжат существенно наращивать долговую нагрузку, учитывая отставание от планов по сбору платы за подключение. В связи с этим мы ожидаем расширения спрэдов между облигациями сетевых и генерирующих компаний.

Сетевые компании будут весьма существенными поставщиками нового долга в 2008 г., поскольку в отличие от ОГК и ТГК привлечение акционерного капитала для них пока недоступно

- Большинство сетевых компаний, представленных на долговом рынке (МОЭСК, Ленэнерго, Тюменьэнерго) в соответствии с текущими планами РАО ЕЭС останутся независимыми, т. е. не будут включены в МРСК. Однако для более мелких сетевых компаний (Пермэнерго, Кубаньэнерго) ожидаемое присоединение к более крупным и сильным МРСК может стать важным фактором поддержки кредитного качества.

В течение ближайших двух лет потребность ФСК в привлечении долгового финансирования будет минимальной. Потребность ГидроОГК в новых заимствованиях, на наш взгляд, может оказаться более существенной

- Мы не ожидаем существенного роста рентабельности сетевых компаний в 2008 г., так как переход на новую систему тарифообразования (на основании нормы доходности) с середины 2008 г. запланирован только для некоторых компаний.

Наши рекомендации в облигациях энергетического сегмента

Среди бумаг распределительных сетевых компаний нашими фаворитами остаются Тюменьэнерго и МОЭСК.

Квази-суверенные эмитенты (ГидроОГК и ФСК)

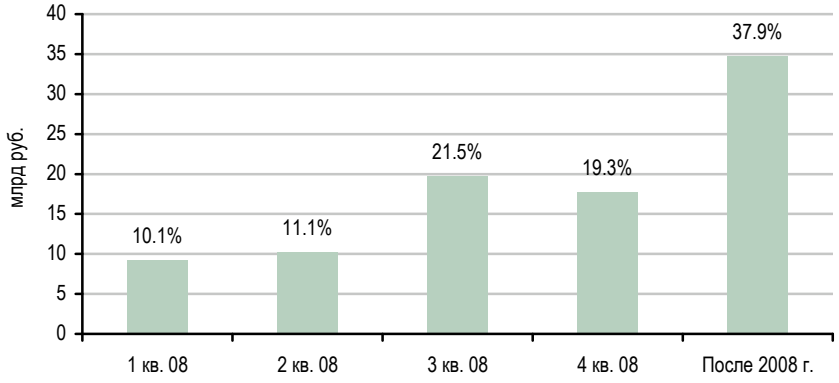
В течение ближайших двух лет потребность ФСК в привлечении долгового финансирования будет минимальной: в ходе реформы РАО ЕЭС компания получит значительный объем средств от продажи государственной доли в генерирующих компаниях, которые станут основным источником финансирования масштабной инвестпрограммы. Потребность ГидроОГК в новых заимствованиях, на наш взгляд, может оказаться более существенной. В целом мы не видим препятствий для успешного привлечения средств для ГидроОГК либо за счет размещения долговых обязательств, либо за счет банковских кредитов. Статус квази-суверенного заемщика с инвестиционным рейтингом, по нашему мнению, позволит компании успешно финансировать свои инвестиционные потребности. Однако ввиду ожидаемого существенного увеличения предложения нового долга, мы прогнозируем некоторое расширение спрэда между облигациями ГидроОГК и ФСК.

Розничная торговля

В минувшем году наблюдалось **заметное охлаждение инвесторов к облигационным выпускам компаний розничной торговли**. Основной причиной тому послужили как общесистемные (возникший дефицит фондирования у средних российских банков и отток средств зарубежных инвесторов с локального рынка), так и специфические для сектора факторы (краткосрочная временная структура долга, увеличившееся количество сделок LBO, агрессивное развитие). Большинство инвесторов, имеющих позиции в облигациях ритейлеров, обеспокоены перспективами рефинансирования краткосрочной задолженности сектора.

Большинство инвесторов, имеющих позиции в облигациях ритейлеров, обеспокоены перспективами рефинансирования краткосрочной задолженности сектора

Рисунок 20. Погашение облигаций розничных компаний в 2008 г.



Источники: Cbonds, оценка Ренессанс Капитала

В настоящее время в обращении находятся облигаций розничного сектора более чем на 100 млрд руб. (по номиналу). **В течение первого полугодия 2008 г. погашаются или подлежат предъявлению на оферту около 20% из них.** После бесед с инвесторами, у нас сформировалось мнение, что подавляющее большинство держателей облигаций третьего эшелона настроены использовать право предъявления соответствующих долговых инструментов к оферте в независимости от установленного эмитентом купона.

Подавляющее большинство держателей облигаций третьего эшелона настроены использовать право предъявления соответствующих долговых инструментов к оферте в независимости от установленного эмитентом купона

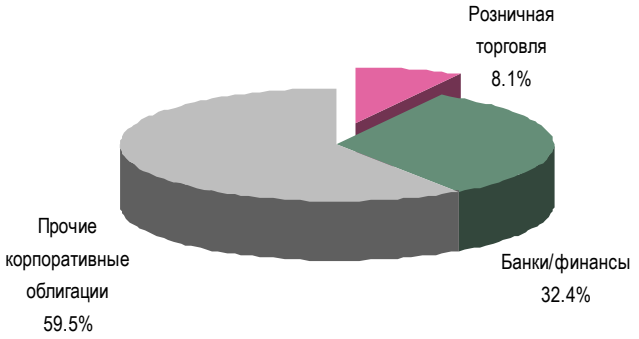
Таблица 10. Выпуски торговых компаний, подлежавшие рефинансированию в первом квартале 2007 г.

Выпуск	Сегмент	Объем выпуска, млн. руб.	Комментарий
Евросеть-2	Электроника	3 000	Погашен, нулевой купон, в планах - новый облигационный выпуск
Инком-Лада-1	Автодилер	700	Погашен, рефинансирован через небольшой CLN
Алькор и Ко (Л'Этуаль)	Парфюмерия	1 500	Купон 9.55% на два года, выкуплено 87% выпуска
Марта-2	Продовольствие	1 000	Новая оферта на 6 мес. (май 2008 г.), выкуплено 94% выпуска
МИР-Финпанс 1	Бытовая техника	1 000	Погашение 27 декабря 2007 г.
Кора	Продовольствие	1 000	Оферта 15 января 2008 г., сама компания выкупила около 45% выпуска
Диксис	Бытовая техника	1 800	Оферта 20 января 2008 г.
Городской Супермаркет (Азбука Вкуса)	Продовольствие	1 000	Оферта 22 января 2008 г.
Марта-3	Продовольствие	2 000	Оферта 1 февраля 2008 г.
Домо-Фин	Стройматериалы	1 000	Погашение 14 февраля 2008 г.
Инком-Лада-2	Автодилер	1 400	Оферта 15 февраля 2008 г.
Выпуски к рефинансированию в декабре 2007 - апреле 2008 гг.		9 200	

Источник: оценка Ренессанс Капитала

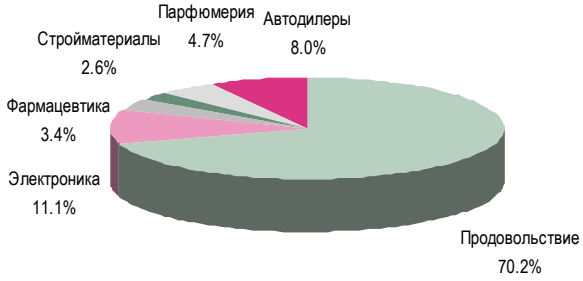
Соответственно, перед компаниями, вынужденными рефинансировать свою задолженность в условиях практически закрытого облигационного рынка, стоит задача определить наиболее приемлемые способы привлечения новых средств (бридж-ссуды, долгосрочное банковское финансирование, кредиты владельцам под залог акций и др.). Погашение обращающихся облигаций вызовет уменьшение доли выпусков компаний розничной торговли в инвестиционных портфелях институциональных инвесторов.

Рисунок 21. Доля выпусков облигаций розничных компаний в общем объеме корпоративных облигаций, декабрь 2007 г.



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 22. Распределение розничных облигаций в обращении по отраслям, декабрь 2007 г.



Источник: оценка Ренессанс Капитала

В будущем году основными факторами, определяющими кредитное качество розничной компании, будут наличие доступа на рынки акционерного капитала

В тоже время, несмотря на существенное уменьшение возможностей по привлечению долгового финансирования, **оценки акций российских розничных компаний,** торгующиеся на организованных рынках, **существенно не ухудшились**, что позволило ряду эмитентов рефинансировать значительную часть своей задолженности путем привлечения акционерного капитала (Аптечная сеть 36.6, М.Видео). Соответственно, в будущем году основными факторами, определяющими кредитное качество розничной компании, будут либо наличие доступа на рынки акционерного капитала, либо реалистичная вероятность появления такого доступа в краткосрочной перспективе.

Таблица 11. Рынок акций – оценочные коэффициенты российских розничных компаний по-прежнему довольно высоки

Компания	Сектор	Рын. кап. ($ мн.)	EV ($ мн.)	EV/EBITDA 2006	EV/EBITDA 2007E	EV/EBITDA 2008E
X5 Retail Group	Продукт. розница	3,528	3,923	32.0	19.3	12.5
Магнит	Продукт. розница	7,209	8,647	29.3	19.0	11.9
Седьмой Континент	Продукт. розница	1,970	2,090	19.5	14.8	9.8
Dixy	Продукт. розница	852	996	25.0	13.8	8.5
Аптечная Сеть 36.6	Фармац. розница	684	942	36.9	29.6	21.5
М-Видео	Бытовая техника	1,213	1,505	25.9	14.3	9.4

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

У нас создалось впечатление, что в текущем году **инвесторы повысят свои требования к кредитному качеству выпусков торговых сетей**, что приведет к фактическому уходу с рынка ряда эмитентов (поскольку рыночное рефинансирование погашаемых облигаций будет невозможным) и общему уменьшению первичного предложения. В любом случае уровни спрэдов по всем обращающимся выпускам останутся на достаточно широких уровнях по отношению к ОФЗ, что в принципе отражает невысокое (в среднем) кредитное качество выпусков сектора.

Таблица 12. Средний уровень долговой нагрузки российских компаний розничной торговли соответствует рейтинговой категории B и ниже

Рейтинговая категория	A	Baa	Ba	B	Caa
Общий долг/ EBITDA[1]	**2.25-3.0x**	**3.0-4.0x**	**4.0-5.0x**	**5.0-6.5x**	**>6.5x**
Операционный поток денежных средств/ Чистый долг	22-33%	14-22%	12-14%	8-12%	<8%
EBITDA/Процентные платежи	5.0-7.0x	2.5-5.0x	1.5-2.5x	1.0-1.5x	<1.0x
Свободный денежный поток/Чистый долг	14-18%	12-14%	9-12%	0-9%	Отрицат.
Операционный денежный поток/Общий долг	20-25%	13-20%	9-13%	6-9%	<6%

Источники: Moody's, оценка Ренессанс Капитала

Другая тенденция в секторе, отрицательно влияющая на его кредитное качество в целом – активизация процессов смены собственников

Следует отметить и другую тенденцию в секторе, отрицательно влияющую на его кредитное качество в целом – **активизация процессов смены собственников**. Развитие бизнеса с целью его последующей продажи было, наверное, основной маркетинговой идеей при первичном размещении

[1] При расчете долговых коэффициентов компаний розничной торговли стандартными корректировками по методологиям агентств Moody's и S&P являются: (1) увеличение долга на величину арендных платежей (долг = балансовый долг + годовые арендные платежи X 8); (2) поправки показателя EBITDA (EBITDA увеличивается на сумму арендных платежей); (3) поправки процентных платежей (увеличиваются на 1/3 от годовых арендных платежей).

выпусков средних и небольших розничных компаний. Следует отметить, что смена собственника является положительным кредитным фактором только в случае (1) высокого кредитного качества нового владельца или (2) низкой пропорции долгового финансирования в структуре оплаты. Интересно, что за прошедший год на рынке не было ни одной сделки по приобретению компаний с торгуемым долгом крупными российскими или иностранными индустриальными инвесторами.

ТД Копейка критически зависит от поддержки акционера и осуществлении задуманного плана по продаже торговых площадей с последующим взятием их в аренду

Все присутствующие сейчас на рынке облигаций розничные компании можно классифицировать по типу кредитной истории – основному аспекту операционной и корпоративной деятельности, который будет определять отношение инвесторов к конкретному кредиту в наступающем году.

А) Компании, кредитный профиль которых пострадал от агрессивного операционного развития. К данной категории можно отнести Копейку, Аптечную сеть 36.6 и (в меньшей степени) Марту.

- **Копейка.** История с понижением рейтинга от S&P и последующими комментариями, объясняющими запутанную позицию агентства, очень показательна. В целом мы согласны с мнением агентства, изложенном в последнем пресс-релизе: компания критически зависит от поддержки акционера и осуществления планов по продаже торговых площадей с последующей арендой (*sale/leaseback*). Владелец компании является одним из богатейших людей России, и пока нет оснований предполагать, что он не поддержит недавно купленный актив. Нам представляется, что Копейка погасит свои облигации в 2008 г. или в начале 2009 г. и уйдет с рынка публичного долга. Облигации Копейки представляют собой ярко выраженную «специальную ситуацию» (дистрессовые уровни доходностей, большой объем выпусков в обращении, большое количество «вынужденных продавцов») и в настоящее время представляются нам привлекательными для инвесторов с либеральными формальными инвестиционными критериями, которые могут держать эти облигации до погашения.

Аптечная сеть 36.6. демонстрирует очень большую степень финансовой гибкости, привлекая ликвидность на развитие из всех мыслимых источников

- **Аптечная сеть 36.6.** Компания демонстрирует высокую степень финансовой гибкости, привлекая средства на развитие из всех возможных источников (рынок акций, форвардная продажа активов, продажа торговых площадей с последующей арендой, необеспеченный долг и пр.). Мы полагаем, что в текущем году состоится продажа контрольного пакета в Верофарме. В результате у Аптечной сети 36.6 будут достаточно средств для выкупа по оферте своих облигаций в июле, но при этом существенно ухудшатся показатели консолидированной отчетности, так как розничный бизнес компании без учета Верофарма убыточен даже на уровне EBITDA.
- **Марта.** Все выпуски Марты (совокупным объемом 3.7 млрд руб.) погашаются или заносятся на оферту в феврале-мае 2008 г. В случае погашения облигаций мы не ожидаем от компании успешных выпусков нового необеспеченного долга. Владельцы компании могут использовать продажу или залог своей доли в девелоперской компании PTM, рыночная капитализация которой составляет около USD400 млн (доля владельцев Марты – около 35%) или своей доли в СП с REWE.

Б) Компании, кредитный профиль которых изменился или изменится после смены владельцев. К данной категории, в частности, можно отнести выпуски Дикси, Седьмого Континента, компании Холидей.

После успешного выхода на публичный рынок акций Дикси существенно улучшила свои операционные показатели и стала сокращать логовую нагрузку, но риск резкого увеличения финансово рычага в наступающем году существует

- **Дикси**. После успешного выхода на публичный рынок акций компания существенно улучшила свои операционные показатели и стала сокращать долговую нагрузку. Тем не менее, в конце 2007 г. контролирующий акционер Дикси объявил о продаже своего контрольного пакета Группе Меркурий. Пока неясно, как будет структурировано приобретение и окажется ли в результате какой-нибудь дополнительный долг на балансе самой компании. В случае осуществления сделки по схеме LBO, коэффициент Долг/EBITDA может подняться с 2.5 в настоящее время до 7.0-8.0, что будет явно негативно для держателей долговых обязательств Дикси.

Среднее кредитное качество сектора за прошедший год ухудшилось; небольшие розничные компании очень чувствительны к ухудшению условий рыночного и банковского финансирования

- **Холидей/Кора**. Две сибирские розничные сети успешно осуществили слияние в декабре 2007 г. В результате коэффициент Долг/EBITDA объединенной компании составит 5.9. Кредитный профиль компании будет зависеть от того, удастся ли ей осуществить планы по снижению долговой нагрузки, а также от поддержки акционеров.
- **Седьмой Континент**. В ноябре 2007 г. владельцы контрольного пакета розничной сети и держателя недвижимости объявили о продаже своих долей фонду прямых инвестиций Texas Pacific Group. Обсуждаемая структура сделки и степень вовлечения в неё баланса самой компании не раскрывались.

B) Компании, в отношении которых может ожидаться улучшение кредитного профиля из-за выхода на рынки акций или продажи сильным индустриальным акционерам.

- **Карусель**. X5 Retail Group по-прежнему заинтересована в приобретении контроля над компанией. Стоимость приобретения оговорена заранее, и вероятность ее осуществления зависит скорее от способности X5 Retail Group привлечь финансирование в необходимых объемах. Мы полагаем, что сделка (если она осуществится) будет профинансирована за счет привлечения как долгового, так и акционерного капитала.

Выводы

1. **По нашему мнению, среднее кредитное качество сектора за прошедший год ухудшилось**. Небольшие розничные компании очень чувствительны к ухудшению условий рыночного и банковского финансирования.
2. По всей видимости, многие эмитенты осуществят погашение своих облигационных выпусков, заменив необеспеченный долг различными формами банковского кредитования. Это повлечет за собой **сокращение доли облигаций розничных компаний** в портфелях институциональных инвесторов.

По всей видимости, многие эмитенты осуществят погашение своих облигационных выпусков, заменив необеспеченный долг различными формами банковского кредитования

3. По нашему мнению, в 2008 г. **инвесторы повысят свои требования к кредитному качеству выпусков торговых сетей**. Новые выпуски и предложения купонов по офертам в первом полугодии наступающего года будут пользоваться спросом в ограниченном объеме. Спрос на длинные выпуски облигаций компаний розничной торговли не возобновится, и, соответственно, структура их долга останется преимущественно краткосрочной.
4. **Держателям больших блоков** облигаций небольших розничных компаний мы рекомендуем поддерживать личный контакт с менеджментом и/или владельцами.

Телекоммуникации

Телекоммуникационный сектор является, наверное, самым спокойным в кредитном плане сегментом российского рынка. Волнения инвесторов, связанные с резким увеличением долговой нагрузки **операторов фиксированной связи** три года назад, остались в прошлом – все компании значительно увеличили эффективность своих операций (начиная с очень невысокого уровня) и начали осуществлять меры по стабилизации (и даже снижению) уровня долга в абсолютном исчислении.

Волнения инвесторов, связанные с резким увеличением долговой нагрузки операторов фиксированной связи три года назад, остались в прошлом – все компании значительно увеличили эффективность своих операций

Таблица 13. Региональные операторы связи – снижение долговой нагрузки, улучшение рентабельности

млрд руб.	ЦТК		ЮТК		СЗТК	
	2006	1 пол. 2007	2006	1 пол. 2007	2006	1 пол. 2007
Продажи	29.5	16.3	18.0	9.8	20.7	12.0
EBITDA	10.7	6.0	6.2	3.8	6.6	4.6
Общий долг	22.5	20.0	20.4	20.2	9.8	10.4
EBITDA/Продажи	36%	37%	34%	39%	32%	39%
Долг/EBITDA, x	**2.1**	**1.7**	**3.3**	**2.8**	**1.5**	**1.3**

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Улучшение финансовых показателей и уменьшение долговой нагрузки привело к повышению кредитных рейтингов операторов – все они уже имеют, по крайней мере, один рейтинг уровня B+ и выпускали облигации без использования SPV, что является необходимыми и достаточными условиями для включения в ломбардный список Банка России.

Таблица 14. Кредитные рейтинги операторов фиксированной связи, декабрь 2007 г.

	Moody's			S&P			Fitch		
	Рейтинг	Прогноз	Дата последнего изменения	Рейтинг	Прогноз	Дата последнего изменения	Рейтинг	Прогноз	Дата последнего изменения
ЦТК	-	-	-	**B+**	«позитивный»	июл. 07	B	«позитивный»	авг. 07
ЮТК	**B1**	«стабильный»	апр. 07	B	«позитивный»	ноя. 07	-	-	-
СЗТК	-	-	-	**BB-**	«стабильный»	сен. 06	**BB-**	«стабильный»	окт. 07
Сибирьтелеком	-	-	-	-	-	-	**B+**	«стабильный»	апр. 05
ВолгаТелеком	-	-	-	**B+**	«стабильный»	апр. 05	-	-	-
УРСИ	-	-	-	**BB-**	«стабильный»	сен. 06	**B+**	«стабильный»	ноя. 06
Дальсвязь	-	-	-	-	-	-	**B+**	«стабильный»	окт. 07

Источники: рейтинговые агентства, оценка Ренессанс Капитала

Соответственно, ценообразование отдельных бумаг в секторе определяется сочетанием спроса и предложения – новое предложение облигаций сектора весьма ограничено, в то время как стабильный спрос наблюдается со стороны казначейств коммерческих банков и зарубежных инвесторов (по крайней мере, до начала кризиса ликвидности на международных рынках).

Основное кредитное событие, ожидаемое в среднесрочной перспективе в секторе фиксированной связи, – приватизация Связьинвеста и реструктуризация всех существующих операторов. В СМИ обсуждались несколько возможных вариантов проведения приватизации Связьинвеста (см. наш отчет *«Regional telecoms: Svyazinvest - the next big thing?»* от 23 апреля 2007 г.).

Основное кредитное событие, ожидаемое в среднесрочной перспективе в секторе фиксированной связи, – приватизация Связьинвеста и реструктуризация всех существующих операторов

Из облигаций операторов сотовой связи в обращении в настоящее время находятся всего два выпуска – СМАРТС и МегаФон. При этом МТС, ВымпелКом и АФК Система объявили о своих планах по размещению рублевых обязательств на 30 млрд. руб., 25 млрд. руб. и 8 млрд. руб. соответственно. В этой связи важными факторами формирования технического фона на российском рынке корпоративного долга станут время, характер и ценообразование новых размещений.

Недвижимость

Риски инвестирования в обязательства девелоперов по-прежнему определяются фазой цикла цен на недвижимость

В настоящее время на рынке торгуются только необеспеченные облигации девелоперов с относительно слабой структурой поручительств. Риски инвестирования в обязательства сектора по-прежнему определяются фазой цикла цен на недвижимость. В 2007 г. вновь было зафиксировано повышение цен на жилую и коммерческую недвижимость, хотя динамика была более плавной, а рост – гораздо более скромным, чем в 2006 г. В будущем году мы не видим предпосылок для снижения цен на недвижимость и, за исключением отдельных «перегретых регионов», не ожидаем существенной коррекции ни на рынке коммерческой, ни на рынке жилой недвижимости. Реальные располагаемые доходы населения продолжают расти, а это главный фактор, поддерживающий цены на недвижимость. Кроме того, подтверждается наше предположение о том, что условия ипотечного кредитования для российских клиентов из-за проблем на международных рынках ухудшатся незначительно. В секторе коммерческой недвижимости рынок постепенно приближается к насыщению, но пока еще далек от него.

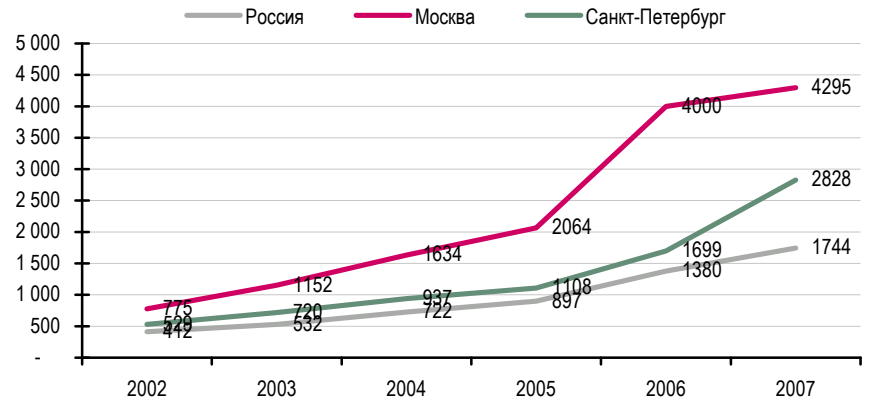
Таблица 15. Основные показатели рынка коммерческой недвижимости

	Чистая цена аренды, USD/кв. м	Изменен. за год	Свободные площади	Ставки капитализации	Изменен. за год	Чистая цена продажи, USD/кв. м	Изменен. за год
Офисы	1 008	31%	3.5%	8.50%	-100 б. п.	11 859	46%
Торговля	2 000	40%	0.2%	9.25%	-175 б. п.	21 622	67%
Склады	125	14%	2.0%	9.75%	-125 б. п.	1 282	28%

Источники: Cushman & Wakefield, DTZ, Jones Land LaSalle, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 23. Рынок жилой недвижимости: средние цены, USD/кв. м

В 2007 г. вновь было зафиксировано повышение цен на жилую и коммерческую недвижимость, хотя динамика была более плавной



Источники: Федеральная служба государственной статистики, RealPrice.ru, IRN.ru, оценка Ренессанс Капитала

На протяжении 2007 г. предложение долговых обязательств девелоперов было значительным и далеко не всегда находило соответствующий спрос. Мы связываем снижение аппетита инвесторов к кредитному риску данного сектора с кризисом на международных рынках кредитования. Он негативно влияет на российских девелоперов, которые постоянно испытывают потребность в денежных средствах из-за больших капитальных вложений и неденежного характера значительной части их собственного капитала. За последнее время подход оценщиков к определению стоимости проектов стал заметно более агрессивным; наши клиенты нередко отмечают, что ставки дисконтирования и капитализации выглядят заниженными. Это отчасти отражается в коэффициентах, по которым торгуются акции девелоперов – теперь речь идет не о премиях, а о дисконтах к чистой стоимости активов (NAV).

В 2008 г. мы по-прежнему считаем риски кассовых разрывов в денежных потоках девелоперов более серьезными, чем риски систематического сокращения рентабельности строительных проектов

В 2008 г. мы по-прежнему считаем риски кассовых разрывов в денежных потоках девелоперов более серьезными, чем риски сокращения рентабельности строительных проектов. Соответственно, мы отдаем предпочтение компаниям со сравнительно хорошими способностями генерации текущих денежных потоков (за счет продаж готовой недвижимости, аренды уже введенных в эксплуатацию площадей, реализации подрядных услуг третьим сторонам или получения предоплаты).

Наличие уже сформированного портфеля проектов со сравнительно небольшими сроками реализации и высокой степенью диверсификации – значительное кредитное преимущество. Оно отчасти сглаживает риски, связанные с продолжением периода активной экспансии девелоперов (для которой они будут продолжать привлекать заемные средства).

Наши рекомендации в этом секторе относятся только к наиболее крупным и хорошо диверсифицированным компаниям:

- ЛенСпецСМУ (-/B позитивный/-) – крупнейшая и наиболее прозрачная компания на рынке жилищного строительства Санкт-Петербурга с растущей долей выручки от подрядных работ и хорошими перспективами повышения рейтинга Standard & Poor's до уровня B+. Риски рефинансирования в 2008 г. – средние.
- ЛСР (B1/-/-) – публичная компания, отличающаяся высоким уровнем интеграции и доминирующим положение на региональном рынке строительных материалов Санкт-Петербурга. Риски рефинансирования в 2008 г. – средние.

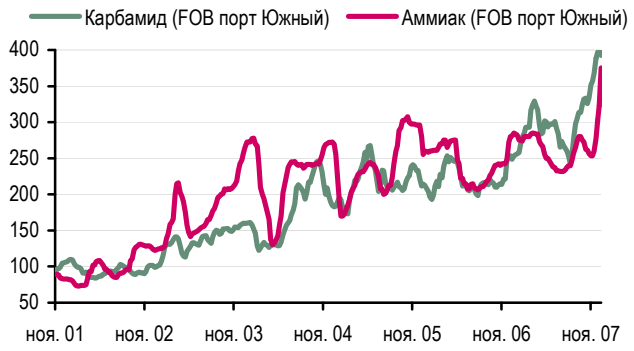
Наши рекомендации в сегменте девелоперов относятся только к наиболее крупным и хорошо диверсифицированным компаниям – ЛенСпецСМУ и ЛСР

Химическая промышленность

Из выпусков облигаций предприятий химической промышленности, мы считаем привлекательными обязательства только тех компаний, у которых хорошо диверсифицирован продуктовый ряд, или которые демонстрируют серьезные усилия по оптимизации издержек

Мировые цены на минеральные удобрения в 2007 г. поставили очередные рекорды. Мы полагаем, что ценовая ситуация останется очень благоприятной и на протяжении 2008 г. Основные факторы, обеспечивающие высокие цены на этих рынках, мы считаем долгосрочными и достаточно устойчивыми – это повышение цен на продовольственные товары, рост спроса на биотопливо, ухудшение качества посевных площадей и рост населения в развивающихся странах (все это создает необходимость поддерживать рост урожайности сельского хозяйства). Цены на азотные удобрения, по всей видимости, станут еще более высокими из-за подорожания природного газа и комплексных удобрений (что в свою очередь обусловлено ограниченными мощностями и более консолидированной структурой рынка калийных и фосфорных удобрений). Повышение внутренних цен на газ на 25% и примерно 20%-ный рост цен электроэнергии в 2008 г. негативно скажется на рентабельности российских производителей и сделает их бизнес более циклическим, но не подорвет их конкурентоспособность по сравнению с производителями из развитых стран. Тем не менее, мы считаем привлекательными долговые обязательства только тех компаний, у которых хорошо диверсифицирован продуктовый ряд, или которые демонстрируют серьезные усилия по оптимизации издержек.

Рисунок 24. Цены на азотные удобрения, USD/тонну



Источник: Bloomberg

Рисунок 25. Цены на комплексные удобрения, USD/тонну

Источник: Bloomberg

Главные факторы кредитоспособности нефтехимических компаний - динамика цен на мировых рынках, стабильность поставок сырья и диверсифицированная структура выпускаемой продукции

Главные факторы кредитоспособности нефтехимических компаний: динамика цен на мировых рынках, стабильность поставок сырья и диверсифицированная структура выпускаемой продукции. В 2006-20007 гг. цены на полиэтилен оставались на высоких уровнях из-за большой загрузки мощностей (выше 90%). Риски коррекции в первой половине 2008 г. нам представляются незначительными. Однако ближе к концу 2008 г. и в 2009 г. после ввода в эксплуатацию новых заводов в Саудовской Аравии, Катаре, Кувейте, Иране и Китае увеличение производства начнет опережать рост потребления (эквивалентный введению 5 млн тонн новых мощностей в год), и баланс спроса и предложения будет ухудшаться. В отношении полипропилена мы ожидаем более стабильной ситуации, поскольку спрос на этот полимер растет довольно быстро (около 7% в год), а новые этиленовые заводы на Ближнем Востоке в качестве сырья будут использовать этан, а не прямогонный бензин, поэтому пропилен нельзя будет получать как побочный продукт переработки. В отношении цен стирола основной риск также связан с ожидаемым расширением мощностей и медленным ростом потребления, но влияние данного фактора, скорее всего, в предстоящем году будет не очень существенным.

Рисунок 26. Цены на полиэтилен низкого давления (CFR Дальний Восток), USD/тонну

Источник: Bloomberg

Самыми низкие кредитные риски в отрасли у Сибура (Ba2/BB), эмитент контролируется Газпромом; заметных рисков рефинансирования в 2008 г. у компании нет

Среди облигаций эмитентов химической промышленности мы рекомендуем следующие:

- Самыми низкие кредитные риски в отрасли у СИБУРа (Ba2/BB). Для этого эмитента, полностью контролируемого Газпромом, угрозы поставок сырья практически не существует, а продуктовый ряд наиболее широкий. Уровень финансового рычага компании пока незначителен и допускает существенное увеличение долга, которое может произойти в 2008 г. посредством выпуска еврооблигаций. Кроме того, компания может выйти на IPO. Заметных рисков рефинансирования у СИБУРа в 2008 г. нет.
- Еврохим (Ba3/BB-) отличается хорошей диверсификацией ассортимента, включающего азотные и фосфатные удобрения, продукты оргсинтеза и железную руду. Компания располагает собственной сырьевой базой для добычи апатитового концентрата, а ее усилия по сокращению издержек отчасти компенсируют зависимость от цен на газ и электроэнергию. Риски разработки крупнейшего Гремячинского калийного месторождения преувеличены – его финансирование не окажет прямого влияния на долговую нагрузку компании. Заметных рисков рефинансирования в 2008 г. у компании нет.
- Салаватнефтеоргсинтез (САНОС) – одна из крупнейших компаний отрасли с годовой выручкой более USD3 млрд, средним уровнем финансового рычага и сильными позициями на рынках бутиловых спиртов, стирола, полистирола, этилбензола и пластификаторов. Программа капиталовложений САНОСа включает значительное увеличение мощностей по полиэтилену, однако растущие ценовые риски по этому товару отчасти компенсируются преимуществами, которые создает контроль над компанией со стороны Газпрома (54% акций в собственности Газфонда). Если три сегмента бизнеса САНОСа (нефтепереработка, нефтехимия и удобрения) будут разделены, корпоративная реорганизация даст возможность держателям облигаций компании требовать досрочного погашения.

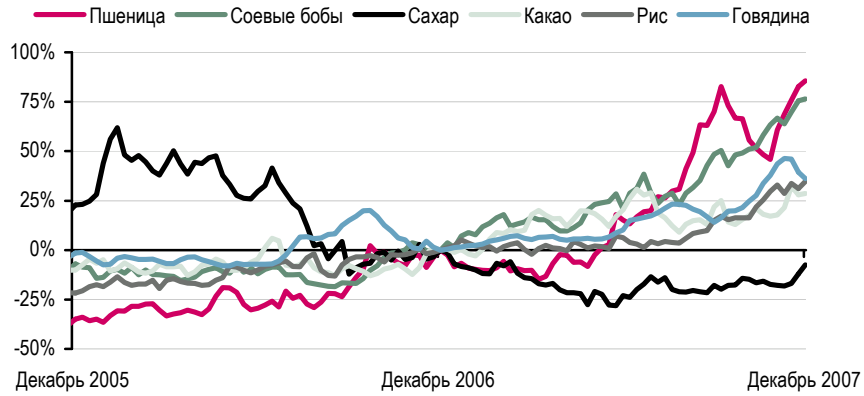
Салаватнефтеоргсинтез – одна из крупнейших компаний отрасли с годовой выручкой более USD3 млрд. и средним уровнем финансового рычага

Сельское хозяйство и пищевая промышленность

За редким исключением производственные и торговые компании агропромышленного комплекса по-прежнему отличаются низким уровнем прозрачности и сложной юридической структурой

За редким исключением производственные и торговые компании агропромышленного комплекса по-прежнему отличаются низким уровнем прозрачности и сложной юридической структурой, многие из них находятся на стадии формирования базы активов. После событий вокруг Евросервиса можно ожидать, что отношение инвесторов ко многим компаниям сектора будет более сдержанным. Следует, однако, отметить, что рост цен на многие сельскохозяйственные товары создает предпосылки для улучшения кредитного профиля сектора. В такой ситуации, на наш взгляд, стоит в первую очередь обратить внимание на долговые обязательства тех компаний, стратегия которых достаточно понятна рынку, а руководство и акционеры имеют серьезные стимулы для соблюдения сравнительно высоких стандартов корпоративного управления и финансовой дисциплины. Этот критерий, на наш взгляд, исключает большую часть непубличных компаний.

Рисунок 27. Изменение цен основных сельскохозяйственных товаров



Примечание. По всем товарам кроме говядины – первый фьючерсный контракт на Чикагской товарной бирже; по говядине – изменение индекса цен на говядину в Бразилии.

Источник: Bloomberg

- Наш фаворит в этом секторе – Группа Разгуляй. Компания должна выиграть от высоких цен на зерно и рис (причин для быстрого снижения которых мы не видим), замещения покупного сырья собственной сахарной свеклой и развития собственных брэндов в крупяном сегменте. Среди рисков инвестирования в облигации Разгуляя – сезонные факторы и волатильность цен на сельскохозяйственные товары, сезонные перепады в оборотном капитале и уровне долга, количественные или тарифные ограничения на экспорт зерновых, а также риски строительства нового экспортного глубоководного терминала. Обращающиеся на рынке долговые обязательства Разгуляя имеют довольно короткую дюрацию, поэтому инвестирование в них связано с рисками рефинансирования (типичными для всех компаний отрасли).

Наш фаворит в этом секторе – Группа Разгуляй. Компания должна выиграть от высоких цен на зерно и рис, причин для быстрого снижения которых мы не видим

- Мы также рекомендуем облигации Содружества. Мы считаем привлекательной бизнес-стратегию компании, основанную на замещении импортных кормовых добавок и соевого масла собственным производством. Кроме того, нам бы хотелось отметить позитивную историю реализации масштабных проектов (новый терминал и маслоэкстракционный завод), высокий уровень риск-менеджмента по товарным и финансовым рискам и сотрудничество с МФК. Когда цены соевого сырья высоки, увеличивается и маржа переработчика, поэтому мы ожидаем улучшение показателей рентабельности компании в первой половине 2008 г. Основные риски компании связаны сейчас не с операционной деятельностью, а с обилием проектов, которые можно дополнительно реализовать на созданной инфраструктуре, в результате чего может увеличится уровень капитальных затрат и долговая нагрузка. В 2008 г. значительных рисков рефинансирования у компании нет.

Пищевая промышленность, напротив, будет проигрывать от повышения цен на сырье. В совокупности с ростом зарплат и расходов на дистрибуцию, а также возможных действий государства по ограничению роста цен на базовые продукты питания, угроза сокращения валовой рентабельности для многих компаний сектора вполне реальна. Кроме того, для растущих компаний сохранится необходимость дальнейшего финансирования оборотного капитала для продвижения товара в розничные сети.

Пищевая промышленность, напротив, будет проигрывать от повышения цен на сырье. В совокупности с ростом зарплат и расходов на дистрибуцию, а также возможных действий государства по ограничению роста цен

Тем не менее, у лидеров рынка есть реальная возможность не только сохранить, но и улучшить показатели рентабельности. В отношении ВБД (Ba3/BB-/-) рост финансового рычага возможен в случае новых приобретений, однако компания вполне сможет профинансировать органические капитальные расходы самостоятельно. Спрэды облигаций Нутритека (-/B позитивный/-) поддерживаются на относительно высоких уровнях из-за некоторой неопределенности в отношении его операций в Азии и Китае. В настоящий момент мы считаем облигации Юнимилка сильно переоцененными. Мы рассчитываем на постепенное улучшение кредитных характеристик ВБД, однако вряд ли это произойдет в ближайшее время.

Транспорт

В секторе железнодорожного транспорта мы ожидаем увеличения предложения корпоративного долга как со стороны РЖД, так и со стороны частных компаний

- В секторе железнодорожного транспорта мы ожидаем увеличения предложения корпоративного долга как со стороны РЖД, так и со стороны частных компаний. Инвестиционная программа РЖД (A3/BBB+/BBB+) на 2008-2010 гг. в размере 1.3 трлн. руб. вдвое превышает капитальные расходы предыдущих трех лет. Ее финансирование потребует значительного увеличения долга, поскольку из состава РЖД будет выделен наиболее рентабельный перевозочный бизнес, а вопрос с компенсацией убыточных пассажирских перевозок по-прежнему не решен. Тем не менее, мы полагаем, что статус РЖД как надежного квази-суверенного заемщика не будет поставлен под сомнение, поскольку монополия останется под контролем государства, а ее долговая нагрузка по РСБУ в 2008 г. вряд ли превысит 1xEBITDA. Долг РЖД в ближайшем будущем по-прежнему будет торговаться на уровне облигаций первого эшелона, динамика которого определяется стратегическими, а не кредитными факторами.
- Облигации авиакомпаний представляют собой сегмент повышенного риска. С точки зрения инвестора, облигации авиакомпаний не обеспечены ни активами, ни денежными потоками. Несмотря на постепенное восстановление объема воздушных перевозок, рентабельность отрасли остается невысокой из-за дерегулирования внутренних маршрутов, усиливающейся конкуренции, высоких цен на керосин и дефицита эффективных провозных мощностей. Потребности в финансировании для обновления парка и оборотного капитала авиакомпаний очень значительны, и, поскольку, как правило, у них нет возможности привлекать акционерный капитал, приходится увеличивать долговую нагрузку.

Приложение. Развитие ситуации на американском рынке ипотечного кредитования

Ипотечные кредиты всегда считались самыми надежными, потому что были обеспечены в первую очередь платежеспособностью заемщика, а во вторую – залогом недвижимости, цены на которую отличаются достаточной стабильностью. При этом в США, в отличие от многих других стран, ипотечные кредиты – это кредиты с ограниченным регрессом, т. е. в случае дефолта заемщика кредитор может обратить взыскание только на заложенную недвижимость. Если вырученных средств будет недостаточно для погашения задолженности, кредитор понесет потери, тогда как во многих других странах в этой ситуации кредитор имеет право обратить взыскание и на другое имущество должника. По этой причине в США при оценке заемщика кредитная организация определяет не только платежеспособность заемщика, но и пытается оценить его желание обслуживать кредит в случае изменения ситуации.

Ипотечные кредиты всегда считались самыми надежными, потому что были обеспечены в первую очередь платежеспособностью заемщика, во вторую – залогом недвижимости

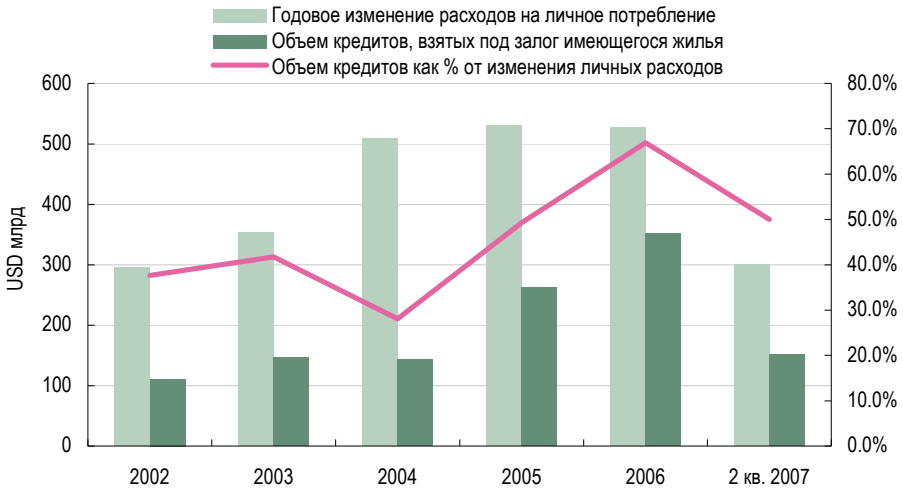
Развитие секьюритизации не только дало дополнительный и более дешевый источник финансирования для «традиционных» финансовых институтов (одним из источников фондирования которых были депозиты физических лиц и которые являлись объектом надзора и регулирования), но и позволило выйти на рынок кредитования новым организациям, которые не привлекали депозиты и финансировались почти исключительно за счет секьюритизации. Регулирование этих организаций было минимальным.

Бизнес таких организаций был рассчитан в первую очередь на те категории заемщиков, которые по тем или иным причинам не могли взять кредит в «традиционных» банках, и в подавляющем большинстве случаев это были заемщики более высокого риска. Во-первых, вполне возможно, что кредитные модели некоторых из этих организаций не были вполне адекватными, т.е. оценка степени рисковости заемщика могла быть не очень точной. Во-вторых (и это главное!) из-за механизма перераспределения рисков секьюритизация создала иллюзию уменьшения и удешевления рисков, т.е. кредитные организации значительно снизили требования к заемщикам, а при формировании кредитной ставки для конкретного заемщика не только брали в расчет снизившуюся благодаря секьюритизации стоимость финансирования, но и снижали кредитную маржу, которая должна была прибавляться к стоимости фондирования. В результате появилось много кредитов с неадекватно оцененным кредитным риском.

В целом 2000-ные годы ознаменовались снижением критериев кредитования и появлением новых ипотечных кредитных продуктов: кредиты с переменной ставкой (в отличие от других стран относительно новый продукт и для американских кредиторов, и для американских заемщиков) с двухлетним периодом льготной ставки; кредиты, позволяющие пропускать платежи (пропущенные платежи капитализировались) и т. п. При этом снижались требования, предъявляемые к заемщикам: в частности, по подтверждению доходов и платежеспособности – платежеспособность оценивалась как способность обслуживать кредит по льготной, а не по полной ставке. Еще более широкое распространение получили кредиты под залог *недвижимости, ипотечный кредит по которой уже был выплачен заемщиком*. Такие кредиты использовались не на, например, консолидацию долгов по кредитным карточкам, а на покупки, путешествия и т. п., что в значительной степени обусловило потребительский бум, наблюдавшийся в США в последние годы (*рис. 28*).

Развитие секьюритизации не только дало дополнительный и более дешевый источник финансирования для «традиционных» финансовых институтов, но и позволило выйти на рынок кредитования новым организациям, регулирование которых было минимальным; в результате появилось много кредитов с неадекватно оцененным риском

Рисунок 28. Ежегодное изменение расходов на личное потребление и объем кредитования под залог имеющегося жилья



Источники: Бюро экономического анализа, Freddie Mac

На фоне быстрорастущих цен на недвижимость риски ипотечных кредитов не казались большими, так как считалось, что в случае дефолта заемщика недвижимость будет продана, и долг будет погашен

На фоне быстрорастущих цен на недвижимость риски этих кредитов не казались большими, так как считалось, что в случае дефолта заемщика недвижимость будет продана, и долг будет погашен. Подобную практику можно было бы оправдать, если бы более рискованные кредиты выдавались с более жесткими требованиями к обеспечению, т.е. увеличение вероятности дефолта компенсировалось бы снижением ожидаемых потерь. Однако часто ситуация развивалась противоположным образом: внедрение более рискованных ипотечных продуктов и снижение требований к заемщикам происходило параллельно со снижением требований к обеспечению.

В начале-середине 1990-х гг. часто звучали комментарии о том, что с 2005 г. цены на недвижимость начнут снижаться. Объяснялось это массовым выходом на пенсию «беби-бумеров» – многочисленного поколения, рожденного после войны. Большая часть их пенсионных накоплений была вложена в те дома, в которых они вырастили свои семьи, и для высвобождения этих накоплений дома должны быть проданы в условиях, когда поколение, только выходящее на рынок жилья (молодые люди и молодые семьи, покупающие свое первое жилье) впервые в истории оказалось малочисленнее поколения уходящего.

В конце 1990-х гг. тон комментариев изменился: по мнению авторов, поколение «беби-бумеров» здоровее и активнее своих предшественников, поэтому массового выхода на пенсию не будет. Это было время «дот-ком-бума», когда потребность в трудовых ресурсах была настолько высока, что многие пенсионеры вышли подработать на неполный рабочий день/неполную неделю. Частично деньги, заработанные в данный период, были инвестированы в недвижимость и подтолкнули рост цен. После краха «дот-комов» многие инвесторы начали вкладывать в недвижимость как наиболее понятный объект инвестиций. Апогеем стала волна частных инвесторов, попытавшихся спекулировать на жилье: они брали кредиты без первоначального взноса, по которым надо было платить только проценты в расчете на продажу недвижимости через год по более высокой цене, которая позволит погасить кредит и принесет прибыль большую, чем выплаченные за год проценты. Однако в 2005 г. рынок жилья замер: сначала это выразилось в увеличении времени экспозиции объектов, а с октября 2005 г. было отмечено падение цен (*рис. 29*).

Однако в 2005 г. рынок жилья замер: сначала это выразилось в увеличении времени экспозиции объектов, а с октября 2005 г. было отмечено падение цен

Рисунок 29. Динамика индексов цен на недвижимость: OFHEO (федеральный департамент жилищного надзора США), S&P/Case-Shiller и Национальной ассоциации риэлторов

* Используются данные третьего квартала 2007 г.

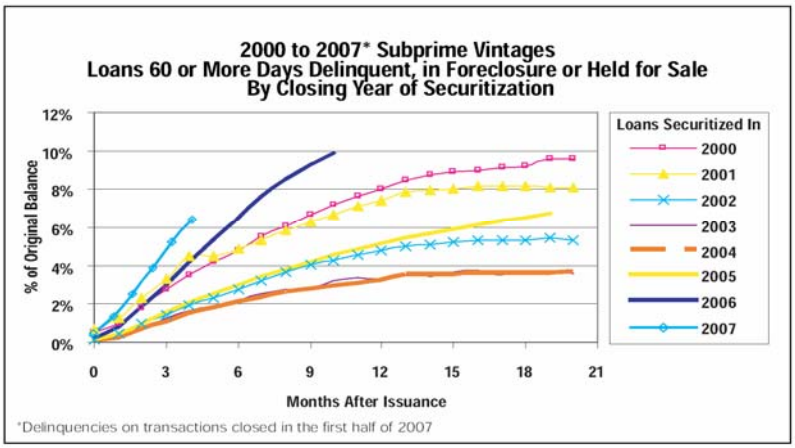
Источники: Datastream, Bloomberg, UniCredit Global Research

В то же время маховик кредитования продолжал раскручиваться. Чтобы продолжать кредитование под обесценивающуюся недвижимость, кредиторы и ипотечные брокеры оказывали давление на оценщиков: по результатам национального опроса оценщиков 2006 г. 90% сказали, что на них оказывалось давление, и многим пришлось уйти из бизнеса, чтобы не поддаваться этому давлению. Брокеры завышали оценки доходов потенциальных заемщиков, платежеспособность оценивалась для обслуживания кредита по льготной, а не полноценной ставке. В результате многие заемщики, получившие кредиты в 2006 г., не делали ни одного платежа – даже если заемщик был платежеспособен, это не имело особого смысла в условиях, когда цена недвижимости была ниже задолженности по кредиту, и вместо кредита с ограниченным регрессом он предпочитал дефолт. Из-за особенностей учета информация о проблемах с кредитами, выданными в 2006 г.[2], начала появляться только во второй половине 2006 г., но сами кредитные организации продолжали наращивать объемы кредитования, несмотря на снижение качества заемщиков. К началу 2007 г. стало ясно, что ипотечные кредиты повышенного риска, выданные в 2006 г., представляют реальную проблему, полный масштаб которой до сих пор не определен (*рис. 30*).

В то же время маховик кредитования продолжал раскручиваться. Чтобы продолжать кредитование под обесценивающуюся недвижимость, кредиторы и ипотечные брокеры оказывали давление на оценщиков

К началу 2007 г. стало ясно, что ипотечные кредиты повышенного риска, выданные в 2006 г., представляют реальную проблему, полный масштаб которой до сих пор не определен

Рисунок 30. Суммарная просрочка по винтаджам кредитов повышенного риска, выданным в период 2000-2007 гг.



Источник: Moody's Investors Service

[2] По данным агентства Moody's, уровень задолженностей по кредитам, выданным в 2004-2005 году пока ниже, чем уровень задолженностей по кредитам 2000-2001 года был на тот же «возраст» (seasoning).

Секьюритизация

Секьюритизация как эффективный способ рефинансирования кредитных портфелей и снижения стоимости фондов кредитных организаций

Секьюритизация как эффективный способ рефинансирования кредитных портфелей и снижения стоимости фондов кредитных организаций была изобретена в США в 1970-х гг. прошлого века. К середине 1990-х секьюритизация портфельных кредитов получила широкое распространение в англоязычных странах и начала утверждаться в других регионах мира.

Этот механизм позволяет привлечь более широкие слои инвесторов и снизить стоимость привлечения финансирования для бенефициаров секьюритизации. Инвесторов структурированные инструменты привлекают традиционно несколько более высокой доходностью по сравнению с корпоративными и суверенными бумагами аналогичного риска, отчасти в качестве компенсации за более низкую (по сравнению с «традиционными» инструментами) ликвидность структурированных бумаг.

Ранние секьюритизационные сделки структурировались под конкретных инвесторов, и выпускаемые бумаги были очень нестандартными. По мере знакомства рынка с этим новым механизмом и появления интереса со стороны более широкого круга инвесторов сделки и выпускаемые инструменты стандартизировались, что в свою очередь сделало их привлекательными для еще более широкого круга инвесторов и повысило ликвидность этих бумаг. Побочным эффектом данного процесса стало «привыкание» рынка к этим бумагам и появление значительного слоя инвесторов, которые имели ограниченное понимание механизмов, стоящих за этими бумагами, не обладая при этом необходимыми аналитическими ресурсами для принятия обоснованных решений. Инвестиционные решения принимались в значительной степени формально (рейтинг/ожидаемый срок погашения). Среди таких инвесторов были и хедж-фонды, покупавшие субординированные (наиболее рискованные и волатильные) транши эмиссий. Эти инвесторы не обратили внимания на ранние признаки проблем (в том числе на предупреждения рейтинговых агентств, опубликованные в начале 2007 г.), а спохватились только когда рейтинги были понижены. Следует также отметить, что решения принимались на основе моделей, применимость которых в изменившихся условиях была, по меньшей мере, ограничена. Массовый сброс бумаг, рейтинг которых был понижен, привел к дестабилизации всех секторов рынка структурированных финансов.

Перспективы рынка секьюритизации

Европейский рынок секьюритизации в последние месяцы начал подавать некоторые признаки жизни, состоялся ряд новых размещений. Спрэды снизились до уровня, когда секьюритизация выглядит экономически оправданной

Европейский рынок секьюритизации в последние месяцы начал подавать некоторые признаки жизни, состоялся ряд новых размещений. Спрэды снизились до уровня, когда секьюритизация выглядит экономически оправданной, хотя и гораздо менее эффективной, чем до кризиса. Размещение проходит в основном по закрытой подписке, младшие транши часто остаются у организатора/продавца, публично были размещены лишь несколько старших траншей с рейтингом AAA. Спрэды AAA-траншей варьируются от 10 б. п. до 100-150 б. п. к базовой ставке в зависимости, в том числе, от вида обеспечивающих активов и размера транша. Как и до кризиса, крупные транши размещаются лучше, потому что они интересны крупным инвесторам, имеющим соответствующие аналитические ресурсы и способным реально оценить предлагаемые бумаги. В *табл. 16* представлены ориентировочные спрэды недавно размещенных инструментов.

Таблица 16. Матрица спрэдов по европейским сделкам

	AAA		A		BBB	
Спрэд к LIBOR/EURIBOR	**WAL**	**1 мес.**	**WAL**	**1 мес.**	**WAL**	**1 мес.**
Британские ИЦБ*, обеспеченные стандартными кредитами	3.7	49	3.1	149	3.6	215
Британские ИЦБ, обеспеченные нестандартными кредитами	2.5	84	3.2	194	2.3	323
Голландские ИЦБ	4.3	41	4.2	114	4.1	203
Испанские ИЦБ	5.9	67	8.8	170	7.8	282
Португальские ИЦБ	4.7	46	4.7	133	3.6	243
Ирландские ИЦБ	4.1	49	3.9	136	4.1	226
Итальянские ИЦБ	5.2	46	9.8	145	10.4	250
Австрийские ИЦБ	2.2	38	н/д	н/д	н/д	н/д
Инструменты, обеспеченные автокредитами	2.7	44	4	99	н/д	н/д
Бумаги, обеспеченные лизинговыми платежами	3.3	57	6.3	164	5	273
Бумаги, обеспеченные платежами по кредитным картам	4.3	38	2.8	114	3.5	202
Бумаги, обеспеченные кредитами малому бизнесу	2.7	58	3	154	3.3	227
Бумаги, обеспеченные поступлениями от коммерческой недвижимости	5.2	71	4.9	210	4.8	282

* ИЦБ – ипотечные ценные бумаги.

Источники: Markit, HSBC ABS Trading, Bloomberg

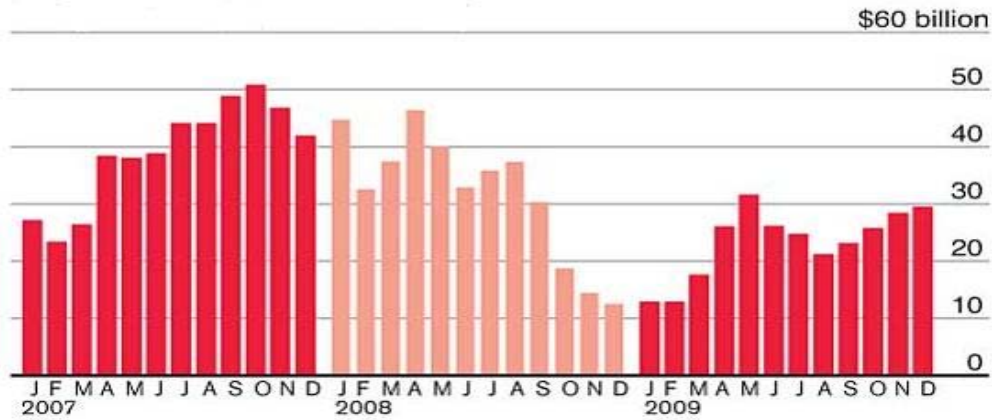
Мы ожидаем дальнейшей стабилизации европейского рынка структурированных финансов и большего количества публичных размещений. Текущие спрэды по старшим траншам выглядят широкими и обусловлены прежде всего недостатком ликвидности на рынке, а не кредитным качеством. В данный момент эти облигации одни из самых интересных на рынке по соотношению качество/доходность. Интерес инвесторов к данным инструментам вернется после новогодних праздников, и спрэды по ним сузятся. Однако, на наш взгляд, в целом стабилизация будет проходить с более высокими спрэдами, и возврата к докризисным уровням не будет.

Кредитное качество американских активов по-прежнему вызывает беспокойство. Цены на недвижимость в США продолжают снижаться. Потенциал падения оценивается в 15-20%, некоторые эксперты говорят и о 40%. Чем глубже будет падение, тем большее число заемщиков может отказаться от идеи выплачивать кредит, задолженность по которому превышает цену дома. Потери по дефолтам будет трудно оценить из-за высокой неопределенности относительно времени и цены реализации залогов.

Кредитное качество американских активов по-прежнему вызывает беспокойство. Цены на недвижимость в США продолжают снижаться. Чем глубже будет падение, тем большее число заемщиков может отказаться от идеи выплачивать кредит, задолженность по которому превышает цену дома

У кредитов, выданных в 2006 г. и в 2008 гг. закончится льготный процентный период (*рис. 31*), и заемщикам придется платить по более высокой ставке, что может запустить новую волну дефолтов. Кроме того, ухудшаются показатели других видов секьюритизированных активов – авто- и потребительских кредитов.

Рисунок 31. График окончания льготного процентного периода по кредитам повышенного риска в США



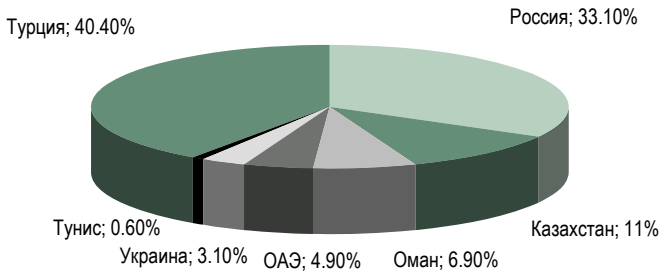
Источники: First American LoanPerfomance, Moody's Economy.com

Ситуация с американскими секьюритизированными бумагами (в первую очередь RMBS) не стабилизируется до тех пор, пока не появится определенность относительно обеспечивающих активов.

Ситуация с американскими секьюритизированными бумагами не стабилизируется до тех пор, пока не появится определенность относительно обеспечивающих активов

Российская секьюритизация показывала устойчивый рост в первом полугодии 2007 г. Общий объем секьюритизации по меркам развитых стран пока невелик, но динамично растет. По общим объемам публичных сделок среди развивающихся рынков Россия уступает только Турции (*рис. 32*).

Рисунок 32. Объем публичных эмиссий секьритизированных инструментов по странам EMEA за первую половину 2007 г.[3]



Источник: Moody's Investors Service

Особенностью российской секьюритизации по сравнению с другими развивающимися рынками является ее диверсификация: как правило, секьюритизация на новом рынке начинается с одного вида активов и только через значительное время в этот процесс вовлекаются другие виды активов, тогда как в России уже были заключены сделки почти по всем основным видам активов.

Особенностью российской секьюритизации по сравнению с другими развивающимися рынками является ее диверсификация

В 2007 г. в России были проведены две публичные сделки по секьюритизации диверсифицированных платежных прав, четыре сделки по секьюритизации ипотечных кредитов, по одной сделке секьюритизации портфелей автокредитов и платежей по кредитным картам на общую сумму более USD2 млрд. Все сделки (за исключением сделки АИЖК) были трансграничными. Несколько запланированных на второе полугодие 2007 г. публичных сделок было отложено из-за кризиса на мировых финансовых рынках.

[3] Moody's не включил в этот индекс Южную Африку и Израиль, т.к. считает их рынки структурированного финансирования достаточно развитыми.

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 (собирательно «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

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

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com
Ольга Агеева

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

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

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

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7777
Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр
Сергей Петренко

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

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

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Татьяна Санникова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Наргиз Садыхова

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль

© 2007 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