

## S&P: БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА ЕЩЕ НЕ ДОСТИГЛА РАВНОВЕСИЯ

Анастасия Михарская  
 Mikharskaya\_AV@mmbank.ru

Вчера международное рейтинговое агентство S&P провело регулярный полугодовой семинар, который на этот раз был посвящен глобальным изменениям в мировой финансовой системе и их влиянию на финансовые рынки России и других стран СНГ. Доклады представителей S&P не отличались (и не могли в корне отличаться) от регулярной риторики аналитиков агентства. Тем не менее, мы сочли материалы семинара весьма любопытными, поскольку они помогли обобщить всю информацию, полученную от рейтингового агентства в последнее время. Кроме того, часть информации была весьма актуальной и свежей.

### Суверенный рейтинг

Глобальный кризис в полной мере затронул Россию, что едва не привело к коллапсу банковской системы РФ. В то же время, несмотря на снижение прогноза по суверенным рейтингам России, кредитный профиль страны остается достаточно устойчивым благодаря крепким фундаменталиям. Судя по информации, озвученной агентством ранее, S&P старается присваивать рейтинги с расчетом на среднесрочную перспективу (3-5 лет), и уже произведенный пересмотр прогноза в какой-то мере учитывает меры, предпринятые ЦБ, в том числе распечатывание Фонда национального благосостояния.

На вопрос о том, что может заставить S&P понизить суверенные рейтинги РФ, агентство ответило довольно уклончиво – долгосрочный эффект от мер ЦБ еще только предстоит оценить, а планы поддержки рынка акций со стороны государства и вовсе вызывают серьезные опасения относительно сохранения здравого чувства меры.

S&P назвало действия ЦБ своевременными – регулятор смог повысить уровень доверия в банковской системе, и паника была подавлена. Агентство надеется, что сейчас самое тяжелое время уже позади, и видит определенные признаки нормализации ситуации. Несмотря на это, в настоящий момент не существует единой системы процентных ставок, и рынок все еще пытается достичь новой системы равновесия.

В то же время, некоторые меры со стороны госструктур вызывают у агентства вопросы – например, как будут распределены \$ 50 млрд, перечисленные крупнейшим госбанкам, и как скоро эти средства смогут получить небольшие и маленькие кредитные организации.

### Банковский сектор

Кризис в банковском секторе ускорит процесс консолидации системы. В то же время, агентство надеется, что не все сделки M&A будут осуществляться с помощью государства в ходе национализации пострадавших банков. Агентство не увидело паники среди депозитчиков, хотя ожидает, что определенный переток из частных банков в государственные определенно будет иметь место.

Действия многих акционеров частных банков также были названы беспрецедентными: если ранее поддержка банкам оказывалась в основном в виде словесных интервенций, то во время кризиса был предпринят ряд мер, направленных на поддержку банков: крупные депозиты, рост капитализации или перевод средств из побочных бизнесов. S&P очень ценит данные шаги акционеров, и именно банки с высокой поддержкой со стороны акционеров могут рассчитывать на апгрейд в первую очередь, когда ситуация стабилизируется.

Кредитного бума, имевшего место в 2006-2007 гг., уже не будет. Рост активов значительно замедлится, а снижение объема кредитования в первую очередь отрицательно скажется на качестве кредитных портфелей самих банков, порождая порочный круг. Масштаб снижения капитализации можно будет оценить также лишь по итогам года, когда будут известны объемы потерь от обесценения ценных бумаг, объемы неплатежей и стоимость полученных под них залогов.

### Recovery rate самых лучших российских заемщиков ограничено потолком в 50-70 %

В ходе семинара агентство достаточно подробно рассказало о методике присвоения рейтингов recovery rate (RR). Впервые эти рейтинги для российских эмитентов были опубликованы летом 2008 г. (см. наш ежедневный обзор за 31 июля 2008 г.).

S&P сделало акцент на слабой правовой системе РФ, которая как минимум не улучшает ситуацию в случае дефолта эмитента. Кроме того, все рейтинги RR по-прежнему ограничены страновым потолком 3-й группы – то есть 50-70 %.

Кстати, мы обратили внимание на меньший recovery rate Рольфа по сравнению с такими компаниями, как Маретекс (Comtech'11) или Нутритека. Вообще, насколько мы поняли, у S&P крайне негативный взгляд на российских автодистрибьютеров.

Агентство в очередной раз просит инвесторов обращать большее внимание на приоритетность долга, значение которого не стоит недооценивать. S&P также ожидает, что разрыв между рейтингами компании и ее необеспеченными долговыми инструментами будет расти.

### Субфедеральные и муниципальные рейтинги

С момента обострения кризиса в сентябре S&P снизило прогнозы по рейтингам только 7 заемщикам: прогнозы по рейтингам Москвы и Балашихи были пересмотрены с «позитивного» на «стабильный», а прогнозы по рейтингам Московской области, МОИТК, ИКМО, Мострансавто, Клинского района были снижены со «стабильного» до «негативного».

Все вышеназванные заемщики до конца текущего года должны рефинансировать большой объем долга, погашение и обслуживание которого составляет 20-40 % от доходов эмитентов. Что более важно, у данных эмитентов нет ясной стратегии погашения долга без рефинансирования. S&P также заявило, что пока не видит оснований для снижения даунгрейдов по прогнозам или рейтингам других эмитентов сегмента.

Снижение прогноза по рейтингам самой МО обусловлено ожидаемым ухудшением финансовых показателей, после того как регион будет вынужден оказать финансовую поддержку своим дочерним компаниям, которые, вероятно, не смогут рефинансироваться самостоятельно. Что касается вопроса погашения негарантированного долга «дочек» МО, то здесь также нет ясности – пока S&P не получило никакой информации относительно планов рефинансирования этих эмитентов. Тем не менее, агентство ожидает, что необходимая поддержка компаниям будет оказана.

В общем и целом агентство ожидает снижения доходов субфедеральных и муниципальных образований, в том числе за счет снижения суммы полученного налога на прибыль, что в среднем дает 30 % их собственных доходов. В данной связи в следующем году субфедеральные и муниципальные заемщики будут более активны на долговом рынке, поскольку необходимо будет финансировать бюджетный дефицит, ведь капитальные расходы будут оставаться значительными.

В качестве явных недостатков кредитного профиля российских субфедеральных и муниципальных эмитентов агентство отметило низкое качество финансового планирования, слабое управление долгом и ограниченную финансовую гибкость.

### Сектор инфраструктуры

Благодаря поддержке государства и госкомпаний сегмент остается одним из наиболее устойчивых, несмотря на огромную инвестпрограмму. Спектр рейтингуемых эмитентов в данном сегменте насчитывает всего 8 имен и, например, не включает ТГК/ОГК или сетевые компании помимо ФСК, где объем долга растет довольно стремительно, а способность акционеров предоставить в полной мере необходимую поддержку не во всех случаях очевидна. Большая часть эмитентов S&P имеет стабильные рейтинги, негативный рейтинг только у Иркутскэнерго, которому предстоит рефинансировать большой объем обязательств до конца текущего года. Всего, по оценке агентства, инвестпрограмма покрываемых эмитентов составит 700-750 млрд руб. в 2008-2009 гг. Впрочем (в случае, например, РЖД), часть инвестиций может быть растянуто во времени.

В целом S&P позитивно смотрит на сектор и отмечает довольно оперативно растущие тарифы на услуги инфраструктурных компаний. В частности, рост тарифов для РЖД и Мосэнерго в 2008 г. составил 21 %. В то же время, по нашей информации, рост тарифов далеко не всегда успевают компенсировать рост расходов, что часто приводит к ухудшению финансовых показателей эмитентов.

### Резюме

В целом у нас не сложилось впечатлений, что рейтинговое агентство очень серьезно обеспокоено состоянием отрейтингованных российских корпоративных заемщиков, большая часть рейтинговых действий на этот год уже предпринята, для дальнейших пересмотров агентство будет дожидаться годовой отчетности эмитентов.

Действительно серьезную обеспокоенность вызывает у S&P банковский сектор, что справедливо, учитывая, что его продолжает лихорадить, и сейчас говорить о какой-то стабильности еще слишком рано.

Вообще агентство с очень большой осторожностью рассказывало о существующих проблемах банковской системы, ни разу не обозначив ни единого проблемного банка, да и вообще и тщательно избегая каких-либо имен. Мы обратили внимание, что даже представленные на слайдах графики с доходностью двух банковских евробондов не были подписаны, дабы не спровоцировать появление нездорового ажиотажа.

В отличие от агентства Fitch, без обиняков заявившего об имеющихся у нескольких банков проблемах (разумеется, Fitch не стало называть эти банки), S&P лишь вскользь отметило возможность появления серьезных проблем только у совсем небольших кредитных организаций.

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank\_of\_Moscow\_Research @mmbank.ru

**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV @mmbank.ru

**Зам. директора департамента**

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY @mmbank.ru

**Управление рынка акций****Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY @mmbank.ru

**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV @mmbank.ru

**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev\_SS @mmbank.ru

**Металлургия**

Волов Юрий

Volov\_YM @mmbank.ru

**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova\_SR @mmbank.ru

**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY @mmbank.ru

**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov\_DE @mmbank.ru

**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY @mmbank.ru

**Телекоммуникации и ИТ**

Мусяенко Ростислав

Musienko\_RI @mmbank.ru

**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov\_YM @mmbank.ru

**Управление долговых рынков****Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov\_EY @mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva\_NY @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov\_YA @mmbank.ru

**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya\_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev\_LA @mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.