

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

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

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

Антон Никитин
+7 (495) 258 7770 x7560
ANikitin2@rencap.com

Рынок облигаций Жизнь после ралли

- **Ралли произошло.** Почти три месяца назад нам удалось верно спрогнозировать ралли на рынке российских еврооблигаций (см. отчет «Корпоративные еврооблигации: на горизонте ралли» от 18 марта 2009 г.). С того времени сегмент российских корпоративных еврооблигаций был одним из лидеров по динамике среди развивающихся рынков. Даже консервативная инвестиционная стратегия, предусматривающая покупку квазисуверенных инструментов, могла обеспечить инвесторам доход на уровне 50-100% годовых.
- **Пора фиксировать прибыль.** Фундаментально российский рынок еврооблигаций сохраняет свою привлекательность относительно других развивающихся рынков. В то же время, вряд ли можно ожидать широкомасштабного ралли в данном сегменте в ближайшие месяцы. Мы рекомендуем инвесторам, открывшим длинные позиции в российских еврооблигациях в последние несколько месяцев, зафиксировать прибыль.
- **Риск роста процентных ставок не так уж велик.** Вполне вероятно, что до конца 2009 г. ФРС США не придется дополнительно увеличивать программу количественного смягчения, а, следовательно, осуществлять монетизацию долга. Таким образом, риск резкого роста доходностей КО США хотя и существует, но вполне может оказаться несколько преувеличенным.
- **Стратегия «Еврооблигации + NDF».** Из всего спектра существующих инвестиционных возможностей мы рекомендуем покупку высококачественных российских корпоративных облигаций с одновременной продажей долларов на рынке NDF. Если в рамках такой стратегии использовать еврооблигации Газпрома, можно получить рублевую доходность на уровне 20.0%. В рамках данной стратегии инвестор может выиграть как от дальнейшего сужения кредитных спредов, так и от снижения процентных ставок в России.
- **Стратегия *carry trade* на рынке рублевых облигаций.** Мы считаем целесообразным использовать *carry trade* в качестве основной инвестиционной стратегии на рынке рублевых долговых обязательств до конца года. Мы не рекомендуем участникам рынка брать на себя значительные кредитные риски, поэтому для эффективной реализации этой стратегии лучше всего использовать высококачественные облигации.
- **Наши рекомендации.** В число наших фаворитов входят долговые инструменты крупнейших российских частных банков (Альфа-Банк, МДМ-Банк и Промсвязьбанк), металлургических и горнодобывающих компаний (Северсталь и Evraz Group), а также казахстанского Банка «Халык».

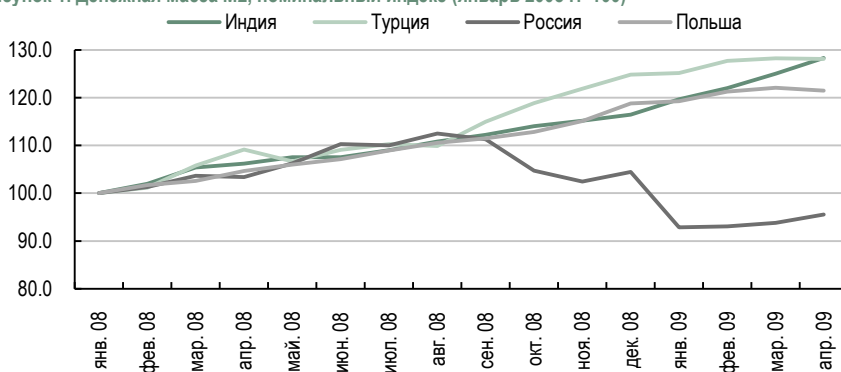
Содержание

| | |
|---|----|
| Ликвидность и валюта: ожидается дальнейший рост стоимости активов | 3 |
| Внешний долг – не проблема | 5 |
| Еврооблигации: пора фиксировать прибыль | 8 |
| Насколько велик риск роста процентных ставок? | 10 |
| Альтернативные инвестиционные стратегии | 13 |
| Стратегия 1. Еврооблигации + NDF | 13 |
| Стратегия 2. <i>Carry trade</i> на рынке рублевых облигаций | 14 |
| Наши рекомендации | 17 |
| Раскрытие информации | 18 |

Ликвидность и валюта: ожидается дальнейший рост стоимости активов

В нашем отчете *«Банки и деньги: неважно, кто виноват, главное – что делать?»*, опубликованном седьмого мая, мы писали, что денежно-кредитная политика в России была слишком жесткой и что темпы инфляции в ближайшее время должны снизиться. Именно это сейчас и происходит, и объем денежной массы M2 лишь недавно начал постепенно восстанавливаться (рис. 1).

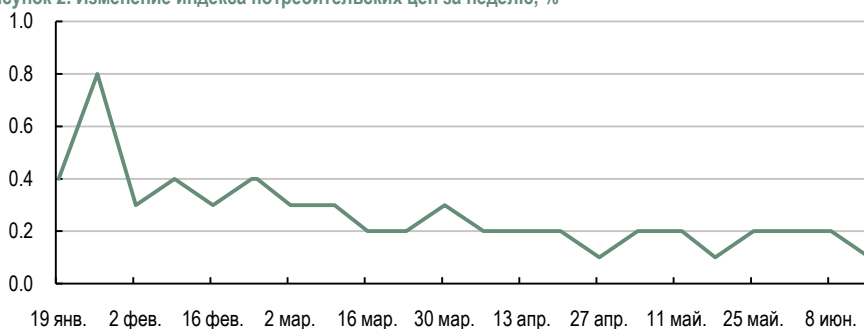
Рисунок 1. Денежная масса M2, номинальный индекс (январь 2008 г.=100)



Источники: Bloomberg, Банк России

Похожие события происходят с инфляцией. Власти довольно медленно осуществляли запланированные расходы, и выполнение антикризисных бюджетных программ фактически еще не началось – по итогам первых пяти месяцев года дефицит бюджета несколько превысил 500 млрд руб., что составляет лишь 1% ВВП и не более одной пятой прогнозного объема на 2009 г. С прочими источниками конечного спроса также наблюдаются сложности: банки активно сокращают портфели потребительского кредитования и активно конкурируют в привлечении розничных вкладов. Неудивительно, что председатель Банка России С.Игнатьев заявил о возможности дефляции в России в ближайшие месяцы. В пользу этого мнения, которое мы разделяем, говорят еженедельные показатели инфляции, особенно учитывая, что в мае и июне обычно наблюдается ее сезонное ускорение (рис. 2).

Рисунок 2. Изменение индекса потребительских цен за неделю, %

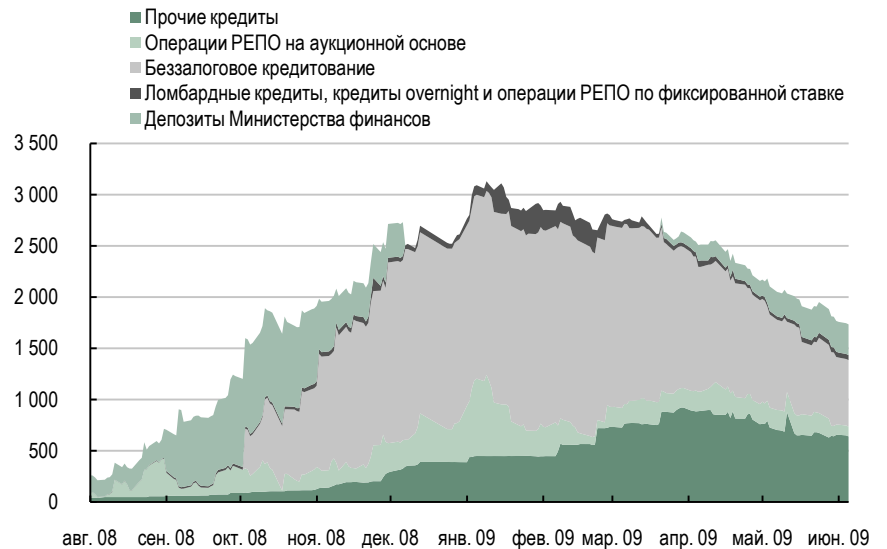


Источник: Федеральная служба государственной статистики

Таким образом, мы вполне доверяем заявлениям Банка России о том, что он продолжит снижать процентные ставки, приводя их в соответствие политике других стран. По нашим прогнозам, в ближайшие четыре-пять месяцев ставка РЕПО опустится до 7%.

Другой важный фактор, позволяющий надеяться на дальнейшее улучшение ситуации с ликвидностью, состоит в том, что банки быстро возвращают средства Банку России. Это обстоятельство имеет большое значение: очень многие опасались, что как только Банк России начнет смягчать монетарную политику, банки вновь будут в массовом порядке привлекать у него заемные средства для валютных спекуляций против рубля. Ситуация, однако, развивается с точностью до наоборот – ставки снизились, а спрос на финансирование Банка России сократился более чем на 50% по сравнению с максимальным уровнем (рис. 3).

Рисунок 3. Структура кредитов Банка России коммерческим банкам, млрд руб.



Источник: Банк России

Таким образом, можно заключить, что определенная макроэкономическая стабильность уже достигнута. При этом Россия приближается к остальным странам мира по таким аспектам как слабый спрос, низкая инфляция, стремление субъектов экономики создавать избыточный запас ликвидности и, как следствие, очень низкие процентные ставки.

В связи с этим мы ожидаем, что сальдо счета текущих операций по-прежнему будет положительным, поскольку экспорт остается стабильным, а импорт испытывает серьезное давление из-за падения инвестиций и потребительского спроса. По предварительным данным, в мае профицит внешнеторгового баланса достиг USD9.8 млрд – весьма неплохой показатель. Мы также вполне оптимистично оцениваем перспективы счета движения капитала и полагаем, что мрачные прогнозы по поводу предстоящего погашения внешнего долга неверны (подробнее об этом в следующем разделе). Таким образом, по нашим оценкам, платежный баланс останется положительным при текущем уровне обменного курса, однако по очевидным социально-политическим причинам Банк России вряд ли допустит дальнейшее укрепление рубля, что означало бы покупку валюты без стерилизации рублевой денежной массы и еще более значительное снижение ставок. Мы подтверждаем наш декабрьский прогноз валютного курса на конец 2009 г. на уровне 28.80 руб. за доллар США.

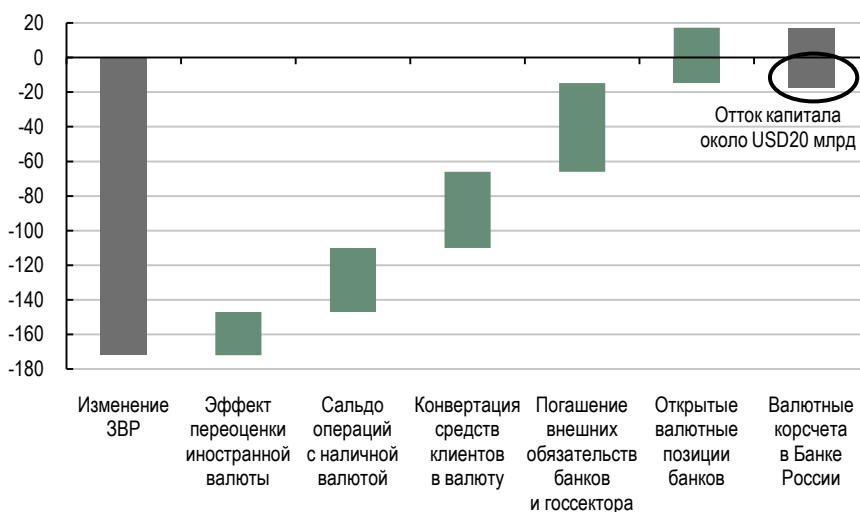
Внешний долг – не проблема

Тактика проведения девальвации оказалась весьма продуктивной с точки зрения оптимизации валютной позиции. До этого валютные активы государства существенно превышали соответствующие обязательства, корпоративный сектор имел короткую позицию по долларам, а банковская система характеризовалась нейтральной валютной структурой баланса. Власти однозначно выразили свое намерение провести девальвацию и осуществили ее постепенно (Банк России в любой момент был готов продать требуемое количество иностранной валюты), и в результате резервы были вполне соразмерно перераспределены по отраслям экономики.

Хотя Банк России потратил почти треть валютных резервов (USD170 млрд), основная часть этих средств не перешла в собственность к иностранным игрокам и не покинула страну в рамках оттока капитала. В основном валюту скупали не иностранцы, а российские банки, компании и население, которые стремились избавиться от рублей. На *рис. 4* представлена структура сокращения государственных валютных резервов. Оставшаяся часть снижения была обусловлена покупкой наличной валюты населением, конвертацией средств клиентов (депозиты в отечественных банках, переведенные из рублей в иностранную валюту), а также формированием спекулятивных позиций банками. Кроме того, проводилось плановое погашение задолженности банковской системы и государственного долга. По нашим оценкам, отток капитала из страны составил лишь USD20 млрд.

В результате столь резкого перехода от рубля к иностранной валюте российские банки в настоящее время не испытывают недостатка в валютной ликвидности. Большая ее часть находится на корреспондентских счетах за рубежом. По нашим оценкам, по состоянию на первое мая совокупный баланс этих счетов составил порядка USD82 млрд; еще USD26 млрд находятся на валютных корреспондентских счетах банков в Банке России. Немаловажно, что хотя эти средства уже не учитываются в составе резервов Банка России, они остаются в российской экономике (в частности, в банковской системе). Кроме того, на сегодняшний день банки сосредоточили у себя еврооблигации различных российских эмитентов на общую сумму USD24 млрд, причем данный показатель приводится без учета еврооблигаций, принадлежащих банкам через различные специализированные структуры (SPV), которые почти всегда задействуются в случае выкупа банками собственных долговых обязательств.

Рисунок 4. Факторы изменения золотовалютных резервов в четвертом квартале 2008 г. – первом квартале 2009 г., USD млрд



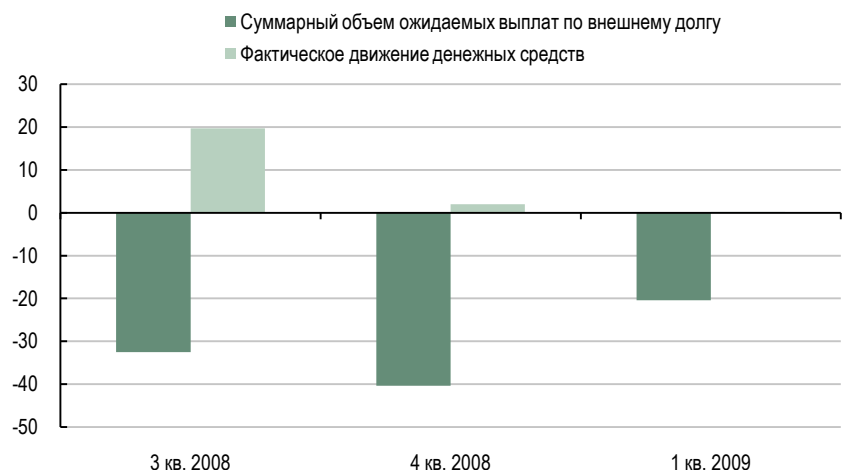
Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Для правильной оценки объема ликвидности, принимая во внимание выплату внешнего долга, необходимо учитывать, что соответствующие данные о внешнем долге, публикуемые Банком России, существенно завышены по следующим причинам.

- Банковские долговые обязательства включают в себя: а) обязательства российских дочерних структур перед иностранными материнскими банками (около USD40 млрд, что составляет треть совокупного внешнего долга банковской системы), которые вряд ли будут погашены; б) валютные и процентные свопы (без учета активов – только обязательства).
- Корпоративные долговые обязательства включают в себя: а) внутригрупповые обязательства, в рамках которых происходит вливание заемных средств в капитал российских дочерних структур; б) множество дебиторских и кредиторских счетов, связанных со сделками на финансовом рынке, предусматривающими расчеты через Кипр; в) значительные объемы средств, связанных с торговым финансированием, которые почти автоматически пролонгируются; при этом расчеты по обязательствам в основном производятся не денежными средствами, а путем поставок товаров.

Тот факт, что заявляемые объемы долговых обязательств постоянно завышаются, наглядно иллюстрирует пример трех последних кварталов. Данные Банка России свидетельствуют, что как минимум среди обязательств с минимальными сроками значительная часть переходит из одного квартала в другой фактически без погашения. Анализ данных в разрезе компаний показывает, что это лишь в незначительной степени обусловлено дефолтами и реструктуризацией долга. Таким образом, дело не в том, что долги не выплачиваются, а в том, что сумма задолженности к погашению является завышенной. Мы не утверждаем, что погашения долгов вообще не происходит, однако действительные масштабы этого процесса нам кажутся существенно меньшими. Кроме того, отток средств в рамках выплат по долговым обязательствам во многом компенсируется новыми вливаниями – в форме помощи со стороны иностранных акционеров (холдинговых компаний) либо в форме постоянного реинвестирования средств в связи с торговым финансированием.

Рисунок 5. Объем предстоящих выплат по внешнему долгу корпоративного сектора и фактическое движение денежных средств, USD млрд



Примечание. Ожидаемый объем выплат приводится по данным Банка России, публикуемым перед соответствующим кварталом. Фактическое движение денежных средств приводится по данным о динамике платежного баланса по итогам квартала.

Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Мы ожидаем, что в банковском секторе во второй половине 2009 г. фактический объем обязательств к погашению не превысит USD25 млрд. В корпоративном секторе, учитывая существующую систему отчетности и раскрытия информации, невозможно установить реальные масштабы проблем. Но даже если взять за основу данные Банка России (которые заведомо завышены), во втором полугодии компаниям предстоит погасить максимум USD35 млрд. Таким образом, в совокупности по банковскому и корпоративному секторам сумма долга к погашению не превысит USD60 млрд. Следовательно, имея резерв ликвидности в объеме более USD100 млрд, российская экономика способна платить по счетам даже без помощи Банка России по крайней мере до конца текущего года. Дальнейшее развитие событий будет зависеть от многих других факторов, но в любом случае непосредственная угроза отсутствует.

Другими словами, наличие иностранной валюты для обслуживания внешнего долга не является для России острой проблемой, в отличие от Украины и в меньшей степени Казахстана. Крупные платежеспособные компании смогут рефинансировать все свои внешние обязательства на внутреннем рынке, даже если международные рынки будут оставаться недоступными. Именно это и происходит сейчас: такие гиганты как Газпром и РЖД все чаще привлекают внутренние займы. Раньше ситуация была иной, но сегодня Сбербанк и ВТБ уже вполне готовы предоставлять кредиты, поскольку уровень риска вполне приемлем, лимиты далеко не исчерпаны, а Банк России при необходимости может рефинансировать валютные заимствования крупных компаний.

Еврооблигации: пора фиксировать прибыль

Почти три месяца назад нам удалось верно спрогнозировать ралли на рынке российских еврооблигаций (см. отчет *«Корпоративные еврооблигации: на горизонте ралли»* от 18 марта). За это время сегмент российских корпоративных еврооблигаций был одним из лидеров по динамике среди развивающихся рынков. Даже консервативная инвестиционная стратегия с покупкой квазисуверенных инструментов могла обеспечить инвесторам доход на уровне 50-100% годовых. Более рискованные, но тоже весьма надежные вложения (например, в еврооблигации Распадская 12 или ВымпелКом 18) могли обеспечить годовой доход до 200%, что превышает даже рост индекса РТС (175% в период с 16 марта по 25 июня). Подробные характеристики рекомендованных нами долговых обязательств представлены в табл. 1.

Таблица 1. Динамика рекомендованных нами выпусков еврооблигаций

| Долговой инструмент | Цена на 16.03.2009, % от номинала | Цена покупки на 25.06.2009 | Изменение, п. п. | Совокупный доход, % | Доходность к оферте (погашению) на 16.03.2009, % | Доходность к оферте (погашению) на 25.06.2009, % | Изменение, п. п. | Ставка купона, % |
|--|-----------------------------------|----------------------------|------------------|---------------------|--|--|------------------|------------------|
| | (1) | (2) | (3)=(2)-(1) | (4) | (5) | (6) | (7)=(5)-(6) | (8) |
| Квазисуверенные эмитенты | | | | | | | | |
| Газпром 13 (9.625%) | 90.82 | 101.25 | 10.43 | 52.10 | 12.64 | 9.21 | 343 | 9.625 |
| Газпром 14 (5.03%) | 70.07 | 85.00 | 14.93 | 84.18 | 13.78 | 9.10 | 468 | 5.03 |
| Газпром 14 (5.364%) | 67.6 | 83.50 | 15.90 | 92.94 | 14.06 | 9.43 | 463 | 5.364 |
| Газпром 15 | 67.15 | 83.50 | 16.35 | 96.74 | 14.16 | 9.65 | 451 | 5.875 |
| Газпром 16 | 67.88 | 83.00 | 15.12 | 89.65 | 12.93 | 9.45 | 348 | 6.212 |
| Газпром 17 (5.44%) | 56.59 | 74.40 | 17.81 | 123.35 | 14.58 | 10.11 | 447 | 5.44 |
| Газпром 18 | 60.69 | 79.25 | 18.56 | 121.40 | 14.83 | 10.34 | 449 | 6.605 |
| Газпром 18 (8.146%) | 74.31 | 89.00 | 14.69 | 82.40 | 13.06 | 10.06 | 300 | 8.146 |
| Газпром 20 | 82.01 | 93.25 | 11.24 | 58.31 | 13.81 | 9.57 | 424 | 7.201 |
| Газпром 34 (оферта 28 апр. 2014) | 81.53 | 94.50 | 12.97 | 68.07 | 13.77 | 10.08 | 369 | 8.625 |
| ВТБ 11 | 91 | 99.50 | 8.50 | 42.00 | 11.65 | 7.73 | 392 | 7.5 |
| ВТБ 11 (8.25%) | 89.06 | 99.63 | 10.57 | 52.13 | 14.11 | 8.46 | 565 | 8.25 |
| ВТБ 12 | 78.52 | 92.75 | 14.23 | 73.91 | 14.43 | 9.17 | 526 | 6.609 |
| ВТБ 18 (оферта 28 мая 2013) | 72.46 | 89.00 | 16.54 | 91.98 | 16.15 | 10.35 | 580 | 6.875 |
| ВТБ 35 (оферта 30 июн. 2015) | 60.31 | 81.69 | 21.38 | 138.46 | 16.67 | 10.42 | 625 | 6.25 |
| Нефть и газ | | | | | | | | |
| ТНК-ВР 12 | 79.63 | 92.00 | 12.37 | 63.83 | 14.75 | 9.51 | 524 | 6.125 |
| ТНК-ВР 13 | 78.88 | 92.25 | 13.37 | 70.76 | 14.68 | 10.04 | 464 | 7.5 |
| ТНК-ВР 16 | 63.67 | 85.31 | 21.64 | 134.62 | 16.11 | 10.49 | 562 | 7.5 |
| ТНК-ВР 17 | 57.97 | 78.75 | 20.78 | 140.97 | 16.17 | 10.73 | 544 | 6.625 |
| ТНК-ВР 18 | 61.01 | 81.63 | 20.62 | 135.02 | 16.28 | 11.23 | 505 | 7.875 |
| Добывающая промышленность и металлургия | | | | | | | | |
| Распадская 12 | 58.13 | 87.88 | 29.75 | 197.82 | 28.29 | 12.02 | 1627 | 7.5 |
| Северсталь 13 | 57.5 | 82.00 | 24.50 | 170.94 | 26.82 | 15.89 | 1093 | 9.75 |
| ТМК 11 | 63.1 | 82.75 | 19.65 | 128.39 | 33.83 | 20.52 | 1331 | 10 |
| Банковский сектор | | | | | | | | |
| Альфа-Банк 13 (оферта 24 июн. 2011) | 74.51 | 89.00 | 14.49 | 82.69 | 24.43 | 15.93 | 850 | 9.25 |
| МДМ-Банк 11 | 70.2 | 91.50 | 21.30 | 123.54 | 27.86 | 14.67 | 1319 | 9.75 |
| Русский Стандарт 09 | 82.65 | 97.50 | 14.85 | 73.19 | 54.23 | 18.00 | 3623 | 6.825 |
| Русский Стандарт 10 (8.485%) | 51.44 | 90.00 | 38.56 | 287.39 | 72.55 | 19.88 | 5267 | 8.485 |
| Русский Стандарт 11 | 39.82 | 85.00 | 45.18 | 431.69 | 64.01 | 18.55 | 4546 | 8.625 |
| Телекоммуникации | | | | | | | | |
| ВымпелКом 11 | 84.19 | 97.38 | 13.19 | 66.54 | 16.05 | 9.65 | 640 | 8.375 |
| ВымпелКом 13 | 68.15 | 90.00 | 21.85 | 128.16 | 20.09 | 11.67 | 842 | 8.375 |
| ВымпелКом 16 | 58.07 | 83.88 | 25.81 | 174.80 | 19.25 | 11.71 | 754 | 8.25 |
| ВымпелКом 18 | 55.98 | 83.88 | 27.90 | 196.38 | 19.69 | 12.14 | 755 | 9.125 |
| Химическая промышленность | | | | | | | | |
| ЕвроХим 12 | 64.72 | 87.00 | 22.28 | 136.58 | 25.31 | 12.9 | 1241 | 7.875 |

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Для российского рынка еврооблигаций в последнее время была характерна высокая волатильность, а котировки большинства долговых инструментов оставались на уровнях, достигнутых в начале июня. В данном отчете нам представляется интересным обсудить дальнейшие перспективы этого сегмента рынка, определить основные риски, а также предложить российским и иностранным инвесторам ряд альтернативных стратегий, наиболее приемлемых в текущей ситуации.

На наш взгляд, фундаментально российский рынок еврооблигаций сохраняет свою привлекательность. Несмотря на то, что российские суверенные спрэды существенно сократились за последние три месяца, они остаются расширенными. Стоимость пятилетней страховки от российского риска дороже аналогичных показателей для Мексики, Бразилии, ЮАР и Турции на 100-180 б. п., хотя по кредитным характеристикам Россия не уступает этим странам.

Таблица 2. Пятилетние CDS на суверенный риск развивающихся стран, б. п.

| | 1 янв. 2008 | 15 июл. 2008 | 27 окт. 2008 | 15 янв. 2009 | 16 мар. 2009 | 25 июн. 2009 | Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch) |
|----------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------------------|
| Россия | 89 | 111 | 1110 | 755 | 650 | 370 | BBB/Baa1/BBB |
| Мексика | 70 | 118 | 515 | 337 | 407 | 228 | BBB+/Baa1/BBB+ |
| Бразилия | 103 | 129 | 537 | 299 | 367 | 192 | BBB-/Ba1/BBB- |
| ЮАР | 78 | 194 | 588 | 398 | 436 | 233 | BBB+/Baa1/BBB+ |
| Турция | 172 | 320 | 800 | 435 | 426 | 280 | BB-/Ba3/BB- |
| Венгрия | 55 | 122 | 535 | 380 | 537 | 390 | BBB/A3/BBB |
| Польша | 26 | 51 | 281 | 249 | 320 | 193 | A-/A2/A- |
| Румыния | 87 | 195 | 615 | 620 | 755 | 418 | BB+/Baa3/BB+ |
| Хорватия | 69 | 87 | 440 | 410 | 510 | 320 | BBB/Baa3/BBB- |
| Болгария | 75 | 160 | 565 | 460 | 618 | 425 | BBB/Baa3/BBB- |

Источник: Bloomberg

Усилия денежно-кредитных властей всего мира по обеспечению финансовой системы ликвидностью в течение последних месяцев помогли разморозить денежные рынки. Ставки LIBOR снизились до минимальных исторических значений, а так называемый TED-спрэд (разница между трехмесячной ставкой LIBOR и доходностью сопоставимых казначейских векселей США) сократился до 40 б. п. против 450 б. п. в октябре 2008 г. Наверное, пройдет еще некоторое время, прежде чем средства центральных банков будут направлены на кредитование реального сектора экономики. Вместе с тем, возобновление регулярного функционирования денежных рынков (а полномасштабный кризис разразился именно после остановки межбанковского кредитования) – явление отрадное, и его можно считать полноценным признаком восстановления экономики. Пока же банки используют имеющуюся ликвидность для покупки подешевевших акций и облигаций, придавая дополнительный импульс ценовому ралли на глобальных рынках.

Рисунок 6. TED-спрэд



Источник: Bloomberg

На наш взгляд, общее улучшение ситуации с ликвидностью продолжит оказывать поддержку финансовым рынкам до конца года. В связи с этим вполне можно рассчитывать на дальнейшее сокращение кредитных спрэдов и в российском сегменте рынка. Доходности ряда облигаций банков и металлургических компаний по-прежнему выглядят привлекательно (наши рекомендации представлены на *стр. 17*). Вместе с тем, дальнейшую динамику котировок уже вряд ли можно будет назвать ралли. Периоды роста на рынках будут сменяться стагнацией или коррекцией. Мы рекомендуем инвесторам, открывшим длинные позиции в российских еврооблигациях в марте-апреле 2009 г., зафиксировать прибыль.

Насколько велик риск роста процентных ставок?

Одним из серьезных рисков, способных оказать заметное влияние на конъюнктуру рынка валютных облигаций, в последнее время стал риск роста процентных ставок. Конечно, в нынешних условиях широких кредитных спрэдов некоторый рост доходностей КО США вряд ли окажет большое воздействие на ценообразование в российском сегменте рынка, но по мере сужения спрэдов чувствительность еврооблигаций к динамике базовых активов будет возрастать.

В последние несколько месяцев угол наклона кривой доходности КО США увеличивался в связи с ростом доходностей долгосрочных инструментов из-за усиления инфляционных ожиданий. В настоящее время спрэд между десяти- и двухлетними КО США составляет около 250 б. п. и близок к максимальным значениям за последние 25 лет. Означает ли это, что в ближайшие месяцы ФРС может повысить ключевые процентные ставки? На наш взгляд, до конца года этого риска можно не опасаться. Вместе с тем, скачок доходностей КО США все же может произойти, что связано главным образом с намерением Министерства финансов продолжить финансирование огромного дефицита бюджета США с помощью эмиссии казначейских обязательств. Очевидно, что резкий рост доходностей базовых активов сейчас очень нежелателен – это может привести к существенному ухудшению условий кредитования и стать катализатором второй волны кризиса.

Рисунок 7. Спрэд между десяти- и двухлетними КО США и ключевая ставка ФРС США



Источник: Bloomberg

Необходимость финансирования бюджетного дефицита США потребовала принятия обширной программы государственных заимствований, которая, по имеющимся оценкам, предполагает эмиссию КО США в объеме USD3.25 трлн. в 2009 г. Треть этой программы к настоящему времени уже исполнена. В последнее время у участников рынка возникли сомнения в способности ФРС и в дальнейшем с успехом занимать на рынке капитала, что вызвало рост доходностей базовых активов. Крупнейшие иностранные держатели КО США все чаще заявляют о необходимости диверсификации своих резервов и сокращения в портфелях доли американских ценных бумаг. Тем не менее, несмотря на рекордные объемы заимствований, спрос на аукционах казначейских обязательств высок как никогда.

Анализ результатов последних аукционов КО США (табл. 3) показывает, что спрос на эти инструменты неуклонно растет и по некоторым из них зачастую достигает рекордных уровней. Одновременно увеличивается и доля участия иностранных центральных банков. На наш взгляд, высокому спросу на КО США способствует проводимая ФРС политика количественного смягчения.

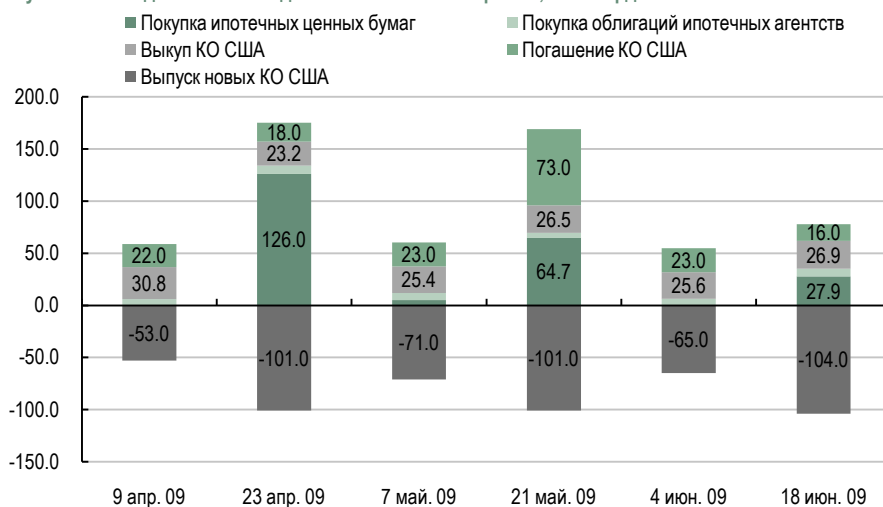
Таблица 3. Результаты последних аукционов КО США

| Тип КО США | Дата аукциона | Объем, USD млрд | Доходность, % | Спрос/Предложение | Доля первичных дилеров, % | Доля иностранных инвесторов, % |
|------------|---------------|-----------------|---------------|-------------------|---------------------------|--------------------------------|
| 2-летние | 23 июн. 2009 | 40.0 | 1.15% | 3.19 | 27.7% | 68.7% |
| | 26 мая 2009 | 40.0 | 0.94% | 2.94 | 43.3% | 54.4% |
| | 27 апр. 2009 | 40.0 | 0.95% | 2.72 | 65.8% | 28.7% |
| | 24 мар. 2009 | 40.0 | 0.95% | 2.71 | 44.7% | 53.1% |
| 3-летние | 9 июн. 2009 | 35.0 | 1.96% | 2.82 | 40.5% | 43.8% |
| | 5 мая 2009 | 35.0 | 1.47% | 2.66 | 56.6% | 37.3% |
| | 8 апр. 2009 | 35.0 | 1.39% | 2.42 | 58.5% | 38.5% |
| | 10 мар. 2009 | 34.0 | 1.49% | 2.26 | 57.9% | 40.3% |
| 5-летние | 24 июн. 2009 | 37.0 | 2.70% | 2.58 | 34.3% | 62.8% |
| | 27 мая 2009 | 35.0 | 2.31% | 2.32 | 53.0% | 44.2% |
| | 28 апр. 2009 | 35.0 | 1.94% | 2.22 | 66.9% | 30.8% |
| | 25 мар. 2009 | 34.0 | 1.85% | 2.02 | 68.5% | 30.0% |
| 7-летние | 25 июн. 2009 | 26.0 | 3.33% | 2.82 | 32.8% | 67.2% |
| | 28 мая 2009 | 26.0 | 3.30% | 2.26 | 63.5% | 33.0% |
| | 29 апр. 2009 | 24.0 | 2.63% | 2.52 | 63.7% | 33.0% |
| | 26 мар. 2009 | 22.0 | 2.38% | 2.11 | 64.3% | 28.0% |
| 10-летние | 10 июн. 2009 | 19.0 | 3.99% | 2.62 | 56.5% | 34.2% |
| | 6 мая 2009 | 22.0 | 3.19% | 2.47 | 63.8% | 31.9% |
| | 9 апр. 2009 | 18.0 | 2.95% | 2.49 | 72.0% | 23.7% |
| | 11 мар. 2009 | 18.0 | 3.29% | 2.43 | 73.0% | 23.9% |
| 30-летние | 11 июн. 2009 | 11.0 | 4.72% | 2.68 | 45.1% | 49.0% |
| | 7 мая 2009 | 14.0 | 4.29% | 2.14 | 62.9% | 33.0% |
| | 10 апр. 2009 | 11.0 | 3.64% | 2.40 | 44.0% | 46.2% |
| | 12 мар. 2009 | 14.0 | 3.54% | 2.02 | 49.6% | 33.9% |

Источник: Bloomberg

Исчерпав возможности влияния на доходности казначейских обязательств через снижение ключевых процентных ставок, ФРС США вслед за другими крупнейшими центральными банками перешла к стратегии количественного смягчения в апреле 2009 г. В рамках этой программы до конца года к выкупу планируются ипотечные ценные бумаги, по которым предоставлены гарантии Fannie Mae и Freddie Mac, в объеме USD1250 млрд, облигации государственных агентств на сумму USD200 млрд, а также КО США на USD300 млрд. К настоящему времени объем покупок ФРС США указанных инструментов составил USD223 млрд, USD39 млрд и USD158 млрд соответственно.

Рисунок 8. Последние активные действия ФРС США на рынке, USD млрд



Источник: Bloomberg

Акцент в покупках явно сделан на ипотечных облигациях и долговых инструментах ипотечных агентств. По сравнению с запланированным на 2009 г. размером эмиссии КО США (USD3.25 трлн.) объем их выкупа сравнительно невелик. Следует отметить, что такая тактика позволяет прямо воздействовать на ставки по ипотечным кредитам. Кроме того, готовность ФРС выкупать указанные активы позволяет иностранным центральным банкам и суверенным фондам изменить структуру портфелей ценных бумаг, сократив до нуля долю ипотечных и агентских облигаций. При этом на полученные средства, скорее всего, приобретаются КО США, что и позволяет поддерживать столь высокий уровень спроса. В частности, с 9 апреля по 25 июня 2009 г. объем эмиссии американских казначейских обязательств составил около USD500 млрд, а совокупный объем их выкупа и погашения – около USD600 млрд.

Объем эмиссии КО США до конца года должен составить около USD2.25 трлн.; при этом реализация программы количественного смягчения в полном объеме предполагает выкуп активов на USD1.3 трлн. Кроме того, объем погашений казначейских обязательств до конца 2009 г. составляет около USD600 млрд. Если предположить, что все средства, полученные в рамках выкупа и погашения облигаций, будут направлены на покупку новых КО США, то не ясен источник спроса на инструменты на сумму USD350 млрд. На наш взгляд, такой спрос могут обеспечить первичные дилеры. Таким образом, вполне вероятно, что до конца года ФРС США не придется дополнительно расширять масштаб программы количественного смягчения и, следовательно, осуществлять монетизацию долга. Поэтому мы считаем, что риск резкого роста доходностей КО США (который все же существует) может оказаться несколько преувеличенным.

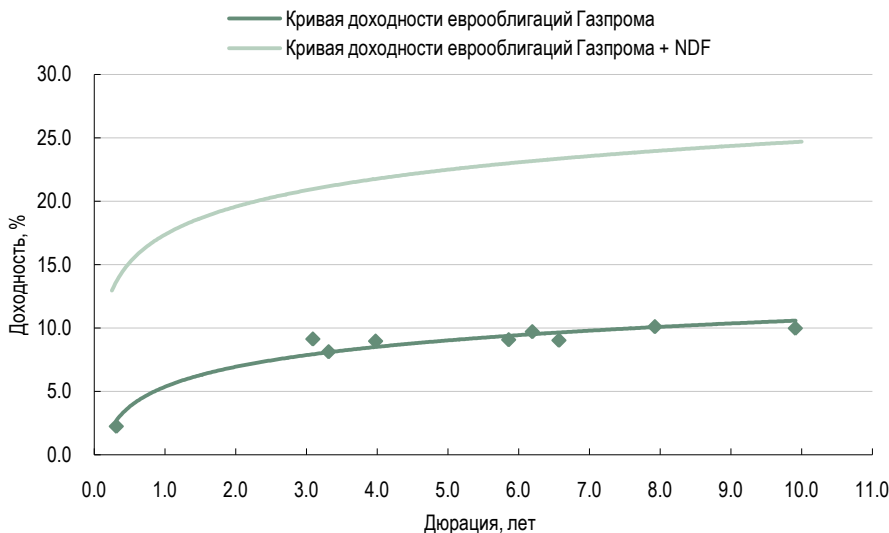
Альтернативные инвестиционные стратегии

Какие стратегии можно предложить участникам рынка, принявшим решение зафиксировать прибыль по открытым ранее позициям в российских еврооблигациях? По нашему мнению, в текущих условиях максимальный доход можно получить с использованием рублевых инструментов.

Стратегия 1. Еврооблигации + NDF

Данная торговая стратегия больше всего подходит инвесторам, располагающим свободной рублевой ликвидностью. На имеющиеся рублевые средства покупаются доллары, а затем приобретаются еврооблигации. Одновременно на рынке NDF заключается форвардный контракт на продажу долларов, дата исполнения которого совпадает со сроками погашения еврооблигаций. Объем такого контракта должен быть равен основной сумме долга и купонному доходу за весь срок обращения инструмента. Если в рамках этой стратегии использовать еврооблигации Газпрома, можно получить рублевую доходность на уровне 20.0%. Для сравнения, рублевый риск Газпрома (на срок один-два года) в настоящее время предлагается с доходностью 13.5-14.0%.

Рисунок 9. Кривая доходности еврооблигаций Газпрома + NDF



Источники: Bloomberg, Reuters, оценка Ренессанс Капитала

Выгоды этой стратегии очевидны – используя даже самые консервативные долговые инструменты, можно получить доходность, намного превышающую рыночный уровень. Вместе с тем, у такого подхода есть и риски. Для того чтобы избежать существенных рисков дефолта эмитента, мы считаем целесообразным выбирать только обязательства самых надежных эмитентов. Наиболее перспективными нам представляются еврооблигации Газпрома, Транснефти, ТНК-ВР, ВТБ. Следует принять во внимание, что если вложения не планируется осуществлять до погашения, возникает также существенный рыночный риск и, в частности, риск роста процентных ставок. Однако в период ближайших трех-шести месяцев указанный риск, на наш взгляд, не слишком велик, учитывая стабилизацию ситуации на внешних рынках и проводимую Банком России политику снижения ключевых процентных ставок. Таким образом, на горизонте до конца года описанная стратегия может оказаться эффективной: инвестор может получить выигрыш как от дальнейшего сужения кредитных спредов, так и от снижения процентных ставок в России.

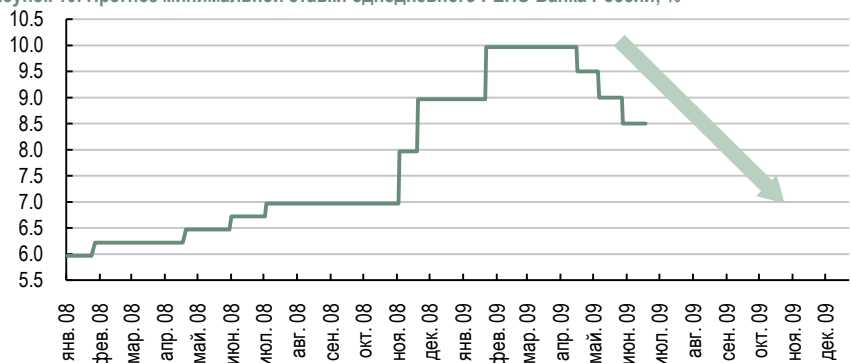
Стратегия 2. Carry trade на рынке рублевых облигаций

Конъюнктура рынка рублевых долговых обязательств заметно улучшилась за последние несколько месяцев. С исчезновением девальвационных ожиданий банки и управляющие компании стали проявлять все больший интерес к активам, номинированным в рублях. Кроме того, банки постепенно закрывали длинные валютные позиции, сформированные в период девальвации рубля. Банк России вновь покупает на рынке иностранную валюту и, по нашим расчетам, с конца февраля мог приобрести более USD50 млрд – эта оценка включает средства банков на валютных корреспондентских счетах в Банке России (по состоянию на первое июня их объем составлял около USD5.3 млрд, тогда как на конец января превышал USD40 млрд).

Продажи валюты наряду с возросшими бюджетными расходами наполнили систему необходимой ликвидностью и способствовали снижению ставок денежного рынка до 5-7%. Операции межбанковского РЕПО под залог высококачественных облигаций заключаются по ставкам 8-9% при дисконтах на уровне 10-15% (на срок семь дней). Доходности рублевых обязательств эмитентов первого эшелона в последнее время установились в диапазоне 14-16%. По нашему мнению, нынешняя ситуация на рынке внутренних облигаций создает отличные возможности для осуществления стратегии *carry trade*.

Важную роль в формировании позитивных настроений на рынке рублевых облигаций играет и политика Банка России по снижению ключевых процентных ставок. С конца апреля регулятор уже трижды уменьшал ставки на 50 б. п., и в начале июня минимальная ставка аукционного прямого РЕПО на срок один день составила 8.5%. Последние заявления председателя Банка России С. Игнатьева подтверждают намерение регулятора придерживаться курса на снижение ставок достаточно продолжительное время. Принимая во внимание явное замедление инфляции в последние месяцы (в апреле-июне инфляция была в среднем в два раза ниже показателей прошлого года), можно ожидать понижения процентных ставок на 100-150 б. п. до конца года. Таким образом, мы прогнозируем, что минимальная ставка однодневного прямого РЕПО к началу 2010 г. составит 7.0-7.5%.

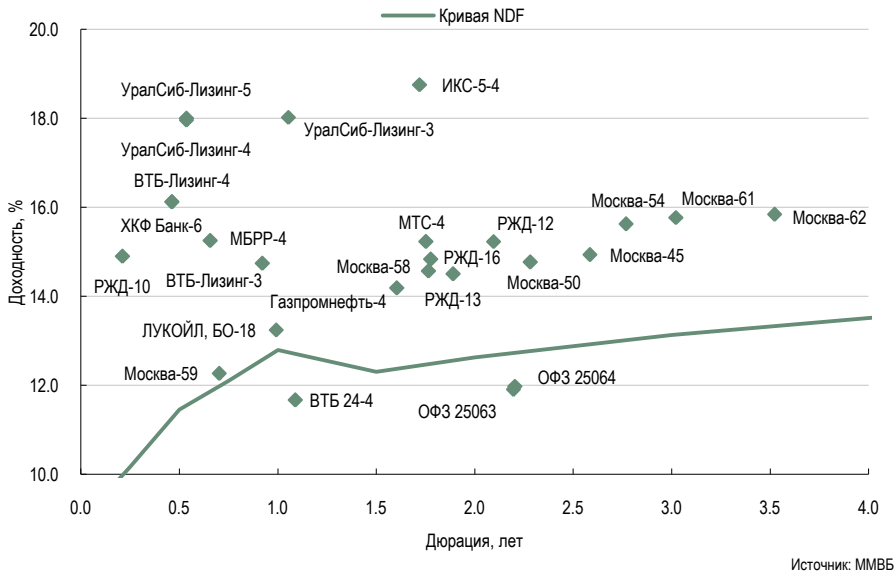
Рисунок 10. Прогноз минимальной ставки однодневного РЕПО Банка России, %



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Итак, мы рекомендуем инвесторам использовать *carry trade* как основную стратегию на рынке рублевых облигаций до конца года. Принимать на себя высокий кредитный риск сейчас не имеет смысла, поэтому мы советуем выбирать только инструменты надежных эмитентов. Учитывая большой объем предложения новых рублевых облигаций заемщиков с хорошим кредитным качеством, выбор на рынке достаточно велик. На наш взгляд, облигации Москвы по-прежнему являются самыми подходящими инструментами для осуществления стратегии *carry trade*, поскольку они наиболее ликвидны и удобны для получения рефинансирования, а Банк России учитывает их с минимальным дисконтом на уровне 2.5% (против 10.0% для облигаций других эмитентов первого эшелона). Кроме того, обязательства Москвы – единственная возможность увеличить дюрацию портфеля, что мы считаем весьма целесообразным в условиях снижения ключевых процентных ставок.

Рисунок 11. Доходность новых выпусков рублевых облигаций высоконадежных эмитентов



Следует принять во внимание, что размещения новых рублевых инструментов могут снизить ожидаемый доход в этом сегменте рынка на фоне понижения ключевых процентных ставок Банка России. С начала года объем выпуска негосударственных рублевых обязательств составляет около 300 млрд руб. (табл. 4). Безусловно, какую-то часть этих облигаций (около 30%, по нашим оценкам) можно отнести к категории так называемых технических размещений, когда основной целью выпуска является генерация залогового обеспечения для банков – кредиторов эмитента (к таким выпускам, на наш взгляд, относятся облигации Транснефти, РЖД-10, РЖД-13, УралСиб-Лизинг-3, УралСиб-Лизинг-4, УралСиб-Лизинг-5). Однако большая часть размещенных облигаций все же пользовалась спросом со стороны широкого круга участников рынка.

Потенциал для дальнейшего абсорбирования новых долговых обязательств, на наш взгляд, сохраняется. Более того, перспективы рублевого рынка облигаций будут еще благоприятнее, если тенденция к закрытию длинных позиций в долларе сохранится. Вместе с тем, объем потенциального предложения новых долговых обязательств также представляется внушительным. Только компании первого и второго эшелонов, по нашим оценкам, готовы предложить участникам рынка новые инструменты в объеме до 500 млрд руб. (табл. 5) При значительном навесе предложения долга рассчитывать на существенный рост котировок рублевых облигаций, по всей видимости, не приходится даже при условии сохранения хорошей рыночной конъюнктуры и плавного снижения процентных ставок Банком России. С другой стороны, текущий уровень доходностей инструментов первого и второго эшелонов и имеющиеся возможности по их рефинансированию в Банке России или на рыночных условиях поддерживают привлекательность рынка рублевых облигаций на высоком уровне. Текущая ситуация, еще раз повторимся, весьма располагает к осуществлению стратегии *carry trade*.

Таблица 4. Новые выпуски рублевых облигаций высоконадежных эмитентов

| Выпуск | Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch) | Объем в обращении, млн руб. |
|----------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| ЕБРР-5 | AAA/Aaa/AAA | 5 000 |
| Газпром-11 | BBB/Baa1/BBB | 5 000 |
| Газпром-13 | BBB/Baa1/BBB | 10 000 |
| Газпромнефть-4 | BBB-/Baa3/- | 10 000 |
| ХКФ Банк-6 | B+/Ba3/- | 5 000 |
| ЛУКОЙЛ, БО-18 | BBB-/Baa2/BBB- | 5 000 |
| ЛУКОЙЛ, БО-19 | BBB-/Baa2/BBB- | 5 000 |
| ЛУКОЙЛ, БО-20 | BBB-/Baa2/BBB- | 5 000 |
| МБРР-4 | -/B2/B+ | 5 000 |
| Москва-45 | BBB/Baa1/BBB | 8 282 |
| Москва-49 | BBB/Baa1/BBB | 393 |
| Москва-50 | BBB/Baa1/BBB | 7 205 |
| Москва-54 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| Москва-58 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| Москва-59 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| Москва-61 | BBB/Baa1/BBB | 7 280 |
| Москва-62 | BBB/Baa1/BBB | 12.925 |
| МТС-4 | BB/Ba2/BB+ | 15 000 |
| РЖД-10 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| РЖД-12 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| РЖД-13 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| РЖД-14 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| РЖД-15 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| РЖД-16 | BBB/Baa1/BBB | 15 000 |
| Транснефть-1 | BBB/Baa1/- | 35 000 |
| УралСиб-Лизинг-3 | -/B+ | 1 500 |
| УралСиб-Лизинг-4 | -/B+ | 2 000 |
| УралСиб-Лизинг-5 | -/B+ | 3 000 |
| ВТБ 24-4 | BBB/Baa1/BBB | 8 000 |
| ВТБ-Лизинг-3 | BBB/-/ | 5 000 |
| ВТБ-Лизинг-4 | BBB/-/ | 5 000 |
| ИКС-5-4 | BB/-/ | 8 000 |
| Суммарный объем, млн руб. | | 295 673 |

Источник: ММВБ

Таблица 5. Планируемые выпуски рублевых облигаций высоконадежных эмитентов

| Эмитент | Объем, млн руб. |
|----------------------------------|-----------------|
| Абсолют Банк | 10 000 |
| АИЖК | 28 000 |
| АвтоВАЗ | 6 000 |
| АК БАРС Банк | 10 000 |
| ВТБ-Лизинг | 10 000 |
| ВымпелКом | 30 000 |
| Газпром | 20 000 |
| Газпромнефть | 25 000 |
| ЛУКОЙЛ | 100 000 |
| Мечел | 65 000 |
| Мосэнерго | 15 000 |
| МТС | 15 000 |
| ОГК-5 | 8 000 |
| Сбербанк | 60 000 |
| Северо-Западный Телеком | 7 000 |
| РЖД | 40 000 |
| ТГК-1 | 5 000 |
| Москва-61 | 7 720 |
| Москва-62 | 7 075 |
| Суммарный объем, млн руб. | 468 795 |

Источник: ММВБ

Наши рекомендации

| Долговой инструмент | Цена, % от номинала | Доходность к погашению (оферте), % | Дюрация к погашению (оферте), лет | Номинальный спрэд к КО США, б. п. | Объем в обращении, млн шт. | Валюта | Ставка купона, % | Купонный период, дней | Дата размещения | Дата погашения (оферты) | Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch) | ISIN |
|--|---------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|--------|------------------|-----------------------|-----------------|-------------------------|-----------------------------|-------------------|
| Добывающая промышленность и металлургия | | | | | | | | | | | | |
| Evrax 13 | 82.12 | 15.21 | 3.20 | 1337.24 | 1300.00 | USD | 8.88 | 183.00 | 24 апр. 2008 | 24 апр. 2013 | BB-/Ba3/BB | XS0360055056 Corp |
| Evrax 15 | 76.02 | 14.07 | 4.79 | 1143.70 | 750.00 | USD | 8.25 | 184.00 | 10 ноя. 2005 | 10 ноя. 2015 | BB-/Ba3/BB | XS0234987153 Corp |
| Evrax 18 | 77.79 | 13.95 | 5.65 | 1109.08 | 700.00 | USD | 9.50 | 183.00 | 24 апр. 2008 | 24 апр. 2018 | BB-/Ba3/BB | XS0359381331 Corp |
| Северсталь 13 | 82.75 | 15.62 | 3.23 | 1376.09 | 1250.00 | USD | 9.75 | 181.00 | 29 июл. 2008 | 29 июл. 2013 | BB-/Ba3/BB- | XS0376189857 Corp |
| Северсталь 14 | 82.40 | 14.45 | 3.81 | 1229.04 | 375.00 | USD | 9.25 | 183.00 | 19 авг. 2004 | 19 апр. 2014 | BB-/Ba3/BB- | XS0190490606 Corp |
| Банковский сектор | | | | | | | | | | | | |
| Альфа-Банк 12 | 91.62 | 11.60 | 2.69 | 1004.41 | 500.00 | USD | 8.20 | 183.00 | 25 июн. 2007 | 25 июн. 2012 | BB-/Ba1/BB- | XS0306557538 Corp |
| Альфа-Банк 13 (оферта 24 июня 2011 г.) | 91.46 | 14.32 | 1.86 | 1326.07 | 400.00 | USD | 9.25 | 183.00 | 24 июн. 2008 | 24 июн. 2011 | BB-/Ba1/BB- | XS0371926600 Corp |
| МДМ-Банк 10 | 99.56 | 8.55 | 0.55 | 822.86 | 425.00 | USD | 7.77 | 181.00 | 25 янв. 2007 | 25 янв. 2010 | BB-/Ba1/BB- | XS0283824646 Corp |
| МДМ-Банк 11 | 92.73 | 13.93 | 1.83 | 1289.20 | 200.00 | USD | 9.75 | 181.00 | 21 июл. 2006 | 21 июл. 2011 | BB-/Ba1/BB- | XS0257792589 Corp |
| Промсвязьбанк 10 | 96.82 | 11.25 | 1.20 | 1056.54 | 200.00 | USD | 8.50 | 183.00 | 4 окт. 2005 | 4 окт. 2010 | BB-/Ba2/B+ | XS0231242115 Corp |
| Промсвязьбанк 11 | 88.31 | 14.91 | 2.09 | 1371.90 | 225.00 | USD | 8.75 | 183.00 | 20 окт. 2006 | 20 окт. 2011 | BB-/Ba2/B+ | XS0272236489 Corp |
| Промсвязьбанк 12 | 82.85 | 17.40 | 2.54 | 1593.65 | 200.00 | USD | 9.63 | 184.00 | 20 окт. 2006 | 23 мая 2012 | BB-/Ba3/B- | XS0272237370 Corp |
| Промсвязьбанк 13 (оферта 15 июля 2011 г.) | 88.87 | 17.45 | 1.78 | 1644.31 | 150.00 | USD | 10.75 | 181.00 | 15 июл. 2008 | 15 июл. 2011 | B+/Ba2/B+ | XS0375091757 Corp |
| Казахстан | | | | | | | | | | | | |
| Банк «Халык» 13 (9.25%) | 74.47 | 18.03 | 3.44 | 1606.47 | 500.00 | USD | 9.25 | 183.00 | 16 апр. 2008 | 16 окт. 2013 | B+/Ba1/B+ | XS0358156510 Corp |

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

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

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

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

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

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

Начальник отдела макроэкономики и анализа долговых обязательств

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

Рынок акций – Россия

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

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Oванес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Милена Иванова-Вентурины

Медиа и ИТ, сектор недвижимости + 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон
DFerguson@rencap.com

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ

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

Потребительский сектор и сельское хозяйство + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт + 7 (495) 258 7902

Александр Казбег
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеевкова
MAlexeeenkova@rencap.com

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Складя

Макроэкономика и рынок долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Петр Гришин
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Елена Шарипова
Антон Никитин

Рынок Средней Азии

+ 7 (727) 244 1544
Милена Иванова-Вентурины

Рынок Украины

+ 38 (044) 492 7383
Анастасия Головач

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 258 7785

Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Мичико Фокс
Марк Портер
Иван Алешин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (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.