

## Стратегия на второе полугодие Глобальное похолодание II

### О денежно-кредитной политике и ревальвации рубля

- Денежно-кредитная политика в первом полугодии была направлена на поддержание стабильности банковской системы. Эта задача была эффективно решена.
- Инфляционные риски нарастают и требуют оперативных шагов от денежно-кредитных властей.
- Меры процентной политики до настоящего времени не оказывают антиинфляционного эффекта. Мы полагаем, что до конца года предпочтение может быть отдано курсовой политике в качестве основной меры по борьбе с инфляцией.
- Средние ставки денежного рынка, скорее всего, повысятся во втором полугодии до уровня ставки РЕПО Банка России, и банки будут активно использовать инструмент однодневного прямого РЕПО Банка России.

### О стратегии на рынке рублевых облигаций

- Переоценка на внутреннем рынке облигаций во втором полугодии, скорее всего, продолжится. В случае реализации нашего базового сценария уровень доходности обязательств первого эшелона может повыситься до 8.0-9.0%.
- На рынке ОФЗ назрела значительная коррекция, но она может быть отложена до начала 2009 г.
- Массовое использование стратегии по открытию коротких позиций на рынке рублевых облигаций затруднено по ряду причин.
- Основной стратегией по-прежнему останется покупка краткосрочных высокодоходных инструментов с приемлемым кредитным качеством. Мы даем несколько торговых рекомендаций по коротким облигациям с доходностью 12% и выше.
- Совокупный доход Модельного портфеля облигаций Ренессанс Капитала в период с 29 февраля по 14 июля 2008 г. составил 10.37% годовых против 6.75% для индекса РК 30.

### Еще раз о дефолтах

- Последняя серия дефолтов на рынке облигаций, на наш взгляд, не является признаком системного кризиса.
- Стабильный операционный денежный поток, поддержка собственника, ликвидные активы – основные факторы, определяющие способность эмитента привлечь средства для рефинансирования долговых обязательств.

### Украина: взгляд на денежную политику и долговой рынок

- Политические риски остаются существенными.
- Борьба с инфляцией привела к кризису ликвидности. Курсовая политика – основная действенная антиинфляционная мера денежных властей Украины.
- Проблема растущего дефицита счета текущих операций может обостриться во втором полугодии, оказывая давление на курс гривны.

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

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

Андрей Марков  
+7 (495) 258 7770 x4560  
AMarkov@rencap.com

Анастасия Головач  
+38 (044) 492 7382  
AGolovach@rencap.com

Олеся Черданцева  
+7 (495) 783 5693  
OCherdantseva@rencap.com

# Содержание

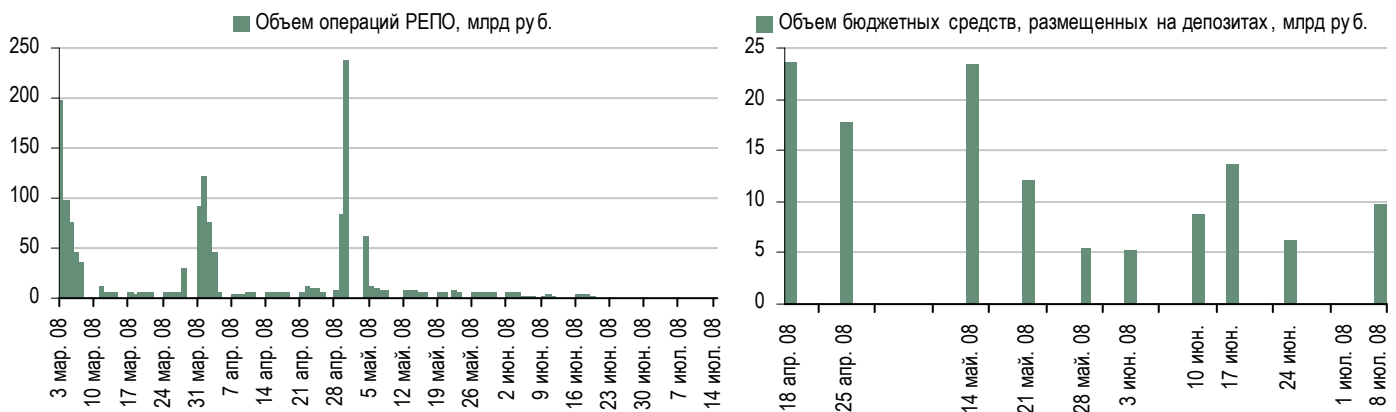
Денежно-кредитная политика	3
Три сценария для рублевого рынка облигаций	9
Не сыграть ли нам в «шорт»?	12
Стратегия Модельного портфеля рублевых облигаций	13
Несколько дефолтов подряд – признак кризиса? Скорее нет	15
Рефинансирование доступно, но не всем	15
Какие компании могут погасить долг?	16
Порядок действий инвестора в случае дефолта эмитента	18
Инвесторы нуждаются в защите	18
Инвестиционные идеи в сегменте высокодоходных облигаций	19
Украина: взгляд на денежную политику и долговой рынок	24
Раскрытие информации	29

## Денежно-кредитная политика

### Кредитный кризис побежден

Денежно-кредитная политика Банка России и Министерства финансов во втором полугодии прошлого года и в первом полугодии текущего года была в основном направлена на поддержание стабильности банковской системы в условиях мирового кредитного кризиса. Мы неоднократно писали о предпринимаемых мерах, которые, в частности, включали расширение Ломбардного списка Банка России, создание новых инструментов рефинансирования и привлечение бюджетных средств. Тем не менее, по мере восстановления уверенности в стабильности российской банковской системы спрос на инструменты рефинансирования падал (рис. 1).

Рисунок 1. Операции Банка России и Министерства финансов по рефинансированию



Источники: Банк России, Министерство финансов

Важным дополнительным источником ликвидности стали средства институтов развития и государственной корпорации Олимпстрой, размещенные на банковских депозитах и частично у управляющих компаний (табл. 1). Размещение этих средств в значительной степени уменьшило остроту проблемы краткосрочной банковской ликвидности в самое тяжелое для банков время с конца четвертого квартала 2007 г. до конца первого квартала 2008 г.

Таблица 1. Управление временно свободными средствами институтов развития, млрд руб.

Институт	Инструменты инвестирования				Всего
	Освоено	Депозиты в Банке России	Рынок облигаций (через УК)	Депозиты в коммерческих банках	
Банк развития	–	–	–	115	180
Российская корпорация нанотехнологий	–	–	–	130	130
Фонд содействия реформированию ЖКХ	23.2	216.8	планируется разместить около 100 млрд руб.	планируется разместить остальные средства – 116.8 млрд руб.	240
Инвестиционный фонд	–	–	–	–	90
Олимпстрой	–	–	–	50	50
<b>Всего</b>	<b>23.2</b>	<b>216.8</b>	<b>100</b>	<b>411.8</b>	<b>690</b>

Источники: Министерство финансов, Ренессанс Капитал

Все эти меры были приняты для того, чтобы обеспечить стабильность банковской системы, и эта проблема была эффективно решена, а Банк России заработал высокий авторитет как один из немногих регуляторов, которым удалось избежать серьезных последствий кредитного кризиса для финансовой стабильности. Более того, поскольку большинство механизмов рефинансирования остаются незадействованными и являются скорее средством гарантии отсутствия проблем на денежном рынке, чем реальным источником ликвидности, их негативный инфляционный эффект является незначительным. Тем не менее, очевидно, что инфляция остается важнейшей макроэкономической проблемой, стоящей перед российскими властями.

## Инфляция: враг у ворот

Руководство Банка России, как и высшее руководство страны, неоднократно заявляло о необходимости сдерживания инфляции, отмечая, однако, что борьба с инфляцией не должна проводиться в ущерб экономическому росту. С этой целью был предпринят ряд шагов. В этом году Банк России неоднократно повышал ставки по операциям рефинансирования и ставки РЕПО, а также увеличивал ставки нормативов обязательного резервирования (табл. 2).

Таблица 2. Антиинфляционные меры Банка России в 2008 г.

Ставки по депозитным операциям Банка России, %				
Период действия		Ставка, % годовых		
с	до	Tom-next и spot/next	1 week и spot/week	Call deposit
2 апр. 2007 г.	13 авг. 2007 г.	2.50	3.00	2.50
14 авг. 2007 г.	1 фев. 2008 г.	2.75	3.25	2.75
4 фев. 2008 г.	28 апр. 2008 г.	3.00	3.50	3.00
29 апр. 2008 г.	9 июн. 2008 г.	3.25	3.75	3.25
10 июн. 2008 г.	13 июл. 2008 г.	3.50	4.00	3.50
14 июл. 2008 г.	по наст. время	3.75	4.25	3.75

Минимальные процентные ставки по операциям прямого РЕПО Банка России на аукционной основе				
Период действия		Ставка, % годовых		
с	до	на 1 день	на 7 дней	
20 май. 2003 г.	1 фев. 2008 г.	6.00	6.50	
4 фев. 2008 г.	28 апр. 2008 г.	6.25	6.75	
29 апр. 2008 г.	9 июн. 2008 г.	6.50	7.00	
10 июн. 2008 г.	13 июл. 2008 г.	6.75	7.25	
14 июл. 2008 г.	по наст. время	7.00	7.50	

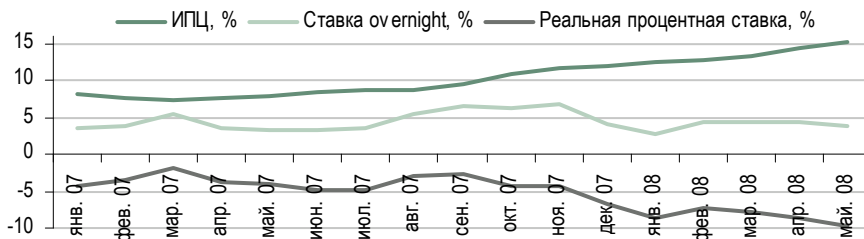
Ставка рефинансирования Банка России		
Период действия		Ставка рефинансирования, %
с	до	
19 июн. 2007 г.	3 фев. 2008 г.	10.00
2 апр. 2008 г.	28 апр. 2008 г.	10.25
29 апр. 2008 г.	9 июн. 2008 г.	10.50
10 июн. 2008 г.	13 июл. 2008 г.	10.75
14 июл. 2008 г.	по настоящее время	11.00

Нормативы обязательных резервов кредитных организаций, %				
Период действия		По обязательствам перед банками-нерезидентами в рублях и иностр. валюте	По обязательствам перед физлицами в рублях	По иным обяза-вам в рублях и иностр. валюте
с	до			
1 июл. 2007 г.	10 окт. 2007 г.	4.5	4.0	4.5
11 окт. 2007 г.	14 янв. 2008 г.	3.5	3.0	3.5
15 янв. 2008 г.	29 фев. 2008 г.	4.5	4.0	4.5
1 мар. 2008 г.	30 июн. 2008 г.	5.5	4.5	5.0
1 июл. 2008 г.	по наст. время	7.0	5.0	5.5

Источник: Банк России

Тем не менее, очевидно, что ни одна из этих мер не оказала желаемого воздействия на процентные ставки межбанковского рынка. Действительно, хорошо известно, что ни один центральный банк в условиях свободно конвертируемой валюты и банковской системы, основанной на рыночных принципах, не может управлять одновременно как валютным курсом, так и процентными ставками. Что касается повышения нормативов обязательных резервов, эта мера, безусловно, может принести желаемый эффект, но из-за риска негативного влияния на стабильность банковской системы она была выхолощена одновременным увеличением коэффициента усреднения. В результате реальные процентные ставки не только не стали положительными – их отрицательные значения увеличились (рис. 2).

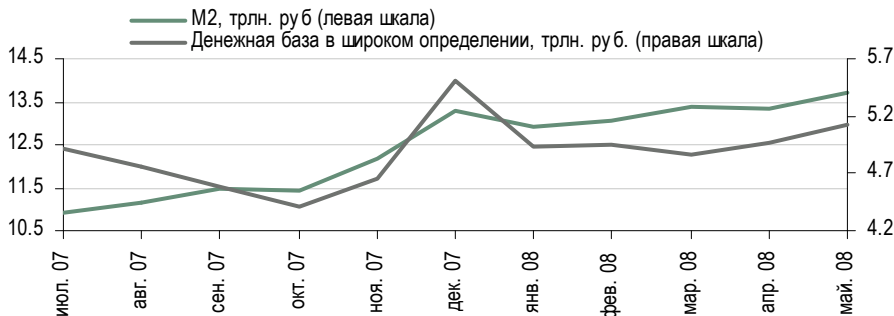
Рисунок 2. Реальные процентные ставки



Источник: Банк России

Инфляция вызвана целым рядом причин, в том числе и ростом цен на продовольствие и энергоносители, однако очевидно, что продолжающееся увеличение денежного предложения остается одним из основных инфляционных факторов. Как видно из рис. 3, денежное предложение, несколько сократившееся в конце прошлого – начале этого года, затем снова стало расширяться.

Рисунок 3. Денежное предложение

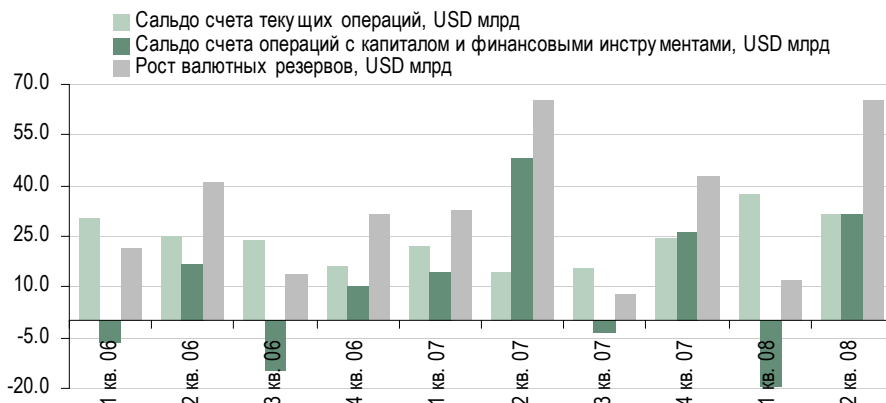


Источник: Банк России

Рост денежного предложения не был связан с операциями рефинансирования, так как они практически не использовались. Соответственно, единственным возможным источником «печатания» денег, как и раньше, остается покупка валюты Банком России с целью сдерживания укрепления рубля.

Как показано на рис. 4, в этом году, в отличие от 2007 г., профицит счета текущих операций прекратил сокращаться; более того, он вырос практически вдвое по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, в то время как отток капитала сменился притоком. Очевидно, что основным фактором, обуславливающим увеличение притока иностранной валюты в страну, стал рост цен на нефть и сопутствующие ему поступления капитала на фоне ожиданий ревальвации рубля.

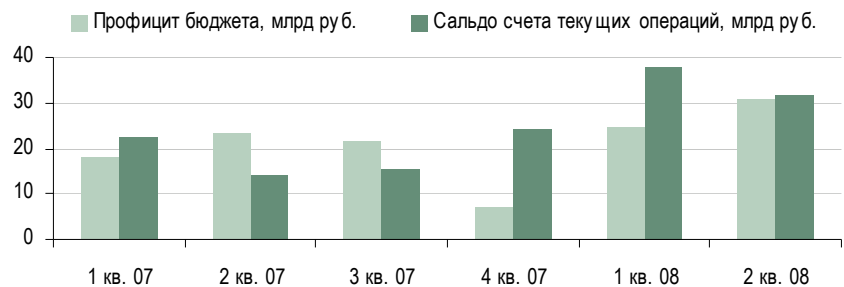
Рисунок 4. Платежный баланс России



Источник: Банк России

В течение многих лет федеральный бюджет был важным и, по сути, единственным способом стерилизации избыточного роста денежного предложения. Предполагалось, что введение нефтяного бюджета станет одним из механизмов, защищающих экономику от перегрева путем перераспределения большей части нефтяных доходов в один из нефтяных фондов – Резервный фонд или Фонд национального благосостояния. Однако фискальная экспансия, выражающаяся в значительном объеме трансферта нефтяных доходов в бюджет, не позволила достичь этой цели. Более того, поскольку пошлины на экспорт нефти корректируются с лагом, в условиях растущих цен на нефть бюджет неизбежно запаздывает со сбором нефтяных доходов. Данные, представленные на рис. 5, подтверждают эти заключения.

Рисунок 5. Стерилизация денежного предложение через профицит федерального бюджета



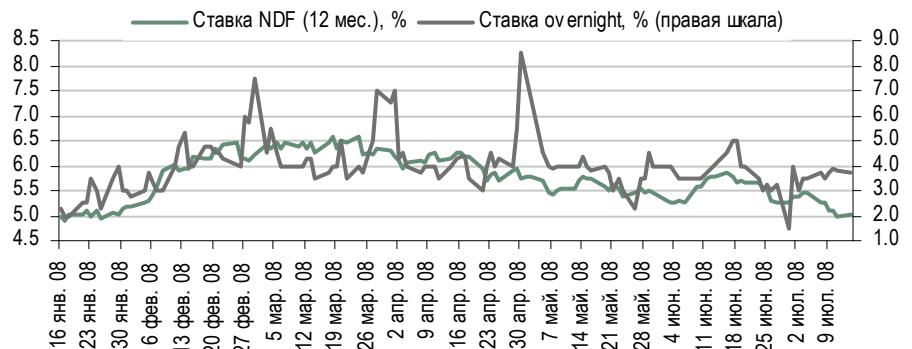
Источники: Банк России, Министерство финансов

### Неважно, кто виноват, главное – что делать?

Как видно, ситуация становится довольно сложной. Руководство Банка России заявляло, что для сдерживания инфляции определенные надежды связаны со стабилизацией цен на нефть, снижением цен на продовольствие, а также с отсутствием роста денежного предложения. Мы в принципе согласны с этой точкой зрения, но, несмотря на то, что цены на продовольствие действительно уменьшаются, остальные факторы работают против Банка России.

Инфляция в июне оказалась несколько ниже ожиданий, что, безусловно, является очень хорошей новостью. Тем не менее, социальная напряженность, связанная с повышением цен, нарастает. Увеличивается и приток спекулятивного капитала, что обуславливает очень низкие процентные ставки как при оншорной, так и при оффшорной торговле (рис. 6).

Рисунок 6. Динамика ставки overnight и ставки NDF



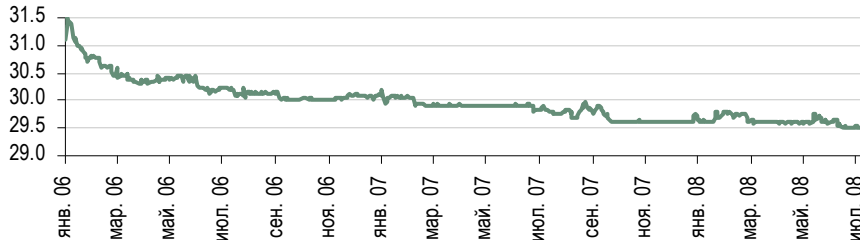
Источник: Reuters

Таким образом, пространство для маневра у Банка России сокращается. Мы сохраняли наш прогноз курса рубля к корзине валют на конец 2008 г. на уровне 29.30 с октября прошлого года, полагая (как теперь видно – справедливо), что укрепление рубля, приуроченное к тому или иному политическому событию, чего ожидали некоторые участники рынка, маловероятно. Мы также ожидали, что Банк России будет придерживаться оппортунистической политики до тех пор, пока ситуация с инфляцией не начнет выходить из-под контроля.

Тем не менее, исходя из вышесказанного, мы считаем, что вероятность развития ситуации, при которой Банк России перейдет к более активным действиям, повышается. По нашему мнению, здесь есть два возможных пути: ревальвация рубля с повышением ставок Банка России и без такового. В последние дни руководство Банка России открыто признает возможность ревальвации российской валюты в общении со средствами массовой информации. В следующем разделе мы подробно рассматриваем эти сценарии применительно к ситуации на рублевом рынке облигаций. Однако прежде следует более подробно проанализировать последствия ревальвации для денежного рынка.

Первый заместитель председателя Банка России А. Улюкаев заявил в интервью агентству Reuters, что рассматривается вариант расширения коридора колебаний курса рубля к корзине валют. Такое решение позволяет существенно снизить вероятность резкого оттока капитала в связи с фиксацией прибыли по сравнению с вариантом параллельного переноса коридора (т. е. ревальвации при сохранении ширины коридора). В случае реализации последнего сценария по банковской системе будет нанесен двойной удар – Банк России сократит объемы предоставления ликвидности посредством валютных интервенций, а активное фиксирование прибыли иностранными инвесторами путем продажи рублей Банку России приведет к существенному оттоку капитала. В результате гарантировано повторение ситуации третьего квартала 2007 г., когда ставки *overnight* в течение длительного времени превышали 10%. События последней недели, когда коридор колебаний валютного курса был, похоже, расширен, хотя и не очевидно, на сколько, подтверждают высокую вероятность развития ситуации по «мягкому» сценарию.

Рисунок 7. Курс рубля к бивалютной корзине



Источник: Bloomberg

Совершенно очевидно, что расширение валютного коридора является ревальвацией, однако Банк России заранее и открыто предупреждает инвесторов, которые делают ставку на ревальвацию и предпочитают накапливать рублевые активы в виде депозитов, облигаций и т. д., что выход из активов в российской валюте может оказаться довольно болезненным. Действительно, динамика рубля к бивалютной корзине сейчас кажется однозначной, поэтому, когда произойдет ревальвация и инвесторы будут пытаться зафиксировать прибыль, они довольно скоро столкнутся с нехваткой рыночного спроса на рубль, и им придется продавать свои активы Банку России по существенно более низкому курсу к корзине. Банк России ясно дал понять, что намерен не только изменить цену спроса, но и цену предложения в противоположном направлении – следовательно, спред между ценой спроса и ценой предложения Банка России может оказаться более широким, чем обещанная ревальвация.

Г-н Улюкаев также заявил, что так называемые плановые интервенции Банка России продолжатся и после перехода к инфляционному таргетированию, т. е. после либерализации валютного курса. Плановые интервенции, введенные 14 мая 2008 г., представляют собой покупку для целей конвертации средств Министерства финансов, направляемых в Резервный фонд или Фонд национального благосостояния. При этом Банк России производит оценку объема такой конвертации на текущий год и делит получившуюся сумму на число рабочих дней. В условиях ненефтяного бюджета этот объем равен фактическому кассовому профициту федерального бюджета, который в значительной степени зависит от цен на нефть. Наша модель значения бюджетного профицита представлена в *табл. 3*.

Таблица 3. Кассовый профицит бюджета и прогнозные цены на нефть

Прогноз цены на нефть, USD за баррель	<b>75 (официальный)</b>	<b>95</b>	<b>110</b>	<b>130</b>
Профицит бюджета в 2008 г., млрд руб.	1944	2440	3170	4146
Прогноз цены на нефть, USD за баррель	<b>66 (официальный)</b>	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>110</b>
Профицит бюджета в 2009 г., млрд руб.	423	1900	2640	3343
Прогноз цены на нефть, USD за баррель	<b>62 (официальный)</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Профицит бюджета в 2009 г., млрд руб.	376	2214	3242	3412

Источники: Министерство финансов, Ренессанс Капитал

Как видно, даже отказавшись от интервенций для сохранения курса рубля к бивалютной корзине в рамках заданного коридора, Банк России все же обеспечит посредством плановых интервенций значительный приток ликвидности в систему, что заметно снизит риск значительного роста процентных ставок. Более того, привязка плановых интервенций к ожидаемому профициту бюджета означает, что дополнительного изъятия ликвидности из банковской системы при таком сценарии не будет. Таким образом, риски для российской финансовой системы и рынка облигаций существенно уменьшатся – при условии, конечно, что Банк России не станет одновременно (или предварительно) повышать ставки по своим операциям.

## Три сценария для рублевого рынка облигаций

Середина года для инвесторов на рынке рублевых облигаций была очень непростой. Повышение цен на энергоносители до новых рекордных значений подогревает глобальные инфляционные ожидания и способствует повсеместному росту процентных рисков. В то же время, очередной виток напряженности на внешних рынках вновь до предела снизил аппетит инвесторов к риску. Навес первичного предложения рублевых облигаций увеличивается и продолжает оказывать давление на котировки долговых инструментов. При этом целая серия технических дефолтов в мае-июне вновь напомнила российским участникам рынка об опасности стратегии по покупке до погашения высокодоходных рублевых облигаций эмитентов с низким кредитным качеством. В результате, несмотря на чрезвычайно благоприятную ситуацию с ликвидностью, последние две недели рынок рублевых обязательств функционирует в режиме переоценки.

Основное влияние на ситуацию на рублевом долговом рынке во втором полугодии по-прежнему будет оказывать политика Банка России в области процентных ставок и валютного курса. В отчете «*Стратегия на 2008 год: глобальное похолодание*» от 28 декабря 2007 г. мы прогнозировали повышение ключевых ставок Банка России в 2008 г. При этом мы предполагали, что восстановление ситуации с ликвидностью будет медленнее, чем это произошло в реальности, и ожидали, что основные шаги по ужесточению денежно-кредитной политики будут предприняты во втором полугодии. Однако уже третьего февраля Банк России решился на первое с 2003 г. повышение аукционной ставки однодневного РЕПО на 25 б. п. Затем аналогичные действия последовали 28 апреля, девятого июня и 11 июля, в результате чего аукционная ставка прямого РЕПО возросла с 6.0% до 7.0%.

Следует отметить, что первое за пять лет решение Банка России повысить ставку РЕПО оказало сильное психологическое влияние на инвесторов и спровоцировало волну продаж долговых инструментов. Вместе с тем, решения регулятора, за исключением первого, почти не вызвали негативной реакции рынка. На фоне масштабного притока капитала во втором квартале средний уровень ставок денежного рынка продолжил колебаться около 2-4%, и участники рынка так и не ощутили острой необходимости в использовании инструмента однодневного прямого РЕПО Банка России. Фактически, предпринятые регулятором меры по ужесточению денежно-кредитной политики в первом полугодии так и не дали сколько-нибудь заметного результата. Все усилия по доведению среднего уровня процентных ставок до значений, позволяющих осуществлять хоть какой-то контроль над инфляционными процессами, оказались напрасными из-за значительного притока спекулятивного капитала во втором квартале.

Тем временем, инфляция в России в январе-июне продолжила расти (по итогам первого полугодия ее значение в годовом исчислении превысило 15.0%), а процентные ставки ушли еще глубже в отрицательную зону (рис. 2). Постепенно вопросы сдерживания инфляции вышли на первый план. Судя по последним заявлениям представителей Правительства России, у властей формируется четкое понимание того, что дальнейшее промедление в принятии кардинальных антиинфляционных мер может негативно сказаться на социальной стабильности в стране, а как показала практика борьбы с инфляцией в последние месяцы, главным оружием монетарных властей в усмирении цен по-прежнему является курсовая политика. Итак, как денежно-кредитная политика будет влиять на настроения участников рублевого рынка облигаций во втором полугодии? На наш взгляд, целесообразно остановиться на трех сценариях возможного развития ситуации.

**Сценарий 1.** *Банк России продолжает проводить «мягкую» антиинфляционную политику, предпочитая влиять на уровень ликвидности банковской системы с помощью процентных ставок и ужесточения резервных требований. Механизмы курсовой политики, как и ранее, будут задействованы в крайне ограниченном объеме. Российские монетарные власти, возможно, смогут позволить себе действовать таким образом, если мировые цены на энергоносители и продовольствие стабилизируются, способствуя снижению глобальных инфляционных ожиданий.*

При таком сценарии вполне вероятно, что рынок ждет еще несколько повышений ставки РЕПО до конца года (например, до 7.50%). Да, подобное развитие ситуации не добавит оптимизма российским инвесторам в облигации, но, по большому счету, вряд ли приведет к каким-либо глобальным переменам. Уровень ликвидности банковской системы и величина ставок денежного рынка по-прежнему будут находиться в прямой зависимости от динамики счета операций с капиталом, точнее притока и оттока спекулятивного капитала. В периоды усиления ожиданий укрепления рубля ставки денежного рынка вновь будут опускаться до минимальных значений. Инструмент прямого РЕПО Банка России вряд ли будет задействован регулярно, и средний уровень ставок денежного рынка, хотя и возрастет, но будет существенно ниже ставки РЕПО Банка России (на 200-300 б. п.).

Дальнейшие решения по повышению ставок Банком России в этом случае будут оказывать ограниченное негативное влияние на доходности рублевых облигаций. Главным фактором в ценообразовании долговых инструментов будет оставаться объем первичного предложения от крупных участников рынка. С учетом планов по заимствованиям российских эмитентов первого и второго эшелонов можно предположить, что глобальная переоценка на рублевом рынке облигаций продолжится в летний период, но затем вторичный рынок начнет функционировать в более активном режиме.

Таблица 4. Планирующиеся размещения обязательств эмитентов первого и второго эшелонов

Эмитент	Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	Объем эмиссии, млрд руб.
АК БАРС БАНК	- /Ba2/BB	8.0
Банк «Возрождение»	- /Ba3/ -	5.0
Банк Москвы	- /Baa2/BBB	20.0
Банк Петрокоммерц	B/Ba3/ -	5.0
ВБД Продукты питания	BB-/Ba3/ -	6.0
ВТБ-Лизинг	BBB+/- / -	30.0
ВымпелКом	BB+ /Ba2/ -	15.0
Газпромбанк	BBB-/Baa2/ -	10.0
ДельтаКредит	отозван/Baa2/ -	12.0
Кредит Европа Банк	- /Ba1/ -	4.0
МТС	BB-/Ba2/BB+	20.0
Промсвязьбанк	BB-/Ba2/B+	15.0
РЖД	BBB+ /A3/BBB+	80.0
Роснефть	BBB-/Baa1/BBB-	45.0
Россельхозбанк	- /Baa2/BBB+	10.0
Русфинанс Банк	BB+ /Baa2/ -	12.0
ТранскредитБанк	BB/Ba1/ -	10.0
УРСА Банк	- /Ba3/B+	10.0
Газпромнефть	BBB-/Baa3/ -	35.0
<b>ВСЕГО</b>		<b>357.0</b>

Источники: CBonds, Reuters

**Сценарий 2.** Банк России принимает решение задействовать курсовую политику как основной инструмент для сдерживания инфляции и допускает либерализацию курса рубля, которая может происходить в один или несколько этапов. При этом в переходном периоде (в течение которого курс рубля будет приходить в соответствие с сильным платежным балансом Российской Федерации) Банк России воздержится от дополнительных мероприятий процентной политики, направленных на борьбу с инфляцией. Мы полагаем, что при таком сценарии ключевые ставки Банка России останутся неизменными, как минимум, до конца года.

При таком выборе Банка России, в зависимости от сценария либерализации валютного курса, будет происходить постепенное или резкое сжатие ликвидности, сопровождающееся соответствующим ростом ставок денежного рынка. Средние ставки денежного рынка, скорее всего, довольно быстро приблизятся к уровню аукционной ставки РЕПО Банка России, и банки будут использовать инструмент прямого РЕПО Банка России в качестве источника пополнения ликвидности на регулярной основе.

В случае такого варианта развития событий переоценка на рублевом рынке облигаций, скорее всего, усилится. В условиях сокращающейся ликвидности участникам рынка будет сложнее освоить запланированный значительный объем первичного предложения.

Эмитентам придется либо пойти на предоставление дополнительных премий, либо (что вероятнее) уменьшить свои аппетиты по заимствованиям на долговом рынке. Инвестиционная активность на вторичном рынке в период динамичного роста ставок денежного рынка наверняка снизится. Вместе с тем, мы рассчитываем, что по мере стабилизации ставок денежного рынка на новых уровнях и формирования у участников рынка понимания того, что Банк России не пойдет на дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики через повышение процентных ставок, рынок рублевых облигаций возобновит функционирование на новых уровнях доходностей. При этом вполне вероятно, что в конце года (при ожидаемой более прозрачной политике Банка России в области процентных ставок) будет наблюдаться повышенный спрос на рублевые облигации, в том числе и с высокой дюрацией, в результате чего доходности долговых инструментов снизятся.

Единственным сегментом рынка, нормальное функционирование которого до конца года так и останется под вопросом, будет рынок государственных облигаций. Если средний уровень ставок денежного рынка во втором полугодии установится около 6-7%, а ставка однодневного прямого РЕПО Банка России останется на уровне 6.75%, экономическая целесообразность сохранения позиций в ОФЗ для большинства участников рынка будет неочевидной. Возможно, российские банки продолжат оказывать ограниченную поддержку краткосрочным выпускам гособлигаций, используя ОФЗ для выполнения нормативов резервирования, но рассчитывать на высокую ликвидность этого сегмента рынка, к сожалению, не приходится. Для того чтобы рынок ОФЗ обрел новую жизнь, уровень доходностей государственных бумаг должен возрасти не менее чем на 50-100 б. п. Согласитесь ли Министерство финансов занимать по более дорогим ставкам в условиях высокого уровня бюджетного профицита, обеспечивая серьезную негативную переоценку портфелей ОФЗ основным держателям этих инструментов – госбанкам и государственной управляющей компании, – сказать сложно. Скорее всего, ставки по ОФЗ все же значительно вырастут, но произойдет это уже в начале следующего года.

**Сценарий 3.** Этот сценарий отличается от предыдущего тем, что помимо существенной ревальвации курса рубля Банк России одновременно пойдет на повышение ключевых кредитных и депозитных ставок, например, еще на 200 б. п.

В этом случае средний уровень ставок денежного рынка имеет все шансы возрасти во втором полугодии до 8-9%. Сохранение такой величины процентных ставок в течение длительного времени, на наш взгляд, уже ставит под угрозу стабильность российской финансовой системы. В этих условиях рынок рублевых облигаций может даже прекратить активное функционирование на какое-то время. Многие эмитенты, особенно в третьем эшелоне, могут столкнуться с серьезными проблемами с ликвидностью, последствия которых для рублевого долгового рынка сложно прогнозировать.

Резюмируя сказанное, отметим, что в сложившейся ситуации мы считаем более вероятной реализацию в той или иной форме второго сценария, при котором Банк России допустит значительное укрепление рубля, но как минимум до конца года воздержится от дальнейшего резкого повышения ставок. Осуществление первого сценария, на наш взгляд, менее вероятно. Еще раз подчеркнем, что в этом случае российским денежно-кредитным властям придется полагаться в основном на внешнюю конъюнктуру, ожидая снижения или стабилизации мировых цен на энергоносители и продовольствие в самом ближайшем будущем. Вероятность реализации третьего сценария, по нашему мнению, также невелика, так как Банк России вряд ли захочет столь серьезно проверять на прочность российскую финансовую систему.

Таблица 5. Прогнозные значения доходностей рублевых облигаций

	Доходность рублевых облигаций, %							
	ОФЗ		Первый эшелон		Второй эшелон		Третий эшелон	
	3 кв. 2008	4 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008
Сценарий 1	6.5-7.5	7.0-7.5	7.5-8.5	8.0-9.0	9.0-11.0	9.5-11.5	11.0-16.0+	12.0-17.0+
Сценарий 2	6.5-7.5	7.0-7.5	8.5-9.5	8.0-9.0	9.5-11.5	9.0-11.0	12.0-17.0+	11.5-16.5+
Сценарий 3	6.5-7.5	7.5-8.5	8.5-9.5	9.0-10.5	10.0-12.0	11.0-13.0	15.0+	15.0+

Источник: оценка Ренессанс Капитала

## Не сыграть ли нам в «шорт»?

С учетом изложенных нами взглядов на будущее рынка рублевых облигаций, наверное, логичнее всего было бы предложить участникам рынка активно использовать открытие коротких позиций в качестве основной инвестиционной стратегии в ближайшие три-шесть месяцев. Действительно, в связи с повышением ставки РЕПО Банка России и с учетом результатов последних размещений облигаций первого и второго эшелонов выпуски ОФЗ и многие инструменты первого эшелона (например, обязательства Газпрома или ЛУКОЙЛа) смотрятся очень дорого, и рост их доходностей на 100-150 б. п. до конца года весьма вероятен. Однако природа российского рынка облигаций такова, что, казалось бы, очевидная торговая стратегия не пользуется популярностью из-за больших сложностей, возникающих при ее реализации.

Для того чтобы открыть короткую позицию по долговому инструменту, инвестор должен позаимствовать облигацию на какой-то срок. Сделать это можно, либо продав клиентскую бумагу, либо совершив операцию обратного РЕПО.

Возможностей заработать на снижении котировок рублевых облигаций, используя клиентские счета, у российских банков не так много. В отличие от рынка еврооблигаций, где клиентские бумаги хранятся на счетах западных банков и последние имеют к ним доступ, активно открывая короткие позиции в случае необходимости, на российском рынке рублевых облигаций все инструменты хранятся централизованно на именных счетах инвесторов в Национальном депозитарном центре (НДЦ) или Депозитарно-клиринговой компании (ДДК) и поэтому не могут быть использованы для коротких продаж. Определенную гибкость в этом вопросе имеют крупные российские финансовые институты, управляющие портфелями облигаций оффшорных клиентов. Позиции иностранных инвесторов не отображаются на именных счетах в НДЦ или ДДК и теоретически могут быть использованы для открытия коротких позиций.

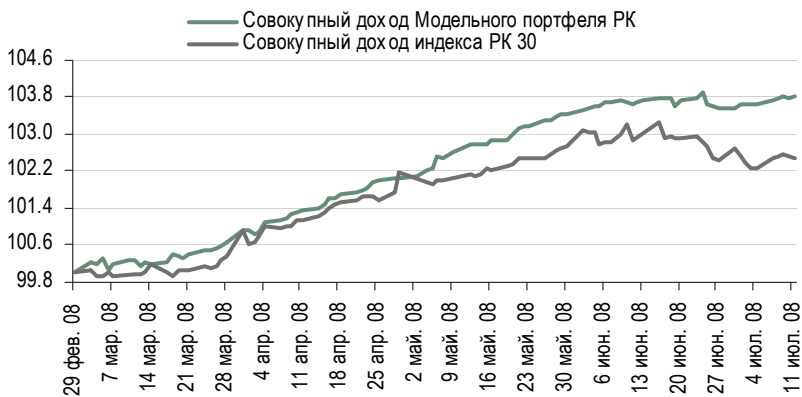
Сыграть на понижение, заключив операцию обратного РЕПО, также непросто. На практике оказывается, что одолжить конкретный выпуск облигаций (тот, где перспектива роста доходности наиболее очевидна) можно только у одного или максимум двух участников рынка. При этом в силу узости этого рынка нет никакой уверенности в том, что по окончании срока «аренды» выпуска инвестору, играющему на понижение, удастся продлить срок обратного РЕПО и не придется экстренно закрыть короткую позицию с убытком. Кроме того, во многих случаях при открытии коротких позиций участник рынка, предоставляющий облигацию, требует комиссию, т. е. рассчитывать на положительное *carry*, скорее всего, также не придется.

Идеальным инструментом для извлечения прибыли на падающем рынке могли бы стать фьючерсы на ОФЗ. Мы активно рекомендовали инвесторам эту стратегию в первом квартале 2008 г. Но за последние три месяца ликвидность рынка ОФЗ, равно как и рынка фьючерсов на этот инструмент, снизилась настолько, что массовое использование такой стратегии тоже находится под большим вопросом. По состоянию на 14 июля объем открытых позиций по фьючерсам на ОФЗ равен нулю, что красноречиво свидетельствует об интересе участников рынка к этому инструменту.

## Стратегия Модельного портфеля рублевых облигаций

По итогам первых четырех месяцев управления Модельным портфелем облигаций Ренессанс Капитала его совокупный доход вырос на 3.84%, что соответствует 10.37% в годовом исчислении. Динамика совокупного дохода Модельного портфеля существенно опередила рынок: так, аналогичный показатель индекса тридцати наиболее ликвидных облигаций Ренессанс Капитала (РК 30) за период с 29 февраля по 14 июля 2008 г. вырос на 2.49% (6.75% в годовом исчислении).

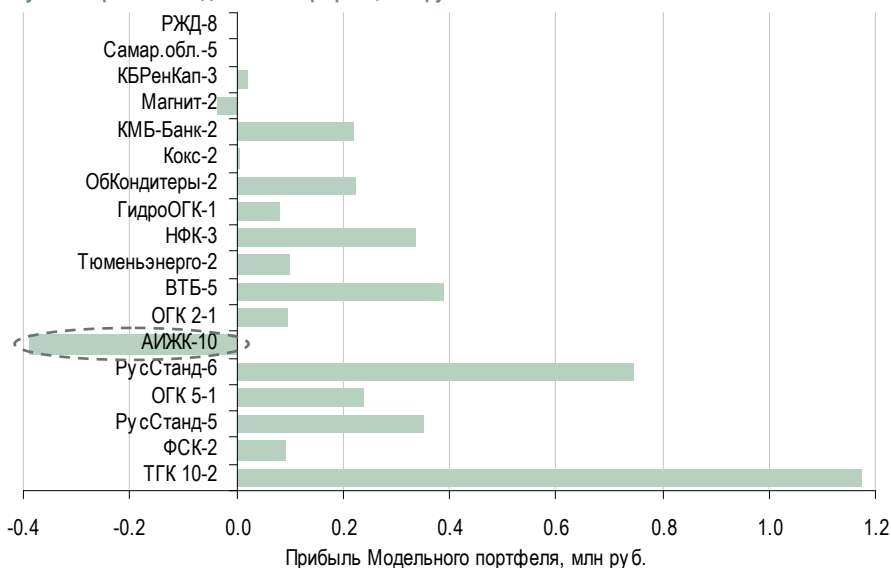
Рисунок 8. Динамика Модельного портфеля



Источник: Ренессанс Капитал

Несмотря на то, что Модельный портфель продемонстрировал динамику лучше рынка, в июне его показатели значительно ухудшились. В условиях широкомасштабной переоценки на рынке облигаций, вызванной размещением крупного выпуска РЖД-8, мы предприняли ряд шагов по сокращению доли долгосрочных бумаг в портфеле. В некоторых случаях закрытие длинных позиций было сопряжено с фиксацией убытков. Сильнее всего показатель прибыли портфеля пострадал от ликвидации позиции в выпуске АИЖК-10 (рис. 9). Последние изменения в Модельном портфеле представлены в табл. 5. По итогам изменений, осуществленных в конце июня, дюрация Модельного портфеля сократилась с 1.5 до 0.8 года; доля денежной позиции в портфеле при этом увеличилась с 0% до 40%.

Рисунок 9. Прибыль Модельного портфеля, млн руб.



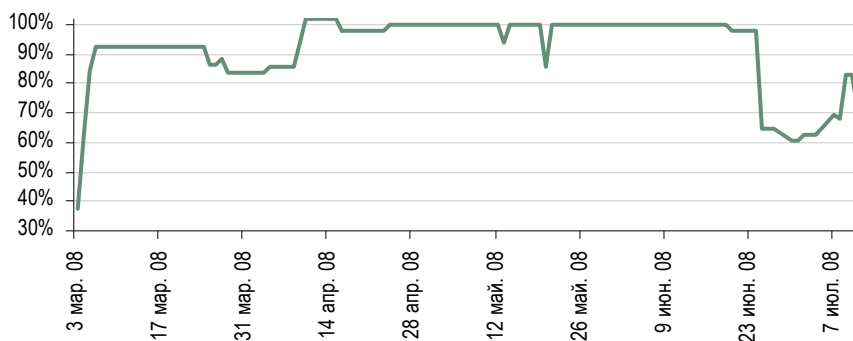
Источники: ММВБ, Ренессанс Капитал

Таблица 6. Сделки за период с 23 мая по 11 июля 2008 г.

Продажа					
Наименование облигации	Дата сделки	Цена сделки	Объем, тыс. бумаг	Листинг	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
Русский Стандарт-5	19.06.2008	99.50	10	Б	BB-/Ba2/BB-
Еврокоммерц-5	20.06.2008	100.24	5	В	-/B2/-
Русский Стандарт-6	25.06.2008	97.90	20	внесписочные	BB-/Ba2/BB-
АИЖК-10	25.06.2008	93.09	10	внесписочные	A3/-/-
Тюменьэнерго-2	25.06.2008	96.75	15	внесписочные	-
Кокс-2	25.06.2008	97.60	15	Б	-
Магнит-2	25.06.2008	94.75	20	Б	-
АИЖК-10	30.06.2008	90.60	10	внесписочные	A3/-/-
ФСК-2	8.07.2008	100.75	5	внесписочные	BBB/Baa2/-
ГидроОГК-1	11.07.2008	98.50	15	внесписочные	BBB-/Baa3/BBB-
Самарская область-5	11.07.2008	99.95	15	внесписочные	BB+/Ba1/-
Покупка					
Наименование облигации	Дата сделки	Цена сделки	Объем, тыс. бумаг	Листинг	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
КБ Ренессанс Капитал-3	19.06.2008	100.00	10	-	B-/B1/B-
ФСК-2	2.07.2008	100.35	5	внесписочные	BBB/Baa2/-
Самарская область-5	7.07.2008	100.00	15	внесписочные	BB+/Ba1/-
ОГК 5-1	7.07.2008	98.65	2	A1	-/Ba3/-
ГидроОГК-1	9.07.2008	98.54	15	внесписочные	BBB-/Baa3/BBB-
РЖД-8	9.07.2008	100.00	20	-	BBB+/A3/BBB+

Источник: Ренессанс Капитал

Рисунок 10. Денежная позиция Модельного портфеля



Источник: Ренессанс Капитал

В начале июля мы вновь начали увеличивать долю облигаций в Модельном портфеле. В этот период были приобретены облигации ОГК-5-1, ГидроОГК-1, Самарская область-5 и РЖД-8. Но последнее решение Банка России повысить ключевые процентные ставки на 25 б. п. заставило нас снизить аппетит к покупке долгосрочных инструментов (к таким в текущих условиях относятся уже выпуски с дюрацией свыше 2 лет). Поэтому мы предпочли закрыть длинные позиции в выпусках Самарская область-5 и ГидроОГК-1. В ближайшие недели мы будем крайне осторожно подходить к заполнению лимита Модельного портфеля, отдавая предпочтение долговым инструментам с дюрацией не более года. На наш взгляд, сейчас наиболее целесообразно осуществлять новые покупки в ходе первичных размещений. Мы считаем, что в условиях большого объема первичного предложения от эмитентов первого и второго эшелонов вполне можно рассчитывать на предоставление инвесторам премий в ходе аукционов.

Отметим, что при выборе стратегии по управлению Модельным портфелем мы склонны руководствоваться Сценарием 2, описанном в разделе «Три сценария для рублевого рынка облигаций». Мы полагаем, что Банк России не станет до конца года повышать ключевые процентные ставки, и при таких условиях доходность выпусков первого и второго эшелонов, которая устанавливается на новых уровнях (8.5-11.5%), на наш взгляд, сохранит свою привлекательность.

## Несколько дефолтов подряд – признак кризиса? Скорее нет

Сохраняющийся негативный фон на мировых кредитных рынках и проблемы с качеством активов у международных банков порождают мнение о том, что череда дефолтов в мае-июне 2008 г. является неким системным явлением, своего рода российским кредитным кризисом. При всей привлекательности подобных обобщений, мы не разделяем эту точку зрения. По нашему мнению, причины этих дефолтов в каждом отдельном случае носили индивидуальный характер и лишь в незначительной мере были связаны с глобальными негативными событиями.

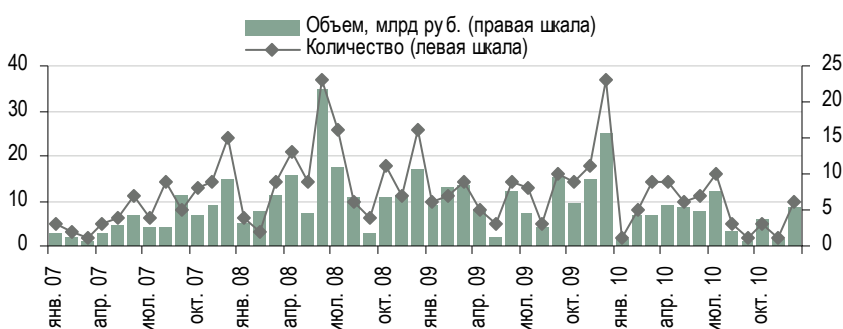
Проанализировав ситуации, которые сложились вокруг эмитентов, оказавшихся в последнее время в состоянии технического (и не только) дефолта, мы обобщаем основные причины, которые привели к возникновению проблем:

- акционерные конфликты, неурегулированные отношения собственности;
- налоговые претензии, уголовное преследование акционеров;
- изменение режима государственного регулирования в экспортной отрасли;
- неадекватное управление ликвидностью, слабая платежная дисциплина.

Помимо перечисленных факторов, среди эмитентов, не исполнивших за последнее время свои обязательства перед держателями облигаций, большинство характеризовалось еще и очень высокой долговой нагрузкой и, зачастую, весьма сложной юридической структурой. Поэтому негативные внешние события послужили своего рода катализаторами внутренних финансовых проблем компаний. В любом случае, очевидно, что причины, вызвавшие недавние дефолты, имеют сугубо индивидуальный характер и не являются проявлением каких-либо системных проблем.

На наш взгляд, в качестве общей причины, вызвавшей несколько кредитных событий в течение короткого промежутка времени, можно назвать лишь высокую концентрацию ofert и погашений облигаций третьего эшелона. На июнь 2008 г. пришлось рекордно большое количество погашений и ofert по бумагам эмитентов этой категории (рис. 11). Такое совпадение и вызвало поток негативных событий.

Рисунок 11. Оферты и погашения в 2008 г.



Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

## Рефинансирование доступно, но не всем

Для большинства компаний третьего эшелона с высокой долговой нагрузкой возможность рефинансирования обязательств, очевидно, является ключевым аспектом способности обслуживать свои долги. Соответственно, на первый план выходит вопрос доступности кредитных ресурсов для этого класса заемщиков. Распространенным является мнение, что в настоящий момент российские банки переживают далеко не лучшие времена, поэтому не крупным заемщикам не приходится рассчитывать на помощь с их стороны. Однако даже поверхностный анализ динамики банковской системы свидетельствует о том, что ни оттока пассивов, ни сокращения кредитной активности не происходит. Некоторое замедление темпа роста активов является вполне естественным проявлением роста насыщения экономики банковскими услугами.

С другой стороны, в настоящий момент направление вектора, определяющего взаимоотношения между банками и заемщиками, заметно изменилось. Если до середины лета 2007 г. банки агрессивно конкурировали между собой за заемщиков, зачастую принося рентабельность в жертву доле рынка, то сейчас ситуация перевернулась в пользу банков. Стрессовые явления второй половины 2007 г. привели к тому, что многие банки сократили аппетит к риску и уменьшили масштабы агрессивной ценовой конкуренции за заемщиков. Данное утверждение относится в первую очередь к заемщикам третьего эшелона, тогда как более крупные и «качественные» заемщики практически не столкнулись с ухудшением доступности ресурсов, хотя и пострадали от повышения ставок. Мы обращаем особое внимание на то, что аппетит к запретительно высокому уровню кредитного риска на рынке заметно снижается и рефинансирование офферт для наиболее слабых заемщиков становится очень сложным. Факторы, определяющие способность эмитента привлечь средства для рефинансирования долговых обязательств, мы рассмотрим ниже.

Имевшие место за последнее время технические дефолты были так или иначе связаны с проблемами рефинансирования, вернее, отсутствия возможности привлечь новый необеспеченный долг для погашения старого. Прекрасно, когда инвесторы или банки-кредиторы готовы и далее предоставлять денежные средства заемщику, но если вместо этого они, наоборот, требуют возврата ранее выданных кредитов, то заемщик может оказаться в трудной ситуации, что может привести и к техническому дефолту по облигациям.

### Какие компании могут погасить долг?

Технический дефолт не означает банкротства, а проблемы с ликвидностью не всегда сочетаются с неплатежеспособностью компании (ее неспособностью рассчитаться с долгами в более длительном временном интервале). В таком случае для того, чтобы кредиторы смогли вернуть свои средства, необходимо одновременное присутствие двух факторов – возможности компании рассчитаться по своим обязательствам и желания это сделать. Фактор желания рассчитаться по долгам не менее важен, чем соответствующая возможность, поскольку даже при наличии активов заемщик может предпочесть вывести их из компании, обрекая ее на банкротство. Мы выделяем несколько возможностей, которые наряду с рефинансированием могут быть использованы заемщиком для расчетов с кредиторами.

#### **1. Погашение обязательств за счет генерируемых денежных потоков.**

Компания, имеющая стабильный операционный денежный поток, может использовать его для погашения долгов. Однако заемщиков, способных таким образом за короткий период времени погасить большую часть долга, совсем немного. Как правило, они имеют хорошее финансовое состояние и, скорее всего, просто не столкнутся с отказом кредиторов в предоставлении кредита. Поэтому данный вариант является скорее неким идеальным, нежели реальным сценарием.

#### **2. Поддержка собственника.**

Поддержка акционера – фактор, на который довольно часто полагаются инвесторы, рассматривая облигации компаний со слабыми самостоятельными финансовыми характеристиками. В случае отсутствия прямого поручительства следует оценивать, насколько контролирующей акционер привязан к компании и насколько чувствительным для собственника может быть факт неисполнения обязательств принадлежащей ему компании. Наиболее благоприятный случай, на наш взгляд, – когда компания является частью более крупного финансово устойчивого холдинга и документация по одному из выпусков еврооблигаций или синдицированному кредиту предусматривает условие кросс-дефолта по обязательствам компаний, входящих в группу. Крайне маловероятным представляется предоставление помощи компании, если ею владеет не богатый собственник напрямую, а инвестиционная структура, управляющая его капиталом. Обычно считается, что более устойчивый с финансовой точки зрения владелец окажет поддержку проблемной подконтрольной компании, чтобы не испортить свою репутацию; тем не менее, каждый случай необходимо рассматривать отдельно.

- 3. Использование активов для привлечения обеспеченного долга или их продажа.** Если у компании есть необремененные активы, которые являются относительно ликвидными и стоимость которых достаточно легко оценить, ей будет намного проще привлечь кредит под залог этих активов или занять деньги путем совершения сделки продажи с обратным выкупом. Чаще всего таким активом выступает недвижимость, однако могут быть использованы и другие активы. Из последних примеров компании, находящейся в затруднительном положении и воспользовавшейся этой возможностью, можно привести Арбат-Престиж. Еще один вариант – продажа активов с их последующей арендой или лизингом; таким образом компания получает ликвидные денежные средства, а актив продолжает использоваться в бизнесе.
- 4. Продажа одного из направлений бизнеса.** Если компания работает в нескольких бизнес-сегментах, то для решения проблемы с долгами она может продать одно из направлений бизнеса, чтобы сохранить и развивать другое. В качестве примера можно привести продажу Аптечной сетью 36.6 клиники EMC, за счет чего были частично решены вопросы краткосрочной ликвидности компании.
- 5. Продажа доли в бизнесе или всего бизнеса.** До определенного уровня долговой нагрузки заемный капитал, как правило, стоит дешевле, чем акционерный, и акционерам выгодно привлекать заемные средства. Однако в ситуации, когда кредиторы требуют расчета, а другие варианты недоступны, продажа части или всего бизнеса может оказаться неплохим выходом. Ценность компании как бизнеса (EV) за вычетом чистого долга при этом должна быть положительной величиной; другими словами, компания в целом должна стоить больше, чем ее долги. Для некотируемых компаний имеет смысл делать оценку бизнеса по сравнительным показателям (EV/EBITDA, EV/Выручка), используя в качестве ориентира для сравнения сопоставимые публичные компании отрасли. Если коэффициенты показывают, что стоимость бизнеса меньше, чем стоимость чистого долга, и этом нет ясного объяснения, почему по сравнительным коэффициентам компания должна быть оценена с премией, то она может быть потенциальным банкротом.
- 6. Поддержка стратегически значимых предприятий государством.** На рынке присутствует целый ряд компаний, которые, по мнению инвесторов и аналитиков, могут претендовать на поддержку государства в случае возникновения трудностей. Основная проблема, на наш взгляд, здесь заключается в том, что действительно стратегически значимые компании (Газпром, РЖД, Транснефть, Сбербанк) в настоящее время имеют вполне устойчивое положение и не нуждаются в финансовой поддержке, хотя могут быть заинтересованы в помощи другого рода, например, в благоприятном тарифном регулировании или преимущественном доступе к разработке ресурсов. С другой стороны, мы не видим существенной необходимости в поддержке слабых компаний из менее значимых отраслей или предприятий, у которых есть явно более сильные конкуренты в отрасли. Например, в двигателестроении и авиастроении есть финансово неустойчивые компании, без существования которых отрасль могла бы успешно развиваться и дальше, и поэтому при оценке кредитного качества таких предприятий мы бы не стали полагаться только на господдержку.
- 7. Работа с оборотным капиталом.** В краткосрочной перспективе компания может попытаться решить свои проблемы с ликвидностью за счет управления оборотным капиталом. В части активов это может быть работа с дебиторами по взысканию задолженности, более эффективное управление запасами, в части обязательств – увеличение кредиторской задолженности.

Как правило, стабильно работающая компания должна иметь некоторую степень финансовой гибкости, и в случае возникновения необходимости погасить часть долгов в ее распоряжении должно быть несколько из вышеперечисленных возможностей. Если же все они оказались неприменимыми, то требования кредиторов рассчитаться по долгам с довольно высокой вероятностью могут вызвать серьезные трудности.

## Порядок действий инвестора в случае дефолта эмитента

Пока просрочка исполнения обязательств является техническим дефолтом (до 7 дней по купонной выплате и до 30 дней по выплате основной суммы долга), инвесторы не имеют права обращаться в суд с исками об удовлетворении своих требований. Однако в течение этого периода они могут требовать выплаты от поручителей по облигационному займу. По офертам никакого периода технического дефолта не предусматривается, и инвесторы могут обращаться в суд уже на следующий день после невыполнения оферентом обязательств о досрочном выкупе облигаций. Возможные варианты действий инвесторов при дефолтах по офертам и погашениям также отличаются из-за различной ликвидности выпусков в таких ситуациях.

После дефолта при погашении основной суммы долга торги на ММВБ по выпуску облигаций прекращаются. Ликвидность такого инструмента резко снижается. Единственное, что может сделать инвестор после наступления дефолта по погашению, – это продать свой пакет на неликвидном внебиржевом рынке или ждать погашения бумаг. Очевидно, что это решение должно основываться на сравнении ожидаемого уровня возврата вложений (*recovery rate*) с ценами спроса, которые можно найти на рынке в данный момент. Мы полагаем, что в действительно сложных случаях уровень возврата для держателей облигаций будет значительно ниже, чем для обеспеченных кредиторов (см. отчет «От дефолта до банкротства: банки начинают и выигрывают» от третьего июля 2008 г.).

При дефолте по погашению, какие бы действия ни предпринимал отдельный инвестор, он вряд ли сможет получить выплату по своим вложениям раньше или в большем объеме, чем остальные инвесторы. Это связано с тем, что платежные агенты в большинстве случаев будут перечислять инвесторам средства пропорционально номиналу их вложений.

Если допущен дефолт по оферте или по купону, у инвесторов гораздо больше возможностей попытаться урегулировать свои требования в двустороннем порядке. Поскольку в обоих случаях торги на ММВБ по выпуску не прекращаются, инвесторы могут постараться самостоятельно достичь соглашения с эмитентом о приоритетном выкупе их пакета «в обход» общей очереди требований инвесторов.

## Инвесторы нуждаются в защите

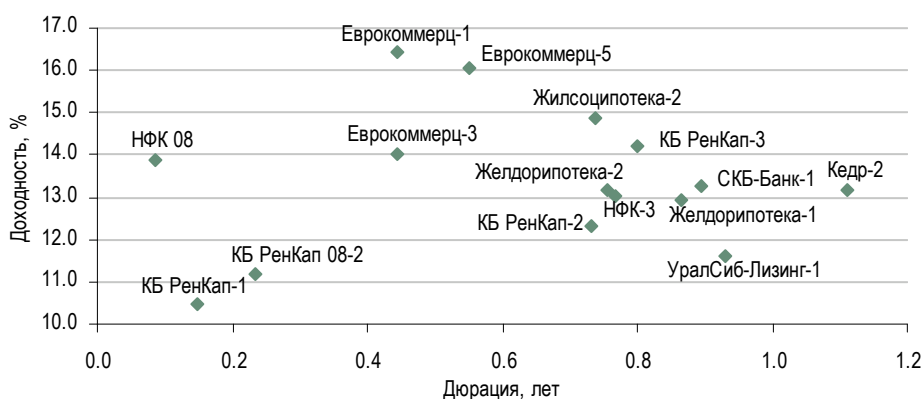
Мы полагаем, что для усиления защиты прав инвесторов были бы очень полезны следующие изменения в инфраструктуре и законодательстве:

- Введение для поручителей по облигационным займам обязанности раскрывать информацию в форме ежеквартальных отчетов и сообщений о существенных фактах;
- Предоставление возможности требовать досрочного погашения при реструктуризации поручителей;
- Включение условий о кросс-дефолте в проспекты облигаций;
- Включение финансовых ковенантов в проспекты облигаций.

## Инвестиционные идеи в сегменте высокодоходных облигаций

Одной из распространенных торговых стратегий в условиях прогнозируемого роста доходностей рублевых облигаций будет оставаться покупка краткосрочных высокодоходных рублевых инструментов с расчетом сохранения позиций до погашения. Такая стратегия особенно актуальна для управляющих компаний, которые в большинстве своем не могут позволить себе открытие коротких позиций. Главный критерий при выборе такого рода инструментов – приемлемое кредитное качество эмитента. Руководствуясь этим принципом, ниже мы приводим несколько торговых рекомендаций в сегменте высокодоходных облигаций.

Рисунок 12. Доходности высокодоходных облигаций



Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

## Небанковские финансовые институты

Таблица 7. Облигации финансовых компаний

Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
Еврокоммерц-1	98.40	16.45	0.44	19.12.2008	18.12.2009	1101
Еврокоммерц-2	99.33	17.48	0.88	11.06.2009	10.06.2010	1168
Еврокоммерц-3	98.29	14.02	0.44	19.12.2008	18.06.2010	858
Еврокоммерц-5	100.10	16.35	0.65	17.03.2009	15.03.2011	1072
НФК 08	99.70	13.88	0.09	–	16.08.2008	879
НФК-3	100.22	13.04	0.77	28.04.2009	3.05.2011	729
УралСиб 09 (CLN)	98.00	14.17	0.52	–	28.01.2009	866
УралСиб-Лизинг-1	100.28	11.59	0.93	24.06.2009	29.12.2010	578

Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Несмотря на продолжающиеся кризисные явления на внешних рынках и связанное с ними негативное отношение к кредитному риску финансовых институтов, мы сохраняем фундаментально позитивный взгляд на многие высокодоходные облигации небанковских финансовых организаций. Многие лизинговые и факторинговые компании имеют весьма значительный запас прочности, который позволит им сохранить финансовую стабильность даже при негативной конъюнктуре на рынках капитала.

- Эффективные ставки по активам в лизинге и факторинге остаются очень высокими, поэтому рост стоимости заимствований не является критичным для этих компаний;
- Российские финансовые институты обладают гибкими возможностями перекладывать рост стоимости пассивов на своих заемщиков;
- Короткая дюрация и высокая доходность лизинговых и факторинговых активов позволяют осуществлять их секьюритизацию даже в условиях крайне неблагоприятной конъюнктуры.

Среди небанковских финансовых организаций, облигации которых торгуются с доходностью выше 12%, мы рекомендуем бумаги НК Еврокоммерц, Национальной факторинговой компании и Лизинговой компании УралСиб.

## Банк Ренессанс Кредит

Таблица 8. Облигации банка Ренессанс Кредит

Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
КБ Ренессанс Капитал-1	100.01	10.45	0.15	2.09.2008	2.03.2010	531
КБ Ренессанс Капитал-2	99.75	12.32	0.73	14.04.2009	4.04.2012	660
КБ Ренессанс Капитал-3	100.00	14.20	0.90	16.06.2009	6.06.2012	840

Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

В отличие от облигаций двух крупнейших участников рынка потребительского кредитования (ХКФ Банка и Банка Русский Стандарт), спрэды которых существенно сузились с начала 2008 г., бумаги КБ «Ренессанс Капитал» (Ренессанс Кредит; В-/В1/В-) пока предлагают очень привлекательную премию. Мы отмечаем, что финансовые результаты банка за первый квартал 2008 г. свидетельствуют об устойчивости позитивных тенденций, отмеченных во втором полугодии 2007 г.:

- рентабельность активов по итогам первого квартала составила около 3%; финансовые результаты банка постепенно сближаются с лидерами рынка;
- качество активов остается на высоком уровне;
- доля депозитных источников в пассивах выросла до 29%
- достаточность капитала остается очень высокой (достаточность капитала первого уровня – 15.8%).

По нашему мнению, участники рынка пока еще не полностью учитывают фактор существенного улучшения финансовых результатов банка в ценах его облигаций. Недавняя публикация финансовой отчетности за первый квартал, по нашему мнению, может способствовать дальнейшему пересмотру отношения инвесторов к кредитному качеству банка Ренессанс Кредит. Мы также полагаем, что в 2008 г. кредитный рейтинг банка может быть повышен как минимум одним из рейтинговых агентств (S&P или Fitch).

Наше отношение к кредитному качеству банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, остается позитивным. Мы по-прежнему очень высоко оцениваем их способность генерировать прибыль даже в условиях неблагоприятной конъюнктуры долговых рынков и давления со стороны регуляторов. Более детально наши выводы и прогнозы относительно результатов основных участников этого сектора изложены в отчете *«Потребительское кредитование: горячо, но не слишком»* от 26 мая 2008 г.

Наш взгляд на текущие уровни доходностей рублевых облигаций Банка Русский Стандарт и ХКФ Банка, сложившиеся в районе 11%, при этом является скорее нейтральным, чем безусловно позитивным. С одной стороны, облигации этих банков остаются одной из самых удобных возможностей для реализации стратегий *carry trade*. С другой стороны, значительный объем предложения нового банковского долга с высокой доходностью (например, ТрансКредитБанк планирует разместить облигации с доходностью выше 10%) приводит к тому, что облигации ХКФ Банка и Банка Русский Стандарт теряют свою уникальность с точки зрения соотношения риска и доходности.

## СКБ-Банк

Таблица 9. Облигации СКБ-Банка

Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
СКБ-Банк-1	99.96	13.25	0.90	18.06.2009	24.06.2010	745

Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Новая ставка купона по облигациям СКБ-Банка (В2/В-), установленная на уровне 12.60%, соответствует доходности около 13.20% к оферте в июне 2009 г. Мы позитивно оцениваем кредитный профиль банка и считаем такую доходность весьма привлекательной.

- Сильная структура акционеров: 71.2% акций банка принадлежат Д. Пумпянскому (крупнейший акционер группы ТМК), 26% – ЕБРР. С нашей точки зрения, вероятность финансовой поддержки со стороны акционеров для СКБ-Банка достаточно велика.
- Финансовый институт с депозитной структурой пассивов: при соотношении кредитов к средствам на счетах клиентов (включая векселя) на уровне 0.84 на конец 2007 г. зависимость банка от «оптовых» источников фондирования весьма ограничена. Судя по отчетности по РСБУ, текущий уровень ликвидности также поддерживается на высоком уровне.
- Рентабельность активов на уровне 1.9% за 2007 г. соответствует средним показателям по банковской системе. Чистая процентная маржа тоже остается достаточно высокой – 8.1%, а увеличение управленческих издержек в связи с быстрым ростом оказывает небольшое давление на прибыль.
- Высокая достаточность капитала: 17.2% – коэффициент по общему капиталу и 11.50% по капиталу первого уровня.

## Банк Кедр

Таблица 10. Облигации банка Кедр

Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
Банк Кедр-2	99.72	13.16	1.11	–	15.09.2009	730

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Выпуск облигаций красноярского банка Кедр (В2) – еще один банковский инструмент с доходностью выше 12%, который, на наш взгляд, предлагает весьма привлекательное сочетание риска и доходности.

- Зависимость банка от привлечения ресурсов на рынках капитала минимальна: депозитные источники финансирования составляют около 75% пассивов банка. Основу депозитной базы составляют срочные вклады физических лиц – один из самых стабильных источников ресурсов; за первые пять месяцев 2008 г. по этой статье был отмечен рост на 17%.
- Банк традиционно имеет на балансе избыточные позиции в ликвидных активах, что в значительной мере нивелирует потенциальные риски, связанные с оттоком пассивов.
- По данным отчетности по МСФО за 2007 г. качество активов и достаточность капитала банка остаются на высоком уровне.

В целом, мы считаем, что среди некрупных региональных банков, не связанных с промышленными группами, кредитные характеристики банка Кедр являются одними из самых сильных.

## «Ипотечные» дочки РЖД

Таблица 11. Облигации ипотечных дочерних компаний РЖД

Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
Желдорипотека-1	99.95	12.92	0.87	2.06.2009	30.11.2010	713
Желдорипотека-2	100.47	13.18	0.75	23.04.2009	19.04.2012	745
Жилсоципотека-1	99.97	7.13	1.24	–	22.10.2009	123
Жилсоципотека-2	99.00	14.86	0.74	16.04.2009	14.10.2010	914

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Мы считаем риски компаний Желдорипотека и Жилсоципотека достаточно приемлемыми. Обе компании являются в первую очередь «ведомственными девелоперами» РЖД и выполняют важные для железнодорожной монополии социальные функции. Их юридическая структура (с точки зрения собственности на профильные активы этих компаний как застройщиков или инвесторов) является простой. Составление и исполнение их бюджетов контролируется РЖД, как и их крупные сделки; РЖД также частично финансирует клиентов обеих компаний, снижая их коммерческие риски. С нашей точки зрения, в случае компаний Желдорипотека и Жилсоципотека при возникновении сложностей можно рассчитывать на поддержку РЖД.

## ЮНИМИЛК

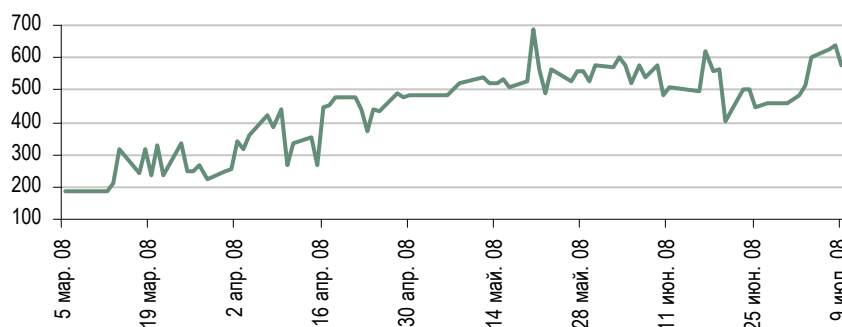
Таблица 12. Облигации компании ЮНИМИЛК

Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
ЮНИМИЛК-1	96.00	14.00	1.09	8.09.2009	6.09.2011	815

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Инвесторам, готовым нести риски, связанные с возможной переоценкой, мы рекомендуем наращивать позиции в облигациях ЮНИМИЛК – второго после ВБД производителя молочной продукции в стране. Мы ожидаем, что 2007 год станет последним периодом очень высокой долговой нагрузки и невысокой рентабельности для ЮНИМИЛК. С начала 2008 г. произошло несколько событий, которые позволяют нам рассчитывать на улучшение кредитного качества этого эмитента: сырое молоко значительно подешевело, компания привлекла стратегического инвестора, завершён первый этап корпоративной реструктуризации и в ближайшем будущем ожидается конвертация субординированного долга в капитал.

Рисунок 13. Спрэд ЮНИМИЛК-1 – ВБД-3, б. п..



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

## ГК Содружество

Таблица 13. Облигации ГК Содружество

Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
Содружество-Финанс-1	97.34	13.13	1.21	–	22.10.2009	723

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Мы по-прежнему считаем, что облигации Группы компаний Содружество остаются привлекательными. Управленческая отчетность за первую половину 2007/2008 сельскохозяйственного года отражает улучшение прибыльности после разочаровывающих результатов предыдущего года, связанных с задержками в запуске калининградского терминала и маслоэкстракционного завода. Мы рассчитываем, что привлечение финансирования от IFC в объеме USD100 млн, из которых половина – вливание в акционерный капитал, помогло профинансировать капиталовложения 2008 г. без значительного роста долга.

## ПРОТЕК

Таблица 14. Облигации компании ПРОТЕК

Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
Протек Финанс-1	87.00	21.66	1.25	4.11.2009	2.11.2011	1575

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Несмотря на сложную ситуацию, в которой компания ПРОТЕК оказалась в 2007 г., мы полагаем, что в настоящий момент доходности по ее облигациям свыше 20% неоправданны. Ценовая война между фармацевтическими дистрибуторами завершилась; рентабельность в розничном сегменте бизнеса в этом году, по данным менеджмента компании, восстанавливается; участие в программе ДЛО сократилось и сопутствующие риски снизились.

Мы ожидаем, что отчетность ПРОТЕКа за первое полугодие 2008 г. покажет определенные улучшения, и поэтому коэффициент Долг/ЕБИТДА на уровне около 4 на текущий момент не представляется нам серьезной угрозой. Стоит иметь в виду, однако, что при любом повышении цены облигаций компании есть риск продолжения продаж со стороны существующих инвесторов. Рынок облигаций ПРОТЕКа также остается «узким» по числу потенциальных участников из-за ограничений, наложенных компанией на распространение своей отчетности.

## Амурметалл

Таблица 15. Облигации Амурметалла

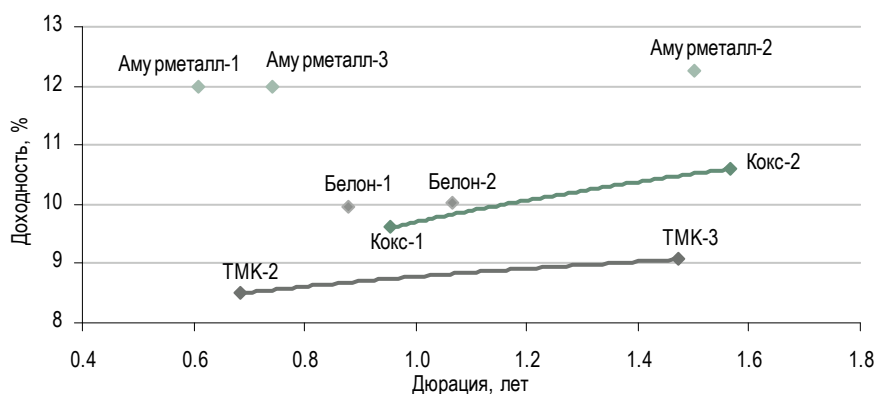
Инструмент	Цена	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Дата оферты	Дата погашения	Спрэд к ОФЗ, б. п.
Амурметалл-1	98.88	11.99	0.61	–	26.02.2009	639
Амурметалл-2	96.01	12.25	1.50	–	26.02.2010	626
Амурметалл-3	100.74	12.00	0.74	17.04.2009	15.04.2011	628

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Амурметалл – единственный производитель стали и проката на Дальнем Востоке. Компания использует металлолом в качестве сырья для выплавки стали в электродуговых печах; примерно половина необходимого объема лома обеспечивается собственной заготовительной сетью. В последние годы долговая нагрузка Амурметалла была достаточно высокой в связи с реализацией масштабной инвестиционной программы. В этом году в результате завершения первой фазы инвестпрограммы годовые мощности по выплавке жидкой стали должны увеличиться до 2 млн тонн. Мы ожидаем улучшения кредитных характеристик компании в 2008-2009 г. благодаря следующим факторам.

- Умеренная программа капвложений на ближайшие два года не потребует существенного увеличения долга. Крупные расходы запланированы на 2010-2011 гг. – на этот период Амурметалл планирует строительство новых листопрокатных мощностей объемом 1 млн тонн в год.
- Рост выручки за счет увеличения объемов и роста цены на сталь и прокат. В 2008 г. Амурметалл планирует выпустить порядка 1.2 млн тонн продукции, в 2009 г. – 2 млн тонн. Цены на сортовой и плоский прокат, производимый компанией, выросли примерно на 70% с начала года; таким образом, исходя из текущих ценовых тенденций и ожидаемого повышения объемов производства, выручка в 2009 г. будет в три раза больше показателя 2007 г.
- Рентабельность ЕБИТДА в 2007 г. выросла с 10% до 17%, и, на наш взгляд, у компании есть перспективы дальнейшего улучшения показателя, в особенности в сегменте плоского проката, показавшем отрицательную рентабельность в 2007 г. Рентабельность ЕБИТДА сегмента сортового проката на уровне 28%, достигнутая в прошлом году, является достаточно высокой даже по меркам крупных интегрированных российских стальных компаний.

Рисунок 14. Доходность облигаций Амурметалла и сопоставимых компаний



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

## Украина: взгляд на денежную политику и долговой рынок

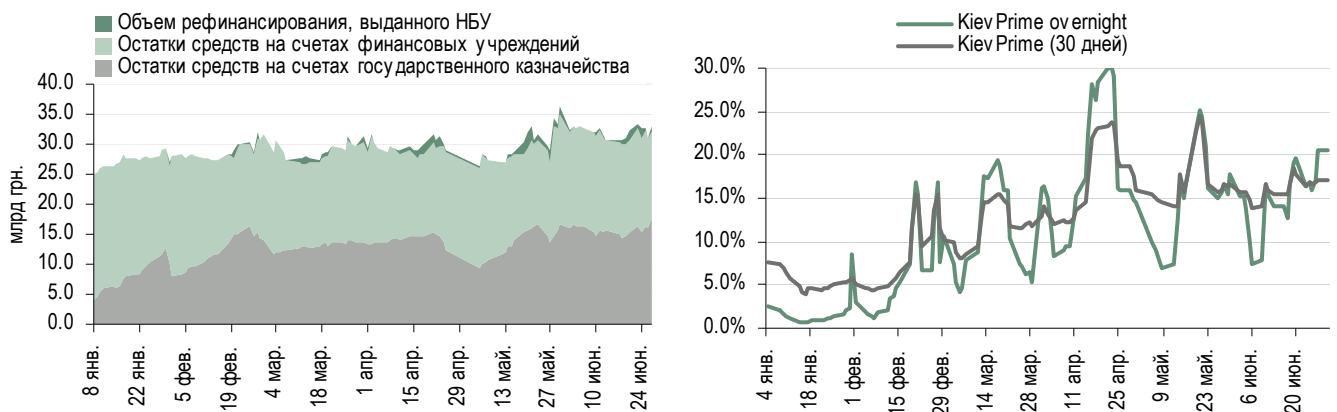
### Политические риски по-прежнему остаются существенными

Парламентское большинство, сформированное в конце прошлого года фракциями НУНС и БЮТ, имело минимальный перевес – 228 из 450 депутатов. Из-за усиления конкуренции в преддверии следующих президентских выборов в январе 2010 г. в последнее время появились разногласия и между фракциями самой коалиции, порой носящие принципиальный характер. В этой ситуации эффективная работа основного законодательного органа страны в первом полугодии была фактически парализована: за этот период Верховная Рада не смогла принять ни одного важного закона, кроме связанных со вступлением в ВТО. Наиболее негативным для экономики страны стал тот факт, что поправки в государственный бюджет, направленные на борьбу с инфляцией, не были приняты. В настоящее время политические риски вновь повышаются в связи с выходом из коалиции нескольких депутатов, что ставит под вопрос существование парламентского большинства как такового (подробнее см. наши отчеты «*Opposition prepares vote of no confidence*» от 24 июня 2008 г. и «*Opposition attempt to depose coalition stalls*» от 30 июня 2008 г.).

### Борьба с инфляцией привела к кризису ликвидности

В связи с высокими показателями роста потребительских цен в январе-феврале 2008 г. (2.9% и 2.7% соответственно) правительство и Национальный банк Украины (НБУ) объявили сдерживание инфляции основной целью государственной экономической политики в текущем году. Главная роль в стерилизации избыточной ликвидности отводилась государственному бюджету. В первом полугодии бюджет Украины каждый месяц выполнялся с профицитом, размер которого на конец мая составил 6.1 млрд грн., тогда как действующая редакция закона «О государственном бюджете на 2008 г.» предусматривает дефицит в размере 18.8 млрд грн.

Рисунок 15. Индикаторы ликвидности банковской системы Украины

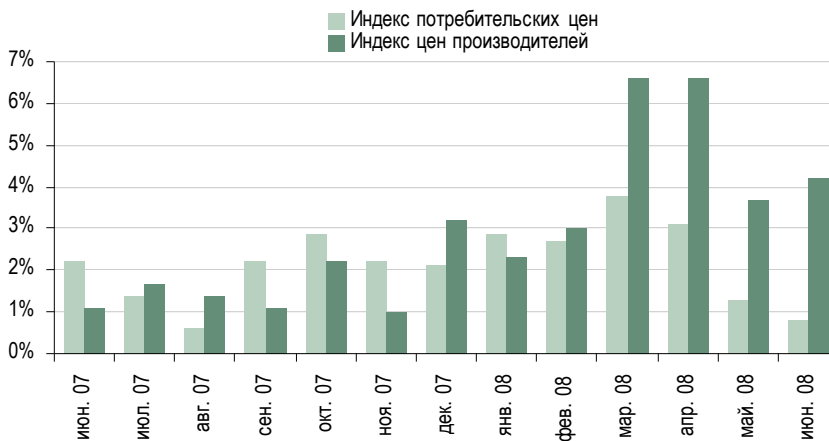


Источники: НБУ, Государственное казначейство Украины, Reuters

НБУ, со своей стороны, повысил учетную ставку (с 10% до 12%) и стоимость рефинансирования (с 14.5-15% до 15-16%), а также ужесточил требования к украинским банкам в части показателя адекватности банковского капитала. Такие действия регулятора в условиях кризиса ликвидности на внешних рынках привели к рекордному росту стоимости финансовых ресурсов (в апреле стоимость кредитов *overnight* доходила до 30%). Кроме того, существенно возросла волатильность ставок денежного рынка. Отметим, что НБУ осуществляет контроль показателя адекватности банковского капитала десятого, двадцатого и тридцатого числа каждого месяца, в связи с чем дефицит ликвидности в эти даты ощущался особенно остро. Стремительный рост ставок денежного рынка происходит также в период выплаты налогов.

Сдержать инфляцию с помощью вышеописанных мер все же не удалось, так как она имела в основном немонетарную природу. За первые пять месяцев 2008 г. рост потребительских цен составил 14.6%, что соответствует 31.1% в годовом исчислении. Основной вклад в инфляцию внесли цены на продовольственные товары, повышение которых подогревалось ростом доходов населения (за счет высоких темпов роста зарплат и пенсий, увеличения социальных выплат и доступности потребительского кредитования), увеличением инфляционных ожиданий и повышением цен промышленных производителей.

Рисунок 16. Индикаторы инфляции Украины



Источник: Государственный комитет статистики

### В борьбе с инфляцией ставка делается на курсовую политику

В апреле ситуация с ликвидностью на внешних рынках несколько стабилизировалась, и высокие ставки украинского рынка стимулировали приток иностранного капитала в страну. При ограниченных интервенциях НБУ это привело к укреплению межбанковского курса гривны. По состоянию на 20 мая отклонение рыночного курса украинской валюты от уровня, официально установленного НБУ, достигло 9%. В этих условиях правление НБУ приняло решение бороться с инфляцией путем укрепления официального курса национальной валюты, который был повышен до 4.85 грн. за доллар США. Кроме того, регулятор заявил, что увеличит гибкость официального курса гривны, который теперь устанавливается с учетом результатов торгов на межбанковском рынке и состояния платежного баланса.

Укрепление курса гривны и сезонное снижение цен на продовольственные товары способствовали замедлению инфляции в июне до 0.8%. Однако это значение все равно оказалось выше ожиданий правительства и НБУ, представители которых неоднократно заявляли, что июньская инфляция будет практически нулевой. Кроме того, рост цен производителей остался на достаточно высоком уровне – 4.2%.

Совет НБУ все же пересмотрел коридор допустимых колебаний гривны на текущий год, изменив его с 4.95-5.25 грн. до 4.66-5.04 грн. за доллар США, и повысил прогноз прироста денежной массы в 2008 г. с 30-35% до 35-40% (в первом полугодии этот показатель увеличился всего на 13.6%). Глава НБУ указал, что дальнейшая динамика денежной массы будет во многом зависеть от бюджетной политики правительства, и, судя по приведенным цифрам, НБУ ожидает, что во втором полугодии расходы бюджета возрастут. Также было отмечено, что если повышение бюджетных расходов вызовет увеличение денежной массы более чем на 40% за год, это будет иметь негативные последствия с точки зрения инфляции.

### Расходы бюджета во втором полугодии могут возрасти

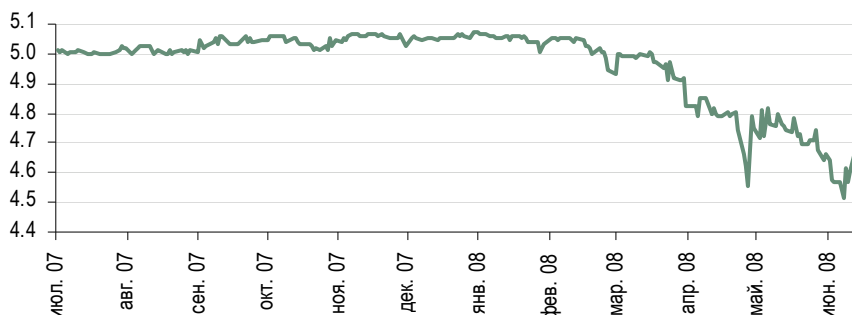
Правительство Украины пятого июля утвердило проект изменений в государственный бюджет на 2008 г., согласно которому предлагается увеличить бюджетные доходы на 11.8%, а расходы – на 10.3%. Ранее были утверждены новые прогнозы основных макроэкономических показателей на текущей год (прежние утратили актуальность из-за высоких темпов инфляции). Прогноз номинального ВВП был повышен на 30 млрд грн. до 959.2 млрд грн., а плановый уровень инфляции – до 15.9% (этот показатель уже в первом полугодии составил 15.5%); это и потребовало увеличения доходной части бюджета.

Правительство также выразило уверенность в том, что во втором полугодии темпы инфляции будут невысокими (за счет ожидаемого хорошего урожая на Украине и в мире), что позволило ему предложить повысить расходы бюджета практически пропорционально росту доходной части. Таким образом, согласно законопроекту, предлагается лишь незначительно сократить предельный размер дефицита госбюджета в 2008 г. (на 0.146 млрд грн., или 0.8% ВВП), установив его на уровне 18.674 млрд грн. Снижение дефицита общего фонда (из которого финансируются социальные выплаты) предусмотрено на 0.257 млрд грн, или 1.4% ВВП, до 17.663 млрд грн.

Такое увеличение расходов бюджета приведет к тому, что Министерство финансов не сможет и дальше накапливать значительные остатки на казначейском счету, как это было в первом полугодии, что должно позитивно отразиться на ликвидности банковской системы. В первые дни июля регуляторы допустили увеличение ликвидности финансовой системы до рекордного уровня в текущем году – 21.2 млрд грн., и даже после некоторого снижения в последующие дни она все еще находится на достаточно комфортном уровне (18 млрд грн.). Это, в свою очередь, обусловило снижение ставок денежного рынка до уровня 4-5%. Десятого июля президент В. Ющенко внес в Верховную Раду свой проект поправок к бюджету. Однако даже его предложения не предполагают снижения расходов бюджета, а лишь несколько меняют их направленность в пользу финансирования капитальных проектов. Украинские парламентарии 11 июля не приняли проект поправок в государственный бюджет, предложенный правительством.

Приток капитала на Украину в последние месяцы во многом был обусловлен высокими ставками денежного рынка – украинские подразделения иностранных банков активно пользовались сложившейся ситуацией и предоставляли участникам рынка дорогую ликвидность, а также кредиты по высоким ставкам. Дальнейшее снижение ставок может существенно замедлить поступление иностранного капитала в страну, в результате чего появится давление на рыночный курс гривны. В данный момент межбанковский курс гривны находится на уровне 4.6 грн. за доллар США, как мы и прогнозировали в отчете «Гривна: carry trade на час» от восьмого мая 2008 г. Однако с замедлением притока капитала обострится проблема дефицита счета текущих операций, за чем неизбежно последует снижение курса гривны. Отметим, что Минфин уже изменил прогноз дефицита торгового баланса в текущем году с USD9.2 млрд до USD15.4 млрд. Кроме того, существенное давление на межбанковский курс национальной валюты могут оказать отопительный сезон (когда на рынок для покупки валюты будет выходить и НАК Нафтогаз Украины) и невыполнение программы приватизации, которая по-прежнему остается политическим вопросом. По нашим прогнозам, курс украинской валюты на конец 2009 г. будет составлять 5.3 грн. за доллар США.

Рисунок 17. Динамика межбанковского курса гривны к доллару США



Источник: Bloomberg

Последние данные по июньской инфляции, существенно превысившие прогнозные значения, вызвали озабоченность денежно-кредитных властей. За этим вновь последовали высказывания представителей НБУ и президента в пользу продолжения активной антиинфляционной политики. В частности, речь шла об ограничении валютных интервенций НБУ и сдерживании социальных расходов бюджета. Кроме того, в настоящее время обсуждается возможность повышения требований обязательного резервирования по внешним банковским заимствованиям. Учитывая высокую инфляцию, вполне вероятно некоторое ужесточение денежно-кредитной политики.

### Кредитные рейтинги Украины под давлением

Первое негативное действие в отношении суверенных рейтингов Украины предприняло агентство S&P в конце марта: прогноз по рейтингу (B-) был изменен со «стабильного» на «негативный» из-за увеличения инфляционных рисков. Тогда правительство для стабилизации ситуации пообещало разработать и добиться принятия поправок в бюджет, направленных на уменьшение его расходной части и сокращение бюджетного дефицита как доли в ВВП. Пересмотр бюджета был намечен на конец апреля, однако из-за обострения политических противоречий поправки к соответствующему закону не были разработаны, и с середины мая последовали новые негативные рейтинговые действия.

Рейтинговое агентство Fitch 14 мая понизило прогноз по украинскому суверенному рейтингу (BB-) с «позитивного» до «стабильного». Это решение было аргументировано в первую очередь усилением негативного влияния инфляции и ростом дефицита текущего счета платежного баланса, тогда как меры по сдерживанию инфляции, принимаемые в рамках налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, агентство сочло недостаточно решительными. 12 июня рейтинговое агентство S&P, также ссылаясь на неэффективность мер по борьбе с растущей инфляцией, понизило суверенный кредитный рейтинг Украины по обязательствам в иностранной валюте на один уровень с BB- до B+, присвоив ему прогноз «стабильный».

На сегодняшний день рейтинг Украины (B-/B1/BB-) по шкале Fitch на одну ступень выше рейтингов по шкале агентств S&P и Moody's. Согласно пресс-релизу Fitch, сохранение высокой инфляции повредит эффективности экономики страны, подрывая фундаментальные характеристики кредитоспособности, и негативно отразится на суверенных рейтингах Украины. Таким образом, если властям не удастся добиться замедления инфляции в ближайшие месяцы, рейтинг Украины по шкале Fitch также может быть понижен. С другой стороны, все агентства отмечают, что снижение инфляции и уменьшение диспропорций в платежном балансе могут обусловить повышение рейтингов.

### Резкое расширение суверенных спрэдов

В середине мая произошло сразу два события, оказавших давление на сегмент суверенных еврооблигаций Украины. Описанные выше негативные рейтинговые действия совпали с объявлением украинского правительства о планах выйти на рынок внешних заимствований еще до конца первого полугодия. В результате индикативный выпуск Украина 13 с середины мая подешевел на 8.2 п. п. до 98.7, что соответствует росту доходности на 200 б. п. до 8.18%; спрэд выпуска к КО США расширился до 501 б. п. Спрэд индекса EMBI+ Ukraine достиг 481 б. п., что является самым высоким значением за последние пять лет. Определенный вклад в расширение спрэдов внесло и ухудшение ситуации на внешних рынках.

Рисунок 18. Динамика пятилетних CDS на риск Украины



Рисунок 19. Спрэд выпуска Украина 13 к кривой КО США



Источник: Bloomberg

В таких условиях Минфин принял решение отложить размещение новых еврооблигаций. Однако, согласно последним комментариям министра финансов В. Пинзеника, ведомство собирается вернуться на рынок в ближайшее время. Более того, по информации организаторов займа, в случае улучшения рыночной конъюнктуры объем размещения может быть увеличен с USD500 млн до USD1-1.5 млрд.

Принимая во внимание, что по результатам первого полугодия государственный бюджет был выполнен с профицитом, возникает вопрос, для чего Министерству финансов нужны займы в таком объеме. Поправки к закону о бюджете не предусматривают существенный дефицит бюджета, размер которого по текущей редакции закона составляет около USD4 млрд. Предполагается, что дефицит будет финансироваться за счет доходов от приватизации (в размере USD0.7 млрд) и заимствований (USD3.3 млрд, из которых USD1.7 млрд приходится на внешний рынок и USD1.6 млрд на внутренний). С начала года Минфин смог привлечь на внутреннем рынке лишь около USD78 млн, а доходы от приватизации составили всего USD58 млн. Таким образом, даже несмотря на профицит государственного бюджета в USD1.3 млрд и профицит консолидированного бюджета в USD2.4 млрд, для выполнения бюджета Министерство финансов не сможет обойтись без заимствований. Очевидно, что в текущих условиях емкость внутреннего рынка государственных облигаций Украины слишком мала и не позволяет министерству занять необходимый объем средств. С другой стороны, возможность привлечения средств на внешних рынках, хоть и ценой значительной премии, на наш взгляд, сохраняется даже после серии негативных действий рейтинговых агентств в отношении суверенного рейтинга Украины.

# 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

**Рынок акций – Россия**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

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

**Рынок акций – Украина**  
Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

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

**Рынок акций – Средняя Азия**  
Гайрат Салимов  
+ 7 (727) 244 1581  
GSalimov@rencap.com

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Дэвид Азеркофф  
DAserkoff@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян  
Искандер Абдуллаев

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская  
Кристина Лядская

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Андрей Крупник

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская  
Анна Гальцова

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Тилсина

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

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

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

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеевкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

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

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

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 38 (044) 492 7394  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Джеффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко  
Константин Головки  
Александр Хоролец

**Рынок акций Средней Азии, стратегия**  
+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе  
Милена Иванова  
Бектас Мукажанов

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

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

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

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OStepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Анна Кучеревская

**Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилль  
Лорен Мэнди

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

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

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

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

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