

Чувашская республика

Интерфакс/Moody's: Baa1(rus) долгосрочный, RUS-2 краткосрочный
Standard&Poor's, Fitch: -

Дата начала размещения: 14 апреля 2004 г.

Срок обращения: 3 года

Дата погашения: 13 апреля 2007 г.

Регистрационный номер выпуска: RU24003CHU0

Купонный период: квартал

Купонные ставки: 1 купон – 10% годовых, каждый следующий купон корректируется в случае пересмотра ставки рефинансирования ЦБ РФ на половину ее изменения

Краткая характеристика и экономическое положение

Чувашская республика (Чувашия) входит в состав Приволжского федерального округа. Столица республики – г. Чебоксары, население – чуть менее 1.4 млн. чел., территория – 18.3 млн. кв. км.

Небольшие размеры республики, с одной стороны, выводят ее по плотности населения на одно из первых мест в России, что облегчает создание и обслуживание инфраструктуры. Однако с другой стороны как по абсолютному экономическому потенциалу, так и по относительным показателям экономического развития Чувашия является «малым регионом» (доля промышленного производства – 0.5% от общероссийского показателя при населении 0.9% от всего населения страны, подушевой валовой региональный продукт – 70-е место среди всех субъектов РФ).

Тем не менее, по динамике промышленного производства в 2002-2003 гг. республика «не отстает» от средних по всей стране показателей (табл. 1). Кроме того, **Чувашия «обгоняет» более половины всех остальных эмитентов по темпам роста промышленности в 2003 г.** (табл. 2).

Табл. 1. Рост промышленного производства

Год	Россия	Чувашия
2001	4.9%	4.5%
2002	3.7%	3.7%
2003	7.0%	8.1%

Источник: Минфин Чувашии, МЭРТ РФ

Ведущими секторами промышленности Чувашии по итогам прошлого года являются машиностроение и обработка металлов (43.4%), электроэнергетика (14.1%), пищевая (13.1%) и химическая (10.0%) отрасли. К наиболее значимым предприятиям республики относятся ОАО «Промтрактор», Чебоксарский агрегатный завод (ЧАЗ), приборостроительное предприятие «Элара», Чебоксарский электроаппаратный завод, ФГУП Чебоксарское производственное объединение им. Чапаева, ОАО «Химпром». Потребности республики в

электроэнергии полностью обеспечиваются ОАО «Чувашэнерго».

Политическая ситуация в республике является устойчивой. Пост Президента уже на протяжении 3 срока (с 1993 г.) занимает Н. В. Федоров. Отношения республиканских властей с федеральными складываются позитивно. Серьезной оппозиции действующей власти внутри региона нет. Следующие выборы Президента должны состояться в декабре 2005 г.

Табл. 2. Основные показатели 2003 г.

Регионы (упорядочены по увеличению темпов промышленного роста)	Рост пром. производства (%)	Рост выпуска в с/х (%)	Инфляция по ИПЦ (%)	Рост доходов населения (%)
Ленинградская	20.9	-6.2	13	18.6
Московская	15.9	1.1	11.7	21.1
Томская	14.4	8.6	14.4	18.3
ХМАО	12.3	89.9	14.2	2.7
Новосибирская	9.0	-0.4	11.5	21.6
Чувашия	8.1	1.1	13.3	12.6
Костромская	7.2	-2.2	13.5	12.8
Хабаровский	7.2	0.3	15.3	13.1
Белгородская	5.4	4.5	12	19.5
Волгоградская	5.1	4.2	10	17.5
Самарская	4.9	2.5	12.7	27.5
Красноярский	4.1	4	18.4	12.5
Иркутская	3.9	-3.5	13.6	9.9
Вологодская	3.3	-0.2	13.1	11.8
Коми	3.1	-4.8	18	8.9
Мурманская	2.7	-13.5	13.9	9.4
Ярославская	2.7	3.2	11.9	12.9
Якутия	1.6	1.9	11.8	27.1
Карелия	0.8	-0.4	12.9	15.9
Тверская	0.2	-5.1	12.8	10.3

Рост промышленного производства и выпуска сельского хозяйства – в реальных величинах, инфляция – по приросту индекса потребительских цен, доходы населения – денежные в реальном выражении. Источник: Госкомстат РФ

Состояние бюджета

За период с 2000 г. по 2003 г. доходы республиканского бюджета выросли более чем в 3.5 раза до 8.5 млрд. руб. При этом природа этого увеличения имеет двойственный характер:

- С одной стороны, увеличились собственные налоговые поступления (почти в 3.5 раза). В прошлом году налоговые доходы также показали значительный рост (почти на 50%), только у шести регионов налоговые доходы 2003 г. росли более высокими темпами, чем у Чувашии (табл. 3). Вместе с тем по сумме налоговых платежей бюджет 2003 г. оказался недовыполненным (из-за налога на прибыль, в то время как по налогу на доходы физических лиц – перевыполненным). Хорошей устойчивости собственной доходной базы бюджета способствует достаточно высокая степень диверсификации источников доходов. На долю десяти крупнейших плательщиков налогов приходится всего около 20% налоговых доходов бюджета (с учетом поступлений от подоходного налога, уплачиваемого работниками соответствующих предприятий). Самый крупный плательщик налогов в республиканский бюджет – ОАО «Чуваэнерго» (доля поступлений от этой компании - 7%).
- С другой стороны, выросли безвозмездные перечисления из других бюджетов (в 4.75 раза), что было в первую очередь связано с изменением методик расчета трансфертов на выравнивание обеспеченности региональных

бюджетов в 2001 г. В результате мощного увеличения помощи из федерального бюджета сформировался основной фактор, ограничивающий оценку кредитоспособности Чувашии - низкий уровень обеспеченности собственными доходами. По фактическому исполнению бюджета прошлого года доля безвозмездной финансовой помощи в совокупных доходах республики составила 51.6%. Этот показатель среди всех эмитентов региональных облигаций близок к максимуму – он превышен только в случае Костромской области (57.4%).

Исполнение всего бюджета Чувашии за 2003 г. показывает перевыполнение первоначального плана по совокупным доходам на 5.3% к плану, но здесь большую роль сыграли безвозмездные перечисления. Действительно показательной является способность администрации ограничивать рост расходов даже в условиях поступления дополнительных средств: профинансированные расходы в 2003 г. оказались более запланированных всего на 0.6%, в результате чего фактический дефицит сократился почти на 2/3 от планового.

Закон о республиканском бюджете 2004 г. предусматривает доходы в объеме 8898.9 млн. руб., из них налоговые доходы на 4333.1 млн. руб., расходы – на 9328.5 млн. руб., дефицит – 429.5 млн. руб. При этом источниками его покрытия определены сальдо от операций с госбумагами (приток от размещаемого займа на 500 млн. руб. за вычетом погашения других займов), чистое

Табл. 3. Фактическое исполнение бюджетов 2003 г. (млрд. руб.)

Регионы (упорядочены по убыванию налоговых доходов)	Налоговые доходы, всего			На прибыль		На доходы физлиц		Безвозмездные перечисления		Всего доходов		Расходы	Дефицит
	Всего	Доля	Рост	Всего	Рост	Всего	Рост	Всего	Доля	Всего	Рост		
ХМАО	57.67	86	3	10.2	-36	8.2	11	0.8	1	67.29	13	67.31	0.01
Московская	37.85	79	99	7.7	61	16.1	145	1.5	3	47.69	50	49.45	1.76
Башкортостан	25.10	71	55	9.7	99	3.7	22	9.1	26	35.52	41	33.37	-2.15
Самарская	16.03	85	0	4.8	4	4.2	42	1.7	9	18.76	3	19.69	0.93
Красноярский	15.97	76	40	5.1	33	4.3	13	3.1	15	20.96	15	23.62	2.66
Иркутская	10.52	66	51	1.8	32	3.2	43	4.5	28	15.94	29	16.68	0.74
Ленинградская	9.63	75	23	1.9	22	3.8	30	2.7	21	12.87	13	13.61	0.74
Новосибирская	9.47	56	74	2.2	62	3.3	80	6.5	39	16.87	33	17.58	0.71
Якутия	9.40	28	-29	3.4	40	1.4	-70	12.0	36	33.41	-6	35.80	2.39
Коми	8.49	84	18	2.3	20	2.6	46	1.3	13	10.05	14	10.14	0.09
Хабаровский	8.22	49	19	2.4	0	3.5	36	5.5	33	16.75	20	19.34	2.59
Вологодская	7.59	79	87	4.6	83	1.2	26	1.5	16	9.59	34	9.04	-0.55
Волгоградская	7.26	65	30	1.2	402	1.9	53	3.5	31	11.17	36	11.07	-0.10
Томская	6.86	71	28	1.2	50	1.5	27	2.5	26	9.63	26	9.92	0.29
Ярославская	6.35	76	46	1.1	37	1.2	28	1.8	22	8.40	24	9.21	0.81
Тверская	4.45	54	9	1.1	14	1.5	14	3.5	43	8.22	14	8.46	0.24
Белгородская	4.35	67	59	0.7	-8	1.5	30	1.7	27	6.48	9	6.93	0.44
Мурманская	3.95	61	29	0.9	9	1.2	15	2.0	31	6.44	5	7.19	0.76
Чувашия	3.44	41	49	0.8	14	1.0	38	4.4	52	8.50	22	8.70	0.21
Карелия	2.26	41	-11	0.4	-24	1.1	-9	2.2	39	5.54	0	6.47	0.93
Костромская	1.38	31	33	0.3	7	0.3	90	2.6	57	4.52	20	4.89	0.37

Доля – в % к общим доходам бюджета. Рост – в % по абсолютным показателям к данным по исполнению за 2002 г.
Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

привлечение банковских кредитов чуть менее чем на 11 млн. руб. и поступления от продажи имущества (28.2 млн. руб.).

Изменения, происходящие в налоговой системе в 2004 г., не должны существенно сказаться на общем объеме бюджета Чувашии.

Отмена с текущего года налога с продаж (фактическое поступление которого в 2003 г. по республике составило порядка 160 млн.) будет восполнена за счет адекватных мер компенсации. Помимо передачи всем регионам дополнительного 1% федеральной части налога на прибыль (что для республики эквивалентно примерно 50 млн. руб.), в федеральном бюджете на 2004 г. предусмотрены специальные дотации на обеспечение сбалансированности бюджетов, по Чувашии – на уровне 110 млн. руб. По оценкам Минфина республики, общий объем выпадающих доходов не должен стать ощутимым и по другим налогам.

Долговая нагрузка и долговая политика

Одним из самых значительных преимуществ Чувашии как заемщика является **низкая задолженность по кредитам** – всего 110 млн. руб. на 1 марта 2004 г. (на 1 января и 1 февраля задолженность перед банками отсутствовала). Хотя на протяжении прошлого года Чувашия неоднократно прибегала к банковским кредитам, помесечная динамика их привлечения и погашения на фоне остальных эмитентов выглядит в высокой степени управляемой. Кроме того, по итогам 2003 г. года республика не только погасила все привлеченные в течение года кредиты, но также рассчиталась и по кредитам, полученным ранее. В значительной степени это было связано с замещением кредитов первым облигационным займом.

В структуре государственного долга наиболее значительную долю (более 2/3) составляет условный долг, представленный гарантиями. На протяжении 2003 г. и абсолютный объем, и относительная доля гарантий в долге снизилась. За весь 2003 г. реальные оттоки средств по обслуживанию гарантий составили всего 4.2 млн. руб., в январе 2004 г. оттоков не было. Крупнейшую долю гарантий (80%) и почти половину всего государственного долга (49%) занимает гарантия, выданная Минфином Чувашии за ЗАО «Булгар-Хмель». В настоящее время она учитывается в государственной долговой книге республики в сумме 868 млн. руб., срок ее действия истекает в конце 2011 г. По данному обязательству заемщик производит самостоятельное обслуживание. «Булгар-Хмель» и связанная с ним компания «Комбинат напитков» контролируют крупнейший в регионе и один из самых современных в стране пивоваренный завод в г. Новочебоксарск. Происхождение этого долга относится к 1999 г., когда компания получила кредит правительства Германии под гарантии Минфина РФ, перед которым, в свою очередь, гарантом выступил Минфин Чувашии. Данная задолженность была реструктурирована в декабре 2002 г. по 3-

К положительным сторонам кредитного качества Чувашии нужно отнести и то, что система межбюджетных отношений в республике отличается высоким уровнем контролируемости и стабильности. Так, нормативы распределения регулирующих налогов между республикой и местными бюджетами были закреплены в 2001 г. сроком на 3 года и по основным налогам реально не изменялись на протяжении этого периода

Взвешенный подход к исполнению бюджета по расходам и стабильность межбюджетных отношений свидетельствуют о довольно **высоком качестве общего бюджетного администрирования в республике**. Этот качественный критерий мы считаем одним из важнейших моментов оценки кредитного качества Чувашии как заемщика, наряду с приемлемым уровнем долговой нагрузки и сильной кредитной историей.

стороннему договору между Минфином РФ, Внешэкономбанком и ЗАО «Булгар-Хмель» с сохранением гарантии Минфина Чувашии.

Позже контроль над заводом перешел к руководителю «Объединенных машиностроительных заводов» К. Бендукидзе, и в августе 2003 г. компания была продана холдингу SUN Interbrew. В марте 2004 г. все заводы холдинга были переведены на единую акцию, в том числе ЗАО «Булгар-Хмель». ФКЦБ зарегистрировала отчет об итогах эмиссии 750 млн.

Табл. 4. Долговая нагрузка регионов

Регионы (упорядочены по увеличению долга)	Долг как доля собственных доходов	Обслуживание долга, млн. руб.	Обслуживание долга как доля доходов	Рост долговых расходов к 2002 г.
ХМАО	11.8%	2.1	0.0%	-89.2%
ЯНАО	14.1%	107.9	0.4%	-59.8%
Ленинградская	19.4%	125.3	1.0%	-45.2%
Самарская	21.7%	152.8	0.8%	213.9%
Тверская	23.2%	120.1	1.5%	100.3%
Вологодская	26.2%	0.2	0.0%	-99.2%
Томская	32.3%	194.3	2.0%	-0.8%
Хабаровский	33.0%	246.4	1.5%	667.5%
Коми	36.3%	273.7	2.7%	37.1%
Волгоградская	37.6%	102.3	0.9%	-61.2%
Мурманская	39.8%	59.2	0.9%	263.6%
Московская	41.6%	1766.5	3.7%	146.5%
Чувашия	42.4%	60.0	0.7%	109.2%
Красноярский	45.2%	561.7	2.7%	241.2%
Карелия	46.0%	69.9	1.3%	84.2%
Ярославская	52.3%	108.3	1.3%	9.9%
Белгородская	53.0%	94.5	1.5%	44.7%
Якутия	54.6%	217.3	0.7%	194.7%
Костромская	67.6%	35.2	0.8%	-0.2%
Новосибирская	70.9%	599.9	3.6%	70.2%

Долг как доля собственных доходов – по состоянию на 1 октября 2003 г., остальные показатели – за 2003 г. Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

акций ЗАО «Булгар-Хмель», посредством которой была оформлена продажа, 2 марта 2004 г.

В настоящий момент Минфин Чувашии уточняет юридические последствия данной сделки для косвенной долговой нагрузки республики. Предварительное мнение КАУ Росбанка по данному вопросу заключается в том, что остаток гарантированной Чувашией задолженности компании «Булгар-Хмель» в настоящее время фактически является обязательством SUN Interbrew. Учитывая довольно сильное финансовое положение этой корпорации, мы не ожидаем возникновения гарантийных случаев по данному виду долга (хотя в бюджете Чувашии 2004 г. такой сценарий предусмотрен). В силу этого **мы считаем целесообразным рассматривать фактический государственный долг Чувашии как примерно вдвое меньший по сравнению с номинальным.** В таком случае фактический уровень накопленной задолженности республиканского бюджета снижается примерно до 21-22% собственных доходов, что является довольно низким показателем на фоне большинства других эмитентов (табл. 4).

Даже если не принимать во внимание значительную долю гарантий в структуре долга и низкую вероятность фактического перехода обязательств на республику, относительное положение Чувашии по показателю «долг к объему собственных доходов» не вызывает серьезных опасений. По показателю расходов на обслуживание долга в общих доходах Чувашия выглядит еще более уверенно – **в прошлом году долговые расходы составили всего 0.7% всех расходов, что вдвое ниже среднего уровня** по всем регионам-эмитентам рыночных долгов.

Другие виды долга (табл. 5) также выглядят вполне приемлемо. Задолженность по бюджетным ссудам находится на крайнее незначительном уровне

Особенности купонной структуры и прогноз ставки рефинансирования

Решение о выпуске размещаемого займа предусматривает механизм привязки купонных ставок к ставке рефинансирования Центрального банка. Ставка первого купона фиксирована на уровне 10%, а последующие ставки корректируются на половину изменения ставки рефинансирования. Например, если перед началом очередного купонного периода ставка рефинансирования снижается на x процентных пунктов по сравнению с ее уровнем перед началом размещения, то купонная ставка облигации снижается на $x/2$ процентных пунктов по сравнению со ставкой первого купона. Поэтому для прогнозирования будущих купонных платежей по бумаге и оценки ожидаемой доходности необходимо оценить будущие изменения ставки рефинансирования.

Известно, что в российских условиях ставка рефинансирования не выполняет тех функций, которые ей свойственны в денежно-кредитной политике развитых стран. Ставка рефинансирования в настоящее время реально применяется в таких областях, как:

(25 млн. руб.) и имеет очень длительный срок погашения (2006-2018 гг.). В государственных займах (486 млн. руб.) кроме рыночного облигационного выпуска на сумму 285 млн. руб. остальные суммы представлены жилищными облигациями 2002 г. (71 млн. руб., погашение – июль 2004 г. без реальных оттоков финансовых средств) и облигациями республиканского займа 2002 г. (110 млн. руб., погашение – июль 2004 г.), которые размещались на региональном рынке. Учитывая размещение нового займа, риски рефинансирования для Чувашии оцениваются нами как незначительные.

Табл. 5. Государственный долг Чувашии (по состоянию на 1 марта 2003 г., млн. руб.)

Вид задолженности	Объем	Доля
Бюджетные ссуды и кредиты	37.7	2.1%
Банковские кредиты	110.0	6.2%
Государственные облигации	485.6	27.5%
Казначейские векселя	1.0	0.1%
Пролонгированные и реструктуризированные обязательства по АПК	41.8	2.4%
Гарантии	1090.4	61.7%
Всего госдолг	1766.5	100.0%

Источник: Минфин Чувашии

Кредитная история Чувашии является сильной. Это в первую очередь подтверждается действиями руководства Чувашии в 1998-2000 гг. (остающегося у власти и сегодня), когда республика стала одним из 7 регионов, полностью выполнивших свои обязательства по агрооблигациям, несмотря на сложное финансовое положение. Обслуживание банковских кредитов и обращающегося сейчас выпуска облигаций (RU24002CHU0) также всегда происходило полностью и в срок.

- расчет налоговой базы в отдельных случаях (в т.ч. по НДС в части товарных векселей, некоторые моменты по налогу на доходы физлиц, особенно по банковским вкладам, а также по налогу на прибыль в части отнесения процентных платежей на себестоимость);
- расчет пеней и штрафов;
- расчет процентов за просрочку возмещения (зачета/возврата) налогов и при изменении срока уплаты налога.

Это позволяет считать, что «штрафная» роль ставки рефинансирования в настоящее время является ведущей. Стремясь изменить эту ситуацию, руководство Центрального банка начиная с 2002 г. неоднократно заявляло о намерении сделать ставку рефинансирования «более рыночным» инструментом. Однако пока изменения в этом направлении не стали значительными. Уже более года назад, с февраля 2003 г., ЦБ уравнивал ставку рефинансирования со ставкой по кредитам overnight (однодневным расчетным кредитам), востребованность которых сейчас является низкой. Тем не менее, ставка

рефинансирования остается гораздо выше того уровня, на котором ЦБ проводит реальные операции по поддержке ликвидности банковской системы. В частности, ставки по операциям прямого репо против ЦБ в прошлом году лишь в самых сложных ситуациях превышали 10%, обычно находясь на уровнях 6-8%. Поэтому если действия по приданию ставке рефинансирования более «рыночного» статуса продолжатся, то они будут скорее всего связаны с ее дальнейшим понижением (что не противоречит нашему базовому сценарию, см. ниже).

На какие показатели фактически ориентируется Центральный банк при установлении размера ставки рефинансирования? Наше мнение заключается в том, что основным ориентиром здесь выступает инфляция, точнее, накопленный прирост цен за последние 12 месяцев. Эмпирические данные, на наш взгляд, не противоречат этому мнению (рис. 1). Единственный год, в течение которого ставка оставалась неизменной, - это 2001 г. (ставка рефинансирования - 25% годовых). Главное отличие этого периода от остальных - именно значительный всплеск инфляции. Во всех остальных случаях снижение ставки следовало за замедлением роста цен. «После», конечно, не означает «по причине». Однако во многих публичных заявлениях и комментариях бывших и нынешних руководителей ЦБ наиболее четко прослеживается связь ставки рефинансирования именно с инфляцией, гораздо реже - с доходностью по госбумагам и практически ни в одном выступлении - с другими денежными показателями (валютным курсом или валютными резервами, состоянием ликвидности банковской системы).

Как ЦБ изменял ставку рефинансирования ранее? Здесь можно отметить следующие моменты:

- И в 2002, и в 2003 году ставка снижалась по два раза, первый раз - ближе к началу года (апрель и февраль), второй раз - ближе к середине года (август и июнь). Начало 2004 г. пока «не ломает» эту традицию;

- Почти во всех случаях снижение ставки рефинансирования было сопряжено с одновременным сокращением спреда к накопленной инфляции (это также показано на рис. 1). Если в начале 2002 г. разрыв ставки и инфляции превышал 5% (500 б.п.), то при последнем снижении он сузился до 2% (200 б.п.). Исключением из этого правила стало снижение ставки в августе 2002 г., но ЦБ, на наш взгляд, компенсировал этот «недостаточное» снижение более агрессивным сокращением в феврале 2003 г. - сразу на 3% против «обычных» 2%.

Соответственно **мы предлагаем считать инфляцию главным фактором, определяющим будущую динамику ставки рефинансирования.** Уточненный прогноз социально-экономического развития РФ на 2004 г. и до 2006 г. (подготовленный Минэкономразвития в декабре) предусматривает следующие показатели роста цен на период обращения размещаемого выпуска:

Табл. 6. Правительственный прогноз инфляции

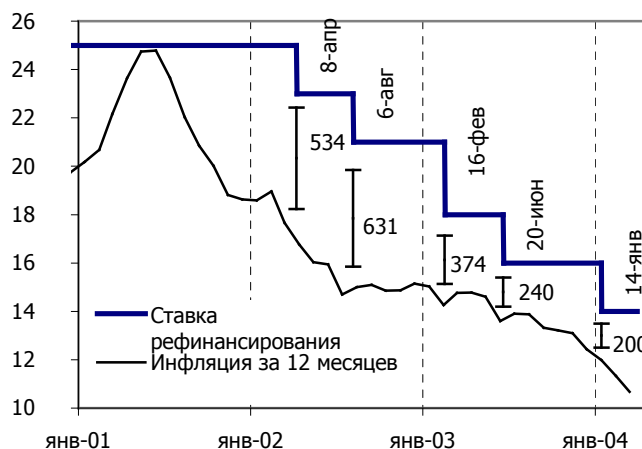
Год	Инфляция
2004	10%
2005	8.5%
2006	7.5%

Источник: МЭРТ РФ

Однако мы склонны считать, что ориентиры Правительства по инфляции являются довольно оптимистичными, в силу ряда факторов:

- Монетарный фактор является не самым важным для инфляции, и его значимость на протяжении последних лет снижалась. В то же время тарифная политика естественных монополий оказывает более значительное влияние на инфляцию. Необходимость финансирования значительных инвестиций в обновление производства и выравнивание внутренних и внешних цен на энергоносители

Рис. 1. Инфляция и ставка рефинансирования с начала 2001 г.



Вертикальными линиями показан разрыв между установленными ставками и накопленной инфляцией за последние 12 месяцев (в базисных пунктах) по месячным данным, которые были опубликованы на момент принятия решения Советом директоров ЦБ РФ. Источник: ЦБ РФ, Госкомстат, расчеты Росбанка

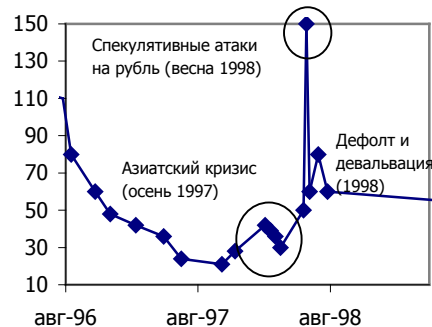
- (особенно в свете вероятного вступления России в ВТО) будут оказывать дополнительное инфляционное давление;
- Рост денежной массы, влияние которого на цены в течение последних лет постоянно «откладывалось», в среднесрочной перспективе при снижении реального спроса на деньги со стороны промышленности и населения может проявиться более значительно, что также приведет к ускорению роста цен.

Вторым важнейшим фактором динамики ставки будет ее спрэд к инфляции. Мы полагаем, что в ближайшей перспективе он будет снижаться относительно медленно. Этому будут способствовать такие факторы, как:

- Стремление сохранить «штрафную» функцию ставки рефинансирования на положительном реальном уровне (с учетом инфляции);
- Осторожная позиция Центрального банка. В случае значительного ухудшения ситуации любое повышение ставки рефинансирования будет воспринято рынком очень негативно, и поэтому ЦБ может оставить себе больше «запаса».

Консервативный прогноз спреда ставки рефинансирования к инфляции позволяет нам учесть еще одно важное обстоятельство – уже упоминавшийся риск ухудшения ситуации на рынке и ощутимого повышения общего уровня процентных ставок. Данный риск в настоящий момент может казаться маловероятным, однако здесь полезно провести параллели с 1997-1998 гг. Несмотря на все различия нынешней ситуации и того периода (гораздо более устойчивый бюджет, очень большие валютные резервы, более диверсифицированные банковские вложения), необходимо иметь в виду, что фундаментально российская экономика остается сильно зависимой от некоторых факторов, находящихся не под контролем Правительства. Основной из них – цены на сырьевые товары. При изменении ситуации с платежным балансом и возобновления девальвации рубля значительный рост процентных ставок на рынке выглядит не только вполне реальным, но и практически гарантированным – вопрос лишь в масштабе этого повышения. Стандартной реакцией ЦБ на массированный спрос на валюту и отток капитала нерезидентов является, в том числе, повышение ставки рефинансирования, в первую очередь как своего рода сигнала для рынка. Осенью 1997 г., после азиатского кризиса, ЦБ не потребовалось ни дефолта, ни девальвации для того, чтобы поднять ставку рефинансирования за квартал почти вдвое – с 21% до 42% (рис. 2). Для размещаемого выпуска такой рост соответствовал бы более чем удвоению купона. Иными словами, в консервативном прогнозе спреда ставки рефинансирования к инфляции мы отражаем очень редкую для российского рынка «защитную» особенность размещаемого выпуска в случае повышения ставок.

Рис. 2. Ставка рефинансирования в 1996-98 гг.



Источник: ЦБ РФ

С учетом сказанного выше для анализа базового сценария мы корректируем правительственный прогноз инфляции на 0.5% по каждому году и сохраняем предполагаемый спрэд ставки рефинансирования к инфляции на уровне 200 б.п. Соответственно **наш базовый сценарий динамики ставки рефинансирования** выглядит следующим образом:

Табл. 7. Базовый сценарий ставки рефинансирования

Год	Инфляция	Спрэд	Ставка на конец года
2004	10.5%	2%	11.5%
2005	9.0%	2%	11.0%
2006	8.0%	2%	10.0%

Источник: расчеты Росбанка

Соответствующий ему сценарий купонных выплат по размещаемому выпуску (в предположении, что снижения ставки будут проходить дважды в год и примерно в те же месяцы, что и ранее), приведен в табл. 8. Поскольку точное время принятия решений об изменении ставки рефинансирования прогнозировать очень сложно, инвесторы могут рассматривать данный сценарий как первое приближение действительной ожидаемой купонной структуры.

Табл. 8. Купонная структура (базовый сценарий)

Завершение купонного периода	Ставка ЦБ перед началом периода	Ставка купона
14-июл-04	14.00	10.00
13-окт-04	12.00	9.00
12-январь-05	12.00	9.00
13-апр-05	11.50	8.75
13-июл-05	11.50	8.75
12-окт-05	11.00	8.50
11-январь-06	11.00	8.50
12-апр-06	10.50	8.25
12-июл-06	10.50	8.25
11-окт-06	10.00	8.00
11-январь-07	10.00	8.00
13-апр-07	10.00	8.00

Источник: расчеты Росбанка

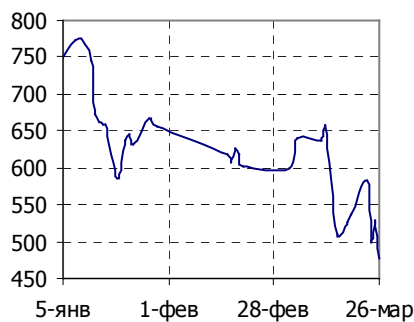
Относительное положение облигаций Чувашии на рынке и оценка потенциального спреда

В настоящее время на рынке обращается 1 облигационный заем Чувашии (RU24002CHU0) на 285 млн. руб., выпущенный в августе 2003 г. со сроком обращения 2 года. Его текущая купонная ставка – 12% годовых – скорее всего сохранится на весь срок до погашения, и доходность этого выпуска к

погашению оценивается исходя из этого предположения.

Довольно близким аналогом по срочности для данного выпуска является 24 серия займа Москвы, которая может использоваться в качестве ориентира. Спрэд между ними с начала года сузился с 750 б.п. до примерно 500-520 б.п. (рис. 3). В целом мы считаем такое относительное положение чувашских долгов адекватным кредитному качеству эмитента. **Для размещаемого выпуска, в свою очередь, на московской кривой ориентиром могут служить серии 27 и 31.** Оценка справедливой доходности нового выпуска к этим бумагам с аналогичным спрэдом представляется нам вполне оправданной. Однако при этом необходимо иметь в виду, что повышенный интерес инвесторов к относительно более доходным бумагам (из-за низких ставок наиболее качественных выпусков и сохранения высокой ликвидности и стабильного валютного курса) может привести к снижению фактического спреда, с которым будет размещен новый выпуск Чувашской республики.

Рис. 3. Спрэды Чувашии-1 к Москве-24 (базисных пунктов, с начала 2004 г.)



По средневзвешенным ценам, ММВБ. Источник: Росбанк

□

Адрес 107078, Москва, ул. Маши Порываевой, 11
Интернет <http://www.rosbank.ru>

Конъюнктурно-аналитическое управление

Телефон	+7 (095) 725-5754
Факс	+7 (095) 725-5754
E-mail	research@rosbank.ru
Макроэкономика	Пантюшин Владимир
Фондовый рынок	Стоянов Андрей
Долговой рынок	Гришин Петр
Валютный рынок	Супрунов Павел, Бобовников Андрей

Департамент инвестиционно-банковских услуг

Телефон	+7 (095) 234-0947
Факс	+7 (095) 721-9550
Директор Департамента	Порхун Алексей +7 (095) 234-0947
	Афонский Михаил +7 (095) 204-9427
	Барков Дмитрий +7 (095) 725-5477
Управление рынков	Борзунова Дарья +7 (095) 232-9807
капитала	Воробьева Елена +7 (095) 208-9038
	Головчанова Ирина +7 (095) 232-9831
	Кизилова Вера +7 (095) 232-9807
	Якимова Виктория +7 (095) 725-5494
Инициирование и	Королев Роман +7 (095) 234-9082
синдикация	Морозов Дмитрий +7 (095) 725-5477

Департамент Казначейских операций

Телефон	+7 (095) 232-9828
Факс	+7 (095) 725-2405

Управление операций на фондовом рынке

Телефон	+7 (095) 725-5747
Торговые операции	Черняков Станислав
	Демин Михаил
	Рожков Алексей

Управление по работе с долговыми инструментами

Начальник Управления	Ферафонов Александр
Внешний долг	Сытников Дмитрий
	Шошин Роман
Внутренний долг	Королев Василий
	Соловьев Александр
Вексельный долг	Зайцев Дмитрий

Клиентские операции

Телефон	+7 (095) 725-5713
	+7 (095) 234-0986
E-mail	sales@broker.rosbank.ru
Внутренний долг/	Аграчев Филипп
Внешний Долг	Енуков Дмитрий
	Макова Елена