

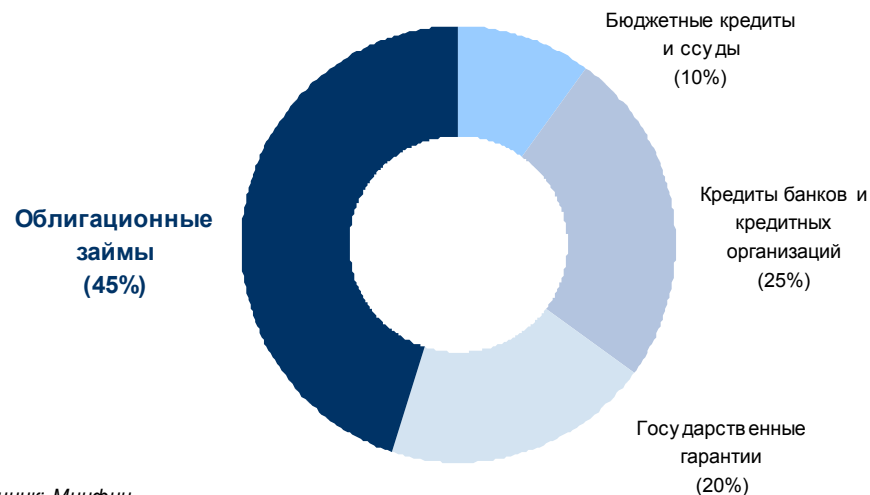


2012: БЕЗ КОНЦА СВЕТА

- ✓ 2010 год прошел в условиях низких ставок денежного рынка при умеренных темпах инфляции, всего в этот период был размещен 221 выпуск 136 различных эмитентов (субфедеральных и корпоративных, в том числе компаний III эшелона) общим объемом 982 млрд. рублей, что на 54% превосходит показатель 2008 года
- ✓ Первые 7 месяцев 2011 года поддержку рынку рублевых облигаций оказывали те же факторы: рынок был насыщен ликвидностью, процентные ставки консолидировались на исторически минимальных уровнях и спрос на бумаги был высоким.
- ✓ Снижение рейтинга США в августе и обострение долговых проблем стран еврозоны подорвало равновесие сначала на внешних рынках, а затем и российском внутреннем. Ослабление курса рубля и сжатие ликвидности привели фактически к закрытию долгового рынка: вместе с объемами размещений в крутое пике ушли и торговые обороты по облигациям – вторичный рынок утратил ликвидность, а доходности – репрезентативность

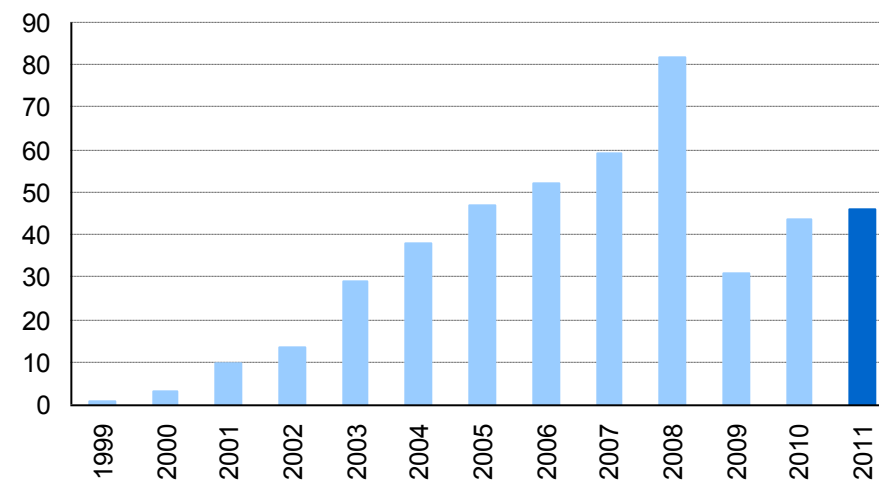
- ✓ Рублевые облигационные займы – основной инструмент финансирования дефицита бюджета субъектов РФ и муниципальных образований, составлявший до кризиса порядка 45% внутреннего долга российских регионов. К числу крупнейших эмитентов принадлежат Москва, Самарская, Волгоградская, Нижегородская, Ярославская и Иркутская области, Республика Саха (Якутия)
- ✓ В 2010/11 годах на долговой рынок с новыми займами вышло 22 эмитента. Среди них были как хорошо знакомые рынку имена (Красноярский край, Краснодарский край и Якутия, Волгоградская, Тверская, Нижегородская и Ярославская области), так и ряд дебютантов – Краснодар, Хакасия и Рязанская область. В ближайшие недели на рынок впервые выходит Свердловская область.
- ✓ Средний размер выпуска составил 3,2 млрд руб., срок обращения бумаг – 4,5 года. 26 из 29 выпусков имели амортизационную структуру
- ✓ Около половины эмиссий было размещено с помощью процедуры букбилдинга (формирование книги заявок). Этот формат размещения, зарекомендовавший себя в корпоративном секторе, все чаще используется субфедеральными заемщиками

Структура долга российских регионов



Источник: Минфин

Объем размещения облигаций региональных заемщиков (без учета займов Москвы), млрд рублей

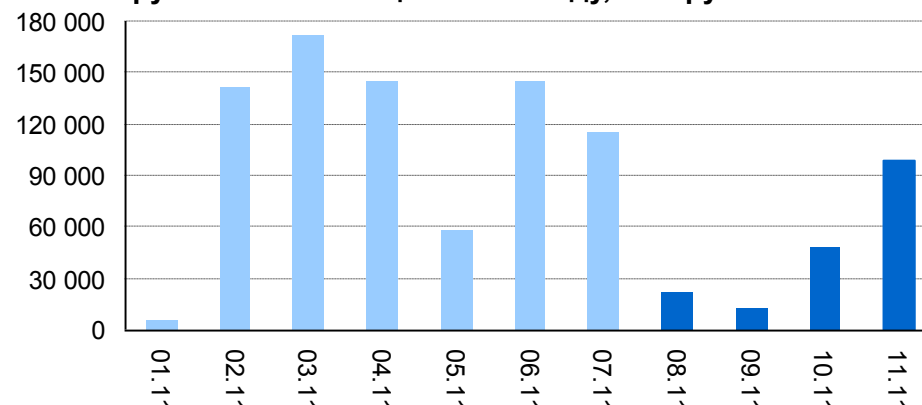


Источник: Cbonds

**Стоимость бивалютной корзины ЦБ РФ
(EUR 45%, USD 55%)**



**Объемы размещения
рублевых облигаций в 2011 году, млн рублей**



Динамика биржевого индекса РТС



- Рыночная конъюнктура в первые семь месяцев 2011 года позволяла успешно привлекать крупные объемы средств на внутреннем рынке по ставкам ниже докризисных
- Снижение кредитного рейтинга США агентством S&P в августе и обострение долговых проблем стран еврозоны спровоцировали массовые распродажи по всему спектру активов на мировых биржевых площадках
- Снижение аппетита инвесторов к риску стало причиной резкого ослабления курса рубля. Это вместе с сезонным снижением ликвидности в банковской системе привело к росту % ставок на внутреннем рынке и его фактическому закрытию для подавляющего большинства эмитентов

Субфедеральные и муниципальные эмитенты, выходившие на рынок публичного долга в 2009-2011 гг.



УРАЛСИБ

КЭПИТАЛ

Облигационный выпуск	Рейтинг эмитента (S&P / Moody's / Fitch)	Начало размещения	Объем эмиссии, млн рублей	Частота выплат купона, раз в год	Амортизация номинала	Срок обращения, лет	Дюрация выпуска, лет	Базовая ставка купона	Доходность размещения	Формат размещения
Москва 61 *	BBB / Baa1 / BBB	03.06.2009	15 000	4	—	4,0	—	15,00%	—	по цене
Карелия 34012	- / - / BB-	04.06.2009	1 000	4	+	2,0	1,4	19,05%	20,45%	по купону
Москва 62 *	BBB / Baa1 / BBB	08.06.2009	35 000	4	—	5,0	—	16,00%	—	по цене
Москва 63 *	BBB / Baa1 / BBB	10.06.2009	15 000	4	—	4,5	—	15,00%	—	по цене
Самарская область 34006	BB+ / Ba1 / -	14.08.2009	2 425	4	+	3,7	2,6	15,00%	15,87%	букбилдинг
Волгоградская область 34003	BB- / - / -	08.09.2009	1 000	2	+	2,0	1,4	14,70%	14,92%	по купону
Волгоград 34004	- / Ba3 / -	05.11.2009	1 100	4	+	3,0	2,0	18,10%	19,11%	по купону
Красноярский край 34004	BB+ / Ba2 / BB+	12.11.2009	10 200	4	+	3,0	1,9	11,64%	11,67%	по купону
Нижегородская область 34005	- / Ba2 / B+	02.12.2009	3 000	2	+	3,0	1,9	13,25%	13,52%	по купону
Казань 34006	- / - / B+	10.12.2009	2 000	4	+	2,0	1,5	12,00%	12,55%	букбилдинг
Тверская область 34006	B+ / - / -	17.12.2009	3 000	4	+	4,5	3,0	12,50%	13,10%	по купону
ХМАО 25006	BBB- / Baa3 / -	24.12.2009	2 000	2	—	2,0	1,9	10,00%	10,25%	по купону
ХМАО 25007	BBB- / Baa3 / -	24.12.2009	2 000	2	—	3,0	2,7	10,40%	10,67%	по купону
ХМАО 25008	BBB- / Baa3 / -	24.12.2009	2 000	2	—	4,0	3,3	10,80%	11,09%	по купону
Иркутская область 31007	B+ / - / -	25.12.2009	1 567	3	+	2,0	1,1	11,50%	11,39%	по купону
Республика Саха (Якутия) 34004	BB- / - / BB	25.03.2010	2 000	4	+	3,5	2,5	9,75%	8,41%	по цене
Ярославская обл 34009	- / - / BB-	20.05.2010	3 000	4	+	3,0	2,5	8,50%	8,64%	по цене
Волгоградская область 34004	BB- / - / -	09.06.2010	2 000	2	+	4,0	2,8	8,75%	8,38%	по купону
Республика Карелия 34013	- / - / BB-	24.06.2010	2 000	4	+	5,0	2,8	9,91%	10,12%	по купону
Томск 34003	- / - / -	28.06.2010	800	4	+	4,0	2,6	11,13%	11,03%	по купону
Краснодар 34001	- / Ba2 / -	07.07.2010	1 100	2	+	3,0	2,7	8,50%	8,82%	букбилдинг
Республика Хакасия 1	- / - / BB-	25.08.2010	1 200	4	+	3,0	2,3	8,20%	8,45%	по купону
Краснодарский край 34003	BB / - / BB	28.09.2010	4 000	2	+	4,0	3,1	8,30%	8,37%	букбилдинг
Нижегородская область 34006	- / Ba2 / B+	07.10.2010	5 000	2	+	5,0	3,5	8,50%	8,53%	букбилдинг
Республика Коми 34009	- / Ba2 / BB	19.10.2010	2 100	2	+	4,0	3,1	7,75%	7,95%	по цене
Санкт-Петербург 25038 **	BBB / Baa2 / BBB	25.11.2010	10 000	2	—	5,0	4,2	7,76%	7,91%	по купону
Удмуртская республика 34004	- / Ba1 / BB+	25.11.2010	2 000	2	+	5,0	3,6	8,70%	8,79%	букбилдинг
Рязанская область 34001	- / - / B+	02.12.2010	2 100	2	+	4,0	2,8	8,80%	8,71%	букбилдинг
Тверская область 34007	B+ / - / -	21.12.2010	3 000	4	+	5,0	3,9	8,50%	8,77%	по купону
Казань 34007	- / - / B+	22.12.2010	2 000	4	+	4,0	2,3	8,75%	9,04%	букбилдинг
Волгоград 34005	- / Ba3 / -	23.12.2010	1 000	4	+	5,0	3,4	9,50%	9,79%	букбилдинг
Уфа 25006	BB- / - / -	28.12.2010	750	2	—	3,0	2,7	9,00%	9,20%	по купону
Ярославская область 34010 ***	- / - / BB-	19.04.2011	3 000	4	+	3,0	2,5	8,00%	7,43%	по цене
Волгоградская область 34005	BB- / - / -	11.05.2011	3 000	2	+	5,0	3,4	8,00%	7,78%	по купону
Республика Саха (Якутия) 35003	BB- / - / BB	20.05.2011	2 500	4	+	5,0	3,6	7,95%	7,80%	по цене
Калужская область 34005	- / - / BB-	26.05.2011	2 500	4	+	5,0	3,8	8,20%	8,44%	букбилдинг
Самарская область 35007	BB+ / Ba1 / -	08.06.2011	12 200	4	+	5,5	3,2	7,49%	7,70%	по купону
Чувашия 31008	- / Ba2 / -	15.06.2011	1 000	4	—	3,0	2,7	8,00%	7,48%	по цене
Краснодар 34002	- / Ba2 / -	10.11.2011	1 100	2	+	4,0	2,0	9,00%	9,20%	букбилдинг
Нижегородская область 34007	- / Ba2 / B+	17.11.2011	8 000	2	+	5,0	3,0	9,95%	10,10%	букбилдинг
Костромская область 34006 ****	- / - / B+	24.11.2011	4 000	4	+	5,0	2,6	9,50%	11,50%	по цене
Удмуртская республика 34005	- / Ba1 / BB+	01.12.2011	2 000	2	+	5,0	3,2	10,15%	10,41%	букбилдинг
Республика Карелия 34014	- / - / BB-	02.12.2011	1 000	2	+	5,0	2,5	9,99%	10,15%	букбилдинг
Красноярский край 34005	BB+ / - / BB+	06.12.2011	9 000	2	+	5,0	2,3	9,50%	9,48%	по купону
Свердловская область 34001	BB+ / - / -	13.12.2011	3 000	4	+	5,0	2,5	маркетинг	9,5-10,0%	букбилдинг
Республика Коми 32010	- / Ba2 / BB+	15.12.2011	2 100	2	+	5,0	3,1	маркетинг	9,5-10,0%	по цене
Среднее значение за 2010/11 гг.			3 200			4,4	2,9			

* размещались несколькими траншами
** объем в обращении - 3 000 млн руб.
*** объем в обращении - 1 822 млн руб.
**** объем в обращении - 2 125 млн руб.

рейтинги эмитентов приведены на момент размещения бумаг и могут не совпадать с текущими
ставка рефинансирования ЦБ РФ - 8,25%

- ✓ Мировая экономика начинает сбавлять обороты, причем даже в развивающихся странах типа Китая или Бразилии, чей рост некоторое время «вытягивал» глобальные показатели с послекризисного дна. Вероятность второй волны рецессии крайне велика, при этом ведущие страны подходят к ней в более плохой форме, чем это было в 2008 году: процентные ставки уже не минимальных уровнях, безработица высока, потребители наращивают накопления в ущерб потреблению, а сами страны обременены резко возросшей долговой нагрузкой, что сужает их возможности для монетарного маневра.
- ✓ Продолжающаяся политика денежного смягчения ФРС и ЕЦБ пока продолжает оказывать поддержку сырьевым рынкам, создавая риски резкой «посадки», аналогичной 2008 году. Мы рассматриваем текущую непростую ситуацию на внутреннем долговом рынке как временную. Очередной раунд антикризисного монетарного смягчения должен поддержать сырьевые котировки на комфортном уровне, и рынок, вероятнее всего, обретет неплохой тонус – хотя очевидно, что время исторически минимальных процентных ставок уже ушло.

- ✓ Эра «антикризисных» бюджетных кредитов подошла к концу. Уже в текущем году размер льготных кредитов сократился, а сами средства стали вдвое дороже. Начиная с 2012 года кредиты и будут предоставляться исключительно на борьбу с последствиями чрезвычайных ситуаций. Регионам в ближайшие годы предстоит вернуть более 300 млрд. рублей бюджетных кредитов: **вопрос рефинансирования уже на повестке дня, и конкуренция за деньги инвесторов в субфедеральном секторе существенно возрастает.**
- ✓ Министерство финансов РФ считает облигации приоритетным способом привлечения регионами долгового финансирования. В «Основных направлениях государственной долговой политики России на 2012-2014 гг.» Министерство финансов рекомендует регионам привлекать средства на рынках.
- ✓ В текущих условиях целесообразно использовать любое «окно» с приемлемыми % ставками, чтобы привлечь средне- и долгосрочные средства, создать «подушку безопасности» на период, когда кредитные рынки вновь закроются. **Банковские кредиты** могут быть выгодны на коротких временных отрезках, но они увеличивают риск рефинансирования – крайне опасный при нестабильных рынках.

- ✓ Мы ожидаем доминирования на первичном рынке регионов с кредитными рейтингами в диапазоне от В+ до ВВ+, с увеличением объемов заимствований на рынке облигаций в 2012 г. до 80-100 млрд. руб.
- ✓ Дебютанты и «возвращенцы» появятся на рынке, но тон будут задавать проверенные заемщики.
- ✓ Внешние займы останутся теоретической возможностью для субфедеральных заемщиков, но возможны эксперименты с рублевыми еврооблигациями, а также рост присутствия иностранных инвесторов при размещениях.
- ✓ Скорее всего продолжаться эксперименты с выпуском инфраструктурных облигаций под гарантии субъектов федерации.
- ✓ Заемщикам и потенциальным эмитентам необходимы более плотная работа с рейтинговыми агентствами и большая информационная открытость.
- ✓ Мы оцениваем вероятность «Конца Света» в декабре 2012 г. как низкую и в связи с этим не рекомендуем субфедеральным заемщикам рассчитывать на тотальное списание долга.