



# 2012 год, ликвидность, «защита» и кредитный подход



**Леонид Игнатьев**

Дирекция анализа долговых рынков

Декабрь 2011

# 2012: глобальные рынки и еврооблигации

В США полноценный QE невозможен ранее 2013 г.; новые стимулы – только на рынке жилья (MBS)

Снижение деловой активности в США; замедление инфляции

Низкие ставки UST: UST10 – не выше 2.8-3.0% в течение года; конец года – 1.6-1.8%

Ставка Fed Funds неизменна; динамики долларového money market будет определяться Европой

Рецессия в еврозоне в 4К 2011 г. – 1К 2012 г.; затем слабый рост

Надеемся, что не будет суверенных дефолтов и распада еврозоны, но рейтинг нескольких стран пострадает

Снижение ставки ЕЦБ на 25 бп в течение года; удлинение сроков предоставления ликвидности

Запуск укрупненного EFSF может ослабить напряженность; к концу года – наметки фискального союза

Неустойчивость спроса на риск; актуальность в коротких евробондах

# 2012: внутренний рынок и рублевые бонды

Прирост ВВП – в пределах 4% из-за сокращения спроса на экспорт; снижение темпов прироста доходов населения

Снижение инфляции до 6.5% из-за скромной индексации тарифов и снижения цен импорта (фактор ВТО)

Понижение ставки рефинансирования до 7.25%; снижение ставок РЕПО и депозитных ставок – на 50-100 бп

Курс рубля: давление со стороны торгового баланса и рисков внешней конъюнктуры, максимальных с 2008 г.

Снижение ставок NDF – небольшая поддержка рублевому рынку долга; очень вероятно снижение дальнего конца кривой ОФЗ на 20-30 бп

Вторичный рынок: пониженная ликвидность в бумагах, в начале 2012 г. нет явных поводов для ухода в длину

Первичный рынок: качественные заемщики, предоставление премий, спрос на короткую дюрацию – по крайней мере в первые месяцы года

# 2012: возможные точки бифуркации

Саммит ЕС 9 декабря – вероятно, последнее предопределяющее событие 2011 г.

В целом 2012 г. – это медленно, осторожно, волатильно

«Поворотные точки», о которых можно говорить сейчас:

**Начало января** – запуск укрупненного фонда EFSF

**Середина января** – утверждение второго пакета помощи Греции

**Начало марта** – очередной саммит Евросоюза

**Июнь и лето** – формальное завершение Operation Twist в США и ожидание нового QE

**Осень** – активизация предвыборной кампании в США

**Ноябрь-декабрь** – появление элементов фискального союза в еврозоне

# 2П 2011: хроника волатильных времен

## Ценовая динамика еврооблигаций



## Динамика bid/ask спредов по евробондам



# Выбор «защитных» активов от Траста

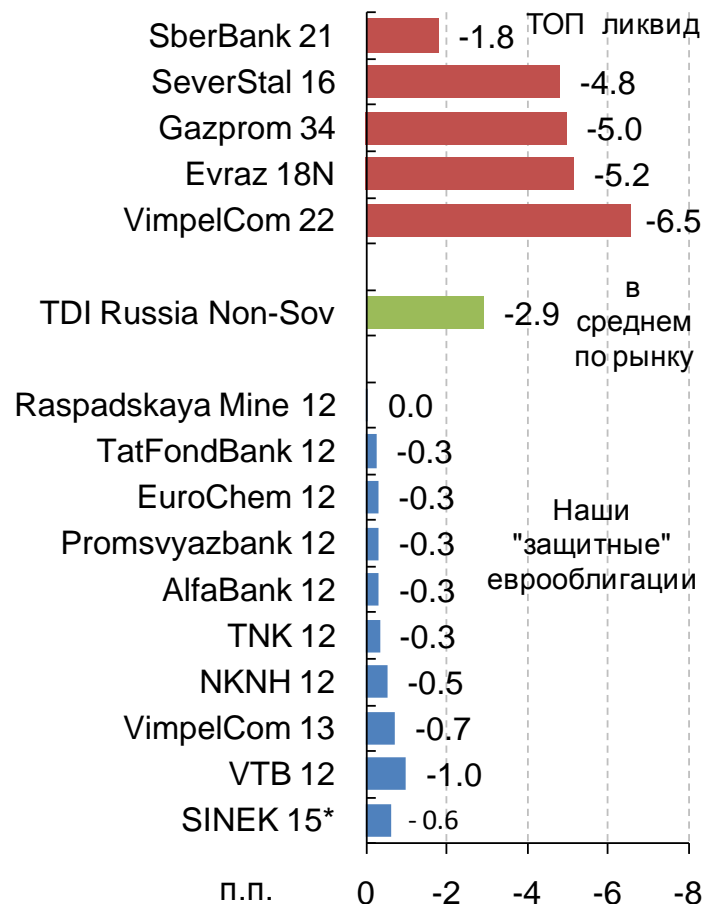
Еврооблигации: 3-ий месяц подряд мы рекомендуем «защитные» активы

График справа очень красноречив: сравнение «защиты» (синий цвет) vs. самых ликвидных евробондов (красный цвет)

Актуальность таких рекомендаций в начале 2012 г. сохранится

Вероятно, стоит со временем только актуализировать список «защиты» по мере приближения дат оферт/погашений

## Еврооблигации в ноябре 2011



# Выбор «защитных» активов от Траста

Повышенное внимание к ликвидности облигаций

Рублевые облигации: инвесторы не готовы брать длину

Лучшие торговые идеи в бумагах сроком 1-1.5 года и менее с наиболее выигрышным соотношением «доходность/кредитный риск» в своих весовых категориях

Например, этот список может быть таким по разным группам кредитного риска:

Ломбард	Пока не Ломбард	Вообще не Ломбард
РЖД-7 ЛСР-2 ЛенСпецСМУ-1 Тверская обл-5 РусСтандарт-8 РенКап КБ-2,3 ВостЭкспресс БО-5 МКБ-6,7	Газпром-капитал3 ФСК-15 РусСтандарт БО-1, Татфондбанк БО-3 ТКС-2, БО-2, БО-3 МКБ БО-4, БО-5 Альфа-Банк-2 МДМ БО-4 МСП Банк-1	Русал-7 Стройтрансгаз-2 Мособлгаз Копейка БО-1 Интурист-2

# Ликвидность как краеугольный камень

Для оценки ликвидности отдельных облигаций Траст использует свой индикатор ликвидности

Индикатор зависит от наличия сбалансированных двусторонних котировок, а также от bid/ask спредов

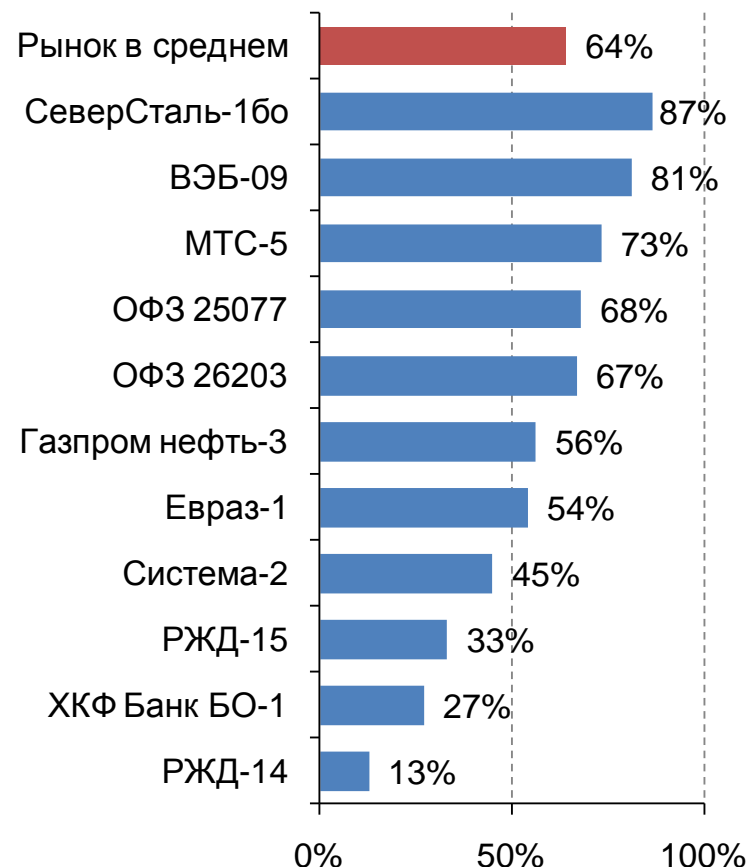
Чем больше близких к лучшей цене котировок на бирже и чем больше на них объемов, тем выше ликвидность.

Более нагляден перцентиль (доля выпусков с меньшим, чем у данной облигации показателем ликвидности)

Перцентиль выше 60% – достаточная ликвидность

Ликвидность еврооблигаций (котировки брокеров, ALLQ Function, BVAL, bid/ask спред, дни со сделками)

Падение показателя ликвидности рублевых бондов с июля по ноябрь 2011





# Денежные потоки важнее EBITDA

EBITDA – лишь форма оценки денежных потоков, ценность в ее общепотребимости и сравнимости

Мы смотрим на EBITDA, но предпочитаем уделять все больше внимания непосредственно самим денежным потокам

Операционный денежный поток до и после изменений в рабочем капитале – вот что по-настоящему важно

Именно отсюда финансируются инвестиции и M&A, погашается долг

Только при наличии положительного свободного денежного потока (не считая IPO/SPO) возможно самостоятельное погашение долгов

## Долговая нагрузка: не только Долг/EBITDA

Доля краткосрочного долга и покрытие краткосрочного долга денежными средствами

Неиспользованные остатки по кредитным линиям, доступность кредитов госбанков

Временная структура долга

# Господдержка и госконтроль

Консервативный подход к господдержке, нельзя закрывать глаза на stand-alone кредитное качество

Стресс-сценарий и/или рецессия: государство не сможет помочь всем

Примеры – МиГ, НПО Сатурн, Межпромбанк

Госконтроль не синоним господдержки, а господдержка не синоним имеющихся кредитов госбанков

Показательный пример для обсуждения – Совкомфлот vs. Транснефть (270 бп спреда)

## 5 «китов» кредитного анализа банков

**NIM** – операционная эффективность бизнеса, без ухищрений с резервами и переоценкой

**NPL** – посткризисная догма в анализе банковской отчетности

**Обеспеченность капиталом** – не только возможность роста, но и буфер для беспокойных времен

**Стоимость риска** (начисления резервов за период/средневзвешенный кредитный портфель) – относительно новый, но очень показательный индикатор

Отношение «**Кредиты/депозиты**» – высокий аппетит к оптовому фондированию плох, но есть много нюансов

Среди универсальных банков наши фавориты – Сбербанк, РСХБ, Альфа-банк, МКБ

В целом нам импонирует цена кредитного риска таких, особенно ХКФБ, Русский Стандарт, ТКС

Кстати, пиковые значения NPL в кризис по розничному портфелю (7.5% – август 2010 г.) ненамного выше, чем по корпоративному (6.3% – июнь 2011 г.)

**Спасибо за  
внимание!**

**ТРАСТ<sup>®</sup> | Банк**

[WWW.TRUST.RU](http://WWW.TRUST.RU)