Константин Васильев,
начальник отдела мировых рынков, партнер, Cbonds

РЫНОК наполовину инвестиционного уровня

СОВОКУПНЫЙ ОБЪЕМ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЗАЕМЩИКОВ ИЗ СТРАН СНГ СОСТАВЛЯЕТ ОКОЛО $171 МЛРД, ИЗ КОТОРЫХ ОКОЛО 52% ПРИХОДИТСЯ НА ДОЛГ ИНВЕСТИЦИОННОГО УРОВНЯ, И ТОЛЬКО 6% НЕ ИМЕЮТ РЕЙТИНГА.

Совокупный объем рынка еврооблигаций заемщиков из стран СНГ составляет около $171 млрд, из которых около 52% в среднем по трем агентствам приходится на долг инвестиционного уровня, то есть не ниже Baa3 по версии Moody's и не ниже BBB- по версиям S&P и Fitch. Таким в целом высоким качеством долга рынок обязан суверенным российским еврооблигациям, составляющим 20% от всех бумаг СНГ, а также крупным квазисуверенным заемщикам — государственным банкам и корпорациям.

Распределение объемов и количества эмиссий еврооблигаций по рейтинговым агентствам на конец 2007 года

	Распределение объемов (млн $)						Распределение количества эмиссий					
Рейтинговое агентство	Россия	Казахстан	Украина	Другие страны СНГ	В т.ч. ABS по всем СНГ	Общий итог	Россия	Казахстан	Украина	Другие страны СНГ	В т.ч. ABS по всем СНГ	Общий итог
Еврооблигации с рейтингом Moody's	117 177	24 612	12 431	340	8 000	154 559	195	75	40	3	41	313
В т.ч. инвестиц. уровня	93 223	16 794	134	100	7 589	110 251	102	47	1	1	36	151
Без рейтинга Moody's	13 003	971	1 762	283	1 087	16 019	83	7	9	4	7	103
Доля эмиссий с рейтингом Moody's	90%	96%	88%	55%	88%	91%	70%	91%	82%	43%	85%	75%
Еврооблигации с рейтингом S&P	98 896	17 572	7 581	200	4 695	124 249	128	52	19	1	18	200
В т.ч. инвестиц. уровня	71 139	2 150	0	0	4 320	73 289	53	9	0	0	15	62
Без рейтинга S&P	31 284	8 011	6 612	423	4 393	46 330	150	30	30	6	30	216
Доля эмиссий с рейтингом S&P	76%	69%	53%	32%	52%	73%	46%	63%	39%	14%	38%	48%
Еврооблигации с рейтингом Fitch	94 066	19 946	10 579	240	1 543	124 830	130	63	30	2	15	225
В т.ч. инвестиц. уровня	79 398	2 766	134	0	1 144	82 298	68	12	1	0	11	81
Без рейтинга Fitch	36 114	5 637	3 614	383	7 544	45 748	148	19	19	5	33	191
Доля эмиссий с рейтингом Fitch	72%	78%	75%	38%	17%	73%	47%	77%	61%	29%	31%	54%
Общий итог	**130 180**	**25 583**	**14 193**	**623**	**9 088**	**170 579**	**278**	**82**	**49**	**7**	**48**	**416**

Источник: Cbonds.ru. Данные имеют погрешность до 5% в связи с относительно непубличной информацией по рейтингам эмиссий

Объем эмиссий без рейтинга хотя бы одного рейтингового агентства составляет $10.7 млрд, или 6.3% от общего объема. Более половины объема сделок без рейтинга приходится на кредитные ноты (CLN), этим обусловлено отличие в пропорциях по количеству эмиссий — 20%, или 82 эмиссии из 414, не имеют рейтинга.

Среди рейтинговых агентств по количеству и объемам эмиссий с рейтингами от данного агентства лидирует Moody's, присвоившее рейтинги 151 выпуску еврооблигаций на общую сумму более $110 млрд, или 91% от всего рынка. Moody's лидирует и в разрезе отдельных стран СНГ, и на сегменте сделок по секьюритизации, где обгоняет своего ближайшего конкурента на данном сегменте Standard & Poor's почти в два раза.

Standard & Poor's и Fitch делят второе место практически на равных — по объему сделок агентства отличаются в пределах $1 млрд, но по количеству сделок Fitch обгоняет Standard & Poor's чуть более значительно: на 25 сделок, или 6% от общего объема рынка. У данных агентств можно отметить ярко выраженную специализацию — Fitch больше работает с эмитентами и из других стран СНГ, кроме России, в первую очередь — с Казахстаном, а S&P отдает предпочтение сделкам по секьюритизации, где позиции Fitch достаточно слабые — всего 17% сделок имеют рейтинг от данного агентства.

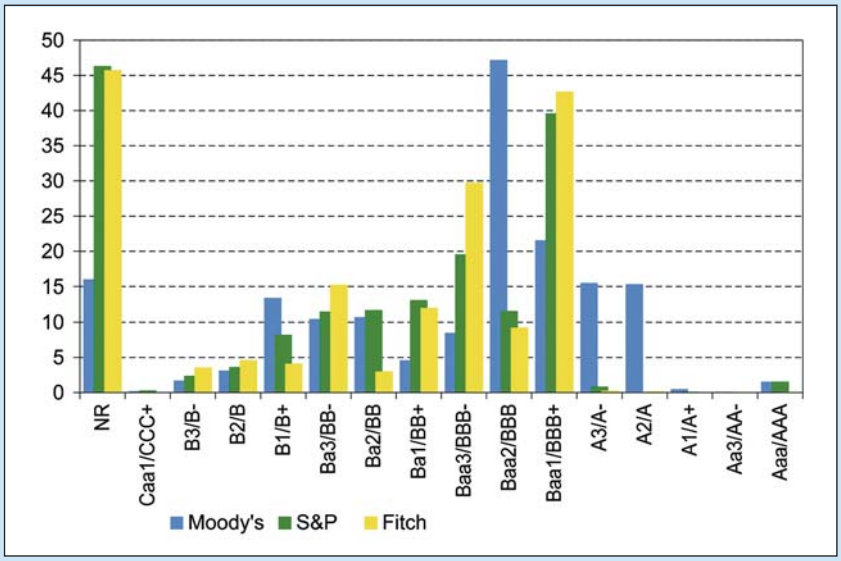
Если рассмотреть распределение эмиссий еврооблигаций по конкретным рейтингам, то основной объем, как и страновые рейтинги России, ключевого заемщика стран СНГ, находятся на нижнем инвестиционном уровне, которому соответствуют рейтинги BBB и Baa. При этом отметим, что из частного сектора в данный уровень попали только сделки по секьюритизации и несколько эмиссий корпораций с иностранным участием в капитале. Выше данного уровня были сделки только квазисуверенных заемщиков в России и несколько застрахованных сделок по секьюритизации в Казахстане.

Данный уровень описывается агентствами как умеренная и достаточная кредитоспособность.

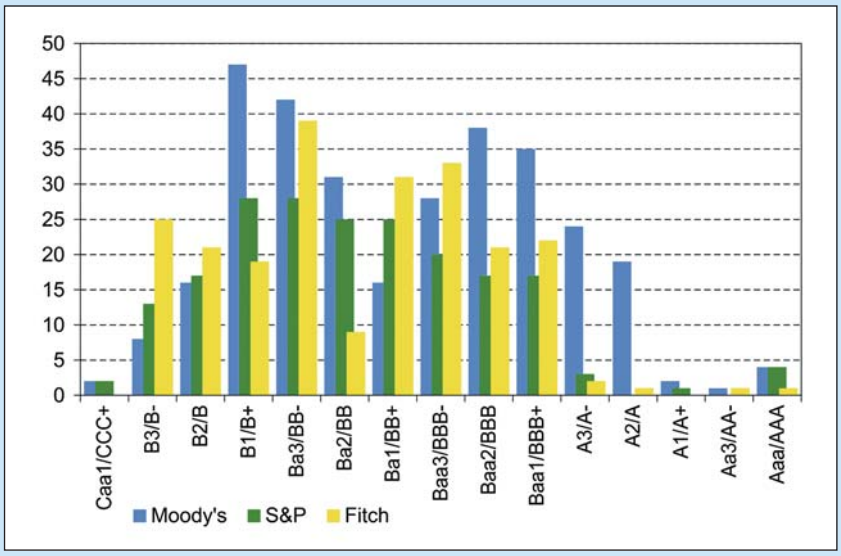
• Moody's. Умеренный уровень кредитного риска. Это средний уровень в классификации рейтингов, и как таковой он может обладать определенными спекулятивными характеристиками.

• S&P. Достаточная способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства, однако более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях.

Распределение рейтингов на рынке еврооблигаций стран СНГ по объему эмиссий, млрд $



Распределение рейтингов на рынке еврооблигаций стран СНГ по количеству эмиссий



• Fitch. Адекватная кредитоспособность. Рейтинги уровня BBB обозначают низкие на данный момент ожидания по кредитным рискам. Способность своевременно погашать финансовые обязательства оценивается как адекватная, однако негативные изменения обстоятельств и экономической ситуации с большой вероятностью могут понизить данную способность.

По количеству сделок распределение более равномерное. Большая часть эмиссий приходится на рейтинги BB и Ba, или на так называемый верхний неинвестиционный уровень или просто неинвестиционный уровень. Данный уровень в один голос рейтинговыми агентствами признается как спекулятивный с высокой чувствительностью к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях.

Из следующей группы по уровню кредитного риска большое количество сделок приходится на уровень B1/B+, это верхняя строчка в группе спекулятивных рейтингов с высокой уязвимостью к экономическим условиям, но с достаточным качеством долга в настоящее время для исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме. На данный уровень приходится больше всего рейтингов от Moody's и от S&P, Fitch же оптимистичней своих коллег на одну строчку. В общей сложности на данный уровень B1/B+ и на предыдущую группу BB и Ba приходится половина всех эмиссий еврооблигаций в странах СНГ.