

СМОЖЕТ ЛИ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ЕЩЕ РАЗ БЫСТРО ВОССТАНОВИТЬСЯ?

ИССЛЕДОВАНИЕ

ACRA-RATINGS.RU

**АЛЕКСЕЙ КОРНЕВ**

Эксперт, группа корпоративных
рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 126

alexey.kornev@acra-ratings.ru

ЭЛЬВИРА ЯКУБОВА

Младший аналитик, группа
корпоративных рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 185

elvira.yakubova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

media@acra-ratings.ru

СОДЕРЖАНИЕ

— с. 2

G-СПРЕДЫ В ПЕРИОД ВЫСОКОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ

— с. 5

ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2022 ГОДУ

— с. 7

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «AAA–AA»

— с. 8

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «A»

— с. 9

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «BBB»

— с. 10

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «BB–B»

- После 21 сентября значения G-спредов по рублевым облигациям, выпущенным российскими нефинансовыми эмитентами, вернулись к уровням апреля 2022 года.
- Максимальные значения риск-премий по облигациям пришлись на конец марта и начало апреля 2022-го, когда ключевая ставка находилась на исторических максимумах.
- G-спреды снижались с апреля по сентябрь текущего года, однако все еще находились существенно выше уровней 2021-го.
- Средний рост риск-премии за каждую ступень кредитного рейтинга увеличился на 37% (с 62 до 85 б. п.).
- Инвесторы ожидают стабилизацию рыночной ситуации в долгосрочной перспективе для эмитентов очень высоких рейтинговых категорий, тогда как по облигациям эмитентов, имеющих более низкие рейтинговые уровни, сужения спредов в долгосрочном периоде не наблюдается.
- Более существенный рост G-спредов облигаций высокодоходного сегмента может свидетельствовать о повышенных рисках рефинансирования для таких эмитентов.

G-СПРЕДЫ В ПЕРИОД ВЫСОКОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ

Для анализа риск-премии использовался G-спред, который рассчитывается как разность между эффективной доходностью к погашению/оферте выпуска и эффективной доходностью к погашению выпуска государственного долга. G-спред определяет премию за кредитный риск той или иной бумаги, а рост спреда соответствует переоценке инвесторами кредитного риска бумаги относительно государственных обязательств.

АКРА использовало данные G-спредов¹ за сентябрь и за период с марта по июль 2022 года по рублевым облигациям, выпущенным российскими нефинансовыми эмитентами. В аналитической выборке учитывались эмитенты и эмиссии, имеющие кредитные рейтинги².

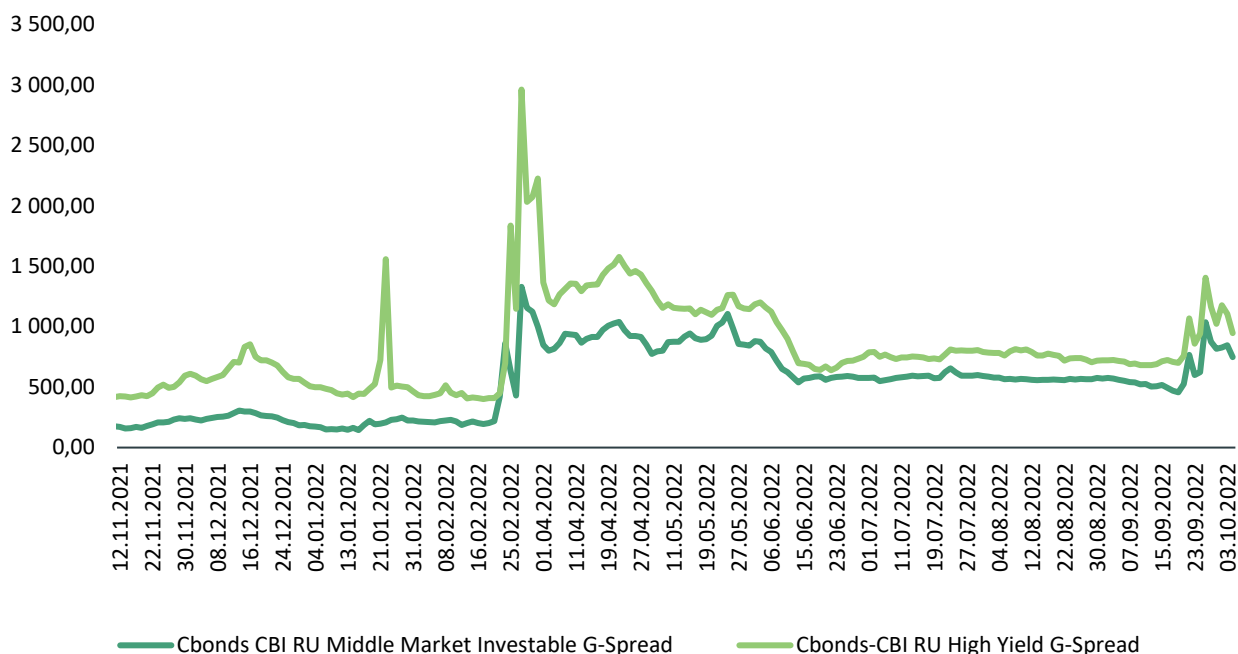
¹ Выбросы по показателю G-спреда были исключены в рамках анализа.

² С целью более широкого охвата рынка использовались данные по эмитентам и эмиссиям, имеющим кредитные рейтинги АКРА и Эксперт РА по национальной шкале. В случае наличия у эмитента или эмиссии кредитных рейтингов от двух указанных агентств использовались кредитные рейтинги, присвоенные АКРА.

Для демонстрации данных на графиках кредитные рейтинги были объединены по следующим категориям: категория «AAA–AA» соответствует уровням рейтинга от AAA до AA-, категория «A» — от A+ до A-, категория «BBB» — от BBB+ до BBB-, категория «BB–B» — от BB+ до B-.

К середине сентября 2022 года значения индексов³ высокодоходных облигаций (High Yield) и широкого рынка облигаций (Middle Market Investable), превысивших в марте 2 500 и 1 300 б. п., опустились до 700 и 460 б. п. соответственно. После 21 сентября, учитывая геополитические изменения, риск-премии на бумаги выросли, а значения индексов вернулись к апрельским уровням.

Рисунок 1. Индексы доходности облигаций



Источник: Cbonds

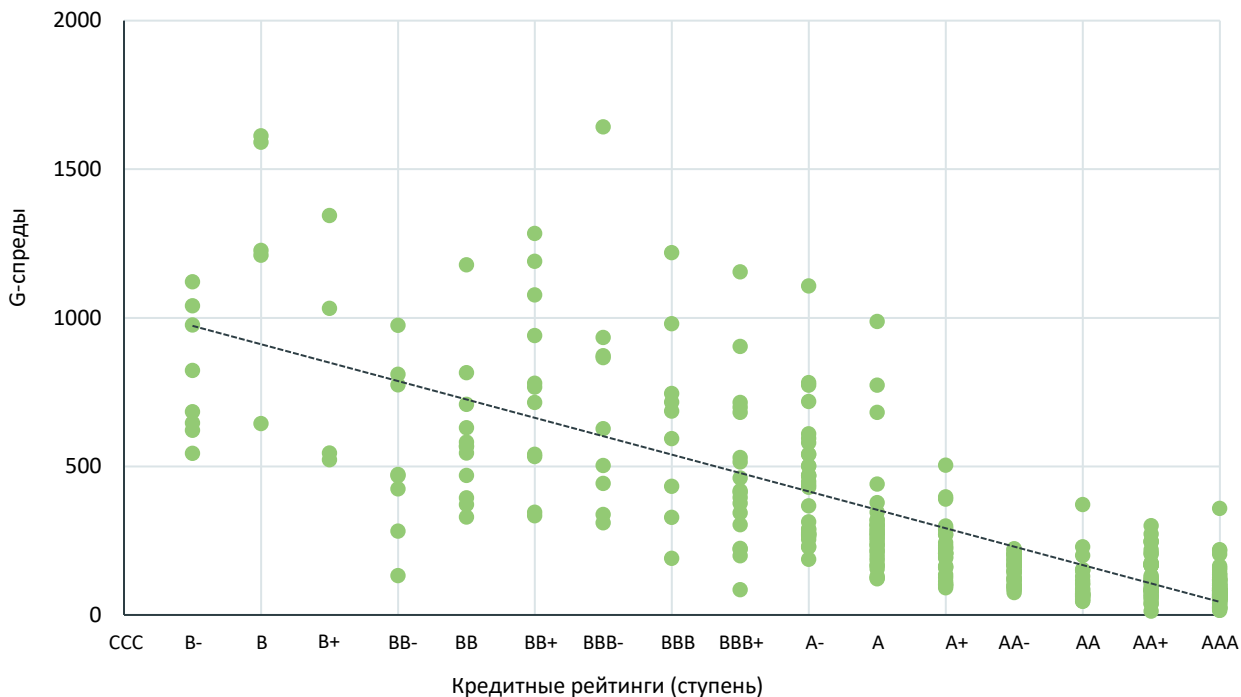
При общем повышении доходностей после 21 сентября необходимо отметить более равномерную переоценку рисков долговых обязательств у эмитентов разных рейтинговых категорий в сравнении с волатильностью в период с февраля по март. Риск-премии бумаг, относящихся согласно индексу Cbonds к высокодоходным и к индексу широкого облигационного рынка Cbonds, увеличились вдвое: с 700 б. п. на 20 сентября до максимального сентябрьского уровня в 1 400 б. п. 27 сентября и с 460 до 1 036 б. п. соответственно. С февраля по март G-спреды бумаг высокодоходных компаний увеличились на 2 560 б. п. (с 400 б. п. в феврале до почти 3 000 б. п. в марте), а индекс широкого рынка облигаций продемонстрировал рост на 1 050 б. п. (с 250 до 1 300 б. п.). Более существенный рост G-спредов облигаций высокодоходного сегмента обусловлен более высокими рисками дефицита ликвидности для таких эмитентов, а также их меньшей устойчивостью к шоковым событиям в экономике по сравнению с компаниями из высоких рейтинговых категорий.

Помимо общего увеличения G-спредов следует отметить рост риск-премий за каждую ступень кредитного рейтинга. До 21 сентября каждая ступень кредитного рейтинга в среднем соответствовала снижению риск-премии на 62 б. п., после 21 сентября — на 85 б. п. Наибольшее изменение наблюдается по бумагам эмитентов с низкими уровнями кредитных рейтингов.

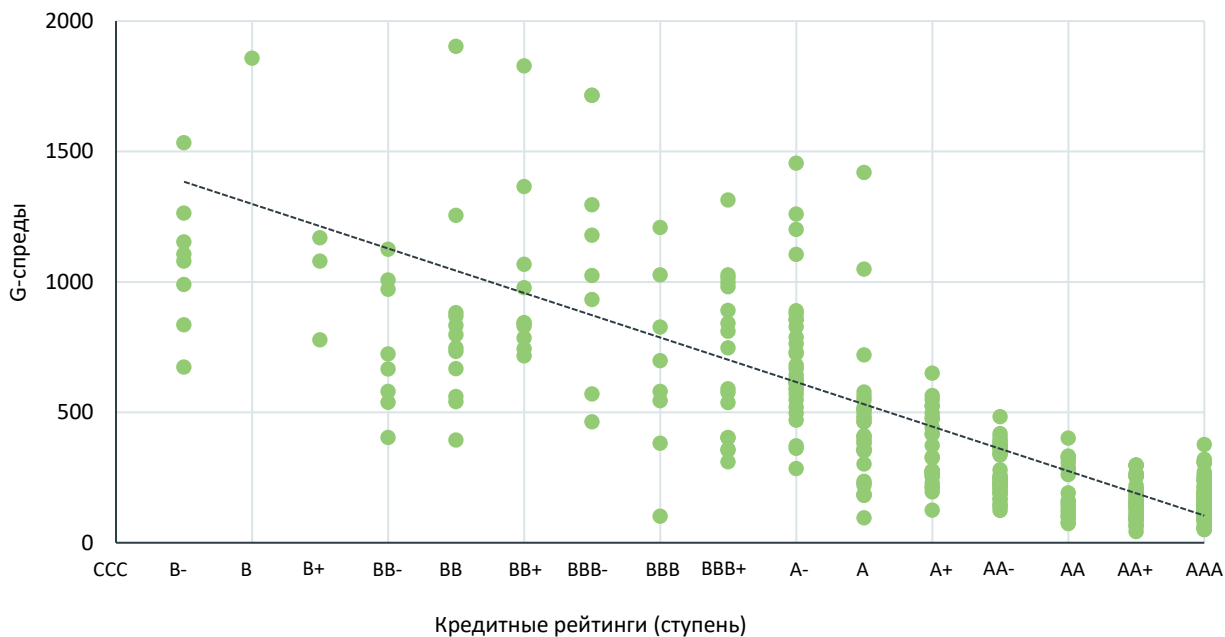
³ Индекс Cbonds-CBI RU High Yield отражает российский рынок высокодоходных корпоративных облигаций. Индекс Cbonds CBI RU Middle Market Investable отражает «средний» рынок ликвидных корпоративных облигаций РФ, на котором представлены бумаги эмитентов с кредитным качеством от BB+ до A+ (включительно) по национальной шкале (или аналог по международной шкале).

Рисунок 2. Соотношение G-спредов по облигациям и их кредитных рейтингов *

До 21 сентября 2022 года



После 21 сентября 2022 года

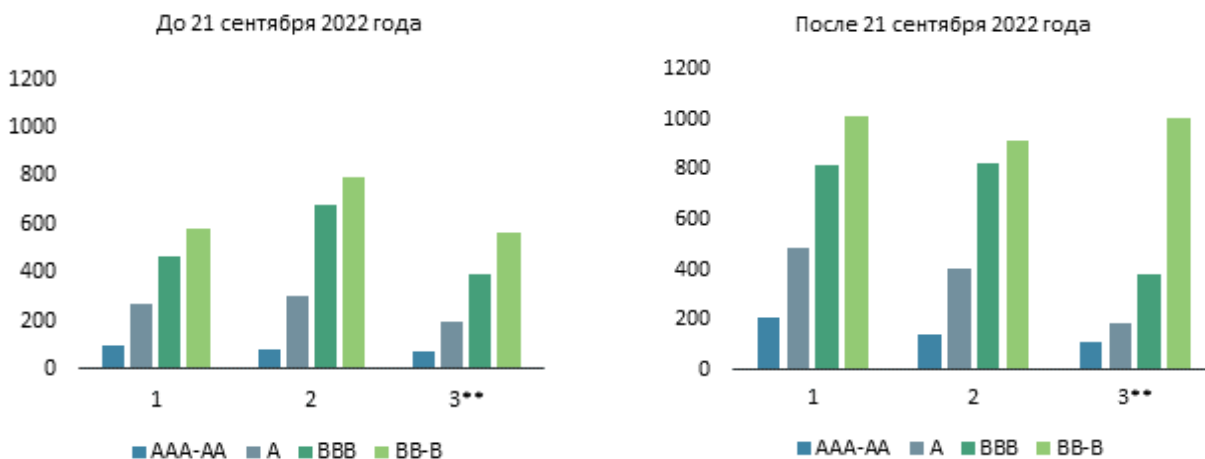


* Для репрезентативности в расчетах использовались выпуски с дюрацией до трех лет; на графике представлены рейтинги только по национальной шкале.

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

После 21 сентября 2022 года значения G-спредов по облигациям в рейтинговой категории «AAA–AA» в среднем увеличились на 46,8 б. п. (+44%) в сравнении с риск-премиями в начале сентября, в категории «A» — на 105,7 б. п. (+35%), в категории «BBB» — на 170,6 б. п. (+30%), а в категории «BB–B» — на 335,8 б. п. (+46%).

Рисунок 3. G-спреды по облигациям нефинансовых компаний в сентябре 2022 года в разрезе рейтинговых категорий и по категориям дюрации *



* Категории дюрации: 1 — дюрация менее полутора лет, 2 — менее трех лет, 3 — менее пяти лет.

** В третьей категории дюрации количество наблюдений по всем рейтинговым категориям кроме «AAA–AA» ограничено.

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

Основная переоценка риск-премий произошла на коротком и среднем отрезках кривой доходности для всех рейтинговых категорий, кроме «BB–B», где переоценка также затронула длинный отрезок. Такая динамика объясняется как большей чувствительностью эмитентов более низких рейтинговых категорий к шокам, так и небольшим количеством наблюдений в этой рейтинговой категории. По мнению АКРА, текущая динамика риск-премий может свидетельствовать о значительных сложностях для эмитентов этой группы с точки зрения доступа на облигационный рынок, что может повысить риски рефинансирования на горизонте полугода.

ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2022 ГОДУ

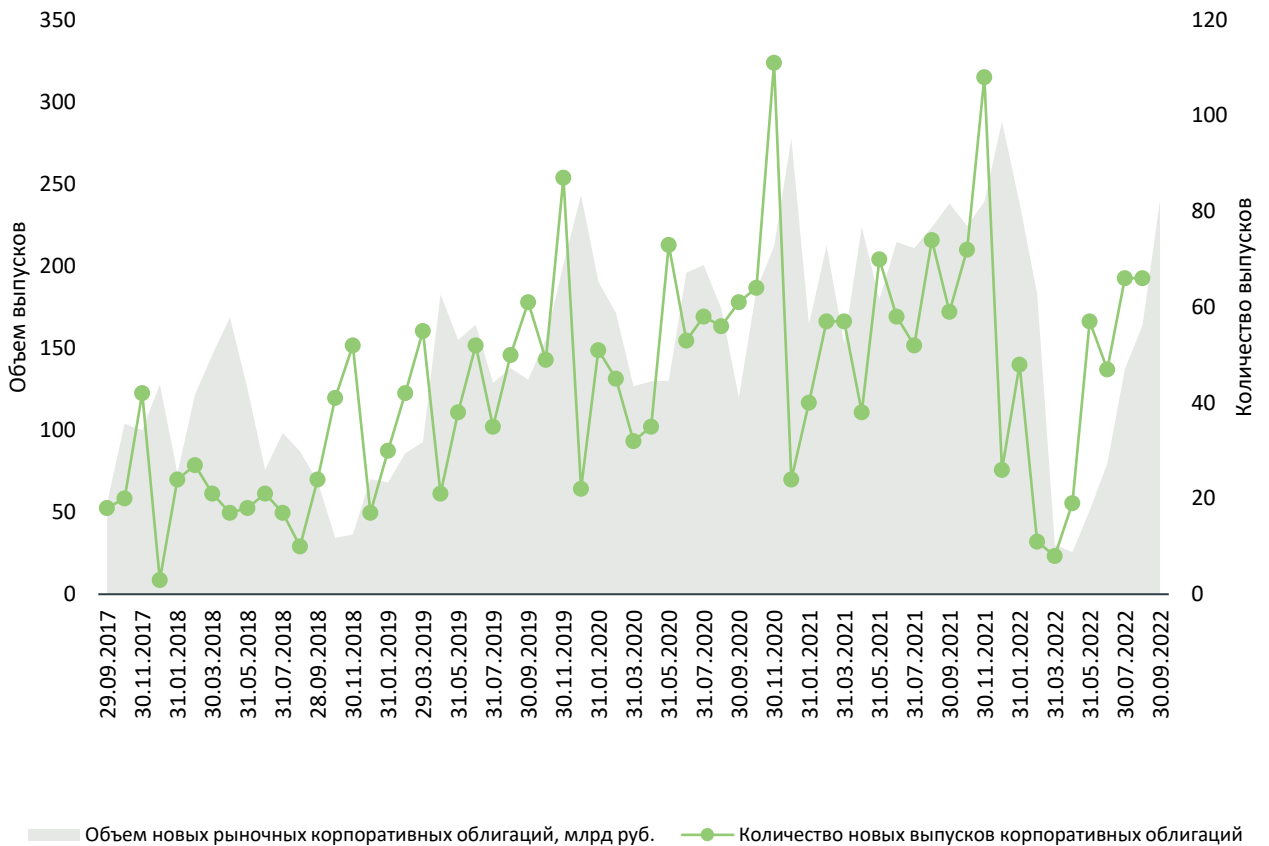
После произошедшего 28 февраля 2022 года повышения Банком России ключевой ставки с 9,5 до 20 п. п. на фоне санкций, введенных в отношении России рядом государств, участники российского долгового рынка столкнулись со значительной степенью неопределенности. Высокая ключевая ставка наряду с геополитическими изменениями резко повысили стоимость финансирования и сократили ликвидность на публичном рынке долга. Отсутствие у большинства компаний возможности рефинансировать свои обязательства на публичном долговом рынке усилило риски дефицита ликвидности и рефинансирования. Стоит отметить, что объявленные на тот момент меры льготного кредитования сгладили шоки для крупных системно значимых предприятий.

Несмотря на сужение спредов к концу лета после высокой волатильности, наблюдавшейся с февраля по март, заметного восстановления активности на долговом рынке в части количества и объемов размещений не ожидается до момента стабилизации геополитической ситуации.

Число размещений и объемы сделок с февраля по июль 2022 года ожидаемо оказались существенно ниже, чем за аналогичный период прошлого года. Так, в марте 2022-го было размещено 11 новых выпусков корпоративных облигаций против 57 в марте 2021 года, а объем новых рыночных размещений корпоративных облигаций составил 30,2 млрд руб. по сравнению с 152,7 млрд руб. в том же месяце прошлого года.

Как показано на рис. 4, после падения в начале года активности на российском долговом рынке ситуация начала улучшаться в период с июля по сентябрь: в корпоративном сегменте наблюдалось оживление, количество размещений и их объем увеличились, что объясняется как понижением Банком России ключевой ставки, так и адаптацией компаний к новой ситуации в экономике и на рынке. По итогам сентября текущего года объем новых рыночных размещений корпоративных облигаций практически сравнялся с сентябрьским показателем 2021-го, однако до момента стабилизации геополитической ситуации АКРА не ожидает заметного восстановления активности на долговом рынке по количеству и объемам размещения.

Рисунок 4. Количество и объем размещения⁴ новых рыночных выпусков корпоративных облигаций



Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

⁴ Для сглаживания пиков значений по отдельным месяцам АКРА использовало средние значения по последним трем месяцам (moving average 3).

По мнению АКРА, снижение 16 сентября 2022 года ключевой ставки на 50 б. п. до 7,5% (декабрьского уровня 2021 года) оказало дополнительную поддержку публичному долговому рынку. Однако новые геополитические изменения скажутся на нем негативно, поскольку стоимость заимствований для компаний существенно возросла из-за роста неопределенности для инвесторов и сложности прогнозирования будущих финансовых результатов компаний. Агентство полагает, что при отсутствии резких изменений макроэкономических показателей просадка облигационного рынка может оказаться сейчас не столь глубокой и продолжительной, как в период с февраля по июль 2022 года.

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «AAA–AA»

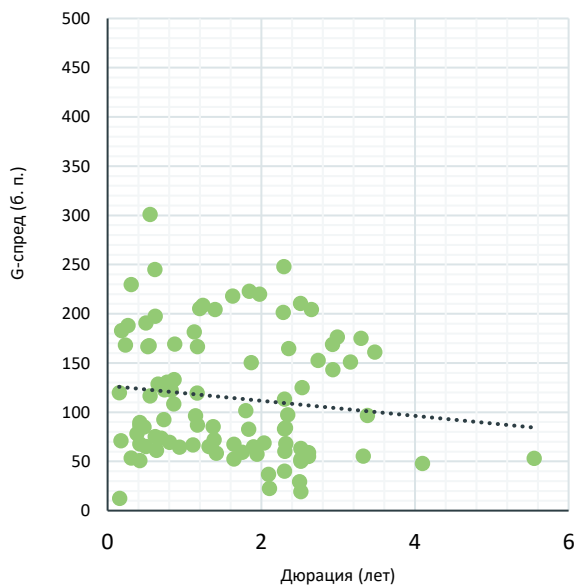
Для категории «AAA–AA» премии за кредитный риск после 21 сентября в среднем выросли в полтора раза (на 47 б. п.) по сравнению с показателями на начало сентября текущего года.

На данный момент на российском долговом рынке нефинансовыми эмитентами выпущено около трети эмиссий с категорией кредитного рейтинга «AAA–AA». Выборка компаний диверсифицирована по отраслям: нефтегазовая отрасль и добыча полезных ископаемых, электроэнергетика (генерация и сети), транспорт, машиностроение, химическая промышленность, телекоммуникации и др.

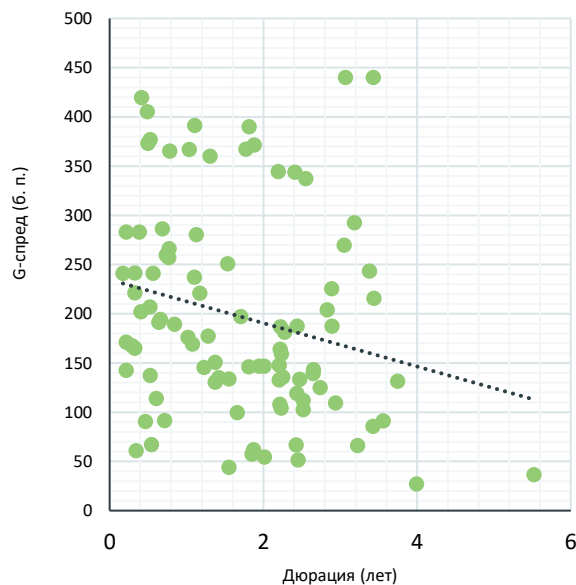
Облигации компаний рейтинговой категории «AAA–AA» имеют широкий диапазон дюраций (от года до четырех лет), а сами компании относительно равномерно распределены по ним, что редко встречается у эмитентов с более низкими рейтингами. Эмитенты облигаций данной категории характеризуются высоким кредитным качеством, в связи с чем после 21 сентября G-спреды их бумаг увеличились менее существенно: G-спреды по облигациям с дюрацией до полутора лет выросли в среднем на 106 б. п., а с дюрацией от полутора до пяти лет — в среднем на 40–60 б. п. Существенный рост G-спредов наблюдался лишь у части эмитентов, тогда как спреды по облигациям большинства компаний данной рейтинговой категории остались в диапазоне до 300 б. п., а по бумагам с дюрацией от пяти лет даже сократились в среднем на 17 б. п. Это в том числе связано с наличием в указанной рейтинговой категории большого числа компаний с государственным участием.

Для сравнения, в период с июня по июль риск-премии по бумагам с дюрацией до полутора лет выросли в среднем на 100 б. п. к январскому показателю, с дюрацией от полутора до пяти лет — на 60–70 б. п., с дюрацией от пяти лет — на 20 б. п. По мере роста дюрации спреды сужаются, что говорит о высокой степени неопределенности в краткосрочном и среднесрочном периодах, закладываемой инвесторами, и об ожидании стабилизации рыночной ситуации в долгосрочной перспективе.

Рисунок 5. G-спреды по облигациям эмитентов с рейтингами категории «AAA–AA» в сентябре 2022 года



а) до 21 сентября 2022 года



б) после 21 сентября 2022 года

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «А»

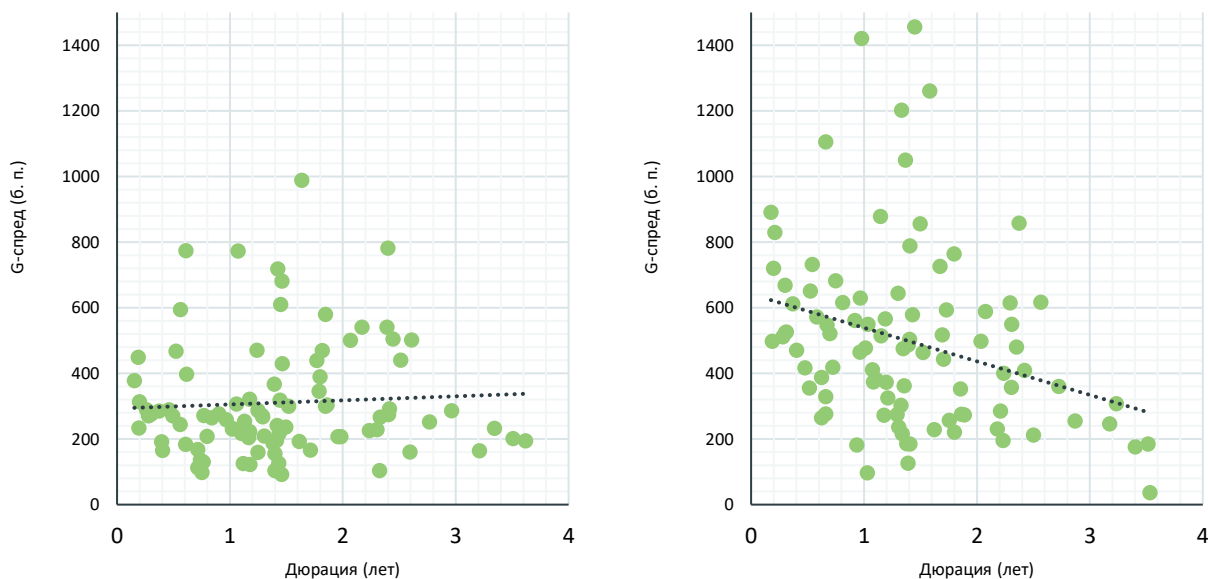
Для категории «А» премии за кредитный риск после 21 сентября в среднем выросли в 1,4 раза (на 105 б. п.) по сравнению с показателями на начало сентября текущего года.

Облигации, выпущенные нефинансовыми компаниями рейтинговой категории «А», находятся на втором месте по представленности на долговом рынке. Эмитентами бумаг в основном являются компании из следующих отраслей: жилищное строительство, машиностроение и пищевая промышленность.

В данной категории облигации имеют диапазон дюраций от года до трех лет, а разброс G-спредов неравномерен и имеет отдельные выбросы. Спреды по бумагам с дюрацией до полутора лет в среднем выросли на 234 б. п. после 21 сентября, с дюрацией от полутора до трех лет — на 94 б. п., а с дюрацией от трех лет сократились на 10 б. п. Так, в период с июня по июль премии за риск по бумагам с дюрацией до трех лет выросли в среднем на 210 б. п. к показателю за январь текущего года, а с дюрацией от трех лет увеличились в среднем на 70 б. п. Как и в рейтинговой категории «AAA–AA», основная переоценка рисков произошла на краткосрочном и среднесрочном участках кривой доходности.

G-спреды по бумагам рейтинговой категории «А» на всем горизонте дюраций превышали G-спреды облигаций эмитентов категории «AAA–AA»: до 21 сентября в среднем на 180 б. п., после 21 сентября — на 217 б. п.

Рисунок 6. G-спреды по облигациям эмитентов с рейтингами категории «А» в сентябре 2022 года



а) до 21 сентября 2022 года

б) после 21 сентября 2022 года

Источник: Sbonds, расчеты АКРА

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «ВВВ»

Для категории «ВВВ» премии за кредитный риск после 21 сентября в среднем выросли в 1,3 раза (на 170 б. п.) по сравнению с показателями на начало сентября текущего года.

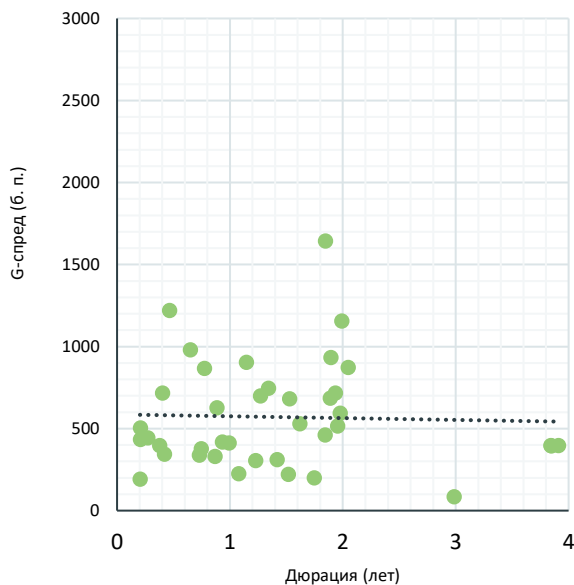
В рейтинговой категории «ВВВ» представлено наименьшее в сравнении с другими рейтинговыми категориями количество эмитентов и эмиссий. С точки зрения отраслей в данной категории преобладают эмиссии, относящиеся к жилищному и инфраструктурному строительству и машиностроению, что частично ограничивает анализ G-спредов по облигациям рассматриваемой рейтинговой категории.

Распределение G-спредов по облигациям, выпущенным нефинансовыми компаниями, с рейтингами категории «ВВВ» неоднородно: как показано на *рис. 7*, большая часть G-спредов распределена до отметки 1 000 б. п., а диапазон дюраций ограничен сроком до двух лет (причем на *рис. 7 (б)* риск-премии бумаг с дюрацией меньше полутора лет отличаются друг от друга в несколько раз — от 103 до 2 905 б. п.).

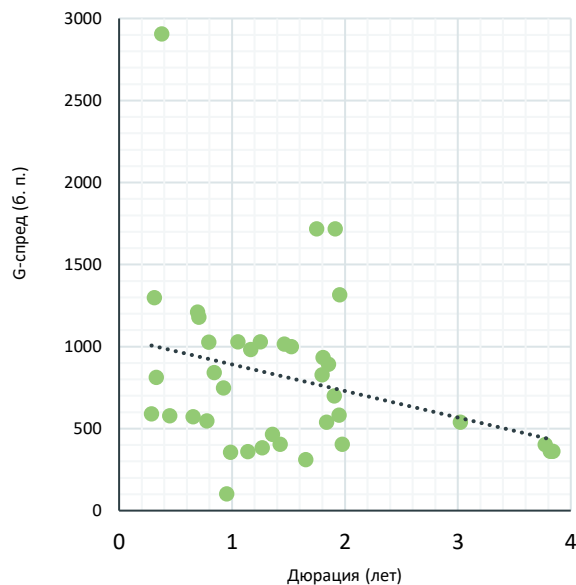
G-спреды по бумагам категории «ВВВ» с дюрацией до полутора лет до 21 сентября в среднем составили 515 б. п., с дюрацией от одного до трех лет — почти 700 б. п. После 21 сентября риск-премии по облигациям с дюрацией до трех лет выросли до 850–870 б. п.

Риск-премии облигаций рассматриваемой рейтинговой категории превышали G-спреды облигаций компаний, относящихся к рейтинговой категории «А», до 21 сентября в среднем на 260 б. п., после 21 сентября — в среднем на 325 б. п. (на 330 б. п. по бумагам с дюрацией менее полутора лет, на 435 б. п. по облигациям с дюрацией от полутора до трех лет).

Рисунок 7. G-спреды по облигациям эмитентов с рейтингами категории «BBB» в сентябре 2022 года



а) до 21 сентября 2022 года



б) после 21 сентября 2022 года

Источник: Sbonds, расчеты АКРА

ДИНАМИКА G-СПРЕДОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ С РЕЙТИНГАМИ КАТЕГОРИИ «BB–B»

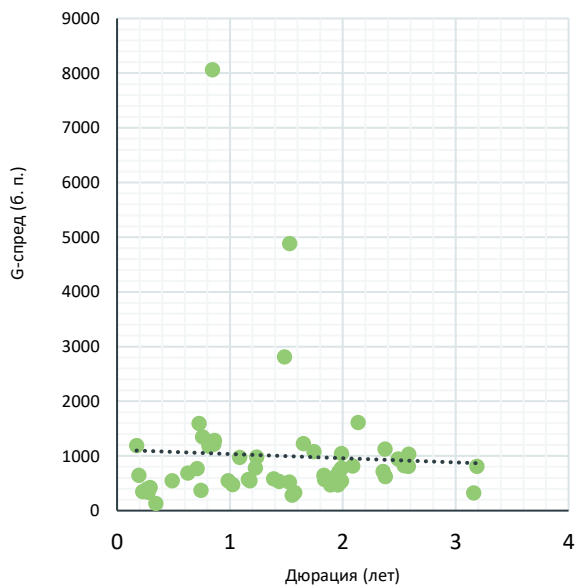
Для категории «BB–B» премии за кредитный риск после 21 сентября в среднем выросли в 1,4 раза (на 336 б. п.) по сравнению с показателями на начало сентября текущего года.

Выборка облигаций эмитентов рейтинговой категории «BB–B» достаточно ограничена как с точки зрения количества выпущенных эмитентами облигаций, так и с точки зрения отраслевой принадлежности эмитентов (в основном представляют отрасли оптовой торговли и жилищного и инфраструктурного строительства), что усложняет анализ данной рейтинговой категории.

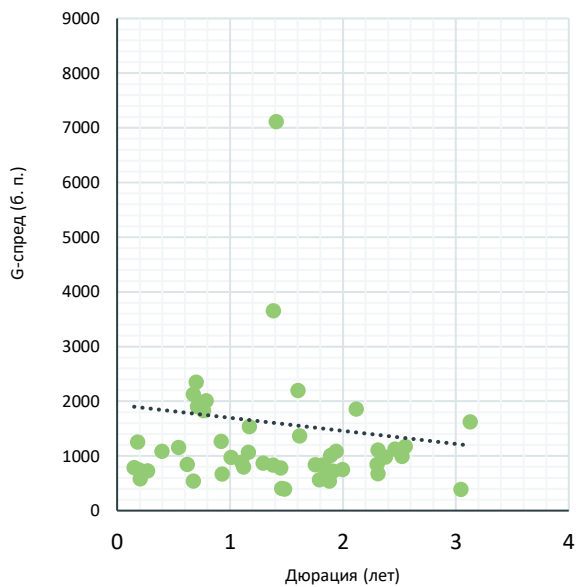
Облигации эмитентов с рейтингами «BB–B», как и облигации эмитентов категории «BBB», в основном имеют дюрацию до двух–двух с половиной лет, при этом распределение G-спредов сконцентрировано под линией с отдельными выбросами по облигациям с дюрацией от одного до трех лет. Риск-премии по бумагам категорий «BB–B» с дюрацией до полутора лет до 21 сентября в среднем составили 877 б. п., с дюрацией от одного до трех лет — 1 135 б. п., с дюрацией от трех до пяти лет — около 565 б. п. После 21 сентября риск-премии по облигациям с дюрацией до трех лет выросли до 1 250–1 315 б. п., с дюрацией от трех до пяти лет — примерно до 1 000 б. п.

После 21 сентября риск-премии по бумагам категории «BB–B» по облигациям с дюрацией до трех лет превышали G-спреды облигаций эмитентов категории «BBB» в среднем на 400–470 б. п., по облигациям с дюрацией от трех до пяти лет — на 600 б. п. (причем до 21 сентября разница между G-спредами по облигациям с указанной категорией и дюрацией и G-спредами по бумагам категории «BBB» с указанной дюрацией составляла около 170 б. п.).

Рисунок 8. G-спреды по облигациям эмитентов с рейтингами категории «BB–B» в сентябре 2022 года



а) до 21 сентября 2022 года



б) после 21 сентября 2022 года

Источник: Sbonds, расчеты АКРА

(С) 2022

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом. Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть». Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью. АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.