«Особое мнение»

Итоги 2008 года

31 декабря 2008 г.

Капускин Алексей, e-mail: Aleksey.Kapuskin@banksoyuz.ru

Кто бы думал в декабре 2007, что рынок, выйдя с новогодних «каникул» достаточно резко обвалится…

Сейчас с уверенностью можно сказать, что 20% падение в начале 2008 года было «репетицией» общего финансового кризиса. Как же все начиналось?! В России 2008 год начинался с ожиданий выбора нового Президента и, как следствие, «нового курса» развития рынка. Падение в начале года (до выборов) многие отождествляли с тем фактом, что «рынок никак не может определиться подойдет ли ему (рынку) новый «курс». После падения наступила стабилизация, а затем и вовсе рынок отыграл 20% вверх и в мае, после инаугурации Президента достиг пика.

И это было только начало…

В начале лета я дал краткий прогноз и описал свой взгляд на текущий рынок ведущему российскому долговому журналу «CBonds». Приведу это интервью в качестве примера. К счастью для меня (как аналитика) и несчастью (как потребителя и участника рынка) мой прогноз подтвердился:

Закончился ли "мировой финансовый кризис"? (напоминаю, дело происходит в июне 2008)

CBonds: С начала второго квартала и российский, и мировой финансовый рынок демонстрируют явную тенденцию к "выздоровлению". Возобновились первичные размещения облигаций, наблюдается рост на рынке акций. Это дает основания оптимистам считать, что глобальный финансовый кризис уже преодолен. Однако пессимисты считают, что нынешнее оздоровление является лишь коррекцией, после чего будет новая волна кризиса и новое снижение стоимости активов. Предлагаем Вам высказать вашу точку зрения по данному вопросу.

***Алексей Капускин**, **Банк Союз**, аналитик (04 Июня 2008 г.):*

«Не хотелось бы пугать даже пессимистов, но, я считаю, кризис только в стадии развития - текущий "рост" - слабая коррекция. США в "минусах" с начала XXI века, а тут еще 11/09 внесло свое "ускорение" в развал экономики Штатов, а она переоценена и перекуплена (даже сейчас). Ныне гордо шествующий ипотечный кризис вообще подрывает доверие как к США, так и к Европе. Нефть - несомненно будет расти, может быть не "стахановскими" темпами , но будет...Последний резкий рост к историческому максимуму на негативных новостях, тому неоспоримое доказательство. А это очередной удар по инвесторам, которые скоро перестанут ждать "светлого будущего", обещанного главой ФРС США. Также европейская и британская инфляции - если будут развиваться текущими темпами, то вполне могут догнать и "нашу".

Российский же рынок сильно зависит от денег "евро-американских партнеров", а стало быть подвержен их влиянию. Т.е. "слив" там.. пара часов.. "слив" у нас... (иногда быстрее).

Актуальным советом инвесторам, считаю крылатую фразу: "sell in may and go away..." Хотя "may" уже прошел, нужно делать "away", а то текущее падение нефтяного и банковского секторов может ударить по кошельку инвесторов так, что никакого лета не будет..

Что нас может "спасти"?! Могут американцы, к примеру, под выборы расконсервировать пару своих нефтяных шахт.. Это снизит цену нефти, и возможно как-то ослабит инфляционную "удавку" в Европе.. возможно и до нас "долетит" немного позитива. Может быть «азиаты» перестанут зависеть от доллара и обратят внимание на Россию, мы создадим "Российско-Азиатскую Биржу"… Будем там перетасовывать миллионы, организовывать выпуски и синдикации.

Фантастично?! Вероятно... НО - это был бы выход из текущей ситуации...

Таким образом, резюмирую еще одной крылатой фразой: "Все плохо, будет еще хуже… А теперь - о погоде..."

Как показала практика – фраза «sell in may and go away» - была главной идеей рынка образца 2008 года.





Нефть

Известно, что нефть – кровь войны, но также можно и сказать, что нефть – «слезы финансовых рынков». 2008 год полностью подтверждает такое предположение.

Как видно из графика снижение ведущего фондового индекса России совпало с небольшим (по нынешним меркам) снижением цены на нефть. Однако, в ключе последующего роста, нетрудно заметить, что российский рынок подталкивали вверх совсем не новости о новом Правительстве, а данные с площадок ICE и NYMEX. В июне-июле цены на нефть достигли таких значений, что рынок просто был не «в силах» покупать такой дорогой товар. Фактически, нефть как вода в двигателе внутреннего сгорания, сначала охлаждает его, затем нагревается вместе с ним, затем вместе накаляют друг-друга и в итоге вода заклинивает механизм и он рушится.

Рост цен на нефть сначала был очень даже уверенным и поддерживался рынком, однако к началу лета многие начали понимать, что по ценам выше 100 долл/барр покупать просто нерентабельно. И так оно и есть, перевозчики и потребители, а за ними и производители в полной мере ощутили на себе высокие цены. И после достижения пика в июле нефть начала столь стремительно дешеветь, что это стало похоже не на коррекцию, а на панику. Цена падала, а покупки не увеличивались… Зададимся вопросом: «почему»? Да потому, что уже многие производители начали получать колоссальные убытки. Начался кризис неплатежей по кредитам в США. Цены на нефть ускорили свое движение вниз. Российский рынок, который всегда зависел от цен на «черное золото» полностью поддерживал «проблемы старшего товарища» и незамедлил начать падение вместе с ним…





Золото

В условиях нестабильности финансового сектора, замедления темпов развития и потребления товаров; а, как следствие, и производства появляется достаточно сильный «металлический» спрос со стороны инвесторов. С давних пор желтый металл являлся так называемым «убежищем» капиталов. Дело в том, что цена этого актива обычно растет тогда, когда та или иная финансовая система имеет отрицательную динамику. Приведем в пример корреляцию цен на Золото на американской бирже NYMEX со значением ведущего американского индекса DJIA 30. Как видно из графика, когда индекс снижался – цена на металл росла, так как отмечался устойчивый спрос инвесторов на этот инструмент хеджирования финансовых рисков. В конце лета и начале осени оба инструмента падали под давлением экономических процессов в мире. Однако потом ситуация вновь выровнялась



Рассмотрим индекс и металл более детально:

Для анализа мы берем годовой интервал. Желтый металл достиг своего годового максимума в 1032,7 в марте 2008, тогда как DJIA в марте был на локальных минимумах в районе 11 745,8. После этого прошла коррекция и рынок двигался в рэндже 875 – 932, а ведущий американский индекс торговался в районе 13 000. Следующий максимум был достигнут в июле – 988, а индекс показал очередной локальный минимум – 10 900.

В августе – сентябре под влиянием ухудшившейся финансовой системы и золото, и индекс – снижались, более того – снижение было даже одинаково пропорциональным, без «перекосов» в том или ином секторе. Минимум по золоту был определен в начале сентября на 736 и после этого инвесторы начали активно скупать металл, подняв его к максимумам в районе 911 – 925.

Ноябрь в индексе DJIA выдался под знаком снижения, тогда как в металле ноябрь был более-менее спекулятивным месяцем, когда последний колебался в районе 721 – 750.

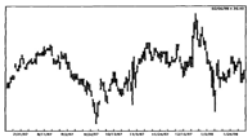
Локальное сопротивление определено EMA (132) на уровне 820, тогда как локальная поддержка – EMA (65) 793. Более сильная поддержка – EMA (21) 781,5. На этом рынке сейчас наблюдается повышательная тенденция. Индекс DJIA, напротив, движется в достаточно четком боковом тренде, который определяется интервалом 8 963,5 – 8 116,7.

DJIA 30



NYMEX Gold Spot





Российский рынок: *Акции*

Вернемся к началу осени, оценивая летнее падение.

Сентябрь 2008, комментарий для агентства «Комментарии.ру»:

Потери РТС: более тысячи пунктов за три с половиной месяца 5 сентября, 2008

«Комментарии.ру»: Российский рынок акций продолжает свое стремительное падение: за последние три дня индекс РТС потерял более двухсот пунктов, а с момента достижения исторического максимума в мае этого года, потери составили более тысячи пунктов. Индекс ММВБ чувствует себя немногим лучше. К 15-30 мск (05.09.08) его значение упало ниже психологической отметки в 1200 пунктов.

Какие основные факторы влияют на продавливание ведущих российских индексов и как долго, по Вашему мнению, может продлиться понижательный тренд?

Капускин Алексей (Банк Союз): *Сейчас на российский рынок «давят» 3 фактора: политические новости, в первую очередь; нефтяные цены и цены на металлы; кризис американской экономики. С максимумов мая индекс РТС приблизительно сократился на 43,8%, а индекс ММВБ упал на 41%.*

Текущая отрицательная тенденция продолжает сохраняться и «дна» пока не видно. Некоторое коррекционное движение может быть приурочено к выборам американского президента. Однако, до конца 2008 года, положительных новостей не будет.

«Комментарии.ру»: Как Вы посоветуете поступать инвесторам, которые продолжают держать индексы РТС и ММВБ?

Капускин Алексей (Банк Союз): *Тем, кто «держит», я бы посоветовал не слушать радио, не смотреть финансовые программы и не читать прессу…*

По текущей позиции достаточно жесткий комментарий: выход из рынка был определен в июле на отметках - 1600 пунктов по ММВБ и 2000 по РТС. Более того, еще в июньском обзоре рынка было высказано предостережение инвесторам о падении и, соответственно, выводе средств из акций в «кэш».

«Комментарии.ру»: Какие сегменты российского фондового рынка являются самыми убыточными и какие, наоборот, менее всего поддерживают отрицательное движение?

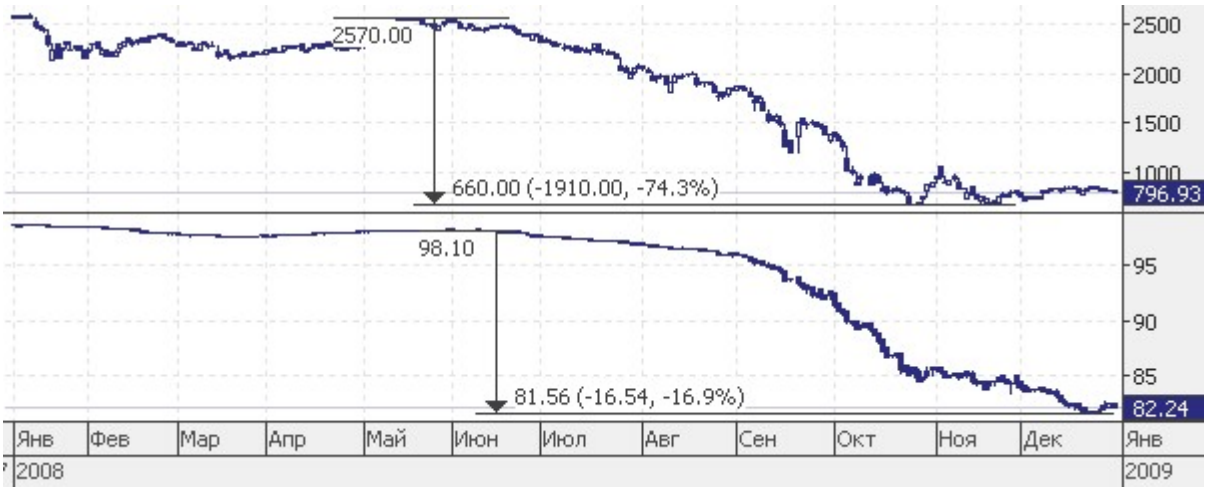
Капускин Алексей (Банк Союз): *Отрицательны:*

1. *«Металлическая группа» - на фоне отвесно падающих на LME цен на никель ГМК выглядит очень слабо;*
2. *Финансовый сектор, где два «паровоза» Сбербанк и ВТБ (первый потерял с начала года почти половину стоимости) «летят» вниз за американским финансовым сектором;*
3. *Нефтегазовый сектор – Лукойл, Газпром, Сургутнефтегаз и Транснефть (после фантастических цен на «черное золото» и последующего падения) продолжают отрицательное «ралли».*

Нейтрально выглядит энергетика, которая сейчас больше похожа на большое количество мелких княжеств, чем на сектор для инвестирования. Также нейтральны «телекомы», они по старой традиции зачастую идут «против рынка» не имея при этом существенных на то причин.

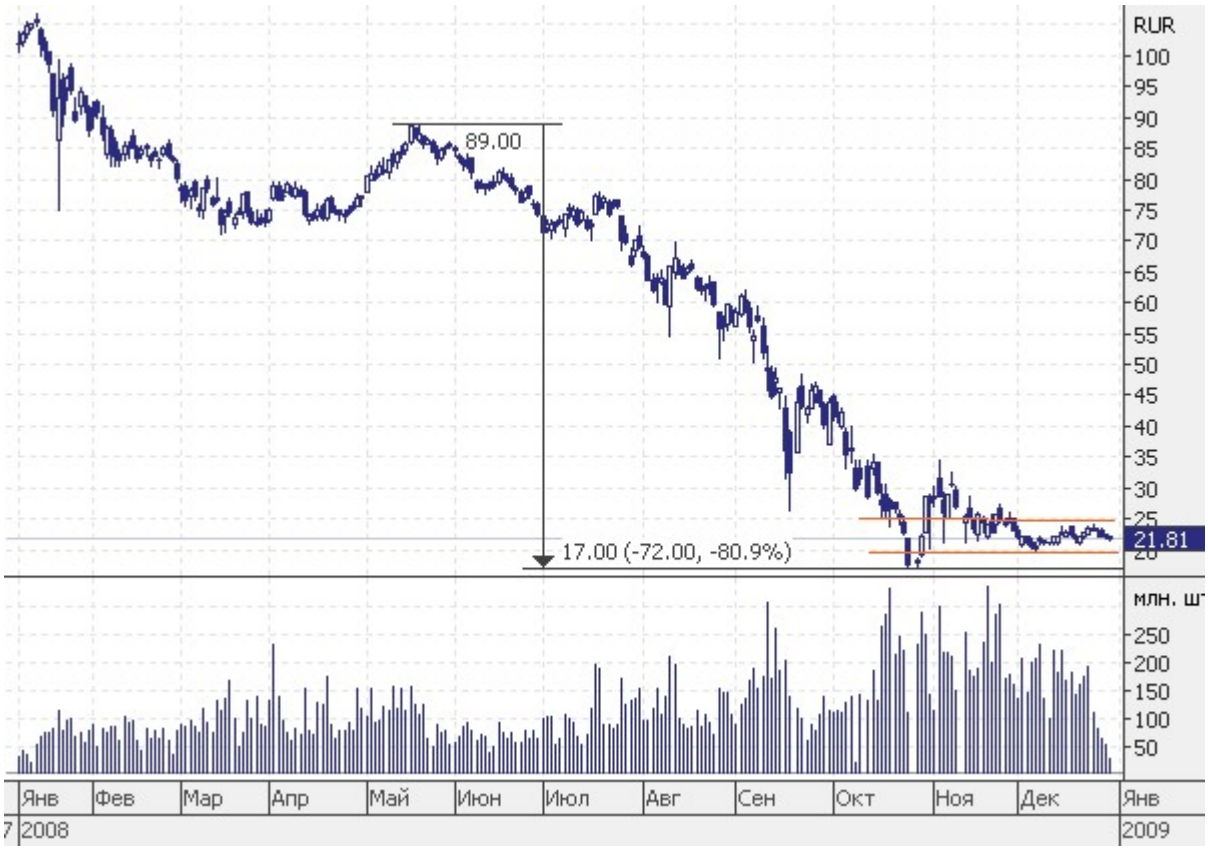
Более менее положительно (и то с оттенком в нейтрал) сейчас выглядят корпоративные облигации. Для сравнения – технический индекс акций ММВБ с мая по сентябрь упал приблизительно на 36,7%, а технический индекс облигаций ММВБ – на 3,37%, что положительно сказалось на доходности. Единственно, что омрачает этот рынок, так это волна кризиса ликвидности и, как следствие, технические дефолты. Однако последние пока не несут в себе характер системности и вполне можно выбрать облигации с доходностью от 8 до 12% при дюрации до 400 дней.

Технический индекс акций ММВБ и технический индекс облигаций.



Сбербанк

Как мы писали ранее, акция банковского гиганта выглядит, весьма, хуже рынка и в последнее время движется с ускорением вниз. Как видно из графика, в конце октября Сбербанк пробивал вниз «паническую планку» в 20 руб/акция, однако достаточно быстро «отскочил» назад и даже пытался подняться к 30. Многие из инвесторов тогда хватались за голову и говорили, что они не успели купить по столь «низким ценам», говорили, что такого более не будет. Однако как мы все знаем основной постулат теории технического анализа – история повторяется… Что особенно актуально в свете недавнего письма НАУФОРа к ФСФРу (об это позже).



Нам хотелось бы заметить, что текущий тренд продолжает свое движение вниз и покупать сейчас еще рано, мы рекомендуем инвесторам занять выжидательную позицию, поскольку, как видно из следующего графика у акции Сбербанка (исторически) есть и более низкие цены.

В 2007 году достигнув очередного пика в апреле-мае акции Сбербанка скорректировались к уровню 90 рублей, сформировав при этом «левое плечо» фигуры разворота тренда «Голова-плечи». Затем в мае-июле старейший банк России показал свой максимум перевалив за 110. Таким образом, на графике появилась «голова». Затем в сентябре - октябре формировалось «правое плечо» (хотя мы предполагаем эту фазу чуть дольше, а именно сентябрь 2007 – январь 2008. При этом сформировалась сильная поддержка, а затем и сопротивление на уровне «линии шеи» - 90 рублей.

Следовательно, за 2007 год график Сбербанка сформировал классическую фигуру разворота. Падение уже ожидалось.

С начала 2008 года акции продолжают снижение, и лишь один раз достигнув «линии шеи» (89 р/а) снова ушли вниз.

Текущий «уровень паники» в 20 р/а, был пробит вверх в районе июня-июля 2005 года, минимум же был на уровне 8,84 – 2004 год.

Судя по развитию мирового кризиса (исходя из теории о средних бизнес-циклах) период оживления может наступить, в лучшем случае в марте-апреле 2009, а в январе - феврале рынок вполне может достигнуть своего «дна». На фоне такого развития событий рыночная цена акций банковского гиганта вполне может опуститься до уровня 8,84 – 16,5 руб/ акция.

Резюмируя, хотелось бы еще раз подчеркнуть, что закупать акции Сбербанка в портфели пока рано. Целевая цена – ниже 16,5.

Норильский Никель

Сейчас акции ГМК Норильский Никель находятся ниже уровня января-марта 2006, а именно – ниже уровня 2120 – 2330 руб/акция. С конца 2005 по конец 2007 года бумага ГМК уверенно росла и достигла своих максимумов, однако затем, в начале, 2008 скорректировалась сначала до 5000 – 5500, затем во время «Президентского ралли» выросла до уровня порядка 7400. Однако большинство инвесторов верило в мощь акции, и ожидали роста к 8000.

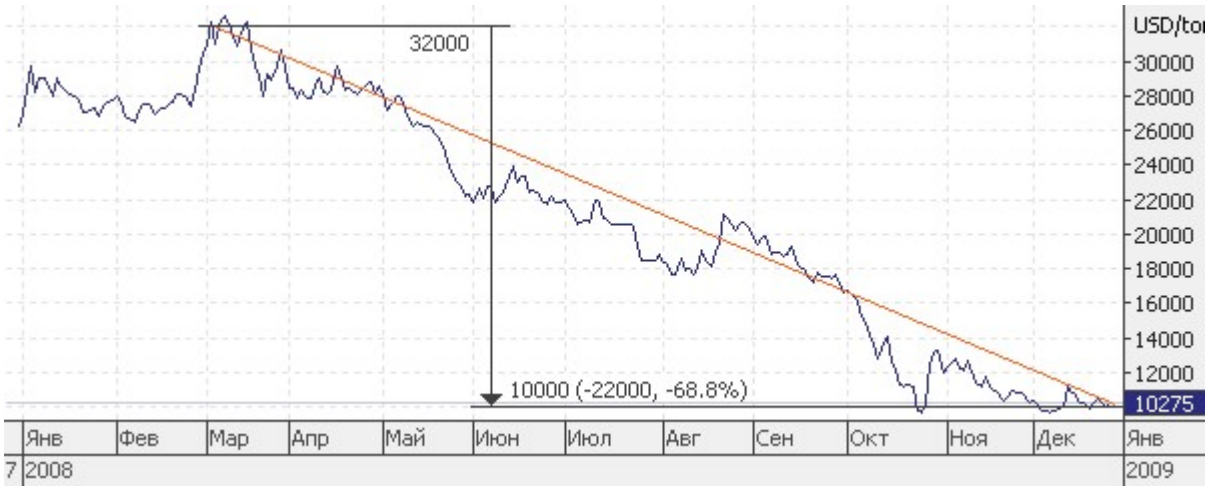
Этого не произошло… Зададимся вопросом: Почему?

Ответов здесь может быть несколько:

Во-первых – лето. Как правильно описывает поговорка о целесообразности продаж в мае, лето – период спекулятивный, которому соответственны низкие объемы торгов; резюмируя - не подходит для инвестиционных идей.

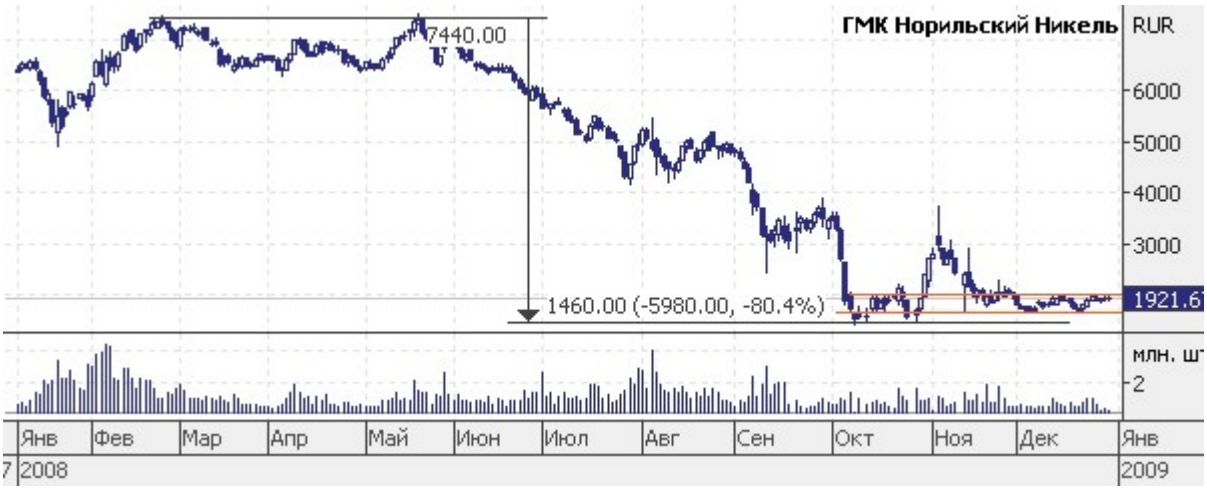
Во-вторых – начавшаяся уже тогда рецессия на мировых рынках подтолкнула весь отечественный рынок вниз, индексы ММВБ и РТС потеряли с мая порядка 70%. Основные голубые фишки: Сбербанк, Газпром, Лукойл, Сургутнефтегаз и соответственно ГМК Норильский Никель не остались «в стороне» и тоже потеряли львиную долю стоимости.

В-третьих – цены на никель.



Большая часть инвесторов, почему-то, не обратила внимание на тот факт, что цены на металл падают. И это было опережающим индикатором, показывающим, что рост акций ГМК к новым «высотам» невозможен именно по фундаментальным причинам. Металл на LME показал свой максимум в мае 2007, затем была летняя коррекция и небольшой период бокового движения в коридоре цен 28к – 30к. Именно в это время было бы актуально закрыть все инвестиционные портфели по ГМК. Рост цен в мае 2008 на акции ГМК был спекулятивным, тогда как основная тенденция по металлу не менялась.

Резюмируя, мы сохраняем прогноз по акции ГМК Норильский Никель на уровне «нейтральный». Позиция по акции – «вне рынка».



Советуем инвесторам обратить внимание на ценовую динамику никеля (металла) на LSE и принимать решение о покупке акций ГМК в инвестиционные портфели только, когда цены на металл прекратят свое движение вниз. А это может произойти только в том случае, если мировой кризис пойдет на убыль и потребление (в данном случае - металла различными производствами) возрастет.

Газпром

Мы считаем, что цены акций газового концерна также еще не достигли того момента, когда необходимо будет начинать формирование портфеля этими акциями.

Исходя из текущего снижающегося ценового канала, акция Газпрома имеет целевой коридор от 118 до 90 руб.

Первая «поддержка» - в районе горизонтальной линии – 103 руб.

Вторая «поддержка» расположена в районе «панической отметки» в 90 рублей.

Мы считаем актуальными покупки от уровня в 75 рублей с долгосрочными перспективами.



Однако, хотелось бы привлечь внимание и к ценам на лондонской бирже ICE. Вопрос снова состоит в том (как и в варианте с никелем), что потребление сейчас снижено, а стало быть, и нет возможностей для общего роста. И необходимо наблюдать за ценами на мировом рынке, прежде чем размышлять о закупках в инвестиционные портфели.



НАУФОР
НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ УЧАСТНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

V/S



01.10.2008

ФСФР запретила во вторник (30.09.2008) совершать необеспеченные "короткие" продажи. Ранее ФСФР из-за сильного падения рынка с 18 сентября уже предписывала участникам рынка не проводить "короткие" продажи, однако с 9:00 по московскому времени 26 сентября отменила свое предписание.

22.12.2008

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) направила в **ФСФР России** письмо с просьбой отменить или ограничить запрет на совершение необеспеченных сделок.

Как говорится в письме, в результате действия запрета происходит уменьшение ликвидности на российском рынке, что создает опасность искажения процесса ценообразования и провоцирует к возврату использования так называемых "серых схем".

В результате применения предписания стала затруднена продажа на биржевом рынке приобретенных на внебиржевом рынке ценных бумаг. Запрещенными оказались сделки, когда у продавца есть бумаги, полученные по первой части сделки РЕПО (что является основным способом займа ценных бумаг в России), или будут получены по такой сделке. Требование предписания о приобретении бумаг в день исполнения делает неясным возможность совершения сделок, по которым ценные бумаги будут получены раньше, до исполнения собственной обязанности по поставке.

Таким образом, ликвидность на российском рынке уменьшается за счет ограничения действий арбитражеров (покупка на одной бирже или на внебиржевом рынке и немедленная продажа на другой бирже) и за счет ограничения возможности использования стратегий, связанных с одновременным совершением операций на срочном и биржевом спот-рынке.

Кроме того, запрет необеспеченных сделок, особенно с учетом отсутствия соответствующих по строгости запретов на зарубежных рынках, и полного отсутствия аналогичных запретов в отношении операций с российскими ценными бумагами, обращающимися на зарубежных рынках, дестимулирует иностранных и российских инвесторов совершать операции на российском рынке.

В свете этого письма НАУФОРа к ФСФРу, по поводу тех самых «необеспеченных сделок», хотелось бы немного прокомментировать его (письмо) и выразить нашу позицию, относительно этого.

Мы, хотели бы обратить внимание инвесторов на то, что как раз сами необеспеченные сделки и создают опасность искажения процесса ценообразования, поскольку являются спекулятивным инструментом влияния на рыночную цену акций. На рынке РЕПО сейчас наблюдается оживление, и многие участники этого рынка сейчас разрабатывают более легитимные и более консервативные законы и правила осуществления сделок этого вида. И, на наш взгляд, отмена запрета будет губительна как для рынка РЕПО, так и всего фондового в целом. При таком развитии сценария (разрешение необеспеченных сделок) будет вероятен небольшой рост, затем последует падение, поддерживаемое спекулянтами, что выльется в снижении стоимости активов большинства торгуемых на рынке компаний. Индекс РТС, при таком развитии событий с большой долей вероятности упадет к отметке в 450 б.п.; индекс ММВБ в район 400 б.п. А это значит, что будет новый «кризисный» виток в финансовой отрасли. Таким образом, все попытки государства поддержать рынок канут в небытие, и все усилия ВЭБа будут напрасными.

Таким образом, мы полностью поддерживаем решение ФСФР о запрете необеспеченных сделок и надеемся на то, что этот запрет продлится как минимум до весны – лета 2009 года.



Облигации

Стремительное распространение и глубина кредитного кризиса незамедлительно повлекли за собой повышение стоимости заимствований для всех категорий заемщиков, породив вопросы относительно способности российских корпоративных заемщиков рефинансировать свою задолженность.

В нынешнем году объемы синдицированных кредитов росли быстрее, чем любой другой сегмент долгового рынка. Помимо этого, с начала года объем привлеченных российскими компаниями синдицированных кредитов был на 1/3 больше, чем за аналогичный период прошлого года. Ухудшение конъюнктуры кредитных рынков — как мирового, так и российского — повлекло за собой ужесточение условий кредитования и существенное повышение процентных ставок по синдицированным кредитам: в настоящий момент ставки для высококачественных заемщиков в среднем на 200 б. п. выше тех, по которым они могли привлекать кредиты еще несколько месяцев назад.

Компании, контролируемые государством, скорее всего, не будут испытывать серьезных трудностей с рефинансированием долга на внешних и внутренних кредитных рынках. В сегменте компаний, не располагающих поддержкой со стороны сильных акционеров, можно выделить заемщиков из сектора недвижимости, сельского хозяйства, розничной торговли и российские финансовые организации, поскольку их зависимость от долгового рынка весьма велика, а денежные потоки не могут обеспечить привлечение заимствований по выросшим ставкам.

Общий объем долга российских компаний, который в ближайшее время будет вытеснен с внешнего долгового рынка (т. е. рынка синдицированных кредитов и еврооблигаций) составит около 3,5 млрд долл. Этот долг, вероятно, будет рефинансирован в основном за счет кредитов российских банков. При развитии событий по пессимистическому сценарию, в рамках которого иностранные банки снизят кредитные лимиты для России в целом, а рефинансирование будет возможно только при помощи открытых ранее кредитных линий, общий спрос на рублевую ликвидность со стороны заемщиков высокого и среднего кредитного качества может в ближайшие несколько месяцев достигнуть около 10 млрд долл.

Рефинансирование внешнего корпоративного долга РФ в среднесрочной перспективе (до полугода) не вызывает опасений. Правительство РФ выделило около 50 млрд долл. из золотовалютных резервов страны для целей рефинансирования внешнего корпоративного долга. Этот объем средств достаточен для рефинансирования всего внешнего долга российских компаний в течение следующих 12 мес. при условии полного закрытия внешних рынков, что является весьма пессимистичным сценарием

Эмитенты рублевых облигаций испытают сильное давление, но риски массовых дефолтов остаются невысокими. В ближайшие несколько месяцев эмитенты рублевых облигаций испытают значительные трудности, поскольку им предстоит погашение облигаций или выплаты по офертам на общую сумму около 11,5 млрд долл. Высока вероятность того, что часть эмитентов не сможет рефинансировать задолженность по своим обязательствам на долговом рынке.

Высокорисковый сегмент рынка рублевых облигаций в настоящий момент составляет около 1,5 млрд долл. Однако это не означает, что все эмитенты, вытесняемые с долгового рынка, непременно окажутся в состоянии дефолта — многие из них, возможно, будут поглощены более крупными игроками.

Традиционные источники «длинных» денег иссякают. Основными путями финансирования российских заемщиков были и остаются кредиты российских банков, а также синдицированные кредиты иностранных. До недавнего времени эту роль играл также рынок рублевых облигаций (но в гораздо меньшей степени). Выпуск еврооблигаций остается доступным только избранным заемщикам — преимущественно тем, которые имеют квазисуверенный статус или ориентированы на экспорт, но доступ на этот рынок также открыт далеко не всегда.

Остатки на счетах корпоративных клиентов служат существенным источником банковской ликвидности. Однако с замедлением скорости обращения денег в условиях роста процентных ставок этот источник также будет все больше иссякать. На увеличение остатков на счетах корпоративных клиентов рассчитывать не приходится, поскольку резко упавшие цены на нефть значительно сократили приток средств по счету текущих операций.

В условиях глобального кризиса долговых рынков в среднесрочной перспективе основным источником внутренней ликвидности, который будет компенсировать уменьшение доступности внешних долговых рынков, станут остатки на счетах Федерального казначейства (образовавшиеся в результате бюджетного профицита), а также средства госкорпораций, размещаемые на банковских депозитах на конкурсной основе. Учитывая, что большая часть бюджетных средств (совокупным объемом более 1,2 трлн руб.) была размещена на депозитах трех крупнейших госбанков (Сбербанка, Газпромбанка и ВТБ), в среднесрочной перспективе именно эти банки, по-видимому, станут основными кредиторами на российском рынке.

Внутренние резервные источники ликвидности представлены следующими механизмами:

- размещение на депозитах коммерческих банков временно свободных остатков на счетах Федерального казначейства (более 1,5 трлн руб.). Если срок размещения составит около 1 года, то этот источник ликвидности может стать временной альтернативой фондированию на внешнем рынке;
- РЕПО с ЦБ РФ под залог облигаций (600 млрд руб. под залог ОФЗ и 300 млрд руб. под залог корпоративных выпусков);
- размещение средств госфондов ЖКХ и "Олимпстрой" на банковских депозитах (около 380 млрд руб.) — это источник среднесрочных средств;
- валютные свопы с ЦБ РФ.

Перспективы рынка облигаций

Короткая ликвидность существенно подорожала в результате оттока иностранного спекулятивного капитала (который определял низкую стоимость однодневных кредитов), а также антиинфляционной политики денежных властей (не заинтересованных в избытке дешевой рублевой ликвидности ввиду связанных с этим высоких инфляционных рисков) и возникшего кризиса доверия среди российских банков.

Нам, кажется, что снижение доходностей на рынке облигаций (в среднесрочной перспективе) не будет носить массовый характер, а скорее будет исключением, что будет определяться следующими факторами:

- продолжается отток иностранного капитала с развивающихся рынков. В связи с погашением своих обязательств в долларах и иенах крупные иностранные инвесторы на фоне многомиллиардных списаний сокращают длинные позиции на развивающихся рынках, среди которых РФ выделяется возросшими геополитическими рисками. Кроме того, не следует забывать о погашении внешнего корпоративного долга (до конца года российским компаниям предстоит погасить внешний долг в размере около 14 млрд долл.);

- отток капитала создает спрос на доллары и снижает спекулятивную привлекательность рубля, что не позволяет надеяться на приток иностранного спекулятивного капитала, по крайней мере в среднесрочной перспективе. На наш взгляд, притока спекулятивного капитала, обусловленного разницей текущих процентных ставок по рублю и валютной корзине (0,45 евро : 0,55 долл.) в размере около 400 б. п., ждать не следует, поскольку иностранные инвестиционные компании сворачивают carry-trading для погашения долларовых кредитов;

- рост ставок и дисконтов по операциям междилерского РЕПО на фоне закрытия лимитов по большинству контрагентов второго—третьего эшелонов приводит к сокращению маржинальных позиций на рынке облигаций, создавая давление продавцов на сколько-нибудь ликвидные выпуски. В настоящий момент из основных поставщиков краткосрочной ликвидности по сделкам РЕПО, в качестве которых ранее выступали госбанки и крупные «дочки» иностранных банков, на рынке остались только 3 крупнейших госбанка, предоставляющих ликвидность по ставке 15—20% годовых даже под залог качественных бумаг. Учитывая, что около 1/3 позиций (по объему) на рынке корпоративных облигаций было сформировано с «плечом», сохранение в течение продолжительного времени высоких ставок междилерского РЕПО (на 10 п. п. выше, чем еще 2 мес. назад) естественным образом обозначит новые уровни доходностей по бумагам, которые не могут служить залогом по операциям РЕПО с ЦБ РФ. При нормализации денежного рынка этот ориентир, по нашим оценкам, должен соответствовать премии в размере 300—400 б. п. к ставкам рыночного РЕПО по выпускам второго эшелона;

- в обращении остается еще немало выпусков низкого кредитного качества, которые могут спровоцировать очередную волну кризиса доверия на российском финансовом рынке и, как следствие, распродажи наиболее ликвидных бумаг, независимо от кредитного качества их эмитентов. Общий объем находящихся в обращении рублевых бумаг третьего эшелона составляет около 20—30 млрд долл., из которых бумаги суммарным объемом 1,5 млрд долл. несут в себе самый высокий риск дефолта;

- в настоящий момент первичный рынок облигаций «на замке», поэтому все размещения будут носить технический характер (как удобная форма секьюритизации банковских кредитов), однако с улучшением конъюнктуры (не в краткосрочной перспективе) не исключено, что некоторые высококачественные эмитенты попытаются предложить рынку новый риск. Общий объем выпусков высококачественных эмитентов (например, Сбербанка, ВТБ-Лизинга, Газпромбанка, Банка Москвы, Газпром-нефти, Газпрома, Роснефти), ждущих размещения на рублевом рынке, составляет около 370 млрд долл. При этом, по-видимому, только банки в силу своей высокой чувствительности к стоимости фондирования (поскольку возможность перекладывать возросшую стоимость фондирования на своих заемщиков у них достаточно ограниченна) не могут себе позволить агрессивно выходить на долговой рынок. Для нефинансовых корпоративных эмитентов само осуществление инфраструктурных проектов может оказаться более важным, чем стоимость их финансирования.

Исходя из оценки кредитного профиля компаний из различных секторов, можно сказать, что большинство заемщиков располагают весьма ограниченными возможностями обслуживания необеспеченных долговых обязательств, стоимость которых в настоящий момент может составлять 20—25% годовых. Вероятно, компании, располагающие свободными от залога основными средствами, смогут привлечь рефинансирование в российских банках. Остальные же будут приобретены крупными игроками или объявят о своем банкротстве, поскольку долговые рынки ценных бумаг остаются закрытыми. Таким образом, через полгода на рублевом рынке практически не останется облигаций эмитентов низкого кредитного качества, общий объем которых в обращении сегодня оценивается в 15—20 млрд долл. С улучшением ситуации доступ на публичный рынок первыми получат эмитенты высокого кредитного качества.

В будущем году российским банкам предстоит рефинансировать свои обязательства, привлеченные в форме оптового фондирования (синдицированные кредиты, еврооблигации и рублевые облигации) общим объемом 13,9 млрд долл. Разделим все банки, которым предстоит исполнить свои обязательства в течение рассматриваемого периода, на 4 основные категории в зависимости от возможностей рефинансирования, при этом не приводя названий банков, чтобы не усугублять положение тех из них, которые могут испытывать трудности в условиях продолжающегося кризиса.

Группа I: Государственные банки. На эту группу приходится основной объем обязательств, подлежащих рефинансированию с октября 2008 г. по январь 2009 г. (около 3,6 млрд долл.). При этом данную группу банков можно считать наиболее защищенной от рисков рефинансирования благодаря широким возможностям привлечения средств на рынке синдицированных кредитов даже при ужесточающихся условиях кредитования. В настоящий момент на долю госбанков приходится около 60% от общего объема вкладов физических лиц, однако не следует считать, что это существенно повышает для них риски рефинансирования, так как они наиболее надежны с точки зрения размещения средств населения. За 10 лет, минувших с 1998 г., российское правительство смогло восстановить доверие большинства российских граждан к банковской системе и теперь приложит все усилия, чтобы это доверие не было вновь подорвано. Например, недавно было принято решение об увеличение страхового возмещения по банковским вкладам физлиц с 400 тыс. руб. до 700 тыс. руб. Кроме того, при развитии событий по наихудшему сценарию госбанки всегда смогут рассчитывать на поддержку государства, в частности в виде средств, выделяемых из суммы бюджетного профицита для погашения их внешнего долга.

Группа II: Банки с участием сильных иностранных акционеров. Для данной категории банков доступ на рынок синдицированных кредитов определяется наличием сильных иностранных акционеров, которые могут в случае необходимости предоставить банкам субординированные займы, а также прибегнуть к прямым вливаниям в их капитал.

Группа III: Частные банки, которым в настоящее время открыты кредитные линии на рынке синдицированных кредитов (кроме первых двух групп). У банков данной группы есть определенные шансы рефинансировать свои еврооблигационные займы на рынке синдицированных кредитов. Тем не менее в случае сокращения лимитов синдицированного кредитования для этих банков они могут столкнуться с весьма серьезными проблемами.

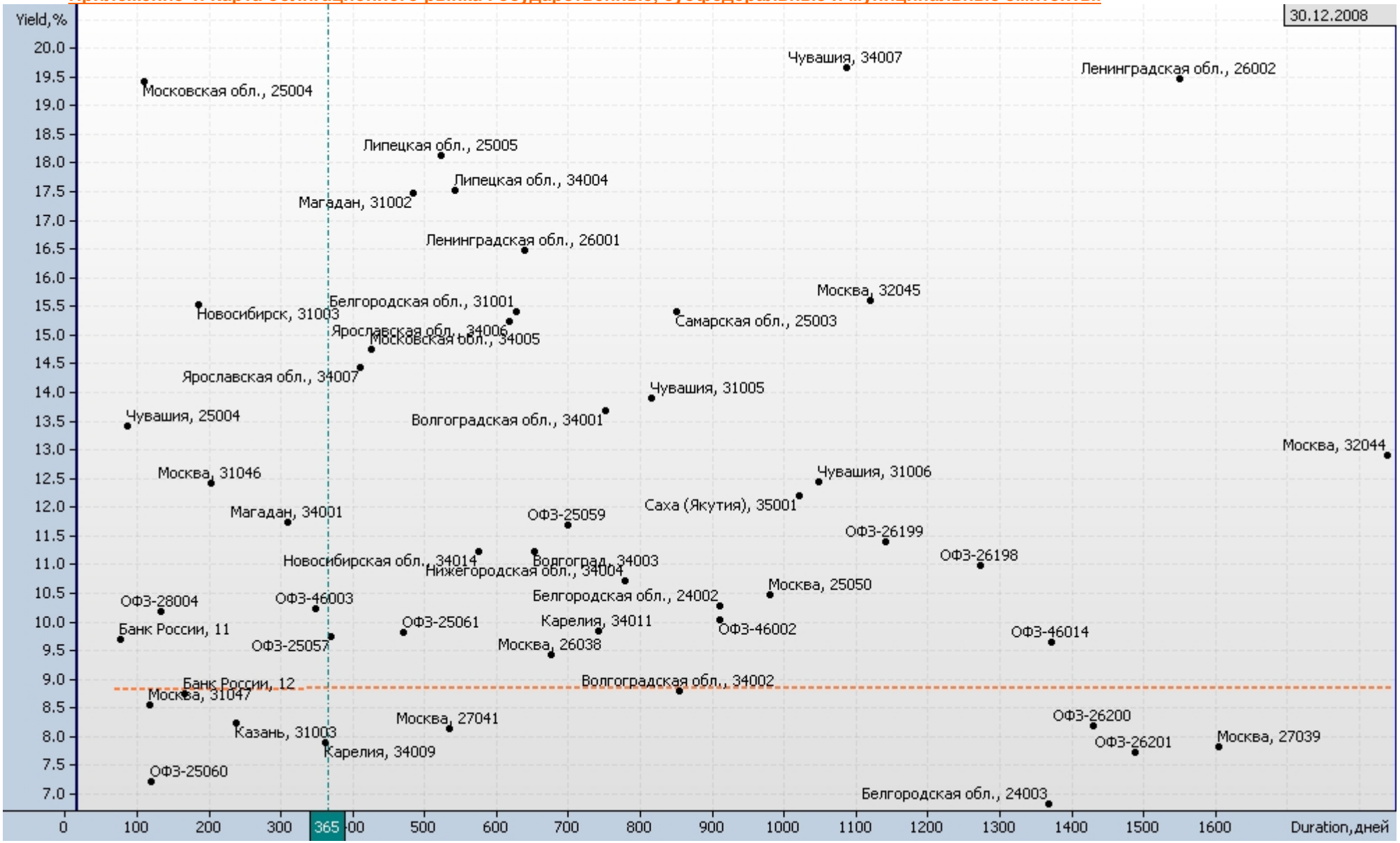
Группа IV: Частные банки (остальные). Общий объем обязательств, рефинансируемый банками в форме долговых ценных бумаг в рассматриваемый период, мы оцениваем на уровне около 663 млн долл., из которых основная часть приходится на рублевые облигации (593 млн долл.). В настоящее время проблема рефинансирования стоит для этой группы наиболее остро, поскольку входящие в нее банки отрезаны практически от всех источников оптового рефинансирования.

Основные риски рефинансирования сосредоточены в группах III и IV. При этом в сложившейся рыночной ситуации этому риску наиболее подвержены банки, использующие следующие бизнес-модели, способные существенно усугубить их позицию по ликвидности: в структуре активов доминирует портфель ценных бумаг. Помимо возможных убытков от переоценки портфеля ценных бумаг, а также рисков дефолта, возросших у ряда эмитентов облигаций, в нынешней ситуации основные проблемы, с которыми, возможно, столкнутся банки данной категории, могут быть связаны с проведением операций междилерского РЕПО, о чем упоминалось выше. Подтверждением этому служит судьба "КИТ Финанса" и Связь-Банка. Добавим, что среди российских банков, входящих в топ-100, в рассматриваемую категорию попадает еще ряд участников. Поэтому не исключаем, что и другие кредитные учреждения могут столкнуться с проблемами, аналогичными тем, с которыми столкнулись 2 вышеназванных банка; депозиты физлиц составляют значительную долю в структуре пассивов. Хотя не ожидаем массового оттока депозитов населения из банков, о чем уже говорилось выше, не исключено перераспределение депозитов населения в пользу государственных банков в случае обострения кризиса доверия (что может произойти в случае банкротства одного из банков, входящих в топ-200). При подобном развитии событий некоторые частные банки, у которых более ограниченные возможности рефинансирования, могут серьезно пострадать и столкнуться с разрывами в позициях по ликвидности.

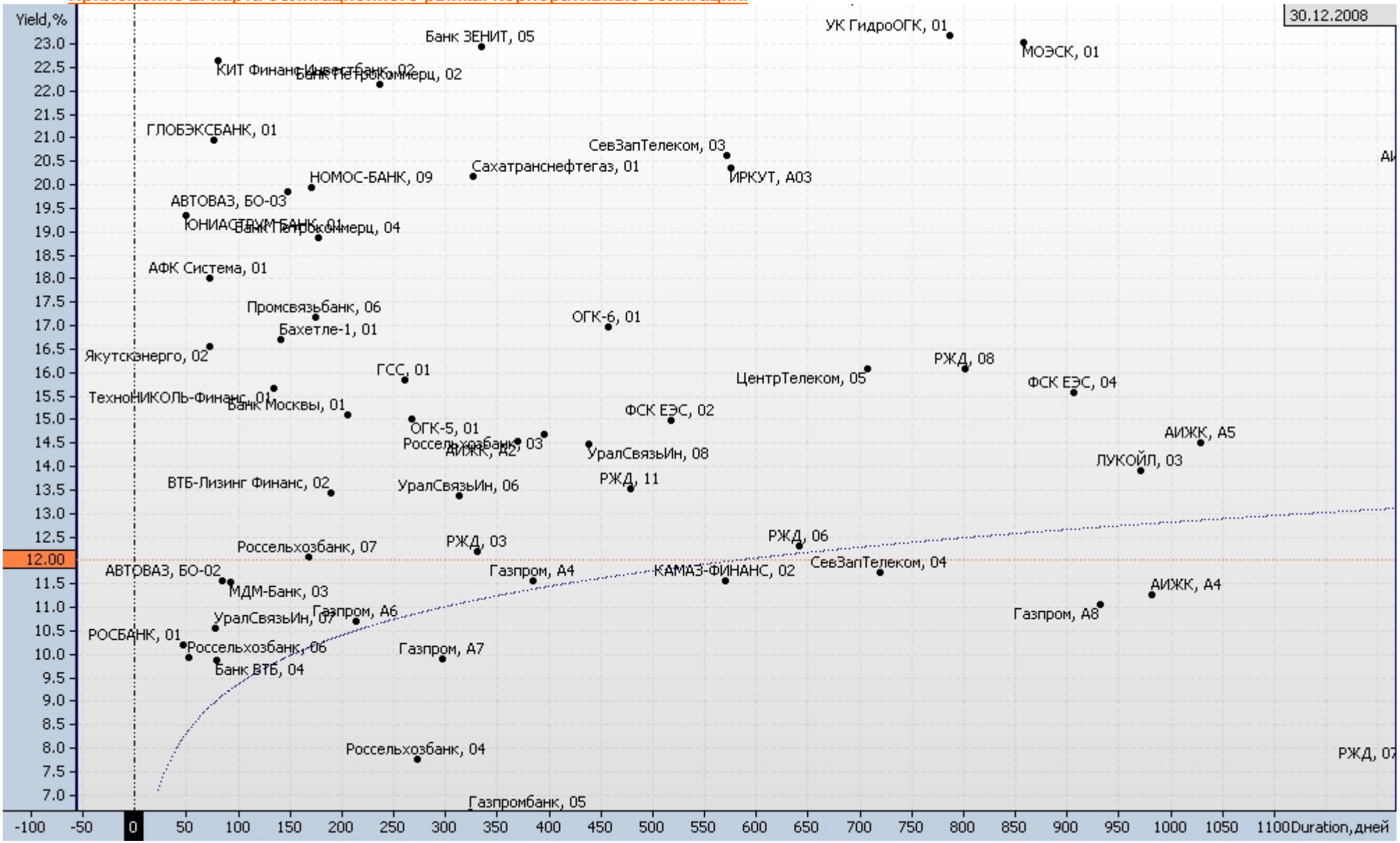
Наиболее вероятным сценарием развития событий является консолидация банковской системы РФ, при которой крупные банки станут выкупать более мелкие.

Синдицированные кредиты		Еврооблигации	Рублевые облигации	Всего
Декабрь 2008	3 287	1 370	4 848	9 505
Январь	914	598	1 342	2 854
Февраль	880	384	4 068	5 332
Март	4 271	3 440	3 302	11 013
Апрель	1 417	1 875	3 823	7 114
Май	3 197	1 711	2 486	7 394
Июнь	1 380	1 013	5 442	7 835
Июль	3 172	544	3 394	7 109
Август	1 868	300	2 243	4 411
Позже	**197 039**	**195 752**	**31 859**	**424 650**

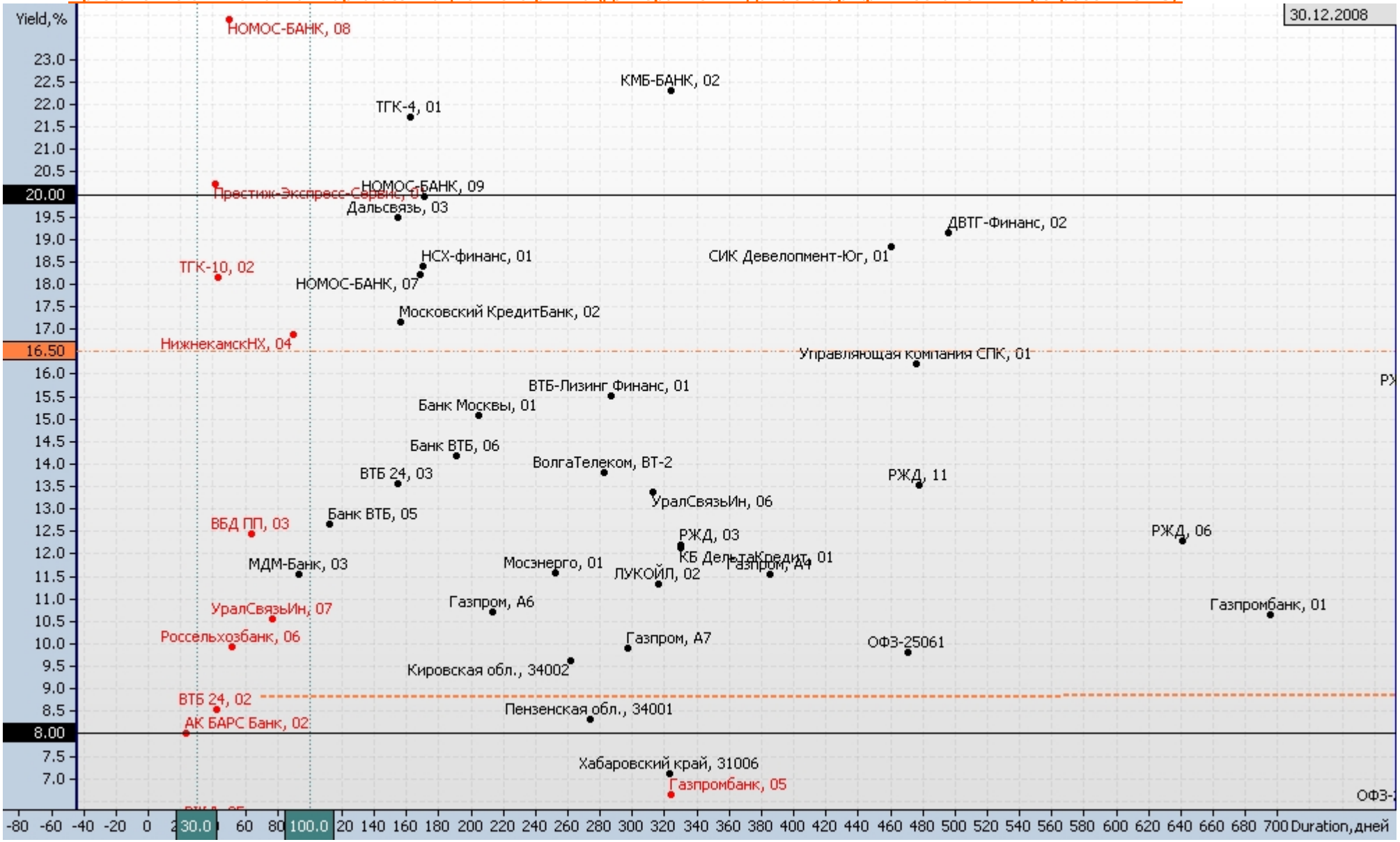
Приложение 1. Карта облигационного рынка Государственные, субфедеральные и муниципальные эмитенты.



Приложение 2. Карта облигационного рынка. Корпоративные облигации.



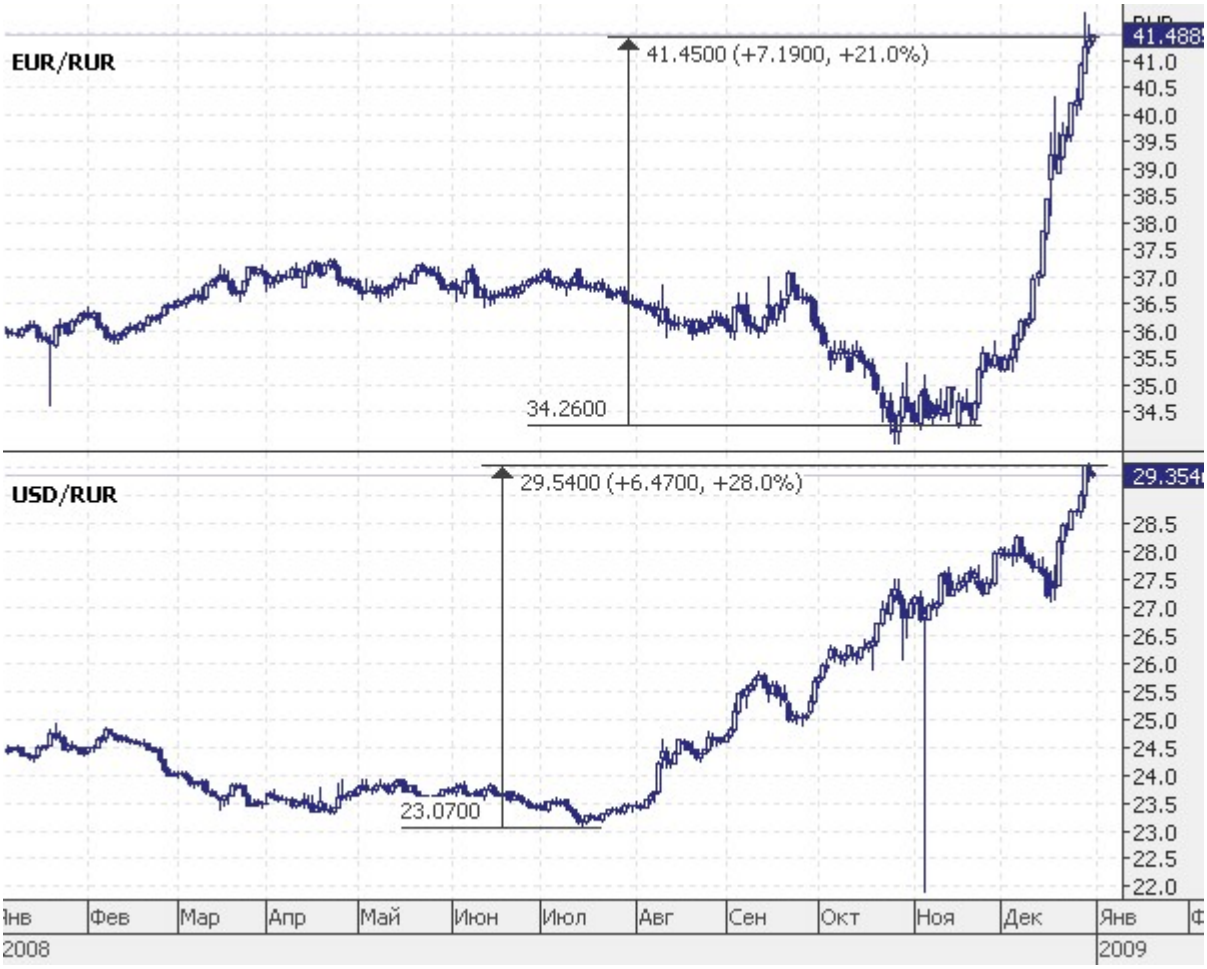
Приложение 3. Смешанная карта облигационного рынка (для сравнения дана логарифмическая линия регрессии ОФЗ).



Приложение 4. Основные валютные пары.



Приложение 5. Кроссы к рублю.



Приложение 6. Динамика цен на платину и никель с 2000 г.

Platinum SPOT Daily



LME Nickel 3MO Daily



Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
Заместитель Председателя Правления		
Рукавишников Алексей Михайлович	info@banksoyuz.ru	729-55-49
Операции на рынке первичного долга и андеррайтинга		
Деспотули Леонид	Leonid.Despotuli@banksoyuz.ru	729-55-49 (4-52-80)
Макеев Станислав	Stanislav.Makeev@banksoyuz.ru	729-55-49 (4-53-10)
Брокерское обслуживание	broker@banksoyuz.ru	
Емельянов Михаил	Mikhail.Emelyanov@banksoyuz.ru	228-00-08 (4-56-68)
Ковалева Лариса	Larisa.Kovaleva@banksoyuz.ru	228-00-08 (4-54-76)
Черезов Виталий	Vitaly.Cherezov@banksoyuz.ru	228-00-08 (4-50-31)
Каминский Петр	Peter.Kaminsky@banksoyuz.ru	228-00-08 (4-44-67)
Зыкова Елена	Elena.Zyikova@banksoyuz.ru	228-00-08 (4-53-95)
Анализ финансовых рынков		
Доверительное управление	Aleksey.Kapuskin@banksoyuz.ru	729-55-00 (4-51-21)
Алексей Капускин		228-00-08 (4-58-96)
Фондовый рынок		
Палей Илья	PaleyIY@banksoyuz.ru	729-55-18 (4-53-68)
Спасскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	4-54-58, 4-56-62, 4-54-34

Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
127006 Москва, ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (495) 729-5500; факс: (495) 729-5505
E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описание любой компании или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуг упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа.

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 729-55-00