

17 сентября 2007 г

Екатерина Леонова
Москва (+7 495) 785-9678
eleonova@alfabank.ru

www.alfabank.ru

Банки под ударом кризиса ликвидности

Россия подошла к мировому кризису на уверенных позициях. Основное беспокойство вызывает банковский сектор. Степень влияния событий на мировой арене на российскую экономику будет зависеть от того, найдут ли банки альтернативные источники финансирования.

Кризис пришел откуда не ждали. Впервые проблемы распространяются не с развивающихся рынков, а из США. Проблемы узкого сегмента ипотечного рынка и рефинансирования private equity переросли в глобальный кризис ликвидности.

Последняя декада сентября определяет тенденцию до конца года. Произойдет ли углубление кризиса или ситуация стабилизируется зависит от трех факторов: решение ФРС по ставке; отчеты крупнейших западных банков и фондов за III квартал; прохождение пика рефинансирования коммерческих бумаг на международном рынке.

Российский внешний долг чувствует себя уверенно, хотя доходности банковского сегмента выросли в среднем на 100 б.п. Западные первичные рынки закрыты для эмитентов, невзирая на повышенные ставки. Найдут ли российские банки альтернативные источники финансирования?

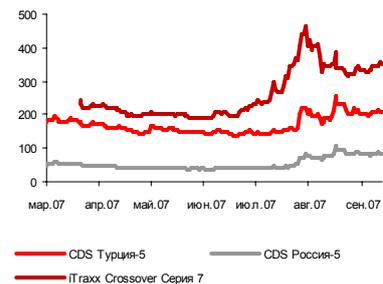
Все на рублевый долговой рынок. На IV квартал приходится пик размещений. Компании, не сумевшие привлечь на внешнем рынке, планируют занять в рублях. Однако у банков – основных игроков – недостаточно средств для покупки.

Выдержит ли 3-ий эшелон. Мы не исключаем волны дефолтов в облигациях 3-его эшелона, не сумевших найти рефинансирование при прохождении оферты или погашении обращающихся выпусков.

	10.01.07	16.07.07	17.08.07	12.09.07
10-летние КО США	4,69	5,04	4,69	4,41
10-летние midSwaps	5,17	5,72	5,44	5,06
Россия-30	5,69	6,05	6,13	5,80
CDS Россия-5	47	43	96	86
CDS Турция-5	176	148	232	207
CDS Газпром-5	80	62	123	118
CDS ВТБ-5	74	58	124	120
iTraxx Crossover Series 7	-	269	342	348
ОФЗ 46018	6,53	6,41	6,62	6,88
ГАЗПРОМ А8	7,04	6,42	6,91	7,33

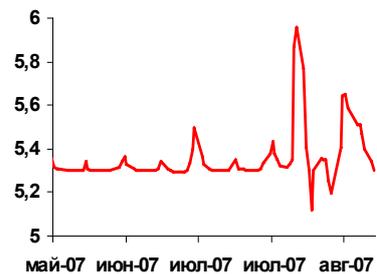
Источники: Bloomberg, расчеты Альфа-Банка

Динамика CDS и iTraxx Crossover



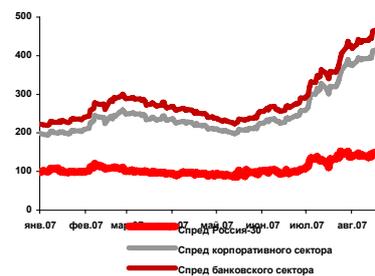
Источник: Bloomberg

Динамика 1-дневного LIBOR



Источник: Bloomberg

Среды различных секторов российского долга к КО США



Источник: Bloomberg

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

На пороге кризиса: хронология событий

Мировая финансовая система оказалась на пороге затяжного кризиса. На этот раз беда пришла откуда ее не ждали. Инициатором кризиса являются не развивающиеся рынки, а США. Первые тревожные звонки поступали с рынка ипотечных кредитов США еще в начале 2007 г. Однако тогда инвесторы не восприняли их всерьез. Лишь в середине июля власти США признали негативное влияние кризиса на рынке жилья на экономический рост страны в целом, снизив прогнозы роста ВВП. С этого момента все внимание инвесторов переключилось на новости, касающиеся ипотечных кредитов, рынка жилья. А поступающая информация была неутешительна:

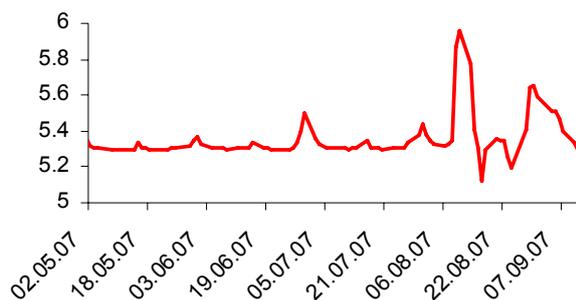
Хронология событий

- 18 июля глава ФРС Бен Бернанке признал, что наблюдается безусловное ухудшение ситуации на рынке ипотечных кредитов для заемщиков низкого кредитного качества. Прогнозы экономического роста США были понижены на 25 б.п. (до 2,25-2,5% на текущий и до 2,5-2,75% на следующий год).
- в начале августа компания American Home Mortgage Investment Corp., которая занимается выдачей ипотечных кредитов заемщикам с хорошим кредитным качеством, заявила о приостановке выдачи новых кредитов и сокращении 7000 рабочих мест.
- в середине августа кризис на рынке ипотечного кредитования США шагнул в Европу. Французский BNP Paribas заморозил изъятие средств из трех своих фондов, голландский NIBC Bank показал убытки на \$189 млн, а немецкий West LB может серьезно пострадать из-за рынка субстандартных кредитов США. Еще несколько фондов в США, Канаде и Австралии объявили о замораживании выплат по паям.
- мировая система начала испытывать дефицит ликвидности. Центральные банки Европы, Англии, Японии, США, Канады, Австралии и Новой Зеландии проводят массированные интервенции средств, пытаясь охладить рынки и снизить ставки денежного рынка.
- 17 августа ФРС понизила дисконтную ставку на 50 б.п. – до 5,75% годовых, сузив ее спред к базовой ставке. Мера была направлена на повышение доступности свободных ресурсов для банковской системы и имела краткосрочный позитивный эффект.
- во второй половине августа целый ряд банков (в том числе Lehman Brothers и HSBC) приступает к программе по сокращению издержек, основным пунктом которой является сокращение числа рабочих мест.
- крупнейшее американское ипотечное агентство Countrywide продало BOA привилегированные акции на \$2 млрд.
- глава ФРС Бернанке заявил, что готов использовать все имеющиеся в их арсенале средства для предотвращения распространения кризиса.
- конец августа – шокирующая статистика: снижение цен на жилье во II квартале стало максимальным за последние 20 лет, темпы падения потребительского доверия в августе стали сильнейшими

за последние 2 года. При этом, ФРС заявляет, что не намерена «поддерживать спекулянтов».

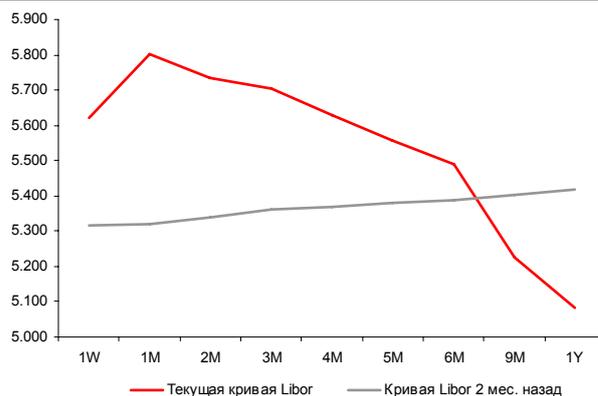
- начало сентября: количество рабочих мест в США сокращается ускоренными темпами.
- 12 сентября появились первые неутешительные итоги: хедж-фонд Global Alpha Corp, принадлежащий Goldman Sachs, сообщил, что его чистая стоимость активов (NAV) сократилась в августе на 22,5% - что является максимальным падением за всю историю существования фонда.
- 14 сентября Банк Англии выдал многомиллиардный кредит (по оценкам – свыше \$20 млрд) Northern Rock – одному из крупнейших в стране банков, работающих на рынке ипотечного кредитования. Цель кредита – решение текущих проблем с ликвидностью. Однако данная мера лишь усугубила проблемы банка – за один день вкладчики вывели порядка \$4 млрд, прогнозируется дальнейший вывод средств. Появление этой информации привело к падению акций как Northern Rock (на 31%), так и других британских банков (на 3-7%).

Илл. 1: Динамика LIBOR o/n



Источник: Bloomberg

Илл. 2: Изменение кривой LIBOR



Источник: Bloomberg

Что дальше?

Вторая половина сентября станет индикатором того, насколько глубоко кризис затронет финансовые рынки и станет ли действительно глобальным. Не исключено, что совокупность факторов поможет стабилизировать ситуацию, успокоить инвесторов и нарыв, зревший последние два месяца так и не прорвется. Какие же события будут приковывать к себе внимание инвесторов?

Заседание ФРС 18 сентября

Практически никто не сомневается, что на ближайшем заседании ФРС под давлением событий последних недель будет вынуждена понизить ключевую процентную ставку. Инвесторов волнует лишь насколько ставка будет понижена. Возможны несколько сценариев.

Снижение ставки на 25 б.п. учтено рынками

Снижение ставки всего на 25 б.п. полностью заложено в рынки – как долговой, так и валютный. За последнюю неделю доходности КО США упали на 20 б.п., 10-летние КО США торговались на уровне 4,32% годовых, последний раз отмеченном в начале 2006 г. Данный уровень практически на 90 б.п. ниже текущего уровня ставки ФРС. Доллар также испытывал сильное давление, достигнув исторического минимума против евро – 1,39 \$/евро.

Таким образом, решение о понижении ставки на 25 б.п. будет воспринято рынками как «само собой разумеющееся» и приведет к успокоению фондовых рынков за счет средств, возвращающихся из КО США. Доходности американского долга скорректируются вверх.

При таком решении все внимание инвесторов будет направлено на сопроводительное заявление Комитета по открытым рынкам. Многие аналитики уже заговорили, что для полной стабилизации ситуации потребуются чередой понижений ставки. По отдельным прогнозам в ближайшие полгода суммарное понижение может составить 100 б.п.

Снижение ставки на 50 б.п. – слишком радикально

Снижение ставки на 50 б.п. будет воспринято как радикальная мера. Если долговой рынок США практически полностью отыграл такое понижение в доходностях, то американская валюта, скорее всего, продолжит дешеветь.

Неизменная ставка подорвет доверие инвесторов

В случае, если Комитет на открытом рынке все-таки не пойдет на понижение ставки – такое решение будет воспринято крайне негативно. Не исключено, что это выльется в кризис доверия к американским монетарным властям и их способности грамотно оценивать сложившуюся ситуацию и принимать своевременные меры.

«Золотая середина» снижение ключевой ставки на 25 б.п. при снижении дисконтной ставки на 50 б.п.

Аналитики все более склоняются к мысли, что наиболее оптимальным решением для ФРС в сложившейся ситуации будет применение комбинированного снижения ставок. В частности, ключевую ставку достаточно снизить на 25 б.п. при одновременном снижении дисконтной ставки на 50 б.п.

В этом случае ФРС снижением ставки дисконтирования и сужением ее спреда к ключевой ставке облегчает рефинансирование для банковской системе, решая проблему дефицита ликвидности. Это «остудит» рынки, позволяя принимать более взвешенные решения.

С другой стороны умеренное понижение ключевой ставки – всего на 25 б.п. снижает угрозу роста инфляционного давления на экономику, которое возникло бы при более радикальном решении.

Падение прибыли крупнейших банков в III квартале оценивается в 10-30%

Банки и компании публикуют отчетность

Помимо заседания ФРС, в течение 18-20 сентября будут публиковаться предварительные финансовые результаты компаний и банков, являющихся лидерами мирового финансового рынка, в том числе: Lehman Brothers, Morgan Stanley, Bear Sterns и Goldman Sachs. Часть из них ранее уже заявляла о различных проблемах, связанных как с ипотечным рынком США, так и с нехваткой ликвидности. По предварительным оценкам, их прибыль сократится в III квартале от 10 до 30%.

Финансовые результаты этих компаний помогут оценить, насколько сильно проблемы, вызванные ухудшением рынка ипотечного кредитования США, проникли в мировую финансовую систему.

Рекордный объем погашения ЕСР приходится на 3 неделю сентября

Погашения в условиях отсутствия доступа к рефинансированию

Усиление кризиса глобальной ликвидности ожидается в последней декаде сентября. Именно на это время – начала периода осенней деловой активности – приходится пик погашений краткосрочных коммерческих бумаг, выпускаемых компаниями под долгосрочные кредиты. На этом рынке высока доля ипотечных компаний, секьюритизирующих таким образом выданные кредиты. Традиционно для погашения текущего займа компания-эмитент выпускала новый транш ЕСР, позволяющий рефинансировать старый выпуск.

Выпуск новых бумаг пока недоступен

Однако в настоящее время первичный рынок «запечатан», и многие эмитенты столкнутся с необходимостью погашать данные бумаги за счет собственных средств или изыскивать возможность кредитования в банке. Спрос на ликвидность снова стремительно возрастет.

По оценкам, суммарный объем еврокоммерческих бумаг, срок погашения которых приходится на третью неделю сентября составляет \$140 млрд (причем только 17 сентября погашается ЕСР на 48 млрд). Столь мощный спрос на ресурсы может потребовать применения решительных мер Центральными банками разных стран для насыщения рынка ликвидностью. Невозможность изыскать средства для погашения этих бумаг может привести к банкротству ряда компаний, что вызовет новый всплеск негатива на всех финансовых площадках.

Шансы на преодоление кризиса есть

Несмотря на напряженный характер следующей недели и в целом периода до конца сентября, уже сейчас заметны намеки на возможность выхода из кризисной ситуации. Об этом свидетельствуют попытки восстановления Индекса iTraxx Crossover Серия 7, снижение CDS Турции и России. Однако докризисные уровни пока недостижимы.

Как глобальный кризис затронет Россию?

Российская экономика в отличной форме

К нынешнему кризису Россия подошла в отличном финансовом состоянии, позволяющем минимизировать негативное влияние, поступающее с мировой арены. Высокие темпы экономического роста, укрепление национальной валюты, бьющие все рекорды цены на нефть, позволяющие ускоренными темпами наращивать Стабилизационный фонд и способствующие росту золотовалютных резервов...

«Ахилессова пята» - банковский сектор

«Ахилессовой пятой» российской экономики является банковская система. Международные рейтинговые агентства неоднократно заявляли о слабости российской банковской системы как основной проблеме экономики страны.

15% активов банков финансируются за счет внешних заимствований

Российские банки в последние годы ускоренными темпами интегрировались в мировую финансовую систему. В итоге, по оценкам Банка России, около 15% активов банковской системы финансируются за счет иностранных заимствований. Однако у некоторых банков, ориентированных на розничную сеть (таких как Банк Русский Стандарт, УРСА Банк и ХКФ-Банк), этот показатель еще выше.

Как следствие, проблема рефинансирования встанет не только перед западными банками и фондами, но и перед российскими кредитными организациями. В то же время, сложившаяся ситуация может быть «на руку» Банку России. ЦБ планомерно выступает за сокращение количества банков в РФ. В условиях затруднения доступа к рефинансированию, привлечению новой клиентской базы мелкие банки могут быть вынуждены консолидироваться, либо – перейдут в собственность более крупных игроков сектора банковских услуг.

Проблемы Казахских банков России пока не грозят

Наиболее остро из сопредельных стран кризис глобальной ликвидности затронул банковскую систему Казахстана. Многие участники рынка опасаются, что аналогичные проблемы могут возникнуть и у российских банков. Однако, если оценить ситуацию глубже и разораться в корне проблем банков Казахстана, можно выявить ряд существенных отличий, позволяющих предположить, что российские банки будут менее чувствительны к проблемам глобального кризиса.

Итак, в ходе активных заимствований в последние годы, казахские банки довели объем внешних займов до 50% ВВП (по сравнению с 10% ВВП, приходящихся на российские банки. При этом, казахская банковская система гораздо более концентрирована и состоит из порядка 30 банков (более 1000 в России). При этом, заимствованиями за рубежом занимаются лишь 10 банков Казахстана. Таким образом, проблема ликвидности стоит перед казахскими банками намного острее, нежели перед российскими. Инвесторы, в свою очередь, осознавая эти проблемы, отказываются рефинансировать их долги.

Второй момент касается различий в экономике двух стран. В настоящее время в Казахстане складывается дефицитный счет текущих операций, что предполагает усиление давления на национальную валюту. В сложившихся условиях ускорение темпов девальвации является наиболее вероятным сценарием. Учитывая, что банковская система использовала привлеченные за рубежом средства для финансирования кредитования населения (в том числе – в валюте) – казахские банки могут столкнуться с проблемой неплатежей по кредитам при

девальвации тенге. Это еще больше усложнит и так непростую ситуацию, ограничив поступления банков.

Реакция российского внешнего рынка на кризис

Российский суверенный внешний долг чувствует себя достаточно уверенно в условиях мировой турбулентности. Отток средств в безрисковые активы практически не затронул российский сегмент, воспринимаемый как «тихая гавань» для инвесторов.

За период с середины июля спреды суверенного долга к КО США расширились в полтора раза. Спред суверенного бенчмарка России-30 к 10-летним КО США скакнул с уровней 95-98 б.п. до 150 б.п. Однако причиной расширения спредов являлось не падение российских бондов, а резкое снижение доходностей американского долга. При этом, доходность России-30 за период с середины июля не только не выросла, но напротив продемонстрировала снижение примерно на 20 б.п. – с 6,05% годовых до 5,85% годовых.

Тем не менее, возможность предугадать возможность негативного сценария у инвесторов была. Традиционно российские участники внешнедолгового рынка оценивают привлекательность покупки суверенных бумаг исходя из их спреда к американскому долгу. Напротив, целый ряд западных фондов портфельных инвестиций ориентируются на спред российских бумаг к мид-свопам (MidSwaps-MS).

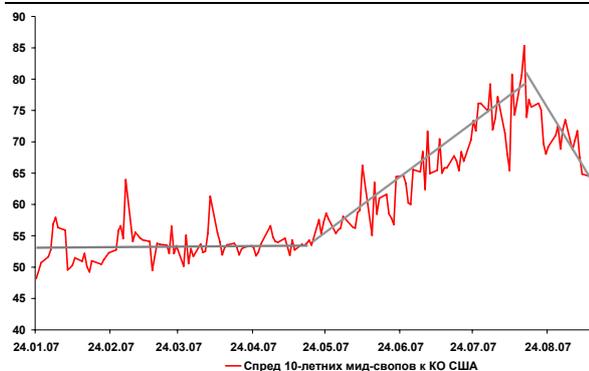
При этом расширение спреда MS к КО США (что дает сужение спреда российских облигаций к MS) свидетельствует об увеличении «платы за риск». Таким образом, тогда как российские инвесторы первоначально воспринимали расширение спреда России-30 к КО США как сигнал на покупку, западные инвесторы отслеживали спред суверенного долга к MS, сужение которого давало им сигнал на продажу.

Расширение спреда MS к КО США началось примерно в середине мая, сигнализируя рынкам о начале этапа переоценки платы за риск.

Соответственно, наблюдающееся на данный момент сужение их спреда может являться признаком улучшающейся ситуации и некоторого успокоения инвесторов. Однако до полной стабилизации пока далеко: сейчас данный показатель находится на уровне 60-70 б.п. по сравнению со средним уровнем 50-55 б.п. в первом полугодии.

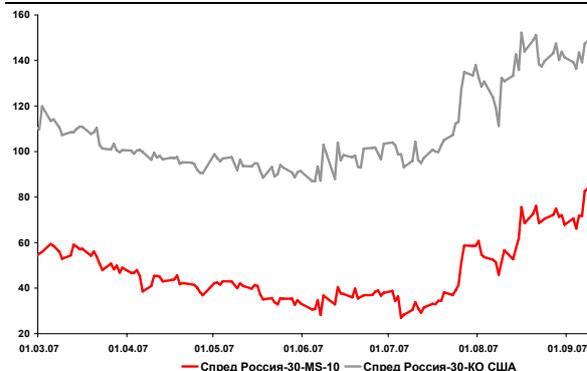
Хотя спреды к КО США расширились – доходности снижаются

Илл. 3: Спред 10-летних MS к UST



Источник: Bloomberg

Илл. 4: Спред Rus-30 к MS и UST

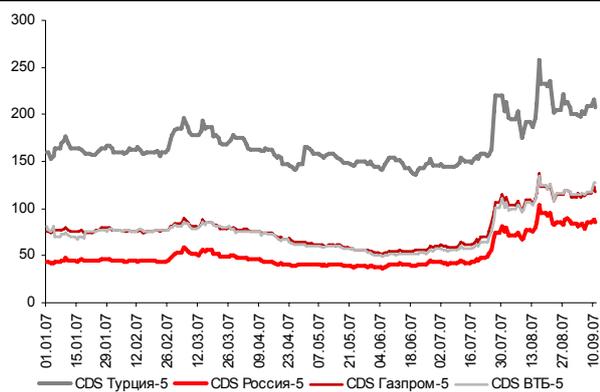


Источник: Bloomberg

**«Бегство капитала» в
наибольшей степени
затронуло
банковские
облигации**

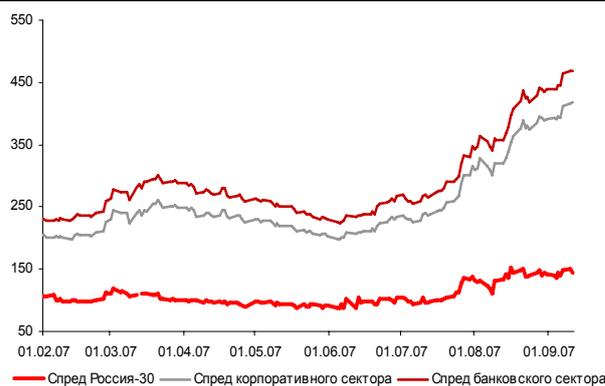
В отличие от суверенного сегмента корпоративный внешний долг в меньшей степени и банковский внешний долг – в большей – испытали на себе всю полноту влияния «бегства капитала». В банковском сегменте доходности обращающихся еврооблигаций выросли в среднем на 110 б.п., тогда как в корпоративном сегменте эта цифра вдвое ниже. По банкам, активно развивающим в последние годы розничное кредитование (Русский Стандарт, ХКФ-Банк) рост доходностей достигал 400 б.п. Как следствие, спреды российского частного долга к КО США расширились гораздо существеннее, чем для суверенного сегмента.

Илл. 5: Динамика CDS



Источник: Bloomberg

Илл. 6: Спреды российских бондов к КО США



Источник: Bloomberg, расчеты Альфа-Банка

**Стоимость
заимствований
возросла на 200-400
б.п., но привлечь
средства нельзя
даже на этом уровне**

Таким образом, можно констатировать рост стоимости внешних заимствований для российских компаний и, прежде всего, - для банковского сектора. Однако основная проблема заключается в невозможности привлечь средства даже по завышенным ставкам.

Последним размещением среди корпоративных эмитентов стал выпуск 30-летних еврооблигаций Газпрома на \$1,25 млрд, осуществленный 8 августа. С тех пор ни один из российских эмитентов не вышел на внешний рынок. Даже при предложении инвесторам секьюритизированных ценных бумаг их размещение не встретит адекватного спроса в условиях, когда большинство инвесторов потеряло аппетит к риску.

Пока планы эмитентов по выпуску новых бумаг откладываются. Вопрос – на какой срок? Тем временем, потребность в рефинансировании и значительные планы банков по привлечению средств приводят к проблеме ликвидности.

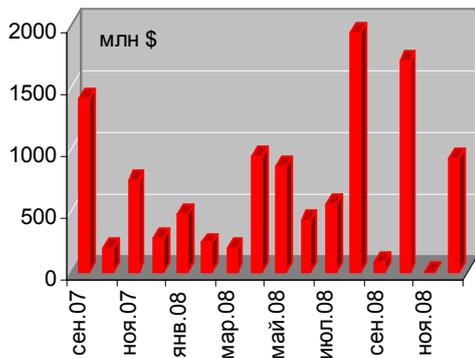
**Размещение
Газпрома сможет
задать ориентиры**

«Вскрыть» рынок первичных размещений может Газпром, планирующий в начале октября провести размещение еврооблигаций, номинированных в евро. Причем сумма выпуска значительна – максимальный объем заимствований оценивается в \$5 млрд. Размещение Газпрома – в случае, если оно состоится – станет ориентиром для всех российских заемщиков.

Во-первых, привлечение газовым монополистом средств будет свидетельствовать о том, что настрой инвесторов постепенно улучшается и внешние заимствования возможны «в принципе». Во-вторых, это размещение сможет задать ориентиры другим компаниям, показав насколько выросла цена заимствований за последние два месяца. Тогда уже эмитенты смогут оценить целесообразность и возможность выхода на внешний рынок.

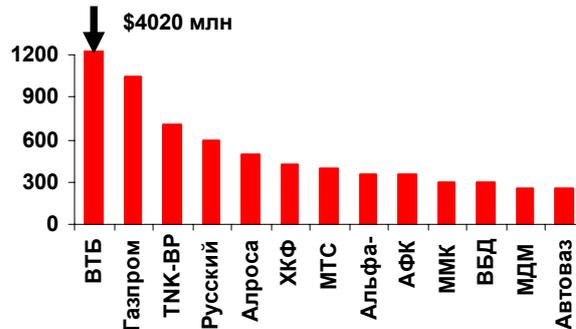
Помимо Газпрома, о планах привлечения в текущем году заявлял Банк Русский Кредит. Он планирует провести две секьюритизации (по кредитным картам и по автокредитам) суммарным объемом порядка \$600 млн.

Илл. 7: График погашений еврооблигаций в 2007-2008 гг



Источник: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл. 8: Крупнейшие эмитенты, погашающие внешний долг в 2007-2008 гг



Источник: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Пик погашений в ближайшие полгода приходится на сентябрь (\$1,4 млрд, из которых \$1 млрд приходится на ВТБ). В целом же необходимо отметить, что основные пики платежей сосредоточены в IV квартале.

Среди эмитентов, лидерами по объему погашений в период до конца 2008 г безусловно являются ВТБ (свыше \$4 млрд) и Газпром (свыше \$1 млрд). Если же перейти к частным банкам, то с большим отрывом от других лидируют Банк Русский Стандарт и ХКФ-Банк. Оба банка в последние годы агрессивно развивали направление кредитования населения (как потребительского, так и ипотечного). Для этих целей проводились масштабные заимствования. Учитывая отмеченный нами ранее максимальный рост ставок по еврооблигациям этих банков в период кризиса, рефинансирование ими текущего долга на внешнедолговом рынке будет серьезно затруднено.

Итак, два ключевых вопроса - как скоро российские компании и банки смогут вернуться на внешнедолговой рынок и поиск альтернативных источников финансирования.

Основными преимуществами привлечения средств на международных рынках капитала являются длинные сроки привлечения и возможность более масштабных заимствований.

Сможет ли внутренний долговой рынок абсорбировать возросшее предложение?

Рублевый долговой рынок – реакция на кризис

Российский внутренний долговой сегмент долгое время чувствовал себя защищенным от негативного влияния мировых рынков. Этому способствовала избыточная ликвидность – своеобразная «подушка безопасности» российского рынка. Масштабный приток капитала в начале этого года, проведение IPO Сбербанка и ВТБ, аукционы по ЮКОСу создали переизбыток свободных рублевых средств в банковской системе. Индикатор ликвидности, рассчитываемый Альфа-Банком, превышал 1,5 трлн руб в мае-июне. Кроме того, постоянную поддержку

Внутренний рынок не сразу отреагировал на кризис благодаря избытку ликвидности

рублевым активам оказывал спрос со стороны нерезидентов, прогнозировавших укрепление рубля.

Однако, начиная с июля, свободные рубли начали постепенно сокращаться. Первоначально этому способствовало ужесточение политики ЦБ, стремящегося обуздать инфляционное давление. Однако этот процесс был достаточно плавным.

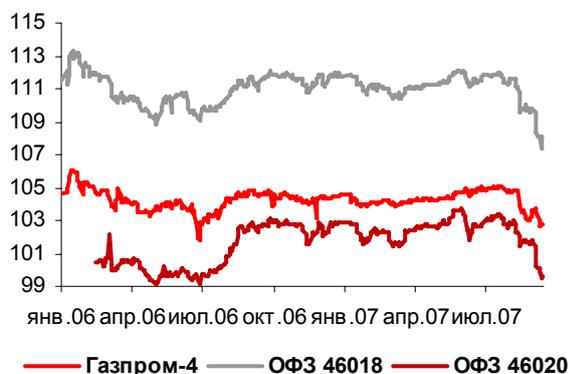
**«Бегство капиталов»
добралось до России
лишь в середине
августа, вызвав
проблемы с
ликвидностью**

Серьезные проблемы начались в середине августа: глобальный кризис ликвидности добрался и до России. Обострение ситуации на мировых рынках в этот период, появление все новых данных, свидетельствующих о распространении кризиса на рынке субстандартного кредитования США на другие сферы вызвали бегство капиталов в безрисковые активы. Эта тенденция наблюдалась по всему миру. Не обошла она стороной и Россию.

Западные инвесторы начали активный вывод средств из рублевых активов, спровоцировав резкое снижение ставок на внутреннем рынке после полугодового роста. Российские игроки не остались в стороне. Лидерами ценового падения стали гособлигации, за ними следовали корпоративные «голубые фишки». По отдельным выпускам за 2-3 недели цены упали с исторических максимумов до исторических минимумов.

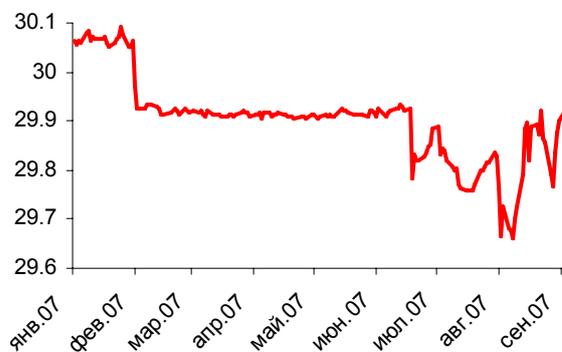
Вывод средств нерезидентами отрицательно сказался и на российском валютном рынке. Резко возросший спрос на валюту вызвал обесценение рубля, полностью нивелировавшее его укрепление в первом полугодии. В течение нескольких торговых сессий курс рубля к корзине валют вернулся на уровень начала года.

Илл. 9: Динамика цен ОФЗ против цены Газпрома



Источник: ЦБ, ММВБ

Илл. 10: Динамика курса рубля к бивалютной корзине



Источник:

**Спрос на РЕПО с
Банком России побил
все исторические
рекорды**

В итоге, на денежном рынке ставки по рублевым 1-дневным кредитам подскочили до 7-10% годовых, а банки в поисках средств обратились за операциями РЕПО в ЦБР. Во второй половине августа ежедневное привлечение средств через РЕПО достигало 200-270 млрд руб, что является историческим максимумом.

С началом сентября ситуация несколько успокоилась. Во-первых, западные инвесторы пока приостановили вывод средств с рынка, во-вторых, закончился период налоговых платежей, способствовавший дополнительному изъятию ликвидности. Тем не менее, ситуация до конца не нормализовалась.

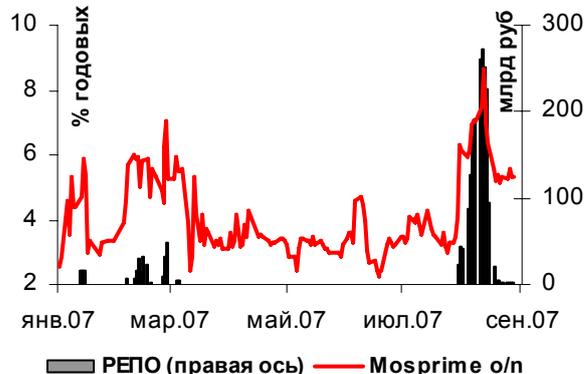
Ставки overnight по-прежнему держатся около 5% годовых. Некоторые банки 2-3-го эшелонов по-прежнему испытывают проблемы, о чем свидетельствует сохраняющийся спрос на РЕПО.

Илл. 11: Динамика цен корпоративных облигаций и уровень ликвидности банков



Источник: ММВБ, ЦБ, расчеты Альфа-Банка

Илл. 12: Ставки денежного рынка и объем привлечения средств через РЕПО



Источник: Bloomberg, ЦБ

ВТБ покидает рынок РЕПО... Надолго ли?

Дополнительное давление на денежный рынок оказывает резкое сокращение объемов кредитования в форме РЕПО со стороны ВТБ. По имеющейся информации, ВТБ прекратил пролонгировать кредиты, также как и кредитовать под залог облигаций 3-го эшелона, организатором которых он выступал. По сведениям из различных источников это может быть вызвано двумя причинами. Во-первых, на 21 сентября приходится погашение еврооблигаций ВТБ на \$1 млрд, и прекращение кредитования в рамках РЕПО может быть обусловлено именно аккумуляцией средств под это погашение. В этом случае его самоустранение с рынка РЕПО носит временный характер.

Во-вторых, по информации из самого ВТБ, банк столкнулся с притоком компаний – новых клиентов, вынужденных уходить из других частных банков в связи с невозможностью кредитования. Мы ожидали переток клиентской базы в два главных госбанка страны, однако не предполагали, что это может случиться так скоро. В этом случае, уход ВТБ с сектора РЕПО имеет среднесрочный характер и продлится, пока банку не удастся серьезно расширить свою ресурсную базу.

Внутренний рынок: ожидаемые трудности

Таким образом, несмотря на признаки улучшения на мировых площадках, говорить о стабилизации на внутреннем долговом рынке пока рано. Российский внутренний рынок, как и внешний, также закрыт для эмитентов. Если в течение первого полугодия объем размещений постоянно увеличивался, то, начиная с августа, эмитенты не торопятся на первичный рынок, откладывая размещения «до улучшения конъюнктуры».

В то же время, навес уже несостоявшихся размещений, также как и планов компаний – огромен (по нашим оценкам он составляет не менее 400 млрд руб). Объем выпусков, прошедших регистрацию в ФСФР (и, таким образом, которые могут выйти на рынок в любое время), составляет в настоящее время 230 млрд руб. Из них по облигациям с суммарным объемом эмиссии на 55 млрд руб регистрация истекает в ближайшие полгода.

На внутреннем первичном рынке также затишье

Навес предполагаемых размещений до конца года – порядка 400 млрд руб

Кроме того, эмитенты, не сумевшие своевременно привлечь средства на международном рынке, планируют переориентироваться на внутренние заимствования. В частности, Роснефть, планировавшая в июле разместить еврооблигации на сумму от \$2 млрд (при программе заимствований \$5 млрд), заявила о планах привлечь с рублевого рынка 45 млрд руб. Также МТС намеревается привлечь до конца года 10-15 млрд руб путем выпуска рублевых облигаций для рефинансирования погашения еврооблигационного займа (30 января 2008 г на \$400 млн). И это – лишь первые ласточки.

Илл. 13: Выпуски, уже прошедшие регистрацию в ФСФР (объемом свыше 1 млрд руб)

Эмитент	Объем, млн руб	Дата регистрации выпуска
ТД ПигМа	3 000	14.11.06
ВТБ 24	6 000	17.11.06
Ассоциация ГРАНД	3 000	23.11.06
Челиндбанк	1 000	23.11.06
Незабудка	1 000	11.01.07
ГК Монолит	1 000	18.01.07
РСХБ	10 000	26.01.07
Реалтэкс-Финанс	1 500	08.02.07
Макромир-Финанс	1 000	13.03.07
Х-5 Финанс – 2 выпуска	16 000	16.03.07
Микояновский мясокомбинат	2 000	22.03.07
ОГК-6	3 200	22.03.07
О'КЕЙ	2 000	22.03.07
Провиант	1 000	27.03.07
Кристалл-Финанс	1 300	10.04.07
БЖФ	1 350	16.04.07
УРСА-Банк	10 000	19.04.07
Мягков-Финанс	1 000	24.04.07
Голдер Электроникс	1 000	27.04.07
Матрица	2 000	27.04.07
КЧХК-Финанс	3 000	07.05.07
МДМ-Банк – 2 выпуска	8 000	10.05.07
АвиаБалт	1 000	11.05.07
Арка-Финанс	1 000	11.05.07
ГТ ТЭЦ Энерго	2 000	18.05.07
Газэнергосеть	1 500	22.05.07
Агрика ПП	2 000	24.05.07
УК Сенатор	1 000	24.05.07
Дойче Банк	3 000	28.05.07
Комин-Финанс	2 500	05.06.07
МИР-Финанс	3 000	05.06.07
ФинансБизнесГрупп	3 000	15.06.07
ВСП-Инвест	5 000	22.06.07
РИГрупп	1 500	22.06.07
Корпорация Строймонтаж	1 200	22.06.07
Стройтрансгаз	5 000	22.06.07
Ханты-Мансийск СтройРесурс	3 000	22.06.07
ХКФ-Банк	4 000	22.06.07
НСХ-Финанс	1 000	26.06.07
АИЖК Кемеровской области	1 000	06.07.07
ВКМ-Лизинг-Финанс	1 000	06.07.07
Пивоварня Москва-Эфес	6 000	06.07.07
Сибкадеминвест	2 000	06.07.07
Генерирующая Компания	2 000	02.08.07
КБ Кедр	1 500	02.08.07
КБ МИА	2 000	02.08.07
Дальневосточная Генерирующая Компания	5 000	09.08.07
Национальная компьютерная корпорация (НКК)	2 000	09.08.07
Дельта-Кредит – 3 выпуска	12 000	15.08.07
Желдорипотека – 2 выпуска	4 000	16.08.07
КАМАЗ	6 500	16.08.07
ВСП-Инвест	5 000	21.08.07
МК Евросервис	2 000	21.08.07
КБ Солидарность	1 500	21.08.07

Вымпелком-инвест – 2 выпуска	15 000	23.08.07
Ренессанс-Капитал – 2 выпуска	7 000	23.08.07
Ситроникс – 2 выпуска	5 000	23.08.07
КБ Агроимпульс	1 000	24.08.07
ТД 12 месяцев успеха	1 000	28.08.07
НОМОС-банк	3 000	28.08.07
Агама Трейд	1 000	30.08.07
Амет-Финанс	2 000	30.08.07
Иви-Финанс	1 000	30.08.07
Мосинжстрой	2 100	30.08.07
Эйр Юнион Эр Эр Джи	2 000	30.08.07
Аптечная сеть 36.6	1 000	биржевые

Кто продает?

Доля иностранных инвесторов в рублевых облигациях все еще невысока

Залог стабильности внутреннего долгового рынка – все еще невысокая доля иностранных инвесторов. Учитывая, что часть продаж прошла в середине августа (по оценкам Минфина было выведено порядка \$5,5 млрд), их доля еще сократилась. Мы не исключаем очередной волны продаж со стороны западных фондов в случае, если окончание квартала на мировых рынках пройдет на негативной волне.

Серьезно дестабилизировать ситуацию могут лишь российские банки

Однако серьезно дестабилизировать рынок могут лишь российские банки, по-прежнему являющиеся основными держателями негосударственного долга. Наиболее агрессивные продажи с их стороны вероятны в периоды усиления дефицита ликвидности.

ЦБ добавит в систему 150 млрд руб с октября и повысит доступность РЕПО для средних и мелких банков

После августовских событий Банк России уже принял меры направленные на расширение доступа банковской системы к рефинансированию. В частности, с октября будут снижены на две ступени требования по рейтингам для бумаг, принимаемых в залог. По оценкам ЦБ, это позволит увеличить объем принимаемых в залог обязательств с 1,25 трлн руб до 1,4 трлн руб.

Несмотря на казалось бы незначительное увеличение максимальной суммы рефинансирования (на 150 млрд руб), реальный эффект будет более значимым. В настоящее время в список принимаемых в РЕПО инструментов входят ОФЗ (львиная доля которых находится в портфеле ПФР), облигации Москвы (в значительной степени выкупленные эмитентом), а также наиболее качественные корпоративные облигации, входящие в котировальный список А1. При этом, часть из этих выпусков была досрочно выкуплена эмитентом по оферте, другая часть – при размещении попала в инвестиционные портфели иностранных инвесторов. Таким образом, реальный портфель бумаг, доступных для использования в сделках РЕПО с ЦБР существенно меньше заявленного объема и составляет не более 40% указанной суммы (по нашим оценкам – 400-500 млрд руб).

В то же время, среди облигаций, которые станут доступны для залога при операциях РЕПО в соответствии с новыми правилами Банка России доля инвестиционных позиций и иностранных инвесторов будет значительно меньше. Напротив, такие выпуски будут чаще встречаться в портфелях банков 2-3-го эшелонов. Таким образом, помимо увеличения объемов доступного кредитования на 150 млрд руб (или почти на 40% в соответствии с приведенной выше оценкой), такая мера повысит доступность данного механизма рефинансирования для мелких и средних банков, увеличит прозрачность российской банковской системы.

Более серьезное давление на банки окажет рост стоимости заимствований. В случае удорожания финансирования они будут вынуждены сокращать позиции в бумагах, приносящих меньший доход.

Третьей проблемой, способной нанести серьезный удар по внутреннему долговому рынку, является сужение доступа к ресурсам российских компаний. Наиболее остро эта проблема стоит перед мелким и средним бизнесом.

Вероятность дефолтов реальна

**Рефинансировать
оферту можно будет
только по высоким
ставкам**

На IV квартал традиционно приходится пик погашений и оферт. Значительная часть эмитентов традиционно либо рассчитывает на беспрепятственное прохождение оферт, либо – на рефинансирование путем выпуска новых займов. Однако в текущем году доступа к дешевым деньгам не будет.

**Инвесторы
переоценивают
кредитные риски**

Российские инвесторы уже стали задумываться, что не все эмитенты смогут безболезненно решить эту проблему, и не исключают дефолтов в 3-ем эшелоне. Об этом свидетельствует волна продаж коротких выпусков эмитентов с низким кредитным качеством, а также тот факт, что цены большинства выпусков этого сегмента держатся стабильно ниже номинала.

Как пройти оферту?

В сложившейся ситуации у эмитентов есть несколько путей решения задачи прохождения оферты:

1. определение существенно более высоких купонов на следующие купонные периоды (на 200-400 б.п.);
2. определение высокого купона лишь на один купонный период и выставление дополнительной оферты по его окончании (в надежде, что через полгода ситуация на рынке улучшится);
3. выкуп облигаций по оферте (купон устанавливается на минимальном уровне 1% годовых);
4. выкуп по оферте предъявленного объема с планами дальнейшего возвращения выпуска на вторичный рынок (купон устанавливается на уровне предыдущего).

**При исполнении
оферт эмитентами
могут пострадать
банки-организаторы**

Традиции российского долгового рынка таковы, что в некоторых ситуациях часть проблем по прохождению оферты эмитент может переложить на банк. Так, в некоторых случаях оговаривается, что банк помогает эмитенту проходить оферту и в случае проблем – либо выкупает облигации на себя, либо – предоставляет эмитенту короткий кредит.

Такие обязательства еще больше усугубят проблемы банковского сектора, требуя дополнительной ликвидности для выполнения данных обязательств.

Сочетание низкой кредитоспособности эмитента (имеющего проблемы с рефинансированием в текущих условиях) и ограниченности доступа банка-организатора к свободным ресурсам лишь стимулируют проблемность прохождения оферт. Именно такие случаи могут привести к дефолтам.

Илл. 14: Объем погашений и исполнений оферт, приходящихся на ближайшие полгода

Эмитент	Объем в обращении, млн	Дата погашения	Дюрация	Ставка купона	Дата купона	Средняя цена	Доходность, %
Газпром-5	5 000	09.10.07	0.07	7.58%	09.10.07	100.10	6.15
РЖД-2	4 000	05.12.07	0.23	7.75%	05.12.07	100.10	7.35
ФСК-1	5 000	18.12.07	0.26	8.80%	18.12.07	100.40	7.29
АМТЕЛ1	1 200	15.11.07	0.17	8.00%	15.11.07	100.00	8.05
Балтика	1 000	20.11.07	0.19	8.75%	20.11.07	100.00	8.82

ДОМО-Ф	1 000	14.02.08	0.42	12.50%	14.02.08	99.30	14.70
МК Евросервис	1 500	18.12.07	0.26	13.25%	18.09.07	99.97	14.04
ИнкомЛАДА	490	22.11.07	0.19	12.00%	22.11.07	99.60	14.87
ИТЕРА	2 000	07.12.07	0.23	9.75%	07.12.07	99.86	10.50
КБ Кедр	450	05.10.07	0.06	11.50%	05.10.07	99.60	19.39
МАИР-2	1 000	27.11.07	0.21	10.80%	27.11.07	98.50	19.11
МИР-Финанс	1 000	27.12.07	0.28	10.50%	27.12.07	99.91	10.99
НЛК	500	31.01.08	0.38	12.45%	31.01.08	99.53	14.12
Пересвет	200	02.10.07	0.05	17.50%	02.10.07	100.00	18.34
ПромсвязьБ-4	600	01.11.07	0.13	8.20%	01.11.07	100.00	8.24
ПЭФ Союз	300	09.10.07	0.07	10.00%	09.10.07	100.00	10.02
РусСтанд-4	3 000	03.03.08	0.47	8.25%	03.03.08	98.00	13.15
СалаватСтекло	750	25.03.08	0.50	11.60%	25.09.07	101.60	8.62
Салют-Энергия	3 000	25.12.07	0.28	9.80%	25.12.07	100.25	9.08
СвСокол-2	600	22.11.07	0.19	11.75%	22.11.07	100.20	10.75
СевКабель	500	06.10.07	0.06	12.50%	06.10.07	99.80	16.51
СЗТелек-2	1 500	03.10.07	0.05	7.50%	03.10.07	99.98	8.04
СОК-Авто	1 100	24.04.08	0.59	12.00%	25.10.07	99.55	13.13
ТД Спартак	500	23.01.08	0.36	13.00%	23.01.08	99.80	13.92
Спурт	500	15.11.07	0.17	9.25%	15.11.07	100.00	9.54
СТИН-Финанс	300	01.04.08	0.52	15.50%	02.10.07	100.30	15.42
ТатИнК	500	06.02.08	0.40	11.00%	06.02.08	100.00	11.24
ТатЭнерго	1 500	13.03.08	0.50	9.65%	13.03.08	100.37	9.07
ТЧМ-2	1 000	29.11.07	0.21	8.00%	29.11.07	100.00	8.06
УРСА-Банк-6	1 500	24.04.08	0.60	7.65%	25.10.07	99.76	8.29
УрСви-4	3 000	01.11.07	0.13	9.99%	01.11.07	100.25	8.09
УрСви-5	2 000	17.04.08	0.57	9.19%	18.10.07	101.00	7.55
Хайленд Голд	750	02.04.08	0.53	12.75%	03.10.07	99.85	13.67
Электроника	500	13.04.08	0.56	11.75%	13.10.07	100.09	11.82
Эмитент	Объем в	Дата	Дюрация	Ставка	Дата	Средняя	Доход-
	обращении, млн р	оферты		купона	купона	цена	ность, %
Автобан-Инв	250	25.09.07	0.03	13.00%	25.09.07	100.00	13.45
Автоприбор	500	31.10.07	0.13	12.80%	31.10.07	99.17	19.94
АгрГруппа	400	21.11.07	0.19	11.50%	21.11.07	100.20	10.79
АиФ	1 500	19.12.07	0.27	11.75%	19.12.07	99.48	14.08
Алькор	1 500	11.12.07	0.24	10.75%	11.12.07	99.40	13.58
Артуг	500	19.12.07	0.27	13.00%	19.12.07	100.00	13.21
АЦБК-3	1 500	18.10.07	0.10	9.95%	18.10.07	100.15	8.56
БананаМама-1	1 000	26.10.07	0.12	11.25%	26.10.07	99.70	14.07
Белгранкорм	700	04.12.07	0.22	10.90%	04.12.07	100.00	11.34
Белый Фрегат	1 000	13.12.07	0.25	14.50%	13.12.07	100.43	13.34
Бразерз и Ко	500	21.12.07	0.26	12.50%	21.09.07	99.37	15.75
ВолжТекстиль	1 000	21.12.07	0.27	12.50%	21.12.07	99.89	13.15
ВолгаБурмаш	600	10.10.07	0.07	11.00%	10.10.07	99.70	15.43
ВМУ-Финанс	1 500	25.12.07	0.28	11.00%	25.12.07	100.03	11.05
ВолшКрай	500	04.12.07	0.22	11.50%	04.12.07	100.00	11.64
Восток-Сервис	1 500	13.03.08	0.50	10.99%	13.03.08	100.10	11.07
Востокцемент	800	22.11.07	0.19	12.00%	22.11.07	100.00	12.13
КБ Восточный	1 000	19.03.08	0.49	10.30%	19.09.07	99.00	12.74
ГАЗ-Финанс	5 000	12.02.08	0.42	8.49%	12.02.08	99.55	9.81
Газбанк	750	20.11.07	0.19	10.50%	20.11.07	99.99	10.65
ГЛОБЭКС	2 000	13.03.08	0.50	11.00%	13.03.08	98.16	15.52
ГПБ-2	5 000	28.11.07	0.21	6.54%	28.11.07	100.05	6.33
ГорСупер	1 000	22.01.08	0.35	10.99%	23.10.07	99.70	12.36
Еврокоммерц-1	1 000	21.12.07	0.27	11.50%	21.12.07	100.00	11.67
Евросеть-2	3 000	04.12.07	0.22	10.25%	04.12.07	97.70	22.06
ЕПК	1 000	04.10.07	0.06	9.35%	04.10.07	99.95	10.29
ЖилсоцФ-1	600	25.10.07	0.12	11.50%	25.10.07	100.00	11.57
ЖилсоцФ-2	1 500	17.04.08	0.57	11.00%	18.10.07	98.30	14.52
Заводы ГРОСС	1 000	17.04.08	0.57	12.50%	18.10.07	99.79	13.49
ЗЕНИТ-3	3 000	16.11.07	0.17	8.45%	14.11.07	99.76	10.01
ИнкомЛАДА-2	1 400	15.02.08	0.42	12.00%	16.11.07	99.60	13.60
Инмарко	1 000	21.12.07	0.27	10.50%	21.12.07	100.05	10.45
ИскЦемент-2	500	07.11.07	0.15	12.50%	07.11.07	100.00	13.01
Ист Лайн-2	3 000	22.05.08	0.19	10.50%	22.11.07	99.83	11.55
КБ Кедр-2	1 000	18.03.08	0.49	11.15%	18.09.07	100.00	11.62
КИТ-Финанс	2 000	26.12.07	0.25	10.00%	14.12.07	100.22	9.19
Кора	1 000	15.01.08	0.33	12.00%	16.10.07	99.40	14.53
Кр Богатырь	2 000	14.02.08	0.42	11.00%	14.02.08	100.50	9.96
МАКСИ Груп	3 000	17.03.08	0.50	14.00%	13.03.08	99.20	16.35
МартаФ-2	1 000	18.12.07	0.23	12.00%	07.12.07	98.45	19.68
МартаФ-3	2 000	05.02.08	0.39	13.00%	01.02.08	97.30	21.52

Мастер-Банк3	1 200	05.12.07	0.23	11.75%	05.12.07	100.00	11.90
М-Видео	2 000	21.11.07	0.19	10.00%	21.11.07	100.00	10.09
МДМ-Банк-3	6 000	04.10.07	0.06	7.60%	04.10.07	100.05	6.71
Метрострой	1 500	28.03.08	0.52	8.47%	28.09.07	100.00	8.64
МЗБ	800	16.11.07	0.18	11.65%	16.11.07	99.78	13.12
МИГ-2	3 000	11.03.08	0.49	8.90%	11.03.08	100.56	7.87
Митлэнд	1 000	19.02.08	0.43	12.50%	20.11.07	99.99	13.10
МКБ-2	1 000	27.12.07	0.23	10.40%	06.12.07	99.00	15.31
МКХ-2	1 000	27.03.08	0.45	12.90%	26.02.08	99.30	12.67
ММБ-2	3 000	13.02.08	0.42	6.50%	13.02.08	100.85	4.47
МОИА-2	2 700	19.12.07	0.27	7.99%	07.03.08	99.00	12.38
Монетка-Ф	1 000	15.11.07	0.17	10.70%	15.11.07	99.40	14.59
МоскоммерцБ	1 000	05.12.07	0.23	9.30%	05.12.07	100.09	8.97
Мосмарт	2 000	17.04.08	0.57	11.00%	18.10.07	96.50	18.14
Натур-Продукт2	1 000	18.12.07	0.26	10.75%	18.12.07	99.89	11.35
НИТОЛ-2	2 200	18.12.07	0.26	11.75%	18.12.07	99.70	9.16
НОМОС-7	3 000	21.12.07	0.26	8.25%	18.12.07	100.03	8.22
Банк НФК	1 000	07.02.08	0.40	9.80%	07.11.07	98.50	14.38
Орхидея	1 000	11.10.07	0.08	10.70%	11.10.07	99.70	15.38
ПТПА-Финанс	500	19.11.07	0.17	10.60%	14.11.07	99.66	12.85
Разгуляй-Ф-2	2 000	01.04.08	0.53	10.25%	02.10.07	99.50	11.50
Ренинс-Ф	750	01.04.08	0.53	10.40%	02.10.07	99.50	11.66
РКС	1 500	17.10.07	0.09	9.70%	17.10.07	99.98	9.96
РМБ	1 000	26.10.07	0.12	11.00%	26.10.07	98.90	21.53
Роствертол	800	27.11.07	0.21	9.30%	27.11.07	100.10	8.87
ИК Рубин	1 200	16.10.07	0.09	12.15%	16.10.07	99.45	18.92
РусСтанд-7	5 000	25.03.08	0.51	8.50%	25.09.07	98.00	12.88
РусТекстиль-3	1 200	23.10.07	0.11	12.00%	23.10.07	99.75	14.54
Рыбинск-Каб	1 000	04.03.08	0.47	10.75%	04.12.07	98.70	14.33
СалаватСтекло2	1 200	31.10.07	0.13	9.28%	31.10.07	100.00	9.33
Санвэй	1 000	12.12.07	0.23	10.00%	05.12.07	99.66	11.73
НПО Сатурн-2	2 000	21.03.08	0.57	9.25%	21.09.07	99.55	10.41
СевКабель-2	1 000	04.12.07	0.22	10.50%	04.12.07	99.50	13.41
СевКазна	1 000	04.10.07	0.06	10.75%	04.10.07	99.90	12.98
Синергия	1 000	24.10.07	0.11	10.70%	24.10.07	99.75	13.15
СлавИнвБанк2	900	29.10.07	0.13	0.00%	29.10.07	99.50	13.32
СМАРТС-3	1 000	02.10.07	0.05	14.10%	02.10.07	98.50	49.96
СНХЗ-Финанс	1 000	02.10.07	0.05	10.70%	02.10.07	99.98	11.13
СобинБанк	1 048	14.11.07	0.17	12.00%	14.11.07	99.40	16.00
Солидарность-1	1 000	04.12.07	0.22	10.75%	04.12.07	99.00	16.25
СОРУС-Кап	1 200	08.11.07	0.15	10.20%	08.11.07	99.64	13.15
СУ 155-3	3 000	20.02.08	0.44	10.30%	20.02.08	99.20	12.56
Сувар	500	01.04.08	0.52	12.50%	02.10.07	99.22	14.47
Татфондбанк-3	1 500	20.11.07	0.19	10.00%	20.11.07	99.56	12.97
ТГК-6	2 000	26.02.08	0.45	7.40%	27.11.07	99.17	9.61
Терна-2	1 500	09.11.07	0.16	12.60%	09.11.07	99.20	18.41
ТМК-3	5 000	19.02.08	0.44	7.95%	19.02.08	99.81	8.56
УникумФ	1 000	18.12.07	0.26	12.50%	18.12.07	98.41	19.57
УралВаг3-2	3 000	05.10.07	0.06	9.35%	05.10.07	99.91	10.95
УралЛЦ	1 000	24.10.07	0.11	11.50%	24.10.07	99.24	19.06
УралХим	500	25.01.08	0.36	10.50%	26.10.07	100.33	9.90
УфаОЙЛ	1 500	17.04.08	0.57	12.00%	18.10.07	98.25	15.70
Фазтон-Аэро	1 000	31.01.08	0.38	10.50%	31.01.08	100.00	10.71
ЮниаструмБ-1	1 000	22.02.08	--	11.00%	19.02.08	99.98	--
Ютэйр-2	1 000	14.03.08	0.49	9.95%	11.12.07	99.10	12.39
ЦентриИнвест	1 500	10.11.07	0.16	10.00%	10.11.07	99.90	10.74
Черемушки	700	03.03.08	0.47	11.30%	03.03.08	99.00	14.00
Эйр Юнион	1 500	13.11.07	0.17	13.50%	13.11.07	99.14	20.10
Экспобанк	1 000	25.12.07	0.28	10.75%	25.09.07	99.00	15.21
ЭРКОНпродукт	1 200	13.03.08	0.50	11.40%	13.03.08	99.43	13.01
ЭФКО-2	1 500	25.01.08	0.37	10.50%	25.01.08	100.00	10.70
Яковлевский	1 000	26.10.07	0.12	12.00%	26.10.07	99.00	21.60

Источник: ФБ ММВБ, расчеты Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Директор по работе на долговом рынке капитала

Александр Кузнецов
(7 495) 788-0302

Вице-президент по работе на долговом рынке капитала

Андрей Михайлов
(7 495) 788-0326

Торговые операции

Игорь Панков, вице-президент по продажам
(7 495) 786-4892

Ольга Паркина, менеджер по продажам
(7 495) 785-74-09

Константин Зайцев, старший трейдер
(7-495) 785-7408

Вице-президент по операциям РЕПО и финансированию

Олег Артеменко
(7 495) 785-7405

Управление производных инструментов

Саймон Вайн, начальник Управления
(7 495) 745 7896

Управление валютно-финансовых операций

Игорь Васильев, начальник Управления
(7 495) 788-6497

Аналитический отдел

Рональд Смит, начальник отдела
(7 495) 795-3613

Рублевые облигации, новости

Екатерина Леонова (7 495) 785-9678

Еврооблигации

Павел Симоненко (7 495) 783-5029

Адрес

Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

© Альфа-Банк, 2007 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее – «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.