



# Август – традиционное время потрясений для российских активов

## САМОЕ ВАЖНОЕ

Последние 25 лет август считается месяцем потрясений на российском рынке капитала. Такая оценка справедлива и по отношению к мировому рынку акций США и Европы, период турбуленции которого обычно охватывает и сентябрь.

Основные российские активы, которые окажутся под давлением в августе, – это акции и рубль. В среднем за последние 25 лет в августе рубль больше всего слабеет к доллару – более чем на 3%.

**По нашим прогнозам, продажи депозитарных расписок в рамках августовской расконвертации могут составить от \$5 млрд до \$18 млрд с учетом продажи иностранными контролируруемыми компаниями (КИК). Также важно учитывать установленной Банком России дневной лимит на продажу ценных бумаг после расконвертации в размере 5% от количества таких ценных бумаг, полученных резидентом, по сравнению с 0,2% ранее.**

**Следовательно, резкого падения рынка не будет и, по нашей оценке, индекс Мосбиржи может в совокупности упасть по итогам таких продаж примерно на 15%, до 1880 п.** Мы предполагаем, что резиденты после расконвертации решат продать от 10% до 50% своих расписок.

В апреле, во время первого этапа расконвертации российских расписок, индекс Мосбиржи упал более чем на 23%, после чего в мае восстановился на 12%. Падение прекратилось после того, как ЕС ввел санкции против НРД и закрылось окно расконвертации. С тех пор российский рынок акций так и не вернулся к пиковому уровню начала апреля и находится на 23% ниже этого показателя.

**В то же время расконвертацию ждали и сейчас инвесторы ждут снижения российского индекса, поэтому могут частично отыграть вероятную просадку акций, но хрупкий рынок не устоит в условиях избыточных продаж ввиду слабых фундаментальных факторов и ужесточения санкций.**

Падение рубля также неизбежно ввиду вероятного объявления параметров обновленного бюджетного правила. **Президент поручал до 25 июля представить предложения по корректировке бюджетного правила и покупке валюты после расконвертации расписок.** По нашему мнению, рубль может ослабнуть к доллару до  $\text{₽}65,5/\text{\$}$  и к юаню – до  $\text{¥}9,8$ .

## РАСКОНВЕРТАЦИЯ РОССИЙСКИХ РАСПISOK: ПОКА В ОГРАНИЧЕННОМ ОБЪЕМЕ

По нашим оценкам, на руках у держателей находятся расписки объемом  $\text{₽}7\,728$

млрд (\$124 млрд), из них ₴5 410 млрд (\$87 млрд) - у нерезидентов и ₴2 318 (\$37 млрд) - у резидентов. Более 80% из держателей нерезидентов приходится на структуры "недружественных" стран, в частности членов ЕС и США, представленные крупнейшими инвестфондами (Норвежский суверенный фонд, Blackrock, Vanguard и прочие). **В то же время среди держателей из "недружественных" стран есть небольшое число держателей с российскими корнями, которые через контролируемые иностранные компании (КИК) оформили владение бумагами в "недружественных" юрисдикциях, в частности на Кипре, в Люксембурге и т.д.** Продажи КИКаами могут превзойти \$1 млрд. Им также будет доступна расконвертация, вероятно, им удалось выкупить часть расписок у международных фондов-нерезидентов после начала спецоперации.

**В то же время нерезиденты из "недружественных" стран, на которые приходилась большая часть российских бумаг, по-прежнему будут лишены возможности продать свои акции на российском рынке и будут ограничены счетами "типа С", как в случае купонных выплат, которые производят российские эмитенты под санкциями в рамках исполнения своих обязательств в валюте.** Наблюдая осторожный подход ЦБ к регулированию российского финансового рынка после февраля 2022 г., можно ожидать, что акции инвесторов из недружественных стран не скоро попадут в основной сегмент локального рынка. Еще с марта регулятор и рынок обсуждают возможность торговли нерезидентами из "недружественных" стран ценными бумагами в отдельном "стакане".

**Мы считаем, что в августе на продажу будут выставлены как минимум 10% этих расписок.** Важно также учесть, что Банк России принял решение увеличить объем конвертации российских расписок до 5% с 0,2%, если они были приобретены после 1 марта 2022 г. **Мы оцениваем, что в августе минимальный объем продаж расписок резидентами составит ₴229 млрд (\$3,7 млрд), или ₴11,8 млрд (\$190 млн) в сутки, исходя из дневного лимита ЦБ на продажу и без учета продаж контролируемые иностранными компаниями (КИК). КИК могут выставить на продажу расписки на \$1 млрд, в результате чего совокупный показатель их продаж в августе достигнет ₴291 млрд (\$4,7 млрд), или ₴14,7 млрд (\$237 млн) в сутки по сравнению со среднедневным объемом торгов на Мосбирже (₴25 млрд), что приведет к резкому скачку объема торгов и ликвидности до уровня, предшествующего спецоперации. Исходя из вышеуказанного объема расписок на их продажу уйдет порядка 25 рабочих дней (в течение месяца).**

Критерии	Оценка, ₽ млн	Оценка, \$ млн	Суммарные продажи, \$ млн	Дневные допустимые продажи, \$ млн	Комментарии
Рыночная капитализация Мосбиржи	31 386 802	506 239			
<b>Акции в свободном обращении</b>	<b>11 733 177</b>	<b>189 245</b>			
<b>Доля резидентов</b>	<b>23 173 579</b>	<b>373 767</b>			
<b>Доля нерезидентов</b>	<b>8 213 224</b>	<b>132 471</b>			
<b>Держатели расписок</b>	<b>7 728 820</b>	<b>124 658</b>			
Нерезиденты	5 410 174	87 261	8 726	436	Средства будут заморожены на счете С
Резиденты	2 318 646	37 398	3 740	187	Автоматическая расконвертация
<b>Прочие международные фонды</b>	<b>4 928 780</b>	<b>79 496</b>	7 950	397	Средства будут заморожены на счете С

Источник: ITI Capital, Bloomberg

## ЗЕЛЕНый СВЕТ ОТ НРД И EUROCLEAR

**НРД отказался от взимания платы при конвертации депозитарных расписок в российские ценные бумаги по 14 августа (16:00 по местному времени), Euroclear так же решил продолжить исполнение инструкций в рамках ручной расконвертации депозитарных расписок на российские акции. Нельзя исключать, срок конвертации может быть продлен в будущем, так как и Банк России, и НРД, на наш взгляд, заинтересованы в возвращении free-float российских компании на отечественный рынок в долгосрочной перспективе. Исключение - российские акции, зарегистрированные за рубежом.**

Также важно отметить, что сейчас Совет Федерации согласовывает закон о расконвертации расписок через Euroclear, который потом поступит на подписание президента. После вступления закона в силу расписки подлежат расконвертации в течение 90 дней. Данный закон не распространяется на российские компании, зарегистрированные за рубежом (CIAN - Cian; EM44 - United Medical Group (EMC); ETLN - Etalon Group; FIVE - X5 Retail Group; FIXP - Fix Price; GEMC - United Medical Group (EMC); GLTR - Globaltrans; HHRU - Headhunter; HMSG - HMS Hydraulic Machines & Systems Group (Группа ГМС); MDMG - MD Medical Group ("Мать и дитя"); OKEY - O'KEY; OZON - OZON; QIWI - QIWI; SFTL - Softline; TCSG - Tinkoff; VKCO - VK Company Limited).

**Банк России по итогам заседания совета директоров 22 июля принял решение установить дату автоматической расконвертации расписок российских компаний, включая тех эмитентов, которые сохранили программу депозитарных расписок, на 15 августа. Мера касается расписок, которые принадлежат локальным держателям напрямую через НРД.**

Таким образом, с августа будет формироваться навес акций ввиду совокупности технических факторов:

- 1) Конвертация акций в результате временной работы "моста" Euroclear/Clearstream - НРД как минимум до 14 августа
- 2) Российский регулятор разрешил нерезидентам из "дружественных" стран и контролируемым российскими резидентами иностранным компаниям (КИК)

продавать акции с 8 августа

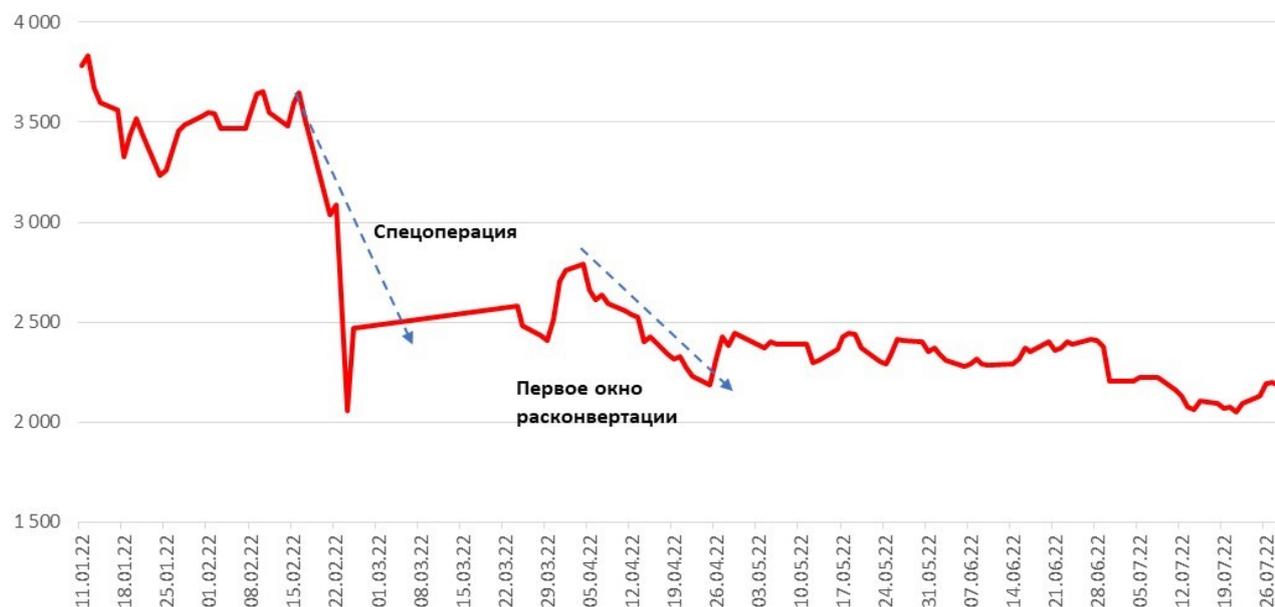
3) Автоматическая конвертация расписок, хранящихся в российском депозитарии, начнется 15 августа, после вступления в силу соответствующего закона

#### ФАКТОР ПОДДЕРЖКИ РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ

В результате обозначенных трех процессов в августе будет меньше возможностей для арбитража между внешним и внутренними сегментами рынка. Бенефициарами расконвертации может стать Московская биржа, которая выступает монополистом в торгах российскими акциями. Депозитарные расписки как класс исчезают с российского фондового рынка. **При прочих равных это откроет и возможности для возвращения к выплате дивидендов российских эмитентов, которые приостановили выплаты из-за блокировки технической возможности выплат инвесторам и основным бенефициарам.** Данный фактор может способствовать удорожанию дешевых российских акций при прочих равных.

**Покупки американскими фондами?** Минфин США 25 июля пояснил, что резиденты США могут конвертировать депозитарные расписки в российские акции. Конвертация (канцелляция) депозитарных расписок на российские акции компаний, которые не находятся под санкциями, не будет считаться "новой инвестицией" для американских юридических и физических лиц, а, значит, запрета на конвертацию нет. Также резиденты США смогут покупать паи фондов с бумагами, выпущенными эмитентами из России. Паи могут содержать долговые или долевыми бумаги, выпущенные российским эмитентом, что также не будет считаться новой инвестицией, если российские активы не преобладают в структуре американского фонда. В итоге американские резиденты смогут продолжать инвестировать в подобные фонды с российскими активами.

## ИНДЕКС МОСКОВСКОЙ БИРЖИ, Б.П.



Источник: ITI Capital, Bloomberg

## ВАЛЮТНЫЕ ТОРГИ: ОТКАЗ ОТ ДОЛЛАРА НЕИЗБЕЖЕН

Объем торгов парой юань/рубль на Московской бирже стабильно рос на прошлой неделе и уже достиг \$66 млрд в среднем за неделю по сравнению с \$35-40 млрд недель ранее. Рост объема торгов и укрепление юаня к рублю с начала выплат основного объема налогов и дивидендов указывает на высокий спрос на юань прежде всего со стороны финансовых институтов. Такая тенденция сохранится в виду скорого объявления параметров нового бюджетного правила и вступления его в силу в 2023 г.

Также вероятен исключение доллара из списка средств обеспечения при межбанковских расчетах и переход американской валюты к внебиржевым торгам, как это произошло с евро после вступления в силу санкций ЕС против НРД. Участники рынка должны быть готовы к таким мерам, не дожидаясь формальных санкций ЕС против НКЦ и США против НРД. Все эти факторы создают предпосылки для повышения спроса на юани и валюты других "дружественных" стран.

Forbes сообщал, что Банк России обсуждает с участниками валютного рынка механизм определения курса рубля к доллару и евро, если под западные санкции попадут Национальный клиринговый центр (НКЦ) и Мосбиржа. При таких ограничениях валютные торги будут парализованы, и механизм, которым с 2014 г. располагал ЦБ на случай ограничения обращения валюты, окажется бесполезным. Альтернатива, которую рассматривает Банк России - российский аналог Bloomberg, платформа, куда будут стекаться валютные котировки крупнейших банков.

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Елизавета Хёрн | Аналитик | [Elizaveta.Herne@iticapital.com](mailto:Elizaveta.Herne@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1-51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>