

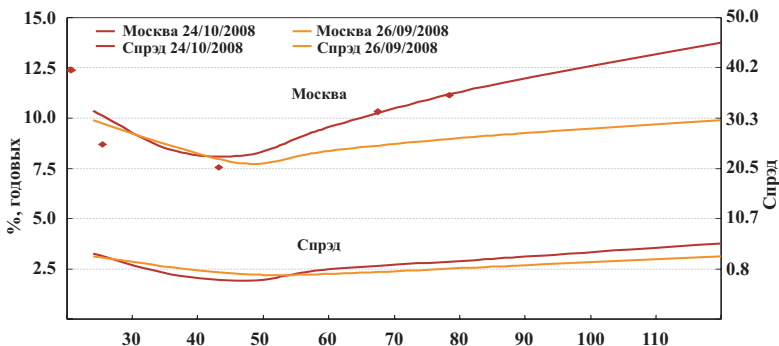
К концу октября совокупный объем поддержки международной финансовой системы со стороны центральных банков и бюджетов различных экономик мира превысил \$5 трлн., включая прямые обязательства в виде покупки активов и инвестиций в капитал в размере порядка \$1,5 трлн. и условные обязательства в виде гарантий по обязательствам эмитентов (без учета мер монетарных властей по предоставлению краткосрочной ликвидности банковской системе). Несмотря на беспрецедентный масштаб помощи, специалисты не спешат делать вывод о его достаточности. Порочный круг «финансового кризиса» не разорван. Экономическая рецессия в США и Европе стала очевидностью. Надежды на независимость поведения развивающихся рынков (так называемый «decoupling») не оправдались. Глобальный спад экономической активности приводит к тотальной переоценке стоимости активов - дальнейшему падению фондового рынка, рынка недвижимости. Дальнейший спад стоимости активов ведет к новым потерям капитала финансового сектора. Согласно оценкам небезызвестного профессора Нью-йоркского университета Нуриэля Рубини, дополнительные потери банковской системы от дефолтов по ипотечным кредитам в США составят порядка 0,7 трлн. долл. на каждые 10% дальнейшего снижения цен. В этом смысле многое будет зависеть от развития рыночной конъюнктуры и характере дальнейших мер по поддержке рынка.

Однако даже в случае, если предпринятые шаги по поддержке ликвидности и капитала банковской системы окажутся достаточными для того, чтобы разорвать «порочный круг» кризиса, период восстановления финансового сектора может занять существенное время (это связано с необходимостью завершения периода списаний и снижения уровня финансового рычага в банковской системе - ключевых факторов, определяющих степень взаимного доверия участников рынка). Таким образом, по всей видимости, в условиях развития одного из крупнейших спадов в послевоенной истории экономические власти будут ограничены исключительно методами бюджетного стимулирования. Это означает, что надежды на скорое и «резкое» восстановление рынков, нередко звучащие в среде «equity-аналитиков», пока представляются беспочвенными. При этом волатильность рынка может оставаться высокой.

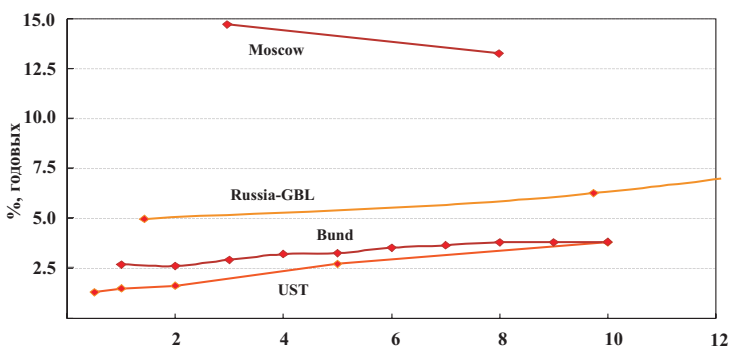
Прошедший октябрь на финансовых рынках характеризовался глобальным смещением интереса инвесторов к качеству.

Массовое закрытие «carry trade» позиций привел к резкому усилению традиционных валют фондирования - доллара и йены. Пара EUR/USD потеряла 15% величины, преодолев путь от 1,45 до 1,25 долларов за евро.

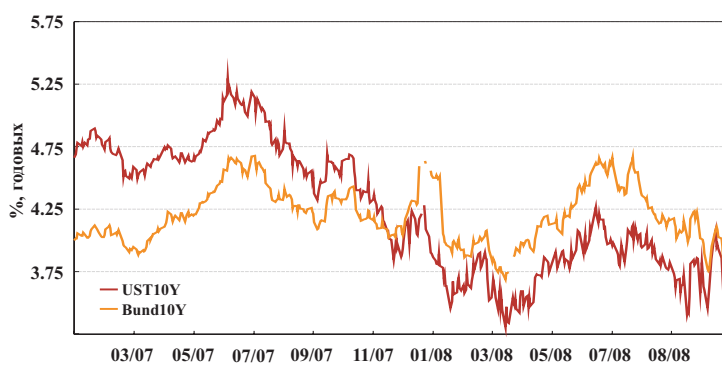
Кривые доходности ОГО(В)З Москвы и спред к ОФЗ



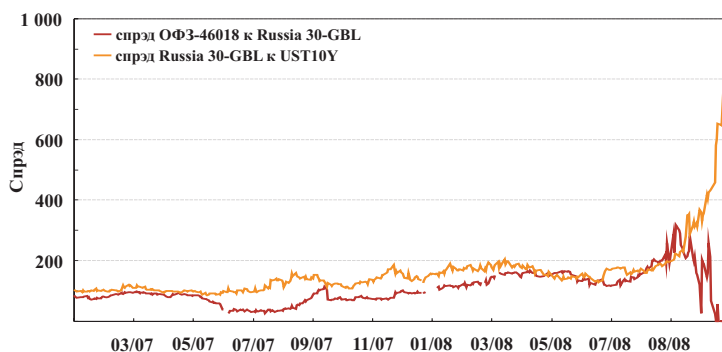
Кривые доходности облигаций номинированных в евро и долларах



Доходности UST и Bund



Спред ОФЗ-46018 к Russia 30-GBL и Спред Russia 30-GBL к UST10Y



Пересмотр прогнозов со стороны глобального спроса на сырьевые товары в условиях усиления доллара и массовых продаж контрактов фондами обусловили резкий спад на сырьевых рынках. Нефть марки Юралз в течение октября опустилась с 90 до 60 долл. за баррель. Таким образом, в настоящее время цены на нефть находятся ниже стоимости, заложенной в закон о бюджете текущего года.

Развивающиеся рынки также столкнулись с массовой распродажей активов и выводом средств глобальных игроков.

Фондовые рынки развивающихся стран в октябре потеряли от 30% до 50% своей капитализации.

Индексы облигаций также испытали беспрецедентное давление. Так, спрэд индекса EMBI+ по итогам месяца расширился более чем вдвое, до 843 б.п. (по состоянию на 27 октября). Рынок российских еврооблигаций утратил какую-либо поддержку. Спрэд индекса EMBI+ Russia увеличился до 786 б.п. (316 б.п. на 1 октября). Стоимость валютного долга российских эмитентов выглядит существенно недооцененной по отношению к стоимости обязательств на внутреннем рынке.

Давление на рубль на валютном рынке привело к существенному росту краткосрочных ставок implied NDF, которые на сроках от 1 недели до 1 месяца достигают 40-50% годовых. В данных условиях валютная доходность рублевых облигаций первого эшелона стала существенно отрицательной величиной, а валютное хеджирование рублевых позиций полностью утратило какой-либо смысл.

Напряженность на денежном рынке сохраняется, хотя значительное расширение числа каналов предоставления ликвидности банкам со стороны ЦБ обеспечивает здесь относительную стабильность - ставки овернайт для банков первого круга редко поднимаются выше 9% годовых. Ставки на более отдаленных сроках также ниже уровней характерных для NDF на 2000-4000 б.п.

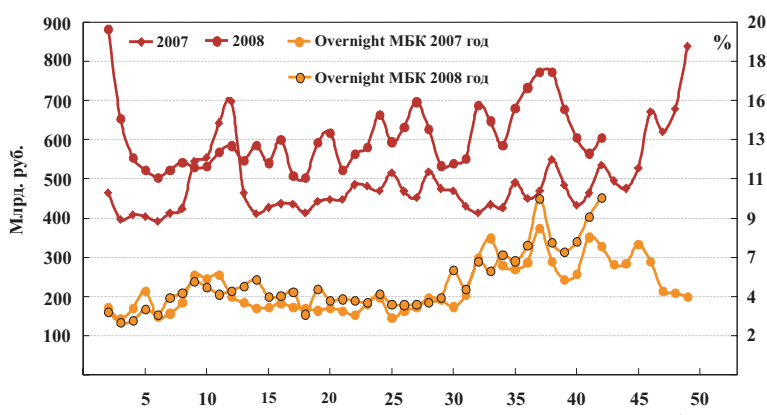
Ликвидность внутреннего рынка облигаций остается невысокой, а волатильность - значительной. Показатели доходности существенно варьируются, зачастую не имея прямой связи с кредитным качеством эмитента. Тем не менее, сегодня можно говорить о том, что облигации первого эшелона на коротких сроках вышли на уровни доходности порядка 15% годовых, облигации второго эшелона торгуются со спрэдом 10-20% к уровню первого эшелона.

Московские облигации также существенно потеряли в ликвидности, а кривая доходности - «стройный» вид. Доходность внутренних долговых инструментов Москвы в настоящее время варьируется от 8% до 13% годовых, не имея выраженной связи со срочностью. Временной горизонт, на котором можно ожидать появления признаков стабилизации и устойчивого восстановления активности участников, по нашему представлению, в лучшем случае, составляет не менее нескольких месяцев.

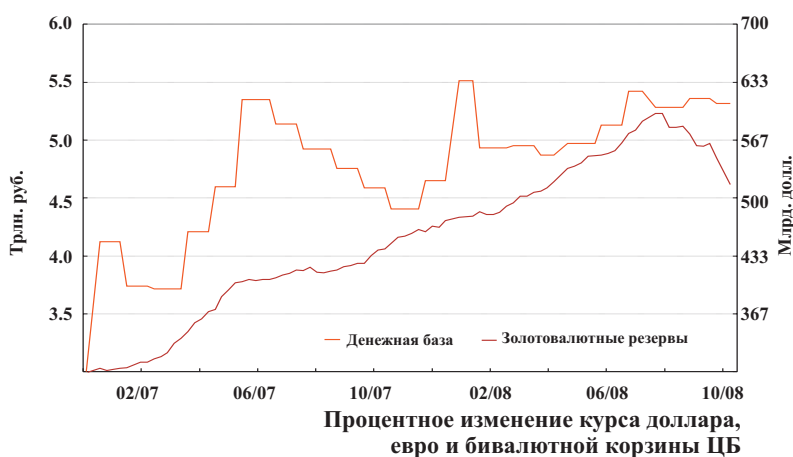
Динамика спреда индексов EMBI+ и EMBI+ Russia



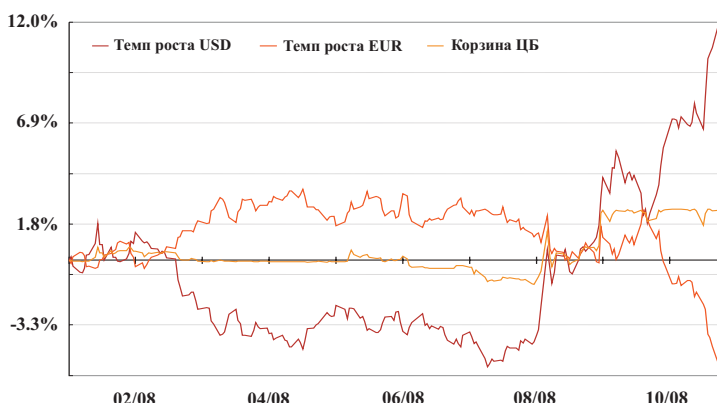
Остатки на корп. счетах и ставка МБК overnight



Денежная база и международные резервы



Процентное изменение курса доллара, евро и бивалютной корзины ЦБ



Операции на рынке облигаций**8 (495) 795-0611**

Руководитель	Коваленко Андрей Владимирович	Kovalenko@moscowdebt.ru
Организация выпусков	Неваленный Владимир Александрович	Nevalenny@moscowdebt.ru
Взаимодействие с рынком	Рамазанов Азат Талгатович	Azat-ra@moscowdebt.ru

Аналитическая служба**8 (495) 795-0613**

Руководитель	Бабенко Евгений Николаевич	Enb@moscowdebt.ru
Финансовые рынки	Михайлов Владимир Геннадиевич	Vgm@moscowdebt.ru
Бюджет и долг	Макаренко Ирина Валерьевна	Makarenko@moscowdebt.ru
Инвестиции	Караваяев Геннадий Иванович	Karavaev@moscowdebt.ru

Данный аналитический продукт подготовлен исключительно с целью предоставления информационных услуг и не может быть расценен как предложение или официальная рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг. СГУП Мосфинагентство не несет ответственности за действия третьих лиц, совершенные на основе мнения аналитиков, изложенных в данном документе.

Представленные в настоящем документе оценки отражают точку зрения задействованных в его создании аналитиков на дату выпуска и могут изменяться с течением времени в зависимости от обстоятельств. Мнение СГУП Мосфинагентство может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном документе.

Хотя мы принимаем все меры для максимальной достоверности исходной информации, использованной в настоящем документе, мы не можем гарантировать ее абсолютную достоверность.