

В конце ноября в некоторых сегментах финансовых рынков появились робкие признаки компенсационного восстановительного движения. В то же время финансовый кризис по-прежнему находится в острой фазе, «делеведж» мировой банковской системы продолжается и в этой связи нельзя исключить вероятности новой волны «распродаж активов» и «бегства в качество».

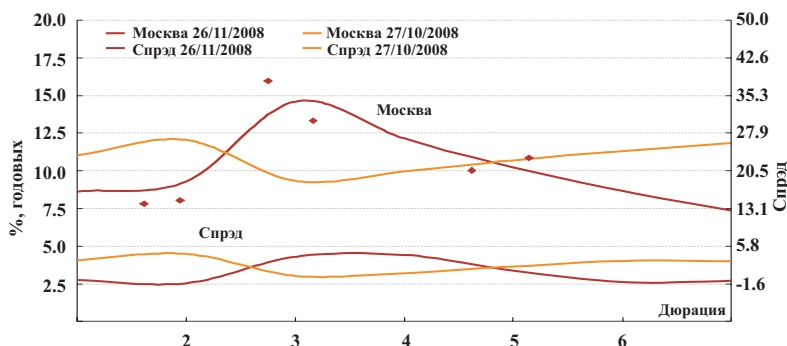
Причина некоторого восстановления «склонности к риску» участников рынка в конце ноября заключается в решительных и беспрецедентных масштабах государственной помощи финансовому сектору (свыше 20% ВВП в странах Еврозоны и 15% в США). Большое значение для рынков может иметь озвученный в начале этой недели в США новый план ФРС по поддержке кредитного рынка в объеме \$800 млрд., существенно дополняющий и усиливающий принятую в октябре правительственную программу TARP (так называемый план Полсона в объеме \$700 млрд.). Важным является то, что новые меры ФРС направлены не столько на спасение тонущих банков, сколько на восстановление кредитных рынков - предполагается рефинансирование под залог и выкуп у банков не проблемных, а новых «живых» активов. Так, ФРС выделяет \$200 млрд. на рефинансирование под новые потребительские кредиты и \$600 млрд. на выкуп ипотечных бумаг, выпущенных или гарантированных государственными компаниями (в настоящее время это фактически единственный вид ипотечных бумаг на первичном рынке в США).

Новые решительные антикризисные меры предпринимаются практически всеми странами мира. Так, в Европе в настоящее время обсуждается принятие очередного антикризисного пакета со стороны правительств в размере 200 млрд. руб. Монетарные власти также не остаются в стороне, в начале декабря ожидается очередное снижение ставок Банком Европы и Банком Англии на 50 б.п. Следует также отметить крупнейшее за последнее десятилетие смягчение денежно-кредитной политики Банком Китая, снизившим в среду ключевую ставку на 1,08 п.п., также резко сократив резервные требования к банкам.

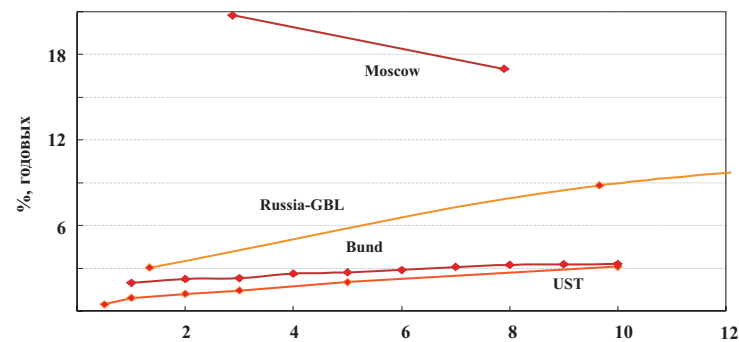
В результате, несмотря на слабую поступающую из США, Японии, Европы, ведущих развивающихся стран экономическую статистику, в течение ноября евро несколько восстановил свои позиции против доллара (с 1.27 до 1.29), некоторые товарные рынки почувствовали «почву под ногами», с середины ноября позитивная динамика наблюдается на фондовых рынках.

Базовые активы в ноябре продолжали снижать доходность. На утро 27 ноября ключевые индикативные выпуски UST находились на следующих уровнях: 2-летние облигации - 1,20% (-43 б.п. за неделю), 5-летние - 2,03% (-70 б.п.), 10-летние - 3,11% (-72 б.п.), 30-летние - 3,62% годовых (-54 б.п.). Несмотря на это, стоимость кредитного риска на мировых рынках также имела тенденцию к снижению. С 27 октября по 26 ноября спрэд индекса EMBI+ сузился на 138 б.п. до 705 б.п. Россия выглядела

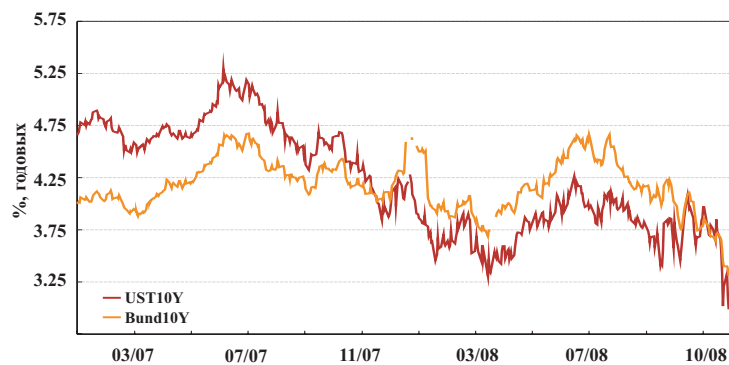
Кривые доходности ОГО(В)З Москвы и спрэд к ОФЗ



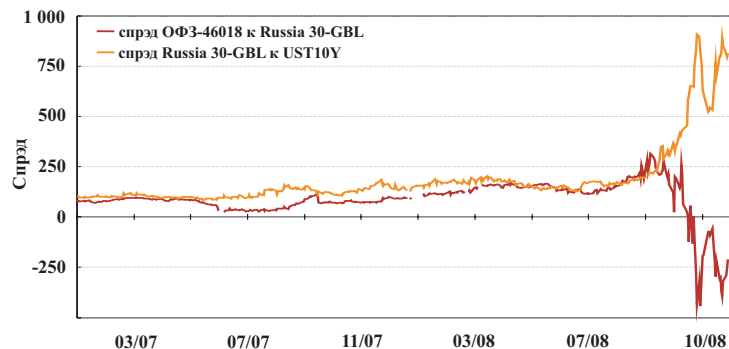
Кривые доходности облигаций номинированных в евро и долларах



Доходности UST и Bund



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



слабее рынка. Спрэд индекса EMBI+ Russia за тот же период сузился на 31 б.п. до 775 б.п. В то же время 5-летний CDS на российский риск упал сразу на 375 б.п. до 750 б.п.

Давление на рубль на российском валютном рынке сохраняется. Банк России в условиях беспрецедентного падения цен на нефть (более чем на 60% за 5 месяцев) не располагает большим выбором средств для целей выравнивания платежного баланса. Вектор на ослабление национальной валюты (одновременно с ужесточением процентной политики в антиинфляционных целях) обозначен достаточно ясно. Представляется маловероятным, что очередное расширение границ колебаний валютного коридора в понедельник будет последним в этом году.

В условиях высоких девальвационных ожиданий рублевые ставки implied NDF на сроках от 1 недели до 1 месяца сохраняются на уровне 50-60% годовых, что делает валютные хеджирование рублевых позиций бессмысленным.

Напряженность на денежном рынке сохраняется, несмотря на эффективные действия Банка России в части управления ликвидностью банковской системы. Ставки «овернайт» для банков первого круга редко поднимаются выше 10% (исключением является дефицит ликвидности 17-18 ноября, когда «овернайт» на МБК поднимался до 20% годовых и выше). В условиях устойчивых ожиданий ослабления рубля вряд ли стоит рассчитывать на заметное снижение ставок на межбанковском рынке на сроках выше 1 месяца (сейчас 20% годовых и более).

Ликвидность внутреннего рынка облигаций по-прежнему остается невысокой. Политика Банка России на ослабление курса рубля и повышение ключевых ставок не добавляет инвестиционной привлекательности рублевым облигациям.

Наблюдающиеся в настоящее время действия крупных игроков, направленные на поддержание рынка госбумаг (что обусловило резкий рост оборотов в торговой системе во второй половине ноября), не позволили кривой доходности ОФЗ выйти за пределы 9-10% годовых. Эффективность указанной политики в более долгосрочной перспективе остается под вопросом.

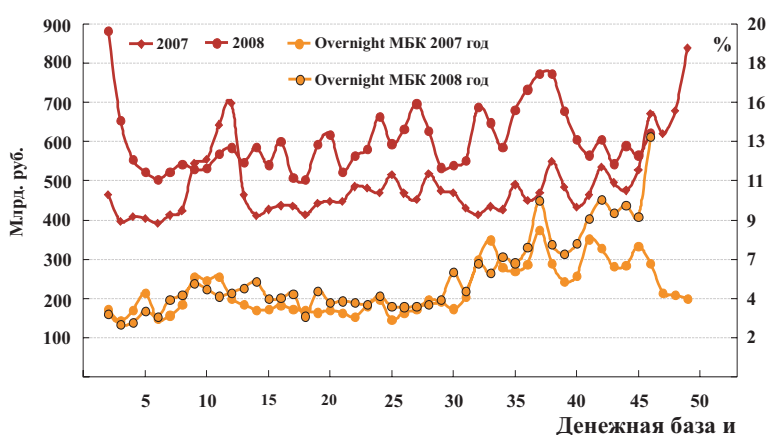
Очень серьезной проблемой внутреннего рынка облигаций в ближайшей перспективе станет проблема неисполнения обязательств заемщиками. Пересмотр критериев кредитного риска банками и рост стоимости денег делает проблему рефинансирования чрезвычайно острой для многих эмитентов. В последнее время число дефолтов растет экспоненциально, а неисполнение обязательств по долгу рискует превратиться в нормальную деловую практику. На этом фоне естественным выглядит продолжающийся рост доходности бумаг «третьего эшелона» (TRI Index доходности третьего эшелона к 25 ноября достиг 46% годовых), при относительной стабилизации ситуации в бумагах более высокого качества.

Ситуация на рынке внутренних долговых инструментов Москвы в течение ноября существенно не изменилась. Ликвидность рынка не высока. Доходность облигаций варьируется в широком диапазоне от 8% до 14% годовых. Рыночная ситуация не способствует восстановлению активности участников в ближайшей перспективе.

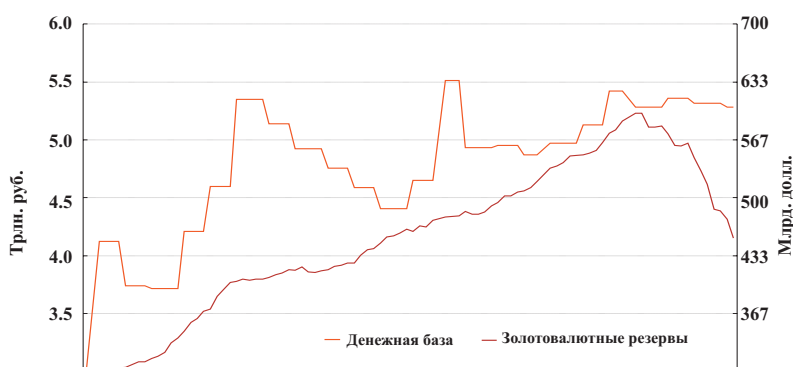
Динамика спреда индексов EMBI+ и EMBI+ Russia



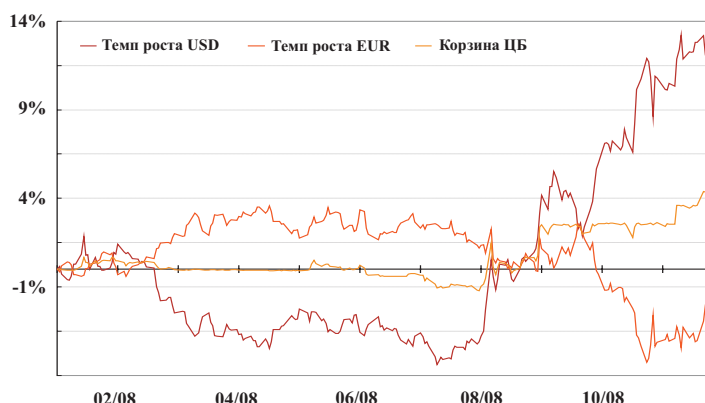
Остатки на корп. счетах и ставка МБК overnight



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.