

## В ФОКУСЕ

## ВНЕШНИЕ РЫНКИ

Слабость американского рынка недвижимости

## ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Европейский порочный круг

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

ЦБ поддерживает рубль?

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Недельные РЕПО от ЦБ могут решить проблему ликвидности

Давление на длинном конце кривой

Аукцион без перспектив

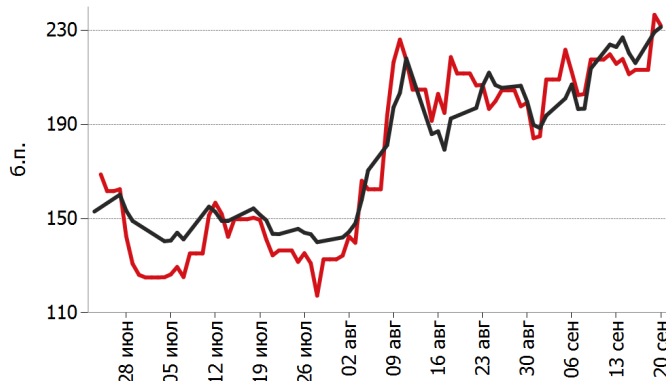
## МИРОВЫЕ РЫНКИ

## РОССИЯ: КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Последнее Предыдущее Изменение

	Последнее	Предыдущее	Изменение
UST 10, YtM (%)	1,95	1,96	- 1 б.п. ▼
BUND 10, YtM (%)	1,79	1,80	- 1 б.п. ▼
Нефть Brent (\$/барр.)	112	112	0,58% ▲
Золото (\$/oz)	1 800	1 778	1,21% ▲
EUR/USD	1,3708	1,3646	0,46% ▲
S&P 500	1 202	1 204	- 0,17% ▼
Euro Stoxx 50	2 140	2 096	2,11% ▲
FTSE 100	5 364	5 260	1,98% ▲
DAX	5 572	5 416	2,88% ▲
Nikkei 225	8 710	8 754	- 0,50% ▼
Dow Jones	11 409	11 401	0,07% ▲

— Спред Россия 30 – UST 10 — Россия CDS 5Y



## РОССИЙСКИЙ РЫНОК

## РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

Последнее Предыдущее Изменение

	Последнее	Предыдущее	Изменение
Остатки на корсчетах (млрд руб.)	749	771	- 2,86% ▼
Mosprime 3M (%)	5,78	5,62	16 б.п. ▲
MICEX Total Return	206	206	- 0,13% ▼
ОФЗ 25073 (%)	6,14	5,98	16 б.п. ▲
ОФЗ 25077 (%)	7,86	7,68	18 б.п. ▲
Газпром-11 (%)	6,70	6,60	10 б.п. ▲
ММВБ USD/RUB	31,3550	31,2800	0,24% ▲
ММВБ EUR/RUB	42,9500	42,6000	0,82% ▲
ММВБ Корзина	36,5727	36,3740	0,55% ▲

Последнее Предыдущее Изменение

	Последнее	Предыдущее	Изменение
Russia 30, YtM (%)	4,27	4,32	- 5 б.п. ▼
Ukraine 20, YtM (%)	7,67	7,78	- 11 б.п. ▼
Brazil 40, YtM (%)	1,68	1,58	10 б.п. ▲
Mexico 30, YtM (%)	5,04	5,12	- 7 б.п. ▼
CDS Россия 5Y, (б.п.)	231	229	2 б.п. ▲
CDS Украина 5Y, (б.п.)	659	662	- 3 б.п. ▼
CDS Казахстан 5Y, (б.п.)	246	243	3 б.п. ▲
CDS Бразилия 5Y, (б.п.)	174	168	6 б.п. ▲
CDS Мексика 5Y, (б.п.)	175	169	6 б.п. ▲

**Слабость американского рынка недвижимости**

Опубликованные вчера данные по закладке новых домов в США вновь оказались слабыми – это число сократилось на 5% в августе, а понижение показателя за июль было пересмотрено до -2,3% с -1,5%. Мы по-прежнему считаем, что ситуация на американском рынке недвижимости останется сложной, пока не произойдет восстановления темпов экономического роста в США. Сектор, по-видимому, и далее будет отстающим, так что, по нашему мнению, на данные по недвижимости в текущих условиях не стоит обращать особенного внимания. Нужно подчеркнуть, что проблем с рефинансированием ипотечных ссуд сейчас нет, так как ставки находятся на исторических минимумах. Сегодня проходит второй (и последний) день заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США, решения которого будут озвучены поздно вечером по московскому времени.

Индекс S&P 500 понизился во вторник на 0,17% до 1202,09 пункта. Доходности казначейских облигаций США в целом практически не сдвинулись с уровня 0,16% в коротком сегменте и с уровня 0,85% в среднем. Доходности на длинной дюрации по большей части удержали позиции на отметке 1,96%. Долгосрочные ожидания по инфляции (разница доходностей UST и TIPS) застыли на отметке 1,86%.

**Юрий Нефёдов**[yury.nefedov@aton.ru](mailto:yury.nefedov@aton.ru)

+7 (495) 777 6677 x2643

**Европейский порочный круг**

По сообщениям Reuters, Народный Банк Китая прекратил сделки валютного свопа с рядом европейских банков, в том числе Credit Agricole, BNP Paribas, Societe Generale. Среди причин прекращения операций называется исчерпание лимитов по отдельным контрагентам. Причина кажется "безобидной", однако мы считаем, что резкое исчерпание лимита явственно свидетельствует о росте потребности банков в рефинансировании. Недавно Thomson Reuters в разделе Breaking views опубликовало очень интересное исследование - альтернативный стресс-тест европейских банков. Согласно оценкам агентства, потенциальная потребность в докапитализации банковского сектора Европы составляет чуть более 27 млрд евро при дисконте по облигациям Греции порядка 53%, Португалии - 33%, Испании - 9%, Италии - 6%, Ирландии - 39%. При этом Thomson Reuters полагает пороговым значением уровень капитала первого уровня 5%. Мы решили с помощью этого стресс-теста протестировать сценарий порочного круга: дефолт Греции и установление цены греческих облигаций на уровне recovery rate (полагаем равной 35-40% в соответствии с исследованием Moody's о среднем объеме возмещения по дефолтам, опубликованным в мае 2011 г.). В этом случае банкам Европы будет необходим дополнительный капитал в размере более 100 млрд евро, причем основной удар примут на себя Испания, Португалия и Италия. Вследствие этого мы полагаем вероятным "запуск" порочного круга, когда потенциальный дисконт по цене долга этих стран на балансах банков будет увеличиваться. Если учесть долг самих банков и эффект от его обесценения, а также структуру владения этим долгом, следующими пострадают Франция и Германия. В итоге, учитывая крайнюю нервозность рынка, мы считаем дефолт Греции крайней мерой. По нашему мнению, наиболее "гладкий" вариант - предоставить защитный буфер капитала европейским банкам до дефолта Греции. Об этом, напомним, уже говорил Бундесбанк, который (по информации Bloomberg) готовил так называемый план "Б". Пока, к сожалению, даже фонд стабильности (440 млрд евро), который мог бы служить инструментом докапитализации банков, не был одобрен всеми странами. Несмотря на то, что вчера Греция успешно произвела очередные платежи, ее премьер-министр неоднократно предупреждал, что, в случае неполучения очередного транша, средств хватит только до конца года.

Вчерашний день для европейских активов завершился на позитивной ноте. Eustoxh 50 прибавил 2,11% до 2140,41 пункта. В кривой немецких облигаций в каждом из сегментов кривой ставки почти не изменились, составив по итогам торгов соответственно 0,46% на коротком сроке, 0,96% на среднем, 1,8% на длинном. Долгосрочные инфляционные ожидания остались практически без изменений на уровне 1,86%. Доходность двухлетних облигаций Греции выросла на 184 б.п. до 63,23%, Португалии - на 115 б.п. до 17,33%, Италии - на 10 б.п. до 4,26%. Курс евро относительно доллара в основном сохранил позиции на уровне 1,3697. Что касается рисков супранационального уровня, спред облигаций европейского фонда стабильности (EFSF-16) к бундам стоял на 107 б.п.

**Юрий Нефёдов**[yury.nefedov@aton.ru](mailto:yury.nefedov@aton.ru)

+7 (495) 777 6677 x2643

**ЦБ поддерживает рубль?**

Временная доходность трехмесячных NDF просела на 10 б.п. до 6,06%, шестимесячных - на 4 б.п. до 6,05%. Однодневная ставка РЕПО с ОФЗ выросла на 15 б.п. до 5,65%. В кривой процентных свопов доходности двигались разнонаправленно: на коротком сроке ставки прибавили 3 б.п., а в среднем сегменте кривой они сократились на 1 б.п. Доходности на длинной дюрации просели на 3 б.п. до 6,88%. Рубль по отношению к доллару опустился на 0,25% до 31,3622, к евро – на 0,6% до 42,9521, к бивалютной корзине - на 0,26% до 36,5789. Волатильность пары рубль/доллар повысилась на 5 б.п. до 15,73%. В настоящий момент, основываясь на максимальном значении по корзине (37,15) и текущем курсе евро, мы видим сопротивление по паре рубль/доллар на уровне 31,86. Вчера при приближении курса к отметке 31,86 ближе чем на 30 копеек, ЦБ, судя по всему, оказывал поддержку национальной валюте. Так что, при номинальном сопротивлении на 31,86, реальное находится в районе 31,4-31,50.

Совокупный оборот торгов в корпоративном и субфедеральном секторах составил 7 млрд руб. В сегменте ОФЗ прошло сделок на 8 млрд руб. Распределение торгового оборота было следующим: 46% сделок сконцентрировано на сроке 1-2 года, 42% торгов пришлось на второй эшелон. В кривой ОФЗ доходности прибавили 5 б.п. Рост ставок был более выраженным на среднем сроке. Доходности на длинной дюрации подросли на 2 б.п. до 8,31%. Выпуск 25077 сдвинулся вниз на 25 б.п. до 98,75, его доходность выросла на 7 б.п. до 7,84%. Что касается торгов в корпоративном секторе: бонд АИЖК-11 упал на 172 б.п. до 100,24, МДМ Банк-7 в основном сохранил позиции на уровне 103,2, его доходность удержалась на 7,81%.

**Юрий Нефёдов**[yury.nefedov@aton.ru](mailto:yury.nefedov@aton.ru)

+7 (495) 777 6677 x2643

**Недельные РЕПО от ЦБ могут решить проблему ликвидности**

В последнее время рынок страдает от существенного сокращения ликвидности. Мы решили оценить объем чистого оттока средств из системы по неделям до конца года. Мы учитываем возврат средств российскому Министерству финансов (более 750 млрд руб.), размещения ОФЗ, налоговые выплаты, возврат средств фонду ЖКХ и прочим фондам. В результате средний недельный отток составляет 190 млрд руб. При этом наиболее напряженными являются 40-я (с 26 сентября), 44-я (с 25 октября) и 48-я (с 21 ноября) недели, когда отток средств составит более 300 млрд руб. Мы полагаем, что даже если Минфин не предоставит дополнительных депозитов (хотя считаем это весьма вероятным), ЦБ сможет спасти ситуацию, фондируя банки через недельное РЕПО на 190-200 млрд руб. Подобное краткосрочное фондирование довольно рискованно, в связи с чем мы все-таки надеемся на дополнительные депозиты от Минфина в объеме 300-400 млрд руб. Тем не менее, учитывая необходимость возврата средств до конца года, именно недельное РЕПО от ЦБ может стать основной поддержкой ликвидности. В связи со сложной ситуацией в октябре и ноябре мы полагаем логичным продолжение продаж на рублевом рынке, особенно в первом эшелоне. Если учесть новые указания (вступающие в силу с 1-го октября), изменяющие требования Инструкции 110-И, в соответствии с которыми вложения в облигации с рейтингом ниже В (и, насколько мы понимаем, вовсе без рейтинга) при расчете норматива Н1 будут учитываться с коэффициентом 1,5 (вместо 1,0 в настоящее время), то продажи на рублевом рынке будут в определенной степени решать как проблемы ликвидности, так и вопросы соответствия регуляторным требованиям.

**Юрий Нефёдов**[yury.nefedov@aton.ru](mailto:yury.nefedov@aton.ru)

+7 (495) 777 6677 x2643

**ЕВРООБЛИГАЦИИ****Давление на длинном конце кривой**

В суверенной кривой на евторынке во вторник доходности двигались разнонаправленно: на коротком сроке ставки прибавили 2 б.п., в среднем сегменте кривой – 5 б.п. Доходности на длинной дюрации почти не изменились, составив 5,62%. Выпуск Russia 30 завершил торги с нулевым изменением - 118,25, его доходность сократилась на 5 б.п. до 4,28%. В финансовом секторе доходности в среднем прибавили 7 б.п. Рост ставок был более выраженным на длинном сроке. Vimpelcom 22 котировался по 90,75, его доходность осталась на 8,87%. Доходности выпусков нефинансового сектора с относительно короткой дюрацией прибавили 4 б.п. до 4,82%, доходности выпусков на длинном участке кривой сократились на 2 б.п. до 6,68%.

**Юрий Нефёдов**[yury.nefedov@aton.ru](mailto:yury.nefedov@aton.ru)

+7 (495) 777 6677 x2643

**РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ****Аукцион без перспектив**

Вчера Минфин объявил ориентиры по доходности выпуска 26206 на 8,0-8,1%, что предполагает дисконт 10-20 б.п. к уровню вторичного рынка в бумаге ближе к концу торговой сессии. В текущих условиях (внешний негатив и сокращение ликвидности) мы не видим перспектив для сегодняшнего аукциона. С точки зрения альтернативы интересно смотрятся ОФЗ 26202 и ОФЗ 25076, которые предлагают премию в 60 б.п. к кривой кросс-валютных свопов, при этом являясь относительно короткими бумагами (2-2,5 года по дюрации). Кроме того, выпуск 25075 по сравнению с ними перекуплен, так как предлагает ту же премию к свопам, но по дюрации превышает 3 года.

**Юрий Нефёдов**[yury.nefedov@aton.ru](mailto:yury.nefedov@aton.ru)

+7 (495) 777 6677 x2643

\*Все цены приведены на 8:00 (МСК) 21 сентября 2011 г.

© ООО «АТОН», 2011. Все права защищены.

Данный материал подготовлен ООО «АТОН», деятельность которого регулируется Федеральной службой по финансовым рынкам Российской Федерации, и, если не указано обратное, может быть распространен компанией ATONLINE LIMITED, которая действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам Республики Кипр. В отношении материалов такого рода действуют определенные ограничения и отказ от ответственности. Подробную информацию об ограничениях и отказе от ответственности можно узнать на сайте

[www.atonint.com](http://www.atonint.com).