

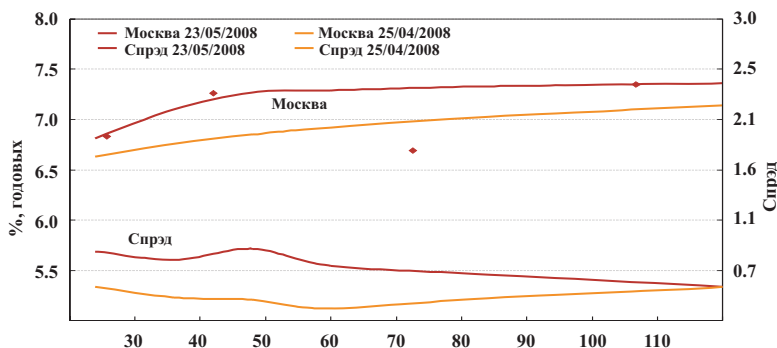
В апреле-мае оживление наблюдалось практически во всех сегментах международного финансового рынка. Восстанавливались цены на акции, росли сырьевые рынки, позитивную динамику демонстрировали долговые инструменты. Опасения системного кризиса в финансовом секторе, а также быстрого и «нелинейного» перехода американской экономики в стадию рецессии, были опровергнуты эффективными действиями наиболее влиятельных центральных банков (в первую очередь это относится к ФРС США, использовавшей набор как «традиционных», так и «новых» механизмов предоставления ликвидности и поддержки финансовой системы) совместно с энергичными стимулирующими мерами фискальных властей США.

Вопрос, беспокоящий многих сегодня - насколько устойчивым является «ренессанс», наблюдаемый на финансовых рынках во 2-квартале с.г.?

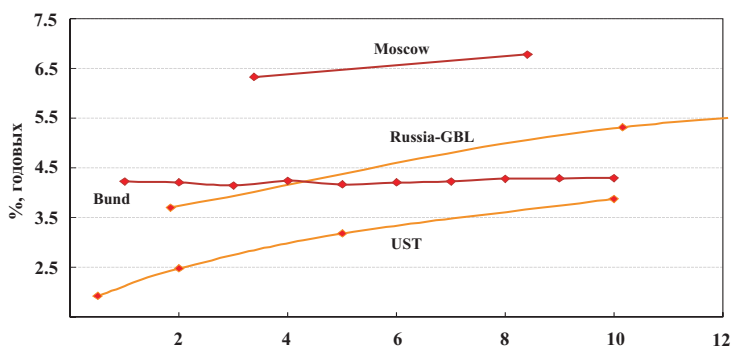
Ситуация в США остается в центре внимания участников рынка. Экономическая статистика свидетельствует о замедлении экономики, но ситуация развивается в более положительном ключе, чем представлялось в начале года. Ряд важнейших экономических показателей, описывающих безработицу, экономическую активность, промышленное производство, прибыльность предприятий, несмотря на небольшой спад, по-прежнему находятся в области относительно умеренных значений.

В то же время, несмотря на относительно благоприятную статистику, риски ухудшения ситуации сохраняются и представляются значительными. Отметим, в первую очередь, риски, связанные с главной движущей силой экономики США - потреблением. На протяжении последнего десятилетия американские домохозяйства тратили больше денег, чем зарабатывали, финансируя имеющийся дефицит за счет кредитов, получаемых под залог своего имущества. Спад на рынке труда и снижение прибыли предприятий будет оказывать угнетающее влияние на доходы граждан. Как следствие, возрастет финансовая зависимость домохозяйств от стоимости располагаемого имущества, важнейшей составляющей которой является жилая недвижимость. Но падение цен на рынке жилья продолжается (в 1 кв. с.г. темпом 20% за год) и эта тенденция, исходя из ряда фундаментальных показателей (отношение ренты к стоимости жилья) и рыночных котировок (фьючерсов на индексы), сохранится в ближайшей перспективе. Указанные обстоятельства вкупе с дефицитом капитала банковской системы и падением доступности кредита повышают риски не только спада на потребительском рынке, но и угрожают ростом числа дефолтов, новой волной распродажи активов (акции, недвижимость). Последнее способно спровоцировать очередной виток в спирали банковского кризиса, развитие которого временно купировано, но достигнутое равновесие не представляется устойчивым.

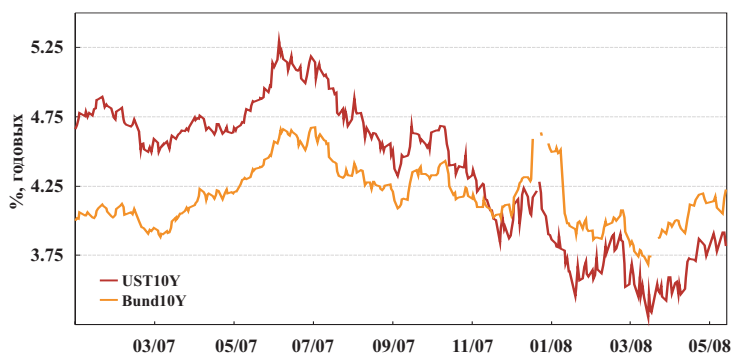
Кривые доходности ОГО(В)З Москвы и спред к ОФЗ



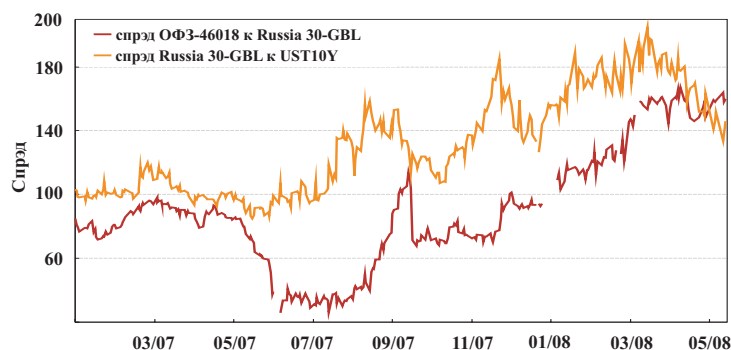
Кривые доходности облигаций номинированных в евро и долларах



Доходности UST и Bund



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



Относительно спокойное развитие событий на развитых рынках и отсутствие видимого влияния спада в США на экономику развивающихся стран постепенно вернуло инвесторам «аппетит к риску». В апреле-мае зафиксирован приток иностранного капитала на развивающиеся рынки, включая Россию (по данным Банка России в апреле он составил 19 млрд. долл.). Помимо внешних факторов, спросу на рублевые активы способствовали ожидания укрепления рубля, отсутствие проблем с денежной ликвидностью и снижение ставок NDF, а также ожидания повышения кредитного рейтинга страны в ближайшем будущем. При этом следует отметить, что спрос наблюдался, главным образом, в короткой части кривых доходности. Последнее связано с высокой вероятностью ужесточения денежной политики со стороны ЦБ на фоне раскручивания инфляционной спирали и сохраняющимся на этом фоне процентным риском.

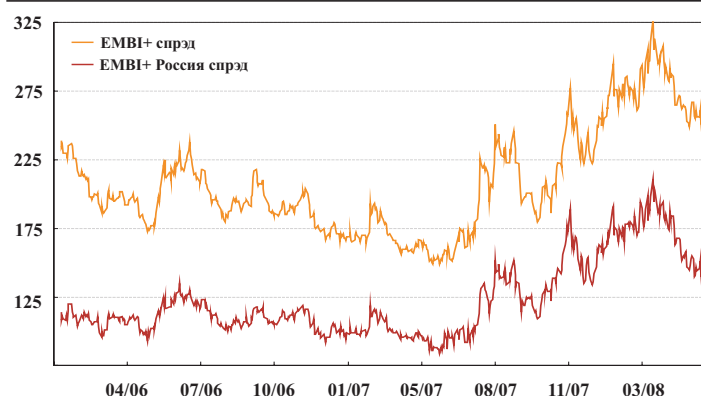
Темпы инфляции в России являются рекордными среди стран с сопоставимым уровнем кредитного рейтинга (14,3% в апреле 2008 года к апрелю 2007 года). Уровень реальных процентных ставок также остается на рекордно низком уровне - минус 6-7%.

Банк России неоднократно декларировал намерение в ближайшие годы перейти к политике инфляционного таргетирования посредством управления процентной ставкой (до настоящего времени ключевым инструментом регулятора является управление валютным курсом рубля). Нежелание ЦБ повышать курс рубля, несмотря на жесткие условия по инфляции, также свидетельствует о смещении акцентов в проведении денежной политики.

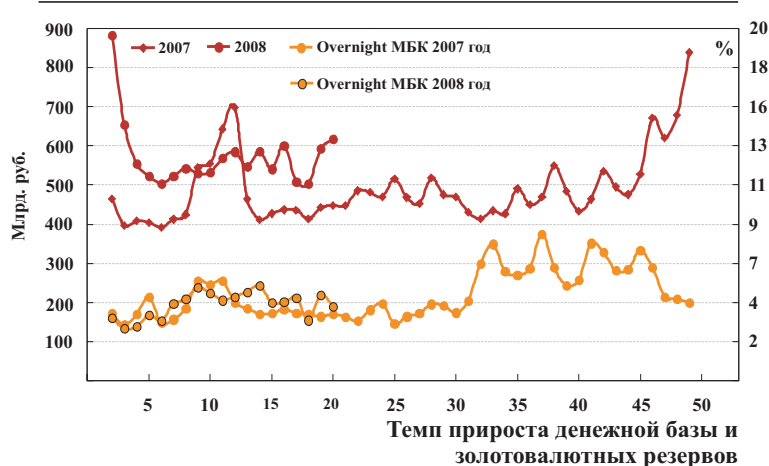
Известно, что при проведении процентной политики в условиях стабильного экономического роста и стремлении регулятора снизить темпы инфляции ключевая краткосрочная ставка не должна быть ниже темпов инфляции (см., например, правило Тэйлора). Таким образом, переход к политике инфляционного таргетирования потребует от ЦБ повышения ключевой ставки (в настоящее время это ставка однодневного РЕПО Банка России), причем масштаб повышения может измеряться не десятками, а сотнями базисных пунктов. Повышение ключевой ставки в общей сложности на 50 б.п. в феврале и апреле с.г. в условиях непростой ситуации с банковской ликвидностью может рассматриваться как сигнал регулятора, указывающий направление вектора среднесрочной процентной политики. Темпы повышения ставки, по-видимому, будут зависеть от внешних факторов - развития экономического спада в США, ситуации с денежной ликвидностью в мире и в банковской системе страны. Тем не менее, повышение ставки РЕПО еще на 25-75 б.п. в текущем году выглядит вполне правдоподобным сценарием.

Таким образом, есть основания трактовать текущий рост цен на долгом рынке как временную коррекцию к более долгосрочному тренду. Существуют как внешние, так и внутренние факторы, обуславливающие сохранение тенденции к росту стоимости заимствований в среднесрочной перспективе.

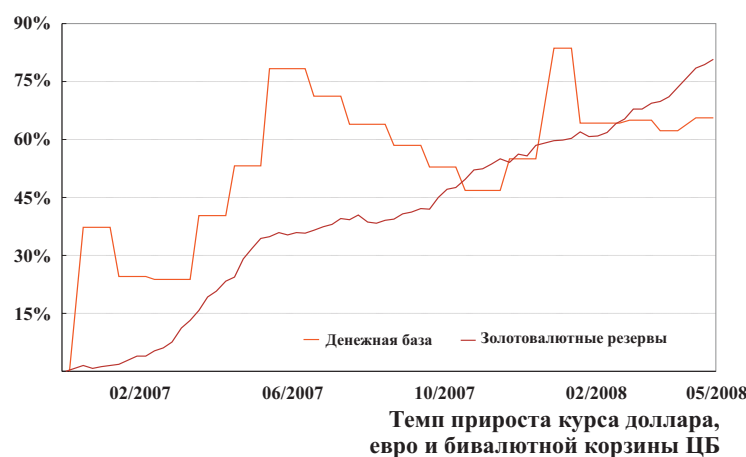
Динамика спреда индексов EMBI+ и EMBI+ Russia



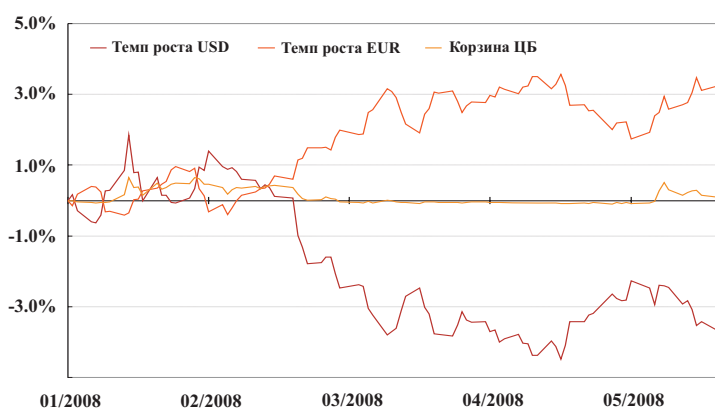
Остатки на корп. счетах и ставка МБК overnight



Темп прироста денежной базы и золотовалютных резервов



Темп прироста 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.