

Локальные успехи монетарных и фискальных властей США в мерах, направленных на купирование рецессии (пакет налоговых льгот, судя по всему, оказал временную поддержку потребительской активности и экономическому росту), а также глубокая коррекция мировых цен на нефть позволила финансовым рынкам Америки удержать позиции, занятые в начале июня. Волатильность рынка при этом остается высокой.

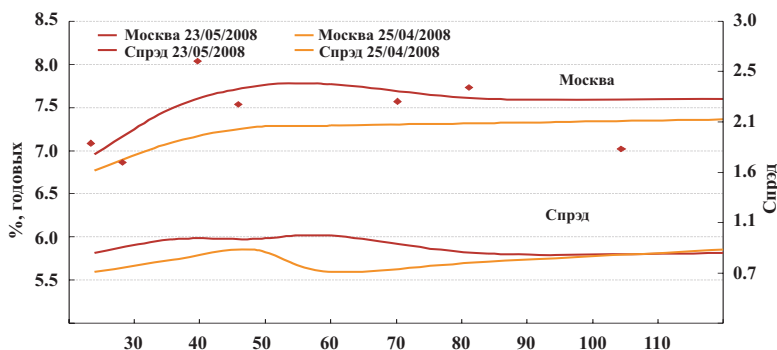
Новый виток проблем на кредитном рынке, имевший место в июне, был связан с появлением признаков неплатежеспособности спонсируемых государством агентств (далее GSE) Fannie Mae и Freddie Mac - системообразующих участников ипотечного рынка. Предложенная государством щедрая поддержка GSE была позитивно воспринята рынком, однако экономические последствия принятых мер могут оказаться не столь однозначными в более отдаленной перспективе.

В рыночные ожидания по-прежнему заложено как минимум одно повышение fed funds rate до конца текущего года. Риск повышения ключевой ставки также следует из комментариев представителей ФРС. В тоже время состояние американской экономики может просто не позволить этого сделать. Угрозы исходят с разных сторон: продолжающийся спад на рынке недвижимости и на рынке труда, тлеющий кредитный кризис, беспрецедентное падение доверия потребителей (CSI Мичиганского университета в прошлом месяце достиг 28-летнего минимума) - эти проблемы имеют системный характер и на сегодняшний день полностью сохраняют свою актуальность. Нынешняя риторика монетарных властей направлена на борьбу с формированием завышенных инфляционных ожиданий и неочевидно, что за ней последуют практические меры в области процентной политики. Вероятность повышения ставки на очередном заседании 5 августа FOMC чрезвычайно невелика.

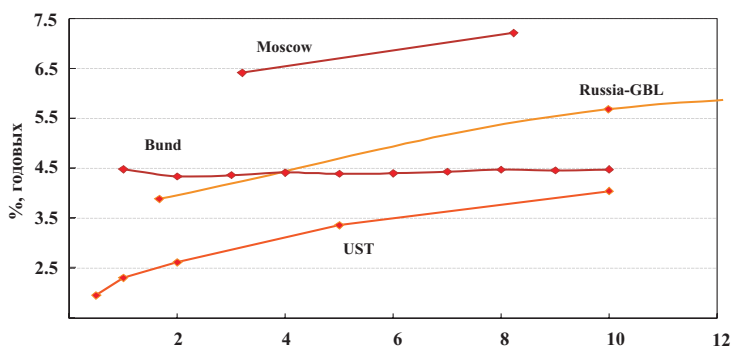
В настоящее время ключевые индикативные выпуски американских казначейских облигаций (UST) находятся на следующих уровнях: 2-летние облигации - 2,63%, 5-летние - 3,38%, 10-летние - 4,05%, 30-летние - 4,64% годовых. Наблюдающееся на кредитном рынке в июне обострение привело к росту спроса и общему снижению доходности безрисковых активов (UST). Одновременно ускорение темпов инфляции работало на «уплощение» кривой доходности. За прошедший месяц в длинной части кривой снижение доходности составило порядка 10 б.п., в короткой части - 30 б.п.

Экономика Европы в последнее время также демонстрирует серьезные признаки ослабления, и дальнейшее ужесточение монетарной политики здесь также выглядит маловероятным в ближайшее время

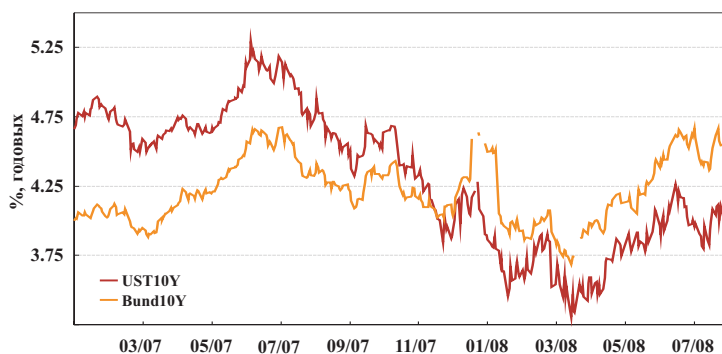
Кривые доходности ОГО(В)З Москвы и спред к ОФЗ



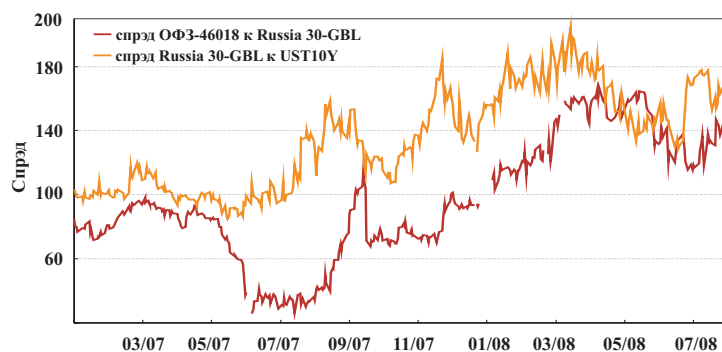
Кривые доходности облигаций номинированных в евро и долларах



Доходности UST и Bund



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



(учитывая также то, что беспрецедентный разгон инфляции вызван в значительной степени ростом цен на сырьевые товары). Доходность 2-летних Bunds на утро 30 июля находится на уровне 4,31%, 10-летних - 4,45% годовых.

Стоимость риска на рынке еврооблигаций развивающихся стран сохраняла относительную стабильность. Первую половину месяца Россия сохраняла свой традиционный статус «тихой гавани» и «торговалась» лучше рынка. Разворот цен на нефть и внутривалютные события привели к расширению спреда российских облигаций в конце месяца. Спрэд индекса EMBI+ по итогам 28 июля составил 285 б.п. (-11 б.п. за месяц), спрэд индекса EMBI+ Russia - 171 б.п. (-3 б.п. за месяц).

Рубль в течение июля несколько укрепился по отношению к бивалютной корзине. Несмотря на высокие ставки implied NDF, взгляд участников рынка на ближайшие перспективы рубля остается позитивным, что имеет ясное обоснование - в борьбе с галопирующей инфляцией Банку России будет сложно обойтись без использования методов курсовой политики.

Несмотря на сильные позиции рубля, негативная переоценка рублевых финансовых активов продолжается. Падение индекса РТС в течение июля составило более 15% (несмотря на относительную стабильность фондовых индексов развитых стран). Снижаются индексы рынка внутренних облигаций. Так, с начала июля длинные выпуски Москвы прибавили в доходности более 70 б.п.

Если основным «драйвером» падения российского фондового рынка стала коррекция мировых цен на нефть (за месяц спад составил более \$15 за баррель) и жесткая позиция Правительства РФ в отношении ряда горно-металлургических компаний, то на движение российских облигаций существенное влияние также оказало очередное обострение ситуации на мировом кредитном рынке, ускорение темпов инфляции, а в конце месяца рост ставок на рынке МБК.

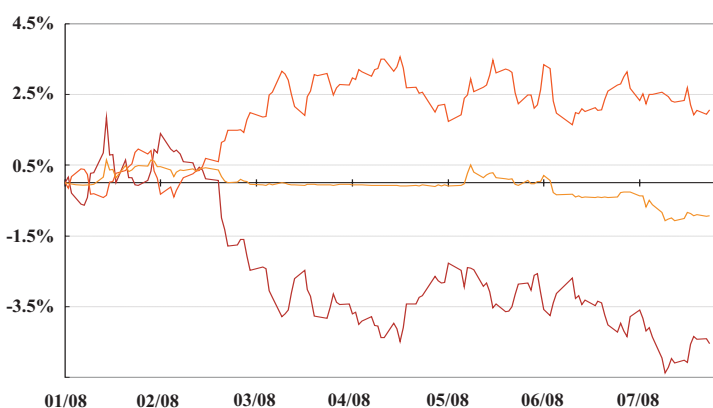
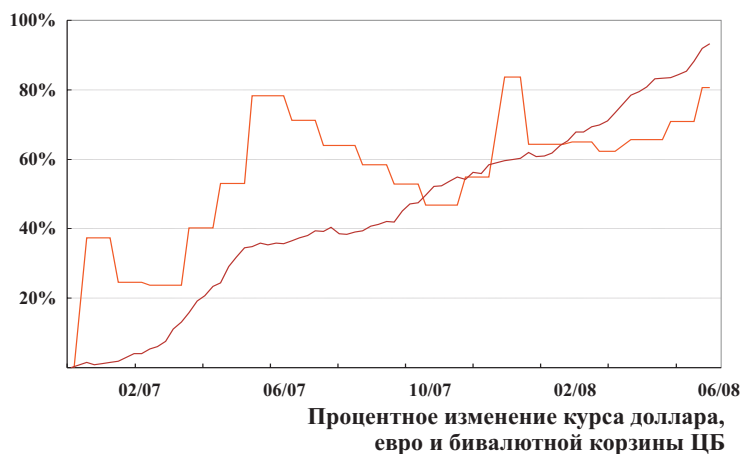
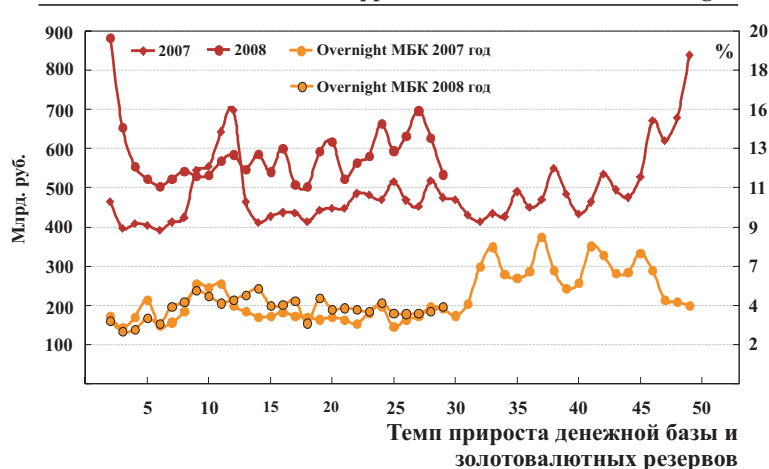
Ситуация с денежной ликвидностью имеет выраженную сезонность, и пик денежных изъятий в текущем квартале уже позади. В то же время, проводя рестрикционную политику, Банк России никак не заинтересован в поддержании низких процентных ставок на межбанковском рынке. По всей видимости, в ближайшем будущем ситуация с денежной ликвидностью вряд ли будет оставаться в числе факторов, позитивно влияющих на спрос на рублевые инструменты.

Тенденция к росту доходности на внутреннем долговом рынке, по всей видимости, сохранится в ближайшей перспективе. Среди важнейших факторов, этому способствующих, следует выделить: сохраняющуюся напряженность на внешних рынках, рестрикционную политику центрального банка, а также растущую активность эмитентов на первичном рынке.

Динамика спреда индексов EMBI+ и EMBI+ Russia



Остатки на корп. счетах и ставка МБК overnight



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.