



МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

ЕЖЕМЕСЯЧНЫЙ ОБЗОР

Декабрь 2005

Основные события декабря:

- В Европе повышена учетная ставка на 0.25% до 2.25%, однако, по словам главы ЕЦБ Трише цикл повышений в настоящее время ожидать не стоит
- Ставка в США повышена на 0.25 п. до 4.25%, в то же время из текста сопроводительного заявления ФРС исключены слова о «стимулирующем» влиянии ставок на экономику США, что сигнализирует о достижении нейтральных уровней базовой ставки
- Дифференциал между ставками в США и Европе 2006 г. сохранится на прежнем уровне: 2%
- Индексы CPI и PPI в США снизились на 0.6% и 0.7% соответственно, между тем базовые показатели инфляции выросли на 0.1% и 0.2% соответственно
- В конце декабря доходности 10 YTM treasuries упали до 4.37% годовых, доллар закрылся на уровне 1.1850 за евро, Dow Jones снизился до 10715.
- Рейтинг России повышен агентством Standard and Poor's с «BBB-» до «BBB»
- Индекс РТС преодолел очередные исторические максимумы и устремился вверх к 1125 п.
- Намерения о досрочном погашении долга Бразилии перед МВФ и повышение рейтинга Турции способствовало обновлению исторических максимумов еврооблигациями этих стран
- Дефляционные опасения снизились в Японии, на фоне ожидаемой инфляции в 2006 г. и общего роста японской экономики
- С началом года доходность treasuries осталась на уровне 4.37%, Dow Jones преодолел 11000 п., РТС перешел за 1200 п.



ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

Тема ставок продолжала оставаться в центре внимания инвесторов на мировом финансовом рынке. В декабре как в Европе, так и в США учетные ставки были подняты на 0,25% и составили тем самым 2,25% и 4,25% годовых. Дифференциал между ними сохранился на уровне 2%. Скорее всего, данная ситуация сохранится и в будущем, поскольку в январе ФРС собирается повысить ставку еще на 0,25% и, по всей видимости, ближе к середине года повысит ее еще один раз. Европейские власти также планируют два повышения: в марте и летом 2006 года. Разница между ставками будет притягивать иностранный капитал в экономику США, в частности, в долговые инструменты, а высокие темпы экономического роста обеспечат в наступившем году неплохую поддержку фондовому рынку Америки.

Между тем, стало окончательно ясно, что в отсутствие явных признаков инфляции и растущей опасности снижения темпов экономического роста США Федеральная Резервная Система близка к завершению цикла повышений. Об этом в явном виде свидетельствовало сопроводительное заявление Гринспена после заседания Комиссии по открытым рынкам (FOMC) 13 декабря, из которого следует, что учетная ставка достигла «нейтральных» уровней и более не является стимулирующей.

Прошедшее заседание FOMC стало определяющим для мирового финансового рынка: ожидания завершения цикла повышений базовой ставки привели к ажиотажному спросу на treasuries и ослаблению позиций доллара. Важным фактором стал существенный объем накопленной долларовой ликвидности, который позволил в декабре расти как фондовым, так и долговым рынкам не только в секторе базовых активов, но и на emerging markets.

Вместе с тем, к концу месяца с уходом крупных игроков с рынка заметно снизилась и ликвидность, что добавило волатильности рынку. Одновременно стала прослеживаться тенденция к перетоку капитала из treasuries в пользу emerging markets, что позволило еврооблигациям Аргентины и Бразилии обновить исторические максимумы. В последнюю неделю декабря ряд показателей по экономике США, отразивших некоторое снижение деловой активности и спроса, а также падение продаж в строительном секторе, привели к тому, что ставки по treasuries упали до рекордно низких уровней. Одновременно упала и активность на американском фондовом рынке, что привело к снижению индексов на последней неделе 2005 года. Аналогично некоторая стагнация наметилась во второй половине месяца и на фондовых рынках развивающихся стран. В частности, на фоне покупок treasuries после заседания FOMC индекс РТС демонстрировал невянтное повышательное движение на достаточно слабых объемах торгов.

Таким образом, рождественское и новогоднее ралли наблюдалось, в основном, в секторе treasuries и обошло

стороной рынка акций. Однако уже в первые дни нового 2006 года на фондовом рынке наблюдался существенный рост. Вернувшаяся на рынок ликвидность с выходом крупных игроков позволила Dow Jones вырасти на 129,91 пункта до 10847,41 (на 1,21%). С окончанием каникул на российском рынке фондовые индексы также открылись заметным ростом. Индекс РТС вырос с 1130 п. до 1190 п.

РЫНОК США

Ситуация на американском рынке в декабре, как уже отмечалось, определялась настроением инвесторов в отношении дальнейших повышений ставки ФРС. В начале месяца после выхода обширного позитивного массива экономических данных по США, в которых, в частности, был отмечен рост потребительского спроса и доходов, убеждения в пользу дальнейшего повышения базовой ставки укрепились, и доходности treasuries достигли отметки 4,56% годовых. Вместе с тем, выходящие данные свидетельствовали о том, что инфляционное давление в США ослабевает, несмотря на заявления ряда представителей ФРС о целесообразности продолжения агрессивной денежной политики. В частности, достаточно негативным для доллара и ставок treasuries оказался тот факт, что стоимость рабочей силы снизилась, несмотря на отмеченный в стране рост производства, что явно свидетельствовало об отсутствии признаков инфляции в стране.

Так или иначе, в преддверии заседания FOMC и публикации инфляционных показателей инвесторы предпочитали избавляться от долларовых активов, в результате чего курс американской валюты снизился с 1,1710 за евро до 1,2010 за евро, а доходность по десятилетним treasuries колебалась в диапазоне 4,45-4,55% годовых. Общая неопределенность на рынке, равно как и опасения того, что жесткая политика ФРС может привести к стагнации в экономике США, способствовали также и небольшому снижению фондовых индексов. Индекс Dow Jones снизился к заседанию FOMC с 10910 п. до 10780 п., S&P изменился незначительно – с 1265 п. до 1255 п., а NASDAQ с 1710 п. до 1700 п.

Кардинальные изменения на рынке произошли после того, как на заседании FOMC базовая ставка была поднята на 0,25% до 4,25%, вернее после сопроводительного выступления Гринспена, формулировка которого претерпела ряд изменений, что и оказало основное влияние на рынок. Главным стал тот факт, что ФРС больше не рассматривает текущие уровни ставок как стимулирующие экономику, исходя из этого, можно сделать вывод о том, что базовая ставка достигла нейтральных уровней, и монетарные власти США в ближайшее время готовы завершить цикл повышений.

Опубликованные ценовые данные также показали снижение инфляционного давления. Как показал отчет,



CPI снизился на 0,6%, что стало рекордом с 1949 года. Базовый показатель потребительской инфляции, как и в октябре, составил 0,2%. Явные признаки того, что инфляция не ускоряется, дали еще больше оснований надеяться на то, что базовая ставка будет заморожена на уровне 4,5%.

Вышедшие данные по потребительской инфляции способствовали тому, что под давлением спроса доходности американских бумаг пошли вниз, достигнув уровня 4,44%. Одновременно выросла активность и на американском фондовом рынке, в результате чего индекс Dow Jones смог подняться на 100 п. до 10880 п. Рост котировок treasuries был сдержан позитивными экономическими данными, которые, в частности, показали рост промышленного производства в ноябре на 0,7%. Результат оказался несколько ниже среднего прогноза экономистов, ожидавших роста на 0,5%. По пересмотренным данным, увеличение производства в октябре составило 1,3%, а не 0,9%, как сообщалось ранее. Согласно заявлениям членов FOMC, возможные увеличения производственных мощностей при сохранении высокой стоимости энергоресурсов могут усилить инфляционное давление. Также в пользу доллара и доходности treasuries сыграли данные по инфляции производителей, базовый показатель которой составил 0,1%, хотя сам индекс PPI снизился на 0,7%. Несмотря на то, что данные по инфляции оказались лучше прогнозов, рост ее базового показателя, по мнению многих, свидетельствовал о том, что экономика еще не окончательно избавилась от риска ценового давления.

На фоне вышедших данных доллар смог вернуть себе часть утраченных позиций и закрепиться на отметке 1,1850 за евро, а доходности по десятилетним treasuries так же вернулись к уровням 4,45-4,48% годовых. Фондовые индексы в этот период показали слабую повышательную динамику.

Вместе с тем, описанное выше движение рынка было временным, и к концу месяца доходности treasuries продолжили снижаться, несмотря на то, что их уровни оставались ниже ожидаемого уровня базовой ставки. Основной причиной снижения стал выход индекса PCE. Ядро индекса изменения цен персональных расходов (PCE, core index of personal-consumption expenditures) в ноябре выросло на 0,1% вместо прогнозирувавшихся 0,2%. Данный показатель вновь актуализировал спекуляции на тему снижения инфляции в стране и, соответственно, близости завершения цикла повышений базовой ставки, поскольку ФРС не раз заявляла, что сигналы контролируемой инфляции повлияют на решение о прекращении подъема процентной ставки. Рост treasuries в еще большей степени усилился после публикации статистики о продажах новых домов в ноябре. Сигналы охлаждения рынка жилья могут привести к прекращению подъема базовой процентной ставки Федеральной резервной системой (ФРС) США, поскольку дороговизна кредитов может стать серьезным барьером в развитии

одной из самых динамично растущих отраслей экономики США.

Ситуация в еще большей степени осложнилась тем, что спрос на длинные бумаги привел в последние дни уходящего года к инверсии кривой доходности, т.е. превышению ставок по коротким бумагам над ставками по длинным. Как правило, данный феномен предвещает спад в экономике. Последний раз, когда доходность длинных обязательств опускалась ниже коротких, был зафиксирован в декабре 2000 года накануне падения ВВП в начале 2001 года. Стоит отметить, что в январе 2005 года спред между доходностями двух- и десятилетних бондов составлял 115 базисных пунктов. Появление на рынке этого явления способствовало возникновению спекуляций по поводу целесообразности дальнейшего повышения ставок, поскольку агрессивная политика ФРС может оказаться губительной для дальнейшего роста американской экономики. Как следствие, скупка казначейских бумаг только усилилась, в результате чего в последние дни года ставки по десятилетним казначейским обязательствам опустились до 4,33% годовых.

Вместе с тем, в конце года на рынке четко стала ощущаться ограниченность долларовой ликвидности, в результате чего рост долгового сегмента по большей части обеспечивался продажами акций, которые в последние дни прошлого года усилились. На неделе между Рождеством и Новым годом индекс Dow Jones упал на 1,5%, индекс широкого рынка Standard & Poor's 500 – на 1,6% и “технологический” индекс Nasdaq Composite – на 2,0%. Однако ограниченность средств была по большей части связана с тем, что на последней неделе большинство крупных игроков ушли с рынка, и сделки носили преимущественно спекулятивный характер.

В целом, новый год был отмечен существенным ростом на фондовом рынке, в результате которого индекс Dow Jones после публикации протокола FOMC в считанные минуты взлетел более чем на 100 пунктов. По итогам сессии, 3 января Dow Jones вырос на 1,21% до 10847,41. Индекс Standard & Poor's 500 поднялся на 20,51 пункта до 1268,80 (на 1,64%). Индекс Nasdaq Composite вырос на 38,42 пункта до 2243,74 (на 1,74%). В последующие дни ралли на рынке акций в США продолжилось, и в понедельник, 9 января, индекс Dow Jones преодолел важную отметку 11000 п.

Также с началом нового года выросли котировки treasuries. Доходность 10-летних казначейских облигаций понизилась 3 января до 4,37%, против 4,39% при закрытии 30 декабря. Доходность 2-летних казначейских облигаций понизилась до 4,34% по сравнению с 4,40% 30 декабря. Однако рост котировок treasuries в данной ситуации не вполне закономерен, и в ближайшее время стоит ожидать коррекции и роста доходности по казначейским бумагам. Фондовый рынок США в случае, если выходящие статданные окажутся благоприятными, может продолжить свой

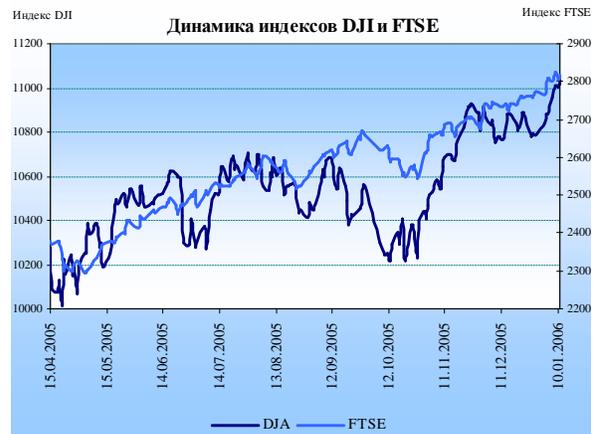


рост, который может быть усилен за счет вливаний средств от продажи treasuries.

Стоит отметить, что важной составляющей роста котировок treasuries в декабре стал иностранный капитал. Согласно отчету о движении капитала (ТIC) Департамента Казначейства, в октябре иностранные инвесторы приобрели долгосрочных ценных бумаг на рекордную сумму \$106,8 млрд., в то время как аналитики предполагали, что показатель составит около \$70 млрд. Как показал отчет, вложения в долгосрочные казначейские бумаги продолжили расти,

тогда как приток капитала в акции американских компаний снизился.

Если ноябрьский поток иностранных денежных средств в американскую экономику может показать снижение, то данные за декабрь 2005 года, когда стало окончательно понятно, что цикл повышения базовой ставки ФРС близок к своему завершению, должны показать рекордный прилив средств в американские долговые бумаги и в treasuries в том числе.



ЕВРОПА

Для Европы основным событием декабря стало повышение учетной ставки на 0,25% до 2,25% на заседании ЕЦБ 1 декабря. Данный шаг ЕЦБ активно обсуждался различными представителями европейских властей в связи с серьезными опасениями относительно того, что цикл повышений ставки в Европе может существенно навредить наметившемуся росту европейской экономики. Рынок базовых активов практически никак не отреагировал на повышение ставки ЕЦБ, поскольку оно уже было заложено в текущие цены еврооблигаций европейских стран.

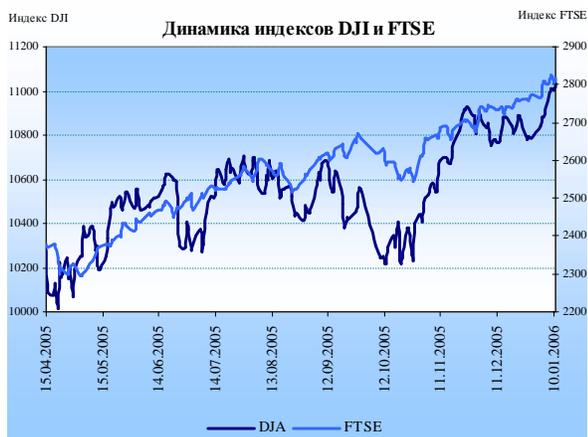
Вместе с тем, после повышения агрессивные настроения европейских денежных властей заметно ослабли. Глава ЕЦБ Жан-Клод Трише дал понять, что произошедшее повышение является разовым, нацелено на удорожание среднесрочных кредитов в Европе, подобных шагов более ожидать не стоит. Вместе с тем, он отметил, что при необходимости европейские денежные власти могут пойти на дальнейшее повышение учетной ставки, однако это произойдет лишь в случае проявления вторичных признаков инфляции.

Целый ряд показателей свидетельствует о тенденции восстановления европейской экономики. Рост производства был отмечен во всех ведущих странах Евросоюза, при этом показатели безработицы начали постепенно снижаться. Стоит отметить и растущий оптимизм жителей Европы. Индекс потребительского доверия Италии и индекс делового доверия Германии существенно превзошли ожидания аналитиков. Между тем, не стоит забывать, что темпы роста европейской экономики в 4 раза уступают американской, поэтому приоритетной задачей для ЕЦБ остается стимулирование экономического роста Еврозоны. Кроме того, последние месяцы показывают существенное снижение инфляционного давления в Европе, что позволяет Европейскому Центробанку

повременить с дальнейшими повышениями ставки. Несмотря на то, что индекс CPI в Еврозоне оказался выше запланированных 2%, ведущие экономики Европы, в частности германская, зафиксировали снижение инфляции в ноябре на 0,5% по сравнению с октябрём, а годовая инфляция без учета стоимости нефти и топлива составила 1,8%. Исходя из последующих комментариев представителей ЕЦБ, в 2006 году процентная ставка в Европе будет повышена дважды: в марте и летом. Таким образом, ставка в Европе к концу 2006 года составит 2,75-3%.

В целом, грядущий год может стать весьма благоприятным для Европы. Сильная статистика, в частности декабрьская, позволила Еврокомиссии повысить прогнозы роста экономики в Еврозоне: в 2006 году рост ВВП составит 0,4% и 0,8% в первом и втором квартале соответственно. Также довольно оптимистично на развитие экономики в Европе смотрит один из ведущих немецких экономических институтов – мюнхенский IFO, который так же улучшил прогноз развития экономики Германии в 2006 году. Согласно мнению экспертов, рост ВВП Германии составит в следующем году 1,7% против июньских прогнозов в 1,2%.

Улучшение делового климата в Европе не замедлило сказаться на фондовом рынке. По мере того, как инфляционное давление вместе с ценами на энергоносители снижалось, акции ведущих европейских компаний выросли в цене. По итогам месяца рост зафиксировали основные индексы в регионе: рост DAX и CAC составил около 10%. Менее всех вырос фондовый рынок Британии, темпы роста экономики которой остались неизменными в третьем квартале (0,4%), что не смогло развеять пессимизм инвесторов в отношении возможности ее роста.



EMERGING MARKETS

Несмотря на то, что базовые активы вели себя неоднозначно в декабре, рынок emerging markets завершил год на позитивной ноте. Спрэд ЕМВІ+, рассчитываемый компанией JP Morgan, сузился до 240 п. в конце месяца, что стало минимальным значением за всю его историю, а позднее с началом нового года продолжил сужаться и достиг 230 п.

Основной причиной роста рынков развивающихся стран стала неопределенность на рынке США, обусловленная неясностью в отношении предельных значений базовой ставки. Как следствие, часть инвесторов предпочла на время вывести средства с рынка базовых активов и направить их в развивающиеся рынки. Другим фактором, обеспечившим спрос на активы развивающихся рынков, стала существенная долларовая ликвидность, благодаря которой в декабре рост был зафиксирован практически во всех секторах финансового рынка.

Важным моментом стала и хорошая фундаментальная поддержка внутренними новостями, которые демонстрировали улучшение экономического климата в большинстве стран сектора emerging markets, равно как и существенное улучшение их кредитного состояния.

В частности, стоит выделить повышение агентством Standard & Poog's рейтинга России на одну ступень до "BBB", которое в силу своей неожиданности оказало позитивный эффект на рост котировок российского суверенного долга в конце недели. Кроме того, были повышены рейтинги Турции, Словакии и Казахстана.

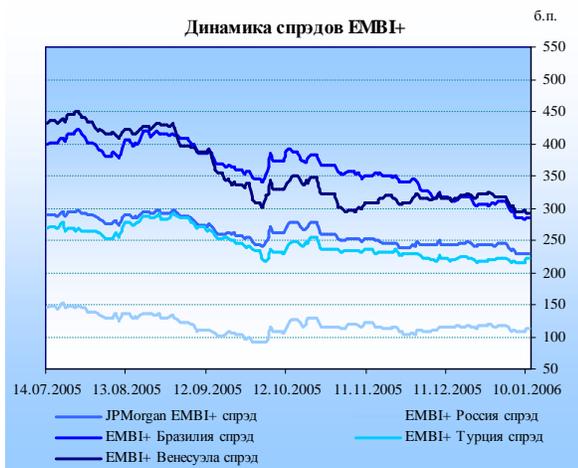
Кроме того, бразильские долги выиграли благодаря новостям о том, что Центральный банк страны собираются досрочно погасить долги перед МВФ. Центробанк Бразилии должен был выплатить МВФ \$15,5 млрд. в течение 2006 и 2007 годов, а досрочная выплата долга позволит стране сэкономить \$900 млн, заявил министр финансов Антонио Палосци. После выплаты Бразилия полностью освободится от долга перед МВФ впервые с 1984 года.

Столь весомая фундаментальная поддержка привела к тому, что долги Бразилии и Турции установили исторические максимумы.

Указанные факторы способствовали тому, что развивающиеся рынки продолжали расти, невзирая на некоторое снижение на рынке treasuries, в то время как рост котировок американских казначейских облигаций в еще большей степени усиливал восходящее движение на рынках. В частности, это позволило еврооблигациям Бразилии и Турции достичь исторических максимумов, равно как и помогло российскому фондовому рынку оставаться выше рекордных значений начала октября.

Тем не менее, характер вложений был достаточно неоднородным. В начале декабря, по мере того, как котировки treasuries снижались, деньги инвесторов, в основном, направлялись в высокодоходные рискованные активы. Однако с середины месяца возобновился спрос на качественные кредиты и акции развивающихся рынков, который был спровоцирован ралли на рынке treasuries. К концу месяца, по мере того, как ликвидность на рынках таяла, а фундаментальные данные по США не оправдали оптимистичных надежд инвесторов, наметилась тенденция к перетоку капитала с американского фондового рынка в рискованный сегмент. Ситуация в еще большей степени обострилась после того, как начавшиеся продажи treasuries повлекли за собой приток средств в emerging markets, что способствовало сужению спреда ЕМВІ+ до рекордного минимума в 240 п. Позднее при практически полном отсутствии какой-либо активности в секторе спрэд ЕМВІ+ слегка расширился.

Перспективы emerging markets остаются весьма радужными и в 2006 году. Некоторые опасения могут вызывать грядущие президентские выборы в ряде стран Латинской Америки, но, в целом, на ближайшее время рынок будет фундаментально поддержан, что не позволит ему существенно снизиться даже при условии падения котировок US treasuries.



ЯПОНИЯ

Тема процентных ставок не обошла стороной и Японию. В начале декабря высказывания премьер-министра Коидзуми о том, что Банку Японии слишком рано отказываться от политики нулевой ставки в еще большей степени усугубили позицию йены, которая достигла 32-месячных минимумов по отношению к доллару на уровне ¥121 за доллар. Вместе с тем, денежные власти Японии уверены, что ослабление национальной валюты выгодно стране, поскольку увеличит прибыли экспортеров за счет повышения конкурентоспособности японских товаров на мировом рынке. Позитивный взгляд на будущие перспективы японской экономики способствовал существенному подъему фондового рынка страны. Так, Nikkei без остановки рос с самого начала укрепления доллара по отношению к йене и достиг отметки 15400 п. (в апреле индекс составлял 11100 п.). Таким образом, его рост на начало декабря составил 40%. Уверенность инвесторов в японской экономике дополнительно подкреплялась неплохими фундаментальными данными, что позволило надеяться на продолжение ралли на фондовом рынке Японии.

Сопроводительное выступление Гринспена по итогам заседания FOMC, из которого стало ясно, что ФРС близка к завершению цикла повышений базовой ставки, равно как и высказывания ряда представителей Банка Японии стали катализаторами, спровоцировавшими крупномасштабную коррекцию по йене. Глава Банка Японии Фукуи заявил о том, что восстановление экономики страны продолжится в будущем финансовом году. Он прогнозирует, что индекс потребительских цен Японии сохранит тенденцию к повышению. Это предполагает, что Япония на пути к завершению 7-летнего периода дефляции и может перейти к более жесткой монетарной политике.

Поддержку японской валюте также оказали и сильные экономические данные, продемонстрированные индексом Tankan, а также ростом профицита страны. В результате, йена практически безостановочно укреплялась вплоть до отметки ¥115,6 за доллар. Масла в огонь в данном случае подлили японские экспортеры, бросившиеся скупать йену, что в еще большей степени усугубило падение доллара в Азии. На этом фоне четко прослеживалась нехватка ликвидности йены, в результате чего начались продажи на фондовом рынке, что привело к снижению Nikkei с 15800 до 15120 п. Однако, по всему было видно, что серьезная фундаментальная поддержка и рост экономики во всех сферах позволят фондовым рынкам продолжить рост в ближайшее время.

Вполне закономерная коррекция в конце месяца на фоне сообщений о продолжающихся дефляционных процессах в экономике вернула японскую валюту к уровням ¥118 за доллар, а Nikkei устремился вверх к отметке 16400 п.

С началом года йена продолжила свое укрепление со 117,90 до 114,4 за доллар; Nikkei при этом слегка отступил к уровню 16125 п.

В целом, японская экономика выходит из кризиса, и появление инфляции говорит в поддержку данной тенденции. Рост профицита торгового баланса продолжит оказывать благотворное влияние на развитие экономики «страны восходящего солнца», и в ближайшее время Nikkei должен возобновить свой рост. Что касается йены, то она остается в достаточной степени поддержанной инфляционными опасениями, и вполне вероятно, что в этом году ее движения начнут коррелировать с движениями на фондовом рынке.

Динамика индекса Nikkei250



Динамика курса доллара к йене на FOREX



РОССИЯ

Для российского рынка ценных бумаг декабрь был благоприятным: ставшие индикативными российские тридцатилетние еврооблигации подорожали до 113% от номинала, а фондовые индексы росли и устанавливали все новые исторические рекорды, несмотря на все предостережения аналитиков о его переоценности.

Динамика торгов российскими еврооблигациями была схожа с движениями на рынке emerging markets. Равно как и на всем рисковом секторе, активность торгов суверенными долгами России снизилась. Вместе с тем, стоит отметить, что в последнее время долги России все больше следуют за treasuries, нежели за долгами Латинской Америки. Неожиданное повышение рейтинга России способствовало росту позитивного настроения инвесторов в отношении российских долгов, однако общая пассивность рынка в этот период спровоцировала лишь локальный всплеск котировок на российские еврооблигации, после чего они вновь последовали за treasuries, которые в тот момент снижались.

Стоит отметить, что за последние три года декабрьское затишье на российском рынке валютных госбумаг стало традицией. Как в предыдущие годы, всплеск активности пришелся на первые торговые дни нового года, когда котировки по «России-30» выросли до 113,74% от номинала.

Российский рынок акций на протяжении всего декабря демонстрировал уверенный рост. Однако стоит констатировать тот факт, что, в целом, он проходил при небольшом объеме торгов. Индекс РТС вырос с 1024 п. до 1130 п. и рост обеспечивался неплохой фундаментальной картиной. В частности, России был повышен рейтинг агентством Standard & Poor's на одну ступень. Долгосрочный валютный рейтинг повышен до «ВВВ» с «ВВВ-» со стабильным прогнозом, рейтинг России по обязательствам в национальной валюте был повышен до «ВВВ+» с «ВВВ». Положительный эффект от повышения рейтинга был отчасти нивелирован неоднозначным комментарием по нему. Он сводится к тому, что рост рейтинга обусловлен в основном

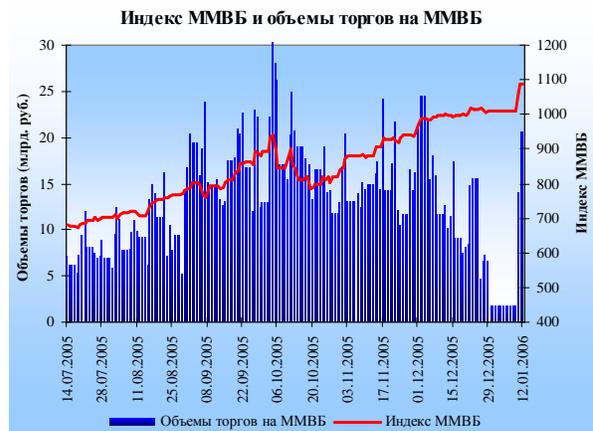
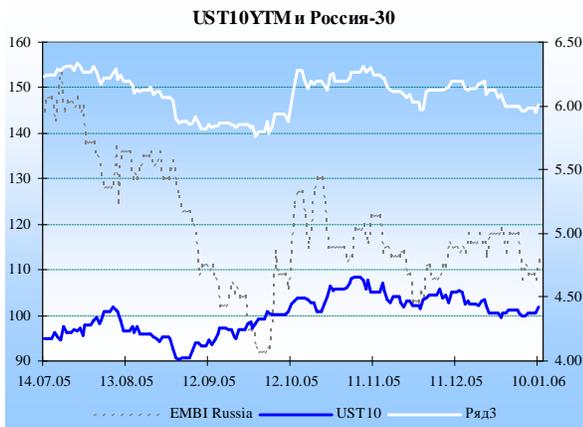
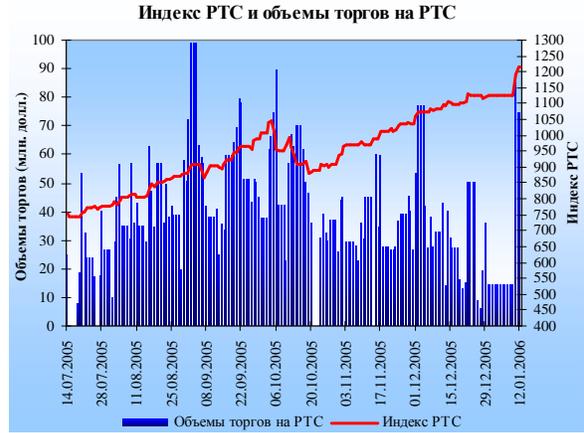
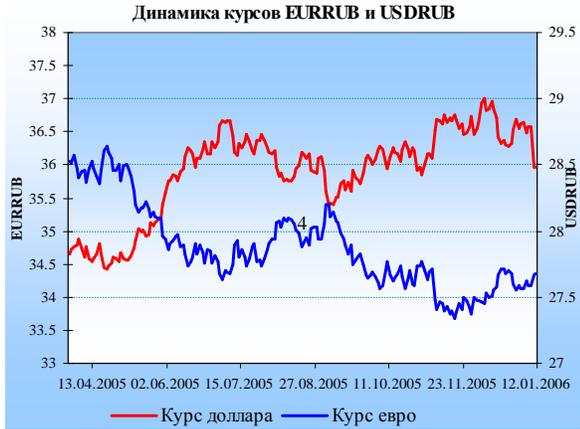
хорошим наполнением государственных резервов, достигнутым исключительно благоприятной внешней конъюнктурой, в то время как состояние политических институтов, от которого зависит решение структурных проблем в экономике, оставляет желать лучшего.

Акции российских нефтяных компаний, в целом, оставались нейтральными к изменению котировок на нефтяные фьючерсы. Потеря российским рынком чувствительности к нефтяной конъюнктуре – тенденция последних нескольких месяцев, которую можно объяснить неустойчивостью динамики нефтяных цен и тем фактом, что цены на черное золото столь высоки, что даже существенное их снижение не способно серьезно ухудшить состояние российских нефтяных компаний и всей российской экономики.

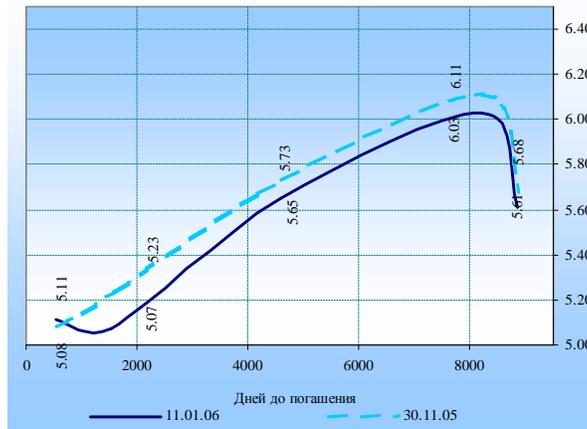
Среди корпоративных новостей стоит отметить публикацию весьма позитивной отчетности Сбербанка, переход под госконтроль «Автоваза», приобретение МТС киргизского оператора, либерализацию акций «Газпрома» и выделение золотодобывающих активов «Норникеля» в отдельную компанию.

К концу месяца, следуя за американским рынком акций, российский фондовый рынок так же несколько отступил от завоеванных позиций, однако уже в новом году возобновил свой рост. После окончания новогодних праздников индекс РТС взлетел до 1190 п., при этом основными лидерами стали голубые фишки: «Газпром», «Сбербанк», «Лукойл», «Сургутнефтегаз» и «Транснефть». Судя по качеству эмитентов, главной причиной для роста стали иностранные инвестиции, которые по окончании долгих новогодних каникул обрушились на российский рынок. В дальнейшем спрос на российские акции, очевидно, ослабеет, однако, судя по всему, рост фондового рынка может продолжиться, получая подпитку в виде средств иностранных инвесторов, которые ближе к заседанию FOMC должны будут продавать treasuries.





Кривая доходности по российским еврооблигациям Дох.



ТЕНДЕНЦИИ

Последние дни прошлого года вселили достаточно много опасений в отношении дальнейшего будущего экономики США. Инверсия на рынке госдолга США сигнализировала о возможной близости спада в американской экономике, кроме того, вышедший массив данных оказался несколько хуже ожиданий инвесторов, поэтому перспективы стабильного роста американской экономики оказались под вопросом. Однако, как показали первые дни нового 2006 года, прошлогодние страхи были преувеличены. Публикация протоколов заседания FOMC показала, что ФРС готова прекратить повышение ставок, которое усиливало давление на американскую экономику. Кроме того, инверсия кривой доходности treasuries также осталась в прошлом, и в новом году ставки длинных бумаг пошли вверх. По всей видимости, она была обусловлена большой перекупленностью доллара, что и породило нездоровый спрос на американские долгосрочные долги, в пользу приобретения которых игроки реализовывали короткие казначейские бумаги. Важной составляющей спроса на treasuries стал иностранный капитал, в том числе и азиатский, который в течение последних месяцев активно вливался в американскую экономику. По мнению аналитиков, именно экзогенные факторы стали причиной инверсии, тогда как состояние американской экономики еще далеко от стагнации.

Экономисты уверены, что экономика США продолжит укрепляться и в следующем году. Появление инверсии на рынке было краткосрочным и не служит сигналом стагнации в экономике. Так или иначе, рост запасов и производства в США говорит о том, что экономика готова показать внушительные темпы роста в первом квартале 2006 года. Следует помнить, что ВВП США вырос на 4,2% по итогам третьего квартала, что существенно опережает темпы роста в Европе и дает возможность американскому фондовому рынку вырасти. Выходящие отчеты по крупнейшим американским компаниям и увеличение целевых значений их акций ведущими мировыми инвестбанками говорит в пользу того, что постновогоднее ралли на фондовом рынке вполне обосновано. В течение всего 2005 года рост на американском фондовом рынке тормозился неясностью ситуации со ставками, однако завершение цикла повышений, равно как и позитивные макроэкономические данные, должно позволить ему отыграть позитив от экономического роста страны.

Из событий, которые могут повлиять на ход торгов долларом и активность на рынке ценных бумаг, стоит отметить слова главы Казначейства США Джона Сноу в начале текущей недели о возможном дефолте страны в марте 2006 года, если Конгресс не одобрит планов по повышению планки внешних заимствований. Однако реакция рынка на его заявление была минимальной, поскольку, по всей

видимости, данное заявление было в большей степени публичным и ориентировано на достижение необходимого результата на голосовании в Конгрессе.

В целом, начало января будет позитивным для американского фондового рынка, что, соответственно, подстегнет и другие фондовые рынки к росту. По мере приближения январского заседания FOMC, казначейские бумаги будут терять в цене, поскольку текущие уровни котировок свидетельствуют об их явной переоцененности. Доходность десятилетних облигаций колеблется в начале года на уровне 4,38%, тогда как ожидается, что ФРС повысит ставку в январе до 4,5%. Поэтому в любом случае инвесторы будут продавать treasuries и вкладывать средства в инструменты денежного рынка и акции, которые на тот момент окажутся более выгодными вложениями.

Для долгов стран emerging markets подобная ситуация будет благоприятной, поскольку treasuries, по всей видимости, вплоть до повышения ставки ФРС будут оставаться в диапазоне 4,35-4,45% годовых, что на благоприятном макроэкономическом фоне даст возможность развивающимся рынкам вырасти. По мере приближения заседания FOMC, тенденция к росту доходности treasuries должна будет усилиться, и новогоднее ралли на рынке treasuries в ближайшее время ослабеет. В данном контексте стоит также выделить и недавнее заявление Джона Сноу о возможности дефолта, которое пусть и выглядит как PR-шаг, может отвлечь часть капитала с рынка базовых активов. Реализованные от продажи американских долгов средства будут поступать, в том числе, и на emerging markets. Памятуя о ралли бразильских и аргентинских еврооблигаций в последние недели 2005 года, можно ожидать, что в начале января долги развивающихся стран продолжат свое восходящее движение. Приток средств с американского рынка также не обойдет вниманием и российский фондовый рынок. Ярким подтверждением этому стал рост российского рынка акций на открывшихся 10 января торгах. Индекс РТС взлетел вверх с отметки 1127 до 1189 п. и, судя по всему, в ближайшее время он не намерен останавливаться на достигнутом.

До тех пор пока ставки по индикативным десятилетним treasuries находятся ниже ожидаемого уровня базовой ставки, скорее всего, стоит ожидать оттока капитала с американского рынка. Отсутствие явных сигналов роста американской экономики не испугало инвесторов и, скорее всего, американский рынок акций также ожидает рост.

Что касается Японии, то, судя по всему, в январе не стоит ожидать существенного роста фондового рынка. Несмотря на ожидание инфляции в 2006 году, глава ЦБ Японии Фукуи отметил ряд дефляционных признаков, которые удержат власти Японии от скорого изменения денежной политики и йену от



удорожания. Тем не менее, фундаментальные данные свидетельствуют о том, что в 2006 году экономика Японии будет расти, равно как и усилится инфляционное давление, что ознаменует конец затянувшегося в стране экономического спада. На фоне восстановления экономики, увеличения профицита торгового баланса и, как следствие, роста инфляционных ожиданий японские власти во второй половине 2006 года смогут отказаться от политики «нулевой ставки», что сможет привлечь дополнительный капитал на японский рынок, стимулируя его рост.

Российский рынок ценных бумаг будет в достаточной степени зависеть от притока иностранного капитала. Исходя из текущей рыночной конъюнктуры можно предположить, что его рост может продлиться и в дальнейшем. Достаточно доходные и стабильные

российские еврооблигации выглядят несколько недооцененными по сравнению с выпусками стран с аналогичным рейтингом. Кроме того, их падение в октябре было наиболее существенным, поэтому именно они могут сыграть роль «тихой гавани» для выводимых с рынка treasuries средств. С другой стороны, рост американских фондовых рынков может также оказать неплохую поддержку российскому рынку, в связи с чем перспективы на январь также остаются весьма радужными для российского рынка акций, тем более что нефтяные цены растут, а фундаментальные макроэкономические показатели выглядят весьма солидно.

Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Василий Конузин - тел. (095) 411-66-55 доб. 131

За более подробной информацией и по возникшим вопросам просим обращаться по электронной почте:

research@alemar.ru

При подготовке обзора использована информация агентств «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times, обзоры ВТБ и МДМ-банка и Альфа банка.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».

