

Действия регуляторов в США и Европе остаются важнейшим «драйвером» мировых долговых рынков. Очередное заседание FOMC состоится в ближайшую среду (25 июня), заседание Европейского центрального банка - на следующей неделе (3 июля).

В течение прошедшего месяца профиль риска в экономике развитых стран заметно сместился. Основное внимание монетарных властей не только в Европе, но и в США теперь приковано не столько к последствиям финансового кризиса и проблемам восстановления экономического роста, сколько к галопирующей инфляции. В июне некоторое улучшение индикаторов экономической активности в Америке сопровождалось ростом показателей инфляции и инфляционных ожиданий. И то и другое дает дополнительные основания для сторонников необходимости «ужесточения» монетарных условий.

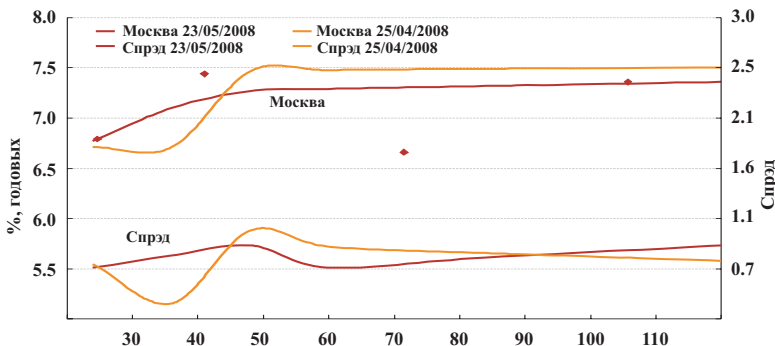
Судя по последним комментариям представителей ЕЦБ, вопрос о повышении ключевой ставки в Европе кажется делом решенным. Ситуация в США менее однозначна. По всей видимости, Fed не станет вносить какие-либо изменения на ближайшем заседании, однако в ожиданиях рынка уже заложено повышение fed funds rate на 25 б.п. 5 августа и 16 сентября.

В июне формирование ожиданий «ужесточения» процентной политики оказали прямое влияние на кривые доходности базовых активов в США и Европе. Смещение вверх кривой UST (казначейские облигации США) на коротком участке составило более 50 б.п., кривой доходности Bunds - около 40 б.п. Доходности UST на 30-летнем участке увеличились на 15 б.п., Bunds - на 5 б.п. В настоящее время ключевые индикативные выпуски UST находятся на следующих уровнях: 2-летние облигации - 2,93%, 5-летние - 3,61%, 10-летние - 4,15%, 30-летние - 4,69% годовых.

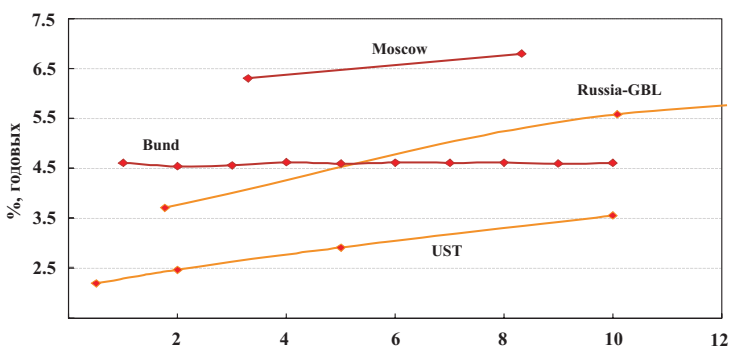
Долговые рынки развивающихся стран двигались в унисон базовым активам. За прошедший месяц спрэд индекса EMBI+ фактически не изменился (+1 б.п. с 23.05 по 23.06). Российские еврооблигации вели себя лучше рынка, спрэд индекса EMBI+ Russia за аналогичный период сузился на 13 б.п. (со 150 до 137 б.п.). Данную ситуацию можно связывать с благоприятной экономической конъюнктурой и ожиданиями повышения кредитного рейтинга.

Неплохая экономическая статистика в США и снижение дифференциала краткосрочных процентных ставок в долларе и евро оказало поддержку американской валюте. В целом за месяц доллар укрепился к евро на 1,5%. Дальнейшая динамика пары EUR/USD будет в существенной мере зависеть от новых статистических данных из Европы и США, а также будущих действий монетарных властей этих стран.

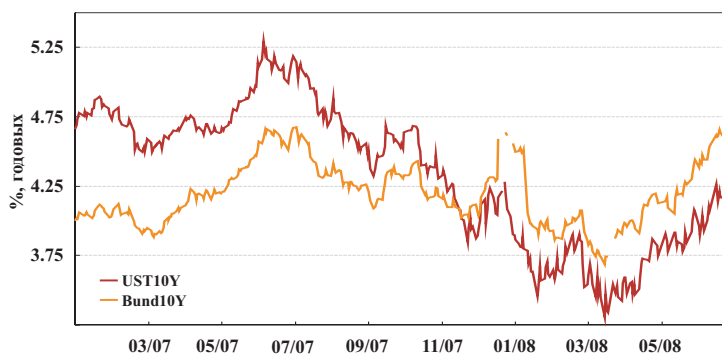
Кривые доходности ОГО(В)З Москвы и спрэд к ОФЗ



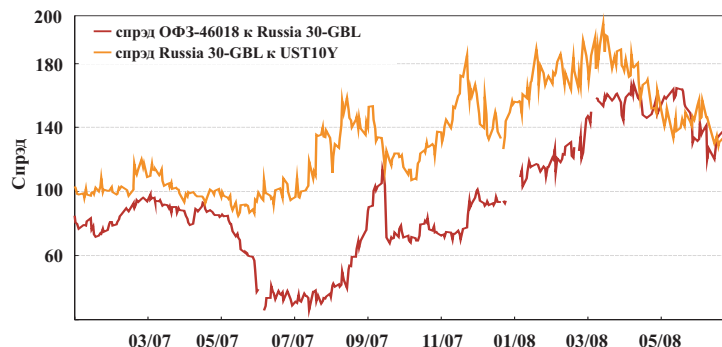
Кривые доходности облигаций номинированных в евро и долларах



Доходности UST и Bund



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



Банк России в начале июня позволил рублю несколько укрепиться по отношению к бивалютной корзине, что оказывало позитивное влияние на динамику рублевых активов в начале месяца. В дальнейшем, несмотря на относительно благоприятную ситуацию с рублевой ликвидностью, на российском рынке облигаций сложилась умеренно-негативная тенденция. Развитие указанной тенденции имеет несколько причин.

В первую очередь, следует отметить сочетание таких факторов как, во-первых, беспрецедентно высокие темпы инфляции в стране (с начала года по 16 июня потребительские цены в России выросли на 8,3% при официальном ориентире на текущий год в 10,5%) и, во-вторых, стремление Банка России при реализации денежной политики перенести акцент с методов курсовой на методы процентной политики. Шагом на пути перехода к новой модели денежно-кредитного регулирования стало расширение границ курсового коридора бивалютной корзины 11 июня. Ясно, что раскручивающаяся инфляционная спираль потребует от Банка России проведения новых рестрикционных мер уже в самом ближайшем будущем и, по всей видимости, акцент будет сделан на мероприятиях не добавляющих инвестиционной привлекательности российскому рынку облигаций (повышение ставок, рост резервных требований). И если избыточная ликвидность обеспечивает наличие спроса на долговые инструменты, то ожидания роста ставок смещает его в сторону бумаг с короткой дюрацией. Определенная инертность рынка по отношению к тренду, обозначенному монетарными властями, на фоне падения оборотов вторичного рынка во многом обусловлено нежеланием крупнейших держателей бумаг проводить отрицательную переоценку портфелей. Результаты новых размещений в настоящее время являются более объективным индикатором справедливой рыночной стоимости облигаций. На первичном рынке наличие тенденции к росту доходностей просматривается более отчетливо.

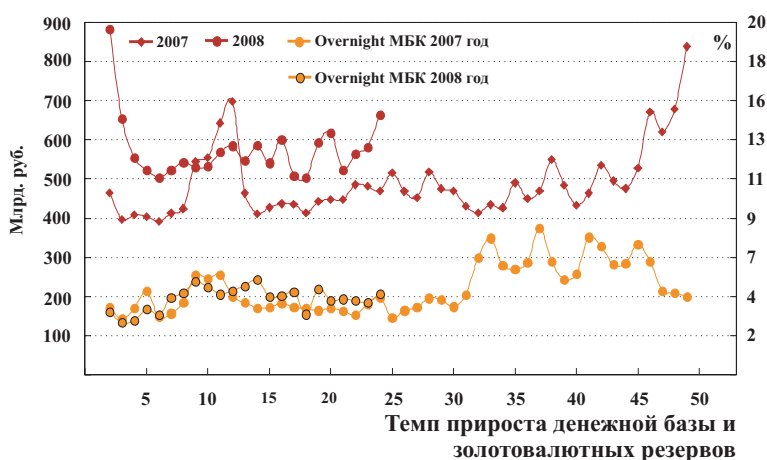
Поддержку рынку в ближайшее время будет оказывать относительно благополучная ситуация с денежной ликвидностью (не стоит, однако, забывать о поквартальном графике уплаты НДС), сильные позиции рубля по отношению к валютной корзине (пока аргументов в пользу укрепления рубля, по-прежнему, больше), ожидания появления на рынке средств госкорпораций, а также, с недавнего времени, Фонда национального благосостояния (неделю назад Д.Медведев объявил о необходимости расширить возможности для инвестирования средств Фонда).

В свою очередь давление на рынок будут определять другие аргументы, перечень которых выглядит более убедительно: сохраняющаяся напряженность внешней конъюнктуры, четко обозначенная рестрикционная политика монетарных властей, существенно возросший навес первичных размещений со стороны крупнейших заемщиков.

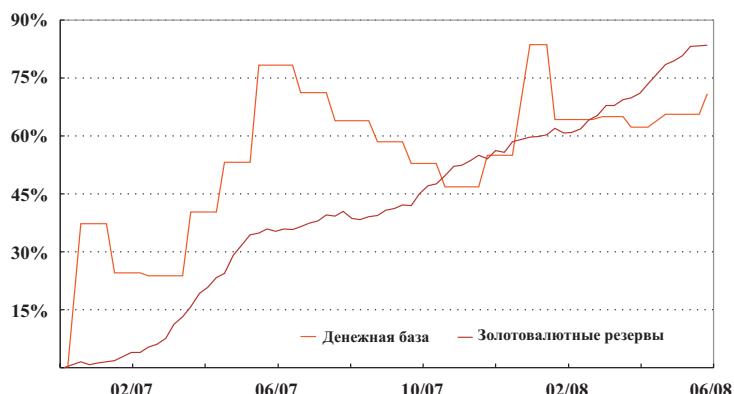
Динамика спреда индексов EMBI+ и EMBI+ Russia



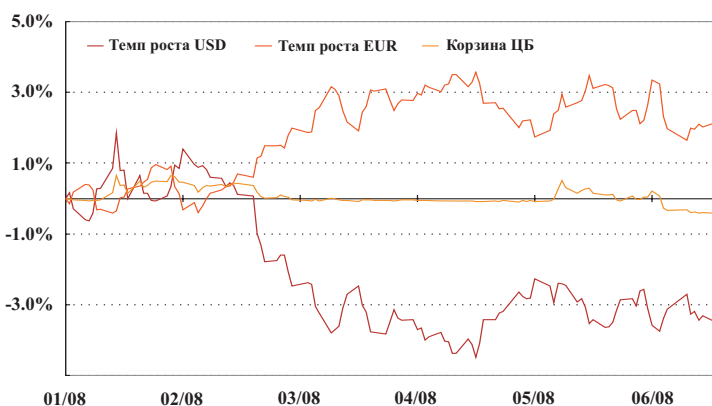
Остатки на корп. счетах и ставка МБК overnight



Темп прироста денежной базы и золотовалютных резервов



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.