

• Денежная масса: нефундаментальное снижение

Рыночные индикаторы		Ликвидность	
PTC	1403.42	Overnight	2.89
S&P 500	1076.76	1 week	2.92
URALS, USD/bbl	76.15	1 month	3.43
LME steel, USD/tonne	432.50	Корсчета + депозиты	1081.11
Процентные ставки		Валютные рынки	
LIBOR USD 1Y	1.176	EUR/USD	1.2231
LIBOR EUR 1Y	1.274	RUB/USD	30.9833
UST 10Y	3.023	Валютная корзина	34.2821
Russia 30	5.355	GOLD, USD/oz	1236.30

Основная тема недели. На мировых площадках царила неопределенность, способствовавшая незначительному снижению фондовых индексов на фоне слабой макростатистики США. Однако и периферийные страны Еврозоны не остались без должного внимания – пятилетние CDS на греческие государственные обязательства подскочили на 260 б.п., преодолев тем самым уровень в 1000 б.п.

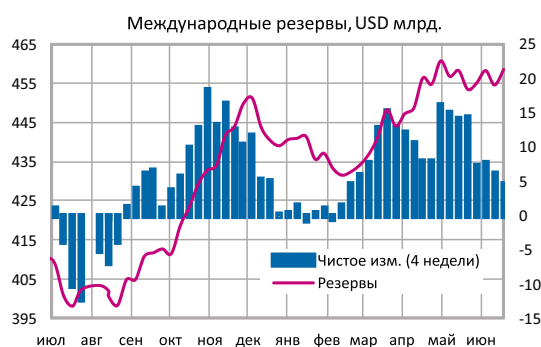
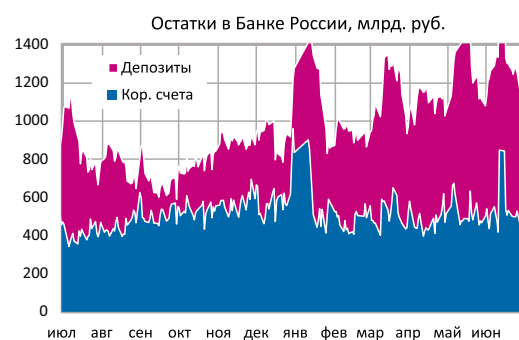
Реакция российского долгового рынка на неоднозначную динамику фондовых индексов пока не последовала, однако на первичном рынке состоялся целый ряд удачных размещений. Поддержку рынку продолжают оказывать низкие ставки денежного рынка и достаточный объем свободных средств на счетах. Несмотря на этот факт, мы не ожидаем нового ралли в рамках текущего долгосрочного «бычьего» тренда на рынке рублевых облигаций: в своем последнем решении Банк России сигнализировал окончание тенденции снижения базовых процентных ставок, а последнее падение доходностей привело к снижению кредитных спредов вплотную к многолетним минимумам.

Денежный рынок. Короткие ставки МБК продолжили снижение благодаря большому объему избыточных резервов банковской системы. Объем средств на корсчетах, депозитах и вложений в ОБР снизился до уровня 2.1 трлн. руб. за счет погашения Сбербанком субординированного кредита в размере 200 млрд. руб. Тем не менее, недельные ставки MOSPRIME снижались в течение недели до уровня 2.69%. Трехмесячные ставки стабилизировались в ожидании окончания цикла смягчения монетарной политики Банком России, однако снижение краткосрочных ставок оказало существенное давление и на среднесрочные ставки. Последнее значение - 3.41% годовых - минимум с 2005 года. Согласно нашему базовому сценарию, в октябре-ноябре 2010 года Банк России приступит к активизации стерилизационных мер, которые будут способствовать росту как краткосрочных, так и долгосрочных ставок (за счет формирования ожиданий роста краткосрочных ставок в дальнейшем), а, следовательно, и снижению котировок облигаций на долговом рынке.

Валютный рынок. На рынке национальной валюты к концу недели начали доминировать негативные настроения на фоне понижения цены «черного золота» до USD 76 за баррель. В этой связи стоимость бивалютной корзины на прошлой неделе вернулась к уровню 34.3-34.4 руб. Уровень нефтяных цен выше USD 75 за баррель все еще способен обеспечить устойчивое положительное сальдо торгового баланса на ближайший квартал, таким образом, национальная валюта имеет потенциал укрепления под действием фундаментальных факторов при текущих котировках нефти.

Международные резервы на 18 июня составили USD 458.5 млрд. и вернулись к уровню двухнедельной давности. Фактический прирост резервов за неделю составил USD 4 млрд., а с поправкой на курсовую динамику USD 0.2 млрд. (+ USD 4.6 млрд. за четыре недели). Как видим, Банк России пока воздерживается от интервенций и вряд ли будет прибегать к ним при отсутствии резких изменений настроений участников рынка.

Международный валютный рынок. Пара EUR/USD на прошлой неделе консолидировалась около уровня 1.23 на фоне очередного повышения опасений дефолта Греции и макроданных, отражающих постепенное ослабление темпов восстановления экономики Еврозоны.



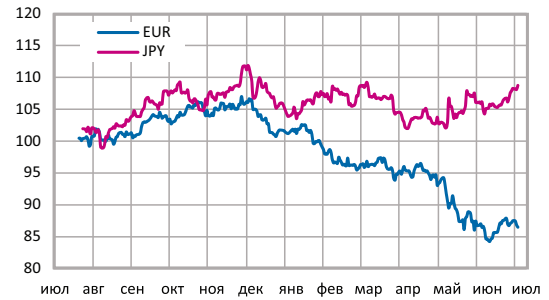
В краткосрочной перспективе положительное влияние на евро окажет обсуждение Еврокомиссией положений по ликвидации фискальных дисбалансов, в частности намеченное на 12 июля заседание должно прояснить конкретные меры, направленные на выравнивание конкурентоспособности стран-участниц монетарного союза. Тем не менее, в среднесрочной перспективе давление на евро сохранится до тех пор, пока не появятся первые итоги экстренных мер.

Сырьевые рынки. Котировки «чёрного золота» на прошедшей неделе вернулись к уровню в USD 76 на фоне роста запасов сырой нефти по данным агентства API и департамента энергетики США.

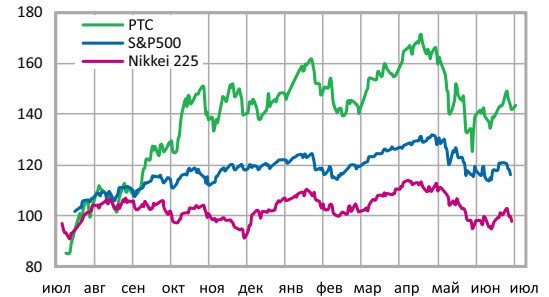
Цены на газ в Северной Америке после преодоления отметки USD 5 за миллион BTU сперва обрушились до USD 4.9 за BTU, а потом и еще ниже (августовский фьючерс торгуется в настоящее время на уровне USD 4.6 за миллион BTU).

Снижение индекса Baltic Dry на прошлой неделе заметно замедлилось. В настоящее время его значение находится на уровне в 2482 пункта (-65 пунктов), что является минимальным значением с сентября 2009 года и значительно ниже максимума, достигнутого в ноябре прошлого года (4661 пункта), и ниже недавнего максимума в 4209 пунктов.

EUR/USD и USD/JPY
(1 июля 2009 года = 100)



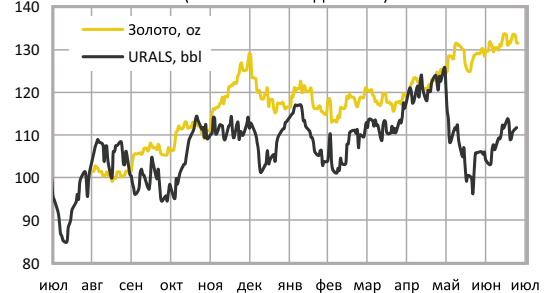
Основные фондовые индексы
(1 июля 2009 года = 100)



Российские акции
(1 июля 2009 года = 100)



Золото и нефть
(1 июля 2009 года = 100)



Сталь и Никель
(1 июля 2009 года = 100)

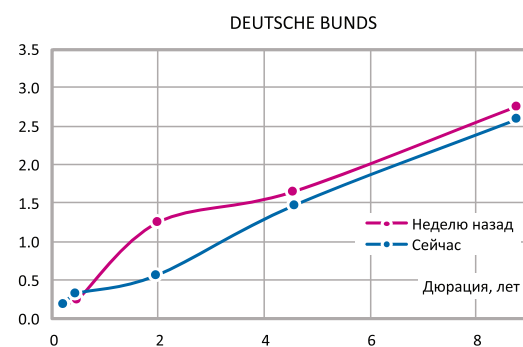
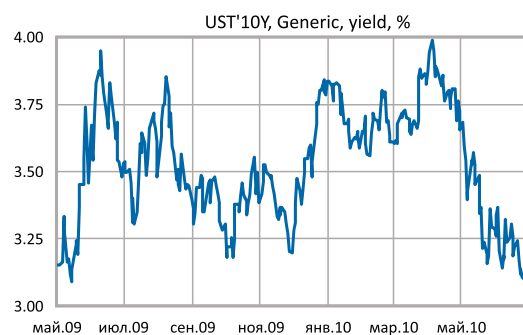
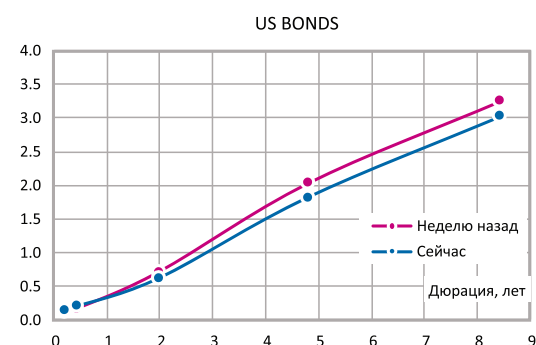
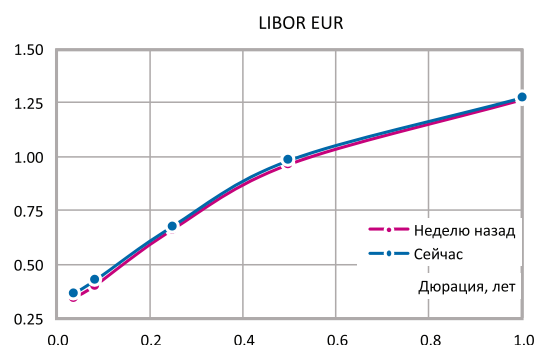
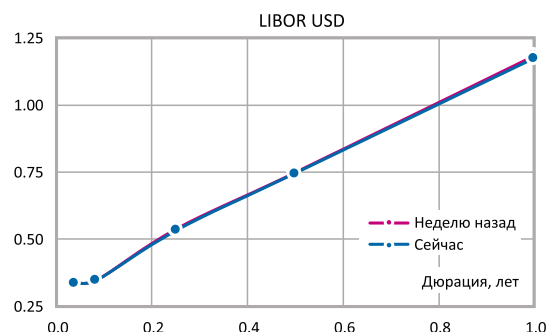


В течение прошлой недели ситуация на рынке американских казначейских облигаций развивалась под влиянием сохраняющегося «бегства в качество». Не очень хорошая статистика по рынку недвижимости и нейтральные итоги заседания ФРС по вопросам монетарной политики продолжили давить на доходности КО. В результате, доходности UST'2Y и UST'10Y снизились на 8 и 12 б.п. до 0.66% и 3.10% соответственно. При этом доходность десятилетних КО в начале недели в очередной раз безуспешно пыталась закрепиться на уровне 3.30%.

Рынок недвижимости на прошлой неделе преподнес неприятные сюрпризы. Сначала были опубликованы данные по продажам на вторичном рынке – снизились в прошлом месяце на 2.2% по сравнению с апрелем, так что темп продаж в годовом выражении упал с 5.79 млн. до 5.66 млн. домов. Потом объем продаж на первичном рынке показал снижение на 33% к прошлому году. Во многом подобное снижение объясняется завершением программы налогового стимулирования покупок недвижимости. Принимая во внимание похожий эффект, который наблюдался после завершения первого цикла этой программы, можно ожидать слабую динамику рынка недвижимости на протяжении еще 1-2 месяцев. Кроме того, вряд ли потом мы увидим резкий рост продаж, так как основная доля отложенного спроса была реализована до конца апреля 2010 года, и дальше весь упор придется на естественные факторы роста населения.

Заседание ФРС по вопросам монетарной политики, состоявшееся на прошлой неделе, в очередной раз завершилось все в том же ключе – ставка по федеральным фондам и комментарий относительно сроков ее изменения остались без изменения. Несмотря на сложившиеся ожидания относительно более скорого сворачивания количественного ослабления, текущее положение дел можно пока расценивать как нейтральное: майские статистические данные по рынку труда (количество занятых в частном секторе по итогам мая составило всего 41 тыс. чел. против ожидаемых 180 тыс.) и рынку недвижимости могли и вовсе спровоцировать понижение оценки ситуации в экономике США. Кроме того сдерживающее влияние оказал, негативный внешний фон, сформированный продолжающимися проблемами периферийных стран Еврозоны. В перспективе, учитывая шаги стран Еврозоны по направлению к ужесточению фискальной политики, озвученные в последний месяц, наиболее вероятной остается привязка решения ФРС к ситуации в экономике США. При этом не стоит исключать, что за слабыми майскими данными, ознаменовавшими завершение программы налогового стимулирования покупки недвижимости, рынок недвижимости может оставаться малоактивным на протяжении нескольких месяцев. Что касается рынка труда, то майские данные выглядят скорее как статистический выброс на фоне темпов восстановления в течение I квартала 2010. Сохраняющийся темп роста производства товаров длительного пользования (показатель без учета оборонного производства и производства самолетов вырос на 28.7% в годовом выражении по итогам трех прошедших месяцев) может оказать поддержку рынку труда в следующем квартале.

В прошедшие выходные завершился саммит G20, на котором страны-участницы в очередной раз подтвердили намерения ужесточить фискальную политику и сократить бюджетные дефициты вдвое к 2013 году, а к 2016 году стабилизировать еще и долговую нагрузку стран. Особое внимание было приковано к мерам регулирования мировой финансовой системы – Германия, Франция, Великобритания и США поддержали введение налога на трансграничные банковские операции. Тем не менее, пока речь о его введении не идет, так как существует множество противников этой меры. Кроме того, зашла речь о повышении требований к нормам достаточности банковского капитала – решение по этому вопросу будет выработано уже на следующем саммите, который состоится в декабре 2010 года, после подготовки необходимых сопроводительных документов со стороны Банка Международных Расчетов (BIS).



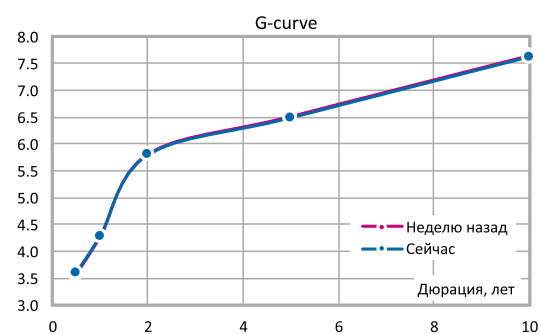
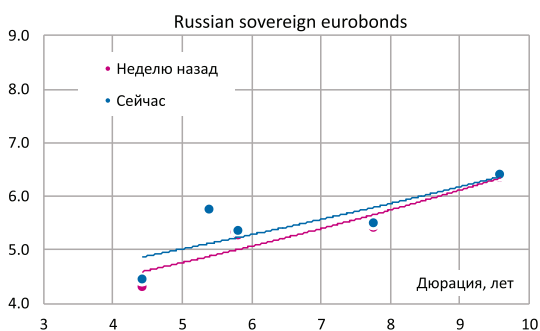
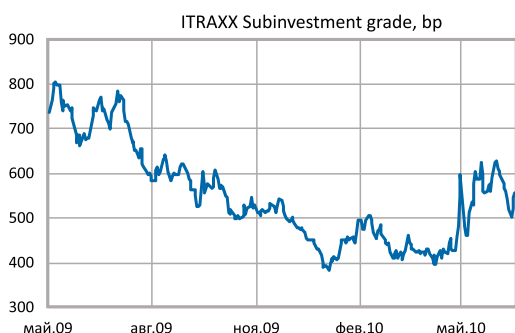
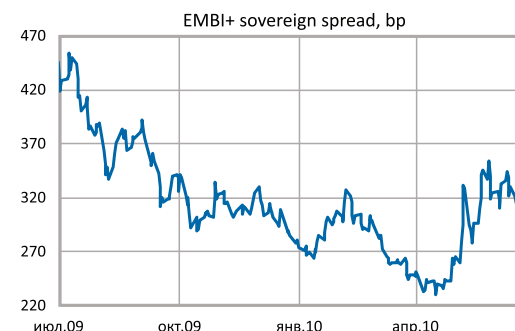
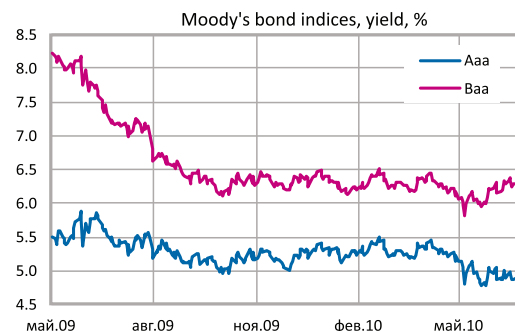
В зоне Евро покупки наименее рискованных государственных облигаций сохранились. Несмотря на постепенную стабилизацию ситуации вокруг долговых проблем периферийных стран, достигнутую благодаря активным мерам Еврокомиссии и ЕЦБ, процесс переоценки рисков дефолта продолжается. На прошедшей неделе пятилетние CDS на греческие долговые обязательства преодолели отметку 1000 базисных пунктов. Доходности немецких государственных облигаций GE'10Y вернулись в диапазон до 2.60-2.65%. В то же время статистические данные пока мало значимы для формирования антирисковых настроений.

На прошлой неделе была опубликована серия индексов PMI – индикатор обрабатывающего сектора промышленности (55.6 пунктов), сектора услуг (55.4 пунктов) и соответственно композитный индикатор (56.0 пунктов) снизились в мае по сравнению с предыдущим месяцем. Снижение произошло в пределах 0.2-0.4 пунктов, и индексы по-прежнему находятся в зоне «роста», тем не менее, опережающие индикаторы в составе индексов намекают на ослабление темпов уже в следующем квартале. Ослабление индексов PMI подкрепляется страновыми индикаторами деловых ожиданий. Французский INSEE в мае снизился на 5 пунктов ниже своего долгосрочного значения (100 пунктов). Хотя Германия сейчас и находится в наиболее выгодном положении среди стран-участниц Еврозоны благодаря росту экспорта на фоне ослабления евро, вероятнее всего, пик темпов восстановления производства также уже пройден: индекс деловых ожиданий Ifo (+0.3 пункта до 101.8 п.) вырос в мае исключительно за счет положительной динамики текущей компоненты (+0.7 пункта до 101.1), компонента ожиданий снижается уже второй месяц подряд (в мае -1.3 пункта до 102.4). Основная причина снижения ожиданий заключается в активном восстановлении запасов и снижении внутреннего спроса на продукцию, что соответствует промежуточной фазе стадии роста экономики. Однако большее ухудшение второго фактора мы ожидаем из-за резкого ужесточения фискальной политики, которая отразится на данных ближе к концу года.

Индекс премий за кредитный риск ITRAXX на прошедшей неделе вырос на 40 б.п. до 545 б.п. на фоне роста CDS периферийных стран Еврозоны. Спрэд между доходностями индексов облигаций с рейтингом Aaa (4.83%) и Baa (6.21%) сохраняется на уровне 135-140 базисных пунктов. Спрэд доходности индекса долговых инструментов развивающихся стран EMBI+ к кривой KO сохраняет восходящую динамику (327 б.п.). Общее улучшение кредитных условий, на наш взгляд, будет возможно после соблюдения нескольких предпосылок: снижение спекулятивной составляющей давления на Евро и последующий рост доверия к зоне Евро как единому монетарному пространству; определение реалистичных мер по стабилизации государственных долговых нагрузок и их активная реализация (хоть это возможно только в среднесрочной или даже долгосрочной перспективе, важен акцент на четкой государственной позиции в этом отношении, что мы сейчас и наблюдаем).

На рынке суверенных еврооблигаций ситуация стабилизировалась после резкого роста доходностей двумя неделями ранее. Доходность Russia'30Y сместилась к нижнему диапазону 5.40-2.25%. CDS на правительственные обязательства находятся около отметки 190 б.п. Индикативный спрэд Russia'30Y-UST'10Y расширился до 240 б.п. из-за снижения доходностей американских КО.

На внутреннем рынке ситуация складывалась в умеренно-позитивном ключе. Укрепление рубля и достаточный объем свободной ликвидности поддержали котировки рублевых облигаций на вторичном рынке, несмотря на слабое укрепление антирисковых настроений в мире. Однако доминировал все же первичный рынок: состоялся целый ряд крупных размещений. В том числе: Энэл ОГК-5, БО-15 объемом 4 млрд. руб. (срок обращения 3 года, оферта через 2 года, купон 7.5%); Ситроникс, БО-1 объемом 2 млрд. руб. (купон 11.75%); Алроса, 21 и 23 общим объемом 15 млрд. руб. Росбанк в прошлую пятницу разместил 1 серию биржевых облигаций объемом 5 млрд. руб. сроком обращения



3 года, офертой через 2 года и первым купоном 7.4%. Согласно сделанным объявлениям, на этой неделе готовится еще целый ряд интересных размещений: НОВАТЭК, БО-1 (10 млрд. руб.), АЛРОСА, 20 (3 млрд. руб.), АЛРОСА, 22 (8 млрд. руб.), Русь-Банк, 4 (3 млрд. руб.), Группа ЛСР, БО-1 (1.5 млрд. руб.), АИЖК, 16 (10 млрд. руб.).

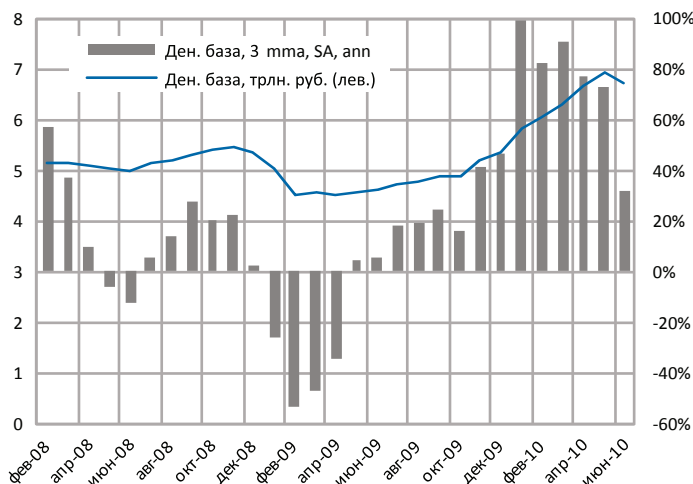
Денежная масса: нефундаментальное снижение

Согласно данным Банка России, по итогам мая денежная масса M2 в национальном определении составила 16 813 млрд. руб (+2.3% к апрелю и +30.% к прошлому году). Показатель, скорректированный на сезонные факторы, вырос на 0.45% по отношению к предыдущему месяцу и на 19.7% к предыдущему году. Депозиты в составе скорректированного показателя прибавили к апрелю 0.27%.

Денежная база в широком определении, скорректированная на сезонность, снизилась на 2.59%. В результате, темп роста показателя в годовом выражении (3 тма, SA, annualized) в январе-мае резко сократился до 31.4% по сравнению с 72.5% в январе-апреле 2010 г. В отличие от предыдущих месяцев резкое изменение денежной базы не носит фундаментального характера – его основную причину мы видим в возврате Сбербанком Банку России субординированного кредита в размере 200 млрд. руб. Учитывая совокупный объем средств, хранимый банками в форме депозитов в Банке России и ОБР, погашение кредита слабо сказалось на ставках денежного рынка.

Денежный мультипликатор (отношение массы M2 к денежной базе в широком определении), рассчитанный на основе очищенных от сезонности показателей, продолжил снижаться, составив в мае 2.45 против 2.65 в начале года. Подобная картина полностью объясняется переизбытком свободных средств кредитных организаций в форме депозитов и ОБР. С одной стороны это служит фактором, сдерживающим инфляционное давление в экономике. С другой – создает платформу для быстрого наращивания кредитования в будущем.

Влияние двух основных источников – рублевые интервенции и монетизация дефицита – в текущих условиях имеет сдержанное влияние на рост денежного предложения. Тем не менее, так как факторы имеют взаимозаменяющий характер (то есть укрепление рубля, вероятнее всего, будет спровоцировано ростом цены на нефть за пределы USD 80 за баррель, что в свою очередь отразится на росте доходов и снижении требуемых объемов монетизации, и наоборот), то любой из реализовавшихся сценариев во второй половине 2010 года будет отражен в ускорении роста денежного предложения и усилении инфляционного давления.



Основные макроиндикаторы

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П
ВВП, %	7.2	6.4	7.7	8.1	5.6	-7.9	5.5
Промышленное производство, %	8.3	4.0	3.9	6.3	2.1	-10.8	3.5
Инвестиции в основной капитал, %	13.7	10.9	13.7	21.1	9.8	-17.0	2.6
Денежная масса (M2), %	35.8	38.6	48.5	47.5	1.7	16.3	35.0
Инфляция, %	11.7	10.9	9.0	11.9	13.3	8.8	7.5
Реальные располагаемые доходы населения, %	10.4	12.4	13.3	10.4	2.9	2.3	5.0
Экспорт, млрд \$	183.2	243.6	302.3	355.2	417.2	303.9	372.0
Импорт, млрд \$	97.4	125.3	162.7	223.1	291.9	191.8	312.0
Курс рубля к доллару США на конец периода, руб./\$	27.75	28.78	26.33	24.57	29.38	30.24	31.40

Календарь ключевых индикаторов

Российские события:

Дата	Событие	Период
28-30 июня	Счет текущих операций	1 кв.
30 июня	Индекс потребительских цен (еженедельные значения)	28 июня
1 июля	Индекс PMI в обрабатывающей промышленности	июль
1 июля	Золотовалютные резервы (еженедельные значения)	25 июня
1 июля	Резервный фонд	июль
1 июля	Фонд национального благосостояния	июль
2 июля	Денежная база в узком определении	28 июня

Международные события:

Дата	Событие	Период
28 июня 03:50	Розничная торговля (Япония)	май
28 июня 12:00	Денежная масса M3 (Еврозона)	май
28 июня 16:30	Индекс деловой активности ФРБ Чикаго (США)	май
28 июня 16:30	Личные доходы (США)	май
28 июня 18:30	Индекс деловой активности ФРБ Далласа (США)	июль
29 июня 13:00	Индикатор делового климата (Еврозона)	июль
29 июня 17:00	Индекс цен на недвижимость S&P/CaseShiller (США)	апр
29 июня 18:00	Индекс потребительской уверенности от Conference Board (США)	июль
30 июня 01:00	Индекс потребительской уверенности от агентства ABC (США)	27 июня
30 июня 13:00	Индекс потребительских цен (Еврозона)	июль
30 июня 15:00	Обращения за ипотекой (США)	25 июня
30 июня 16:15	Изменение занятости от агентства ADP (США)	июль
30 июня 17:45	Индекс Chicago PMI (США)	июль
1 июля 12:00	Индекс PMI в обрабатывающей промышленности (Еврозона)	июль
1 июля 16:30	Первичные обращения за пособием по безработице (США)	26 июня
1 июля 18:00	Индекс ISM в обрабатывающей промышленности (США)	июль
1 июля 18:00	Расходы на строительство (США)	июль
2 июля 01:00	Продажи автомобилей (США)	июль

ДЕПАРТАМЕНТ ИНВЕСТИЦИОННО-БАНКОВСКИХ УСЛУГ

Афонский Михаил
Директор департамента MAfonsky@rosbank.ru
+7 (495) 234-0974

Рынки капиталов

Якимова Виктория Yakimova@rosbank.ru
+7 (495) 725-5494

Балыкина Ирина IBalykina@rosbank.ru
+7 (495) 234-0947

Амброжевич Татьяна TVAmbrozhevich@rosbank.ru
+7 (495) 956-6714

Новиков Юрий YSNovikov@mx.rosbank.ru
+7 (495) 234-0974

Исследования и аналитика

Орешкин Максим
Управляющий Директор Oreshkin@mx.rosbank.ru
+7 (495) 725-5637

Колычев Владимир VKolychev@mx.rosbank.ru
+7 (495) 725-5637

Думнов Алексей ADumnov@mx.rosbank.ru
+7 (495) 725-5637

Кошелев Евгений EKoshelev@mx.rosbank.ru
+7 (495) 725-0535 (доб. 3432)

Попов Александр APopov@mx.rosbank.ru
+7 (495) 725-0535 (доб. 3433)

Новиков Филипп FNovikov@mx.rosbank.ru
+7 (495) 725-0535 (доб. 3434)

Чунарёв Роман RACHunarev@mx.rosbank.ru
+7 (495) 725-0535 (доб. 3435)

ДЕПАРТАМЕНТ КАЗНАЧЕЙСКИЙ ОПЕРАЦИЙ

Королев Василий VKorolev@rosbank.ru
Зам. Директора департамента +7 (495) 234-0986

**Управление брокерского обслуживания
и продаж финансовых инструментов**

Малявкин Павел PVMalyavkin@rosbank.ru
+7 (495) 725-5713

Макова Елена EMakova@rosbank.ru
+7 (495) 725-5713

Вульфсон Илья Wulfson@broker.rosbank.ru
+7 (495) 725-5713

Енуков Дмитрий Enukov@rosbank.ru
+7 (495) 234-0986

BLOOMBERG: ROSX**WEB: WWW.ROSBANK.RU**

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, РОСБАНК не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни РОСБАНК, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © РОСБАНК 2010