*Константин Васильев*

# Инфляция и доллар РАЗВЕРНУЛИСЬ

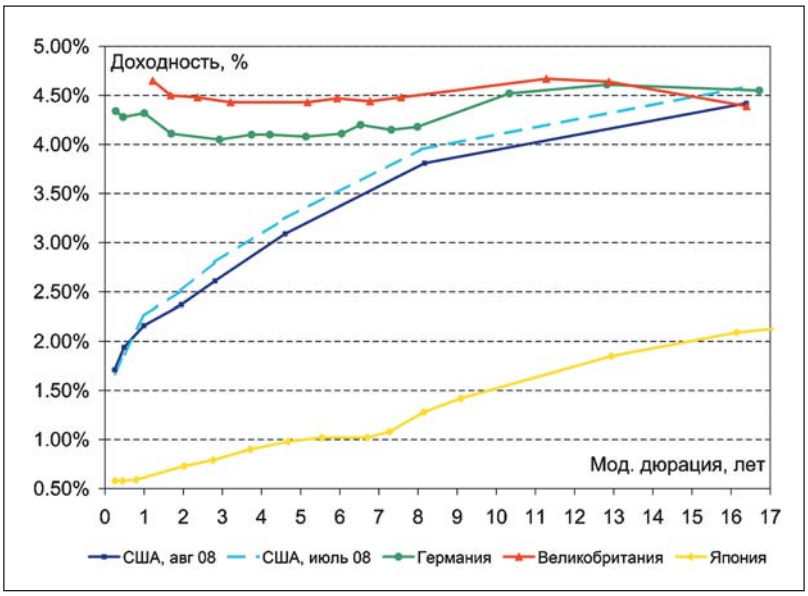
## МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

В августе доходность казначейских облигаций США незначительно снизилась, сохранив волатильность предыдущих месяцев. Основными факторами снижения цен на облигации и роста доходности стали признаки снижения инфляции на фоне укрепления доллара США и значительного снижения цен на нефть. Продолжает фиксироваться замедление роста экономики: как отмечается в Бежевой книге ФРС, активность в экономике США по-прежнему остается низкой, так как потребители сокращают расходы. Участники рынка ожидают, что ФРС оставит процентные ставки 16 сентября без изменений на уровне 2% и не будет менять ставки до следующего года из-за наблюдающейся нестабильности на финансовых рынках.

Доходность индикативных десятилетних казначейских облигаций США в августе снизилась на 14 пунктов до 3.8%, такое же смещение показала и вся кривая доходности. Спред между двухлетними нотами и 30-летними бондами колебался в течении месяца около 210 пунктов, в конце месяца начал сужаться и составил 205 пунктов. В Европе и Великобритании снижение доходности было более значительным: кривая Великобритании снизилась в среднем на 30 пунктов, Германии — на 20 пунктов. Отметим, что кривые доходности данных стран принимают все более инверсивный вид, что может стать предвестником значительного замедления экономик. Базовые ставки денежного рынка сохранили прежние уровни: 3м LIBOR держится около 2.8%, 6м EURIBOR — 5.16%.

Доллар США вырос в августе более чем на 5% по отношению к основным европейским валютам, а цены на нефть продолжили снижаться, сохраняя тенденцию, которая в целом наблюдалась на протяжение шести последних недель — цены на Urals снизились почти на $10 за баррель до $110. Так, в частности, цены возобновили снижение, после того как стало ясно, что ураган «Густав» не нанес значительного ущерба нефте- и газодобывающим предприятиям в Мексиканском заливе.

*Кривые доходности США, Германии и Великобритании*




Факторами, повлиявшими на снижение цен и повышение доходности облигаций в течение месяца, стал отчет по ВВП и аукционы госбумаг. Казначейство США провело в конце августа два крупнейших аукциона — пятилетних нот на $22 млрд и двухлетних — на рекордные $32 млрд. Также в августе были проданы 30-летние гособлигации на $10 млрд, десятилетние облигации — на $17 млрд. Инвесторы опасались, что спрос на аукционе по двух- и пятилетним нотам будет невысоким из-за отсутствия большого количества покупателей на такой значительный объем госбумаг, однако результаты аукциона оказались более благоприятными, чем предполагали инвесторы. Данные аукционы связаны с необходимостью правительства занять $171 млрд в текущем третьем квартале, что составит второй крупнейший по объему квартальный заем в истории США. Администрация США, нуждающаяся в финансировании дорогостоящих войн в Афганистане и Ираке, на прошлой неделе заявила, что в проекте федерального бюджета на 2009 год заложен дефицит бюджета в $482 млрд, что является рекордной суммой дефицита, сообщает CNN Money.

ВВП США во втором квартале вырос на 3.3% в год, согласно пересмотренным данным Министерства торговли США. Это значение выше прогноза аналитиков, ожидавших рост ВВП на 2.7%. Неожиданно высокий показатель роста ВВП вызвал рост рынка акций, что в свою очередь привело к оттоку инвесторов с рынка облигаций. Годовой показатель инфляции вырос в июле до 5.6%, что является самым высоким значением за 17 лет. Тем не менее, Комитет по операциям на открытом рынке ФРС США понизил прогноз для экономики США на своем последнем заседании и, как передает Dow Jones, заявил, что, как ожидается, инфляция в ближайшие месяцы снизится. Экономика останется «ослабленной» на протяжении «нескольких» кварталов, считают члены комитета, хотя полагают, что следующим изменением процентных ставок станет их повышение, так как большинство из них «не посчитало текущую денежно-кредитную политику чрезмерно мягкой». Это означает, что процентные ставки ФРС в ближайшем будущем, скорее всего, останутся без изменений.

ЕЦБ и Банк Англии также, по всей видимости, будут держать процентные ставки без изменений. ВВП еврозоны во втором квартале уменьшился и ситуация в третьем квартале вряд ли улучшится — еврозона приближается к рецессии, а инфляция останется высокой в течение длительного времени. Подобная картина наблюдается и в Англии на фоне снижения курса фунта стерлингов и проблем на рынке жилья. Хотя протоколы указывают на готовность Центрального банка рассматривать возможность снижения ключевой процентной ставки, так как банк больше озабочен замедлением экономического роста, чем ростом инфляции. По мнению инвесторов, вероятность снижения ключевой процентной ставки к декабрю составляет 80%. Банк Японии понизил свою оценку экономической динамики в стране до «вялой» с «продолжает замедляться», в Goldman Sachs считают, что Банк Японии не будет повышать ставки до первой половины 2009 года.

Обращение инвесторов к более надежным активам было достаточно ожидаемым на фоне сохраняющейся обеспокоенности по влиянию кредитного кризиса на финансовый сектор. Акции компаний Fannie Mae и Freddie Mac показали снижение на 20%. Инвесторы все меньше верят в то, что Fannie Mae и Freddie Mac легко переживут разразившийся кризис — агентствам предстоит рефинансировать долги более чем на $200 млрд. По версии Barron's, Минфин США, возможно, сменит руководство агентств, и они будут проданы частным инвесторам, но уже без госгарантий по их долгам, либо преобразованы в государственные агентства наподобие Государственной национальной ипотечной ассоциации (Ginnie Mae) или Федерального управления по жилищным вопросам (FHA).

Достаточно активно идут процессы консолидации в Европе. Близок к продаже UBS, а Корейский банк развития, возможно, пересмотрит предложение по покупке инвестиционного банка Lehman Brothers Holdings Inc. Продолжилась консолидация и в банковском секторе Германии: решение о слиянии было принято банком Commerzbank и владельцем Dresdner Bank страховым концерном Allianz. Размер сделки — почти 10 млрд евро, процесс слияния должен завершиться к концу 2009 года.

Акции AIG показывали самое значительное снижение в цене из акций, входящих в индекс Доу Джонса, так как рейтинговое агентство Fitch предупредило о том, что, возможно, прибегнет к снижению рейтингов компании. Объем списаний, связанных с ипотечными ценными бумагами, за август вырос еще на $34 млрд и составляет $364 млрд, а совокупный объем списаний всех кредитных организаций и финансовых фирм, по данным BIS, превысил $0.5 трлн. Наиболее крупные списания в августе на общую сумму $7.7 млрд показали UBS, JP Morgan, Fannie Mae, MBIA, Hypo Real Estate и Fortis.

# КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Конъюнктура мировых рынков перестала играть на руку развивающимся рынкам, доходность по государственным еврооблигациям начала расти, несмотря на снижение доходности по UST. Таким образом, спреды EMBI+ показали более значительное расширение, чем снижение доходности по базовым активам.

Спред по индексу EMBI+ вырос на 21 пункт до 299, EMBI Global вырос на 15 пунктов до 323. Негативными факторами для снижения склонности к риску инвесторов во всем мире стало снижение цен на нефть и металлы и геополитическая напряженность. Из-за вооруженного конфликта в Грузии спреды по России, Украине и Грузии выросли более значительно, чем по остальным рынкам — на 30, 50 и 140 пунктов соответственно. Единственными странами, показавшими сужение спредов, стали Турция и Венесуэла.

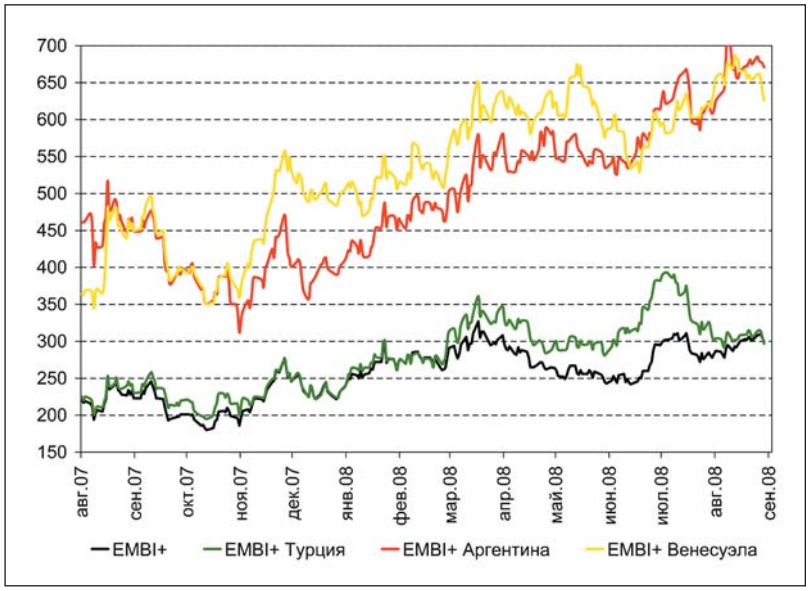
На 60 пунктов расширился спред по Аргентине на фоне того, что страна пока не планирует нового предложения для инвесторов, которые отказались принять условия реструктуризации дефолтного долга 2005 года. В то же время, Аргентина погасила облигации на более чем $110 млн в рамках программы досрочного погашения долговых обязательств, которая была запущена правительством для сдерживания падения цен на госбумаги, что началось после прямой продажи гособлигаций Венесуэле с погашением в 2015 году в объеме $1 млрд, доходность по которым составляла 14.8%. Также президент Аргентины Кристина Фернандес де Киршнер заявила, что долг страны перед Парижским клубом, размер которого составляет $6.7 млрд, будет погашен в кратчайшие сроки. Высокий уровень инфляции и падение цен на сою, главный источник экспортных поступлений Аргентины, привели к появлению обеспокоенности тем, что Аргентина может столкнуться с проблемами с финансированием в следующем году.

Standard & Poor's заявило о повышении долгового рейтинга Китая до A+ с A в связи с улучшением ситуации с налоговыми поступлениями и внешним долгом. Экономика Китая, четвертая крупнейшая экономика в мире,

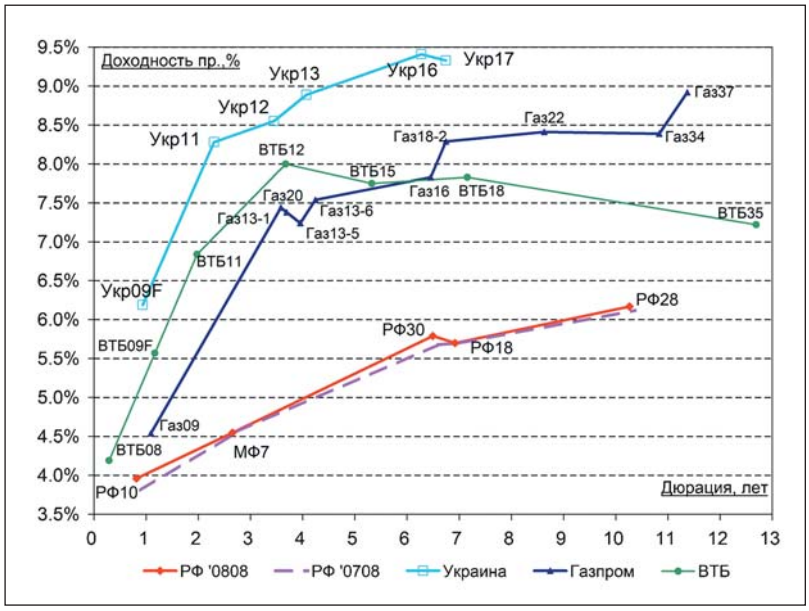
выросла на 10.1% во втором квартале по сравнению с предыдущим годом. Это уже четвертый квартал, по итогам которого наблюдается замедление роста экономики Китая, что связано со снижением экспорта. Standard & Poor's повысило долгосрочный рейтинг Ливана до B- с CCC+, что связано с ослаблением напряженности между политическими партиями, которая могла привести к гражданской войне в стране в мае этого года. Standard & Poor's пересмотрело прогноз по рейтингам Буркина Фасо на уровне B с позитивного на стабильный в связи с увеличением слабых моментов в вопросах налогообложения и внешнего долга. Standard & Poor's понизило рейтинг Сейшельских островов до уровня selective default, или SD, с CCC/C после того, как республика не смогла произвести платеж по кредитным нотам на 54.75 млн евро, также понизило рейтинг еврооблигаций в объеме $230 млн с погашением в 2011 году до уровня CCC- с CCC.

Рейтинговое агентство Moody's повысило рейтинг долговых обязательств Перу в иностранной валюте на одну ступень в рамках инвестиционного уровня, что связано с частичной выплатой Перу внешнего долга. Рейтинг был повышен до Ba1 с Ba2, что поставило Перу в один ряд с такими странами региона, как Бразилия, Колумбия, Панама и Коста-Рика. Moody's изменило прогноз по рейтингам облигаций Аргентины в иностранной и национальной валюте B3 с позитивного на стабильный. Из-за роста мировых цен на продовольствие и энергоносители рейтинговое агентство Fitch изменило прогноз по долгосрочному рейтингу дефолта эмитента в иностранной валюте Египта на стабильный с позитивного, рейтинг подтвержден на уровне BB+.

*Кривые доходности США, Германии и Великобритании*




*Кривые доходности США, Германии и Великобритании*




Центральные банки азиатских стран бросились на борьбу с инфляцией и практически все в августе подняли ставки. Резервный банк Индии повысил ключевую ставку на 0.5 п.п. до 9%. Также банк обнародовал прогноз, согласно которому ожидается замедление экономического роста, так как инфляция, которая находится на самом высоком уровне за 13 лет, приводит к снижению расходов потребителей и компаний. Центральный банк Индонезии повысил ключевую ставку четвертый раз подряд, чтобы обуздать инфляцию, темпы роста которой являются самыми высокими за почти два года. Ставка была повышена на 0.25 п.п. до 9%. Центральный банк Южной Кореи по тем же мотивам увеличил ставку на 0.25 п.п. до 5.25%, самого высокого уровня за 7.5 лет. Вероятно также дальнейшее повышение ставки. Центральный банк Филиппин повысил ключевую ставку на 0.25% до 6%. В Таиланде во втором квартале наблюдалось более значительное замедление экономического роста, чем предполагали аналитики, что увеличивает вероятность того, что Центробанк страны вскоре может прекратить повышать ставки. Вторая крупнейшая экономика Юго-Восточной Азии выросла за три месяца, по данным на 30 июня, на 5.3% в год по сравнению с ростом в 6.1% в первом квартале текущего года.

Общий негативный фон повлиял на практически полное отсутствие новых эмиссий на рынке — совокупный объем размещений едва перевалил за $1 млрд. Суверенные заемщики начали активнее занимать на местных рынках. Министерство финансов Индонезии разместило гособлигации в объеме 7.3 трлн рупий ($800 млн) для финансирования бюджетного дефицита. Банк Кореи заявил о том, что не видит значительного риска резкого оттока иностранного капитала из страны, однако пообещал пристально следить за ситуацией на рынке капитала. По заявлению банка, иностранные инвесторы, являющиеся держателями облигаций с погашением в сентябре, объем которых составляет $6.7 млрд, вряд ли станут выводить капитал из страны и вместо этого, скорее всего, снова инвестируют большую его часть на внутреннем рынке облигаций.

Over 15 years of cutting edge conferences in Russia, CEE & CIS

Annual International Conference 2008

# Asset Management in Russia and CIS

## Winning Investors' Strategies & Tactics in the Rapidly Developing Markets

2-3 October 2008 • Hotel Le Meridien Nice, France

Ежегодная Международная Конференция

# Управление Активами в России и Странах СНГ

## Стратегии и тактики инвесторов на развивающихся рынках

2-3 Октября 2008 • Гостиница Le Meridien, Ницца, Франция

*Sergei Voloboev*
Director, Credit Suisse Securities Ltd., UK

*Jack Barbanel*
CEO, Moorgate Capital Management, Russia

*Aleksandr Arefyev*
Director, Federal Service for Financial Markets, Russia

*Natalia Plugar*
Deputy General Director, VTB Asset Management, Russia

*Mirlan Tashmetov*
Managing Director, Centras Securities, Kazakhstan

*Maksim Kuprin*
General Director, Ukrsib Asset Management, Ukraine

*Steffen Totzke*
Director, Deutsche Asset Management, Germany*

*Yevgeniy Yakushev*
General Director, Pension and Actuarial Consulting, Russia

*Sergey Kabalkin*
Director, Leader Asset Management, Russia

*Cristoph Kampitsch*
Director, Erste Bank, Austria

*Shirley Wonk*
Director, Citibank, Russia

*Mattias Westman*
CEO, Prosperity Capital Management, UK

*Mikhail Armyakov*
Director, Sovlink Securities, Russia

*Igor Solomakhin*
Vice President, Regional Development Supporting Fund, Russia

*Sergey Grigoryan*
Director, Pioneer Investment Management, Russia

*Albert Gavrikov*
President, AG Capital, Russia

*Aleksey Lukovenko*
CIO, ROEL Capital, Russia

*Sergey Suverov*
Vice President, Deutsche Bank, Russia

*Aleksandr Pavlov*
Director, Energocapital, Russia

*Peter Halloran*
CEO, Pharos Financial Group, Russia

SUPPORTED BY Национальная Лига Управляющих

GENERAL MEDIA PARTNER FINMARKET.RU группа интерфакс

MEDIA PARTNERS

CBONDS review · INVESTFUNDS · RUSTOCKS.com Direct connection to capital markets · ФИНАМ · AltAssets the alternative assets network · INVESTOR PROTECTION ASSOCIATION · Российский институт директоров

Организатор: Группа компаний С5
Информация и регистрация: Тел.: +44 (0) 20 7878 6931 | e-mail: marketing@c5-online.com
Web page: http://www.c5-online.com/RussianAssetManagement.htm/MR01