

КОММЕНТАРИЙ К РЫНОЧНОЙ КОНЪЮНКТУРЕ

31.08.2010

	19.08.2010		Изм. за день	Изм. с нач. года	Изм. за 12 мес.	Изм. с июл.2007г.	Единица изме- нения
Индекс S&P 500	1,076	▼	-1.7	-3.5	8.7	-29.8	%
Индекс EMBI+	562	▲	0.8	14.1	22.2	36.6	%
iTRAXX Hover	489	▲	8	99	-144	242	б.п.
Индекс волатильности VIX	26.4	▲	1.9	4.8	0.0	11.3	%
LIBOR/OIS (б.п.)	16	▲	1	5	-9	6	б.п.
Нефть Urals, долл.за барр.	73.6	▼	-0.4	-4.7	1.7	-1.4	%
EUR/USD	1.282	▼	-0.3	-10.5	-9.3	-5.9	%
UST 2Y, доходность	0.49	▼	-1	-66	-54	-446	б.п.
UST 10Y, доходность	2.58	▼	-6	-126	-94	-256	б.п.
Корзина ЦБ РФ EUR+USD/RUB	34.4	▲	0.1	-5.3	-9.2	16.8	
USD/RUB NDF 3m 1Y	3.0			-284	-654	-76	б.п.
USD/RUB NDF 1Y 1Y	4.1			-230	-735	-85	б.п.
MosPRIME o/n	2.73	▼	-1	128	-440	-49	б.п.
MosPRIME 3M	3.8	-	0	-330	-764	-97	б.п.

- «Turn the screens off now, enjoy the weekend and join the rest of the country that wasn't paying attention to what Bernanke thinks they can and may do next.» «Выключите дисплеи, наслаждайтесь уикендом и присоединитесь к остальным жителям страны, которым всегда было все равно, что там Бернанке думает по поводу их дальнейших планов и реальных возможностей.» Веб-сайт «The Big Picture» (<http://www.ritholtz.com>), статья «Бернанке говорит...» от 27.08.10 г. Так и поступим? Ведь сам Б.Бернанке признал, что он не имеет Решающей Силы*...

НО КТО ЖЕ ТОГДА СПАСЕТ МИР?

Удивительная выдалась неделя – условно говоря, не дни от понедельника до понедельника, а примерно семь последних суток за вычетом вполне тривиального уикенда... Вот что мы думали 30 августа по поводу событий прошлых четверга-пятницы:

«Абсолютно невнятная концовка недели с удивительно «мощными» поводами для оптимизма, вроде пересмотра динамики ВВП США 2-го кв. до +1.6% вместо ожидавшихся +1.4% и, в целом, все равно *плохие* данные по американскому рынку труда, вышедшие ранее и почему-то принятые за «хорошие», привели к тому, к чему стремились августовские спекулянты. На рынках местами наблюдалось нечто вроде восстановления аппетита к риску. Выступление Б.Бернанке, которое тоже вроде как приветствовалось, вкратце сводится к тому, что «прежние меры QE сворачивать не будем, а новые могут быть, если будет надо и т.п.» Интересно, что еще особенного ожидали услышать от председателя ФРС? Дискуссии о действенности новых смягчений это, разумеется, не прекратило. Причем такие дискуссии продолжаются среди высоких экономических персон США, а не только среди ученых и блогеров. Потому что очевидно, что два года стимулов от ФРС принесли на удивление мало эффекта – разве что квартальный ВВП вырос-таки на пресловутые 1.6%, а не на 1.4%, как от него *стали ожидать*... (Правда, сначала речь шла о +2.6%) Но и это – еще не последний пересмотр. Зато из речи председателя ФРС спекулянты усвоили, что пока денег меньше не станет точно.»

И пример этого самого нового бурного возрождения аппетита к риску: «Доходность Tgus выросла, особенно коротких, на те микроскопические пипсы, которые сегодня воспринимаются как заметный рост, но общей картины

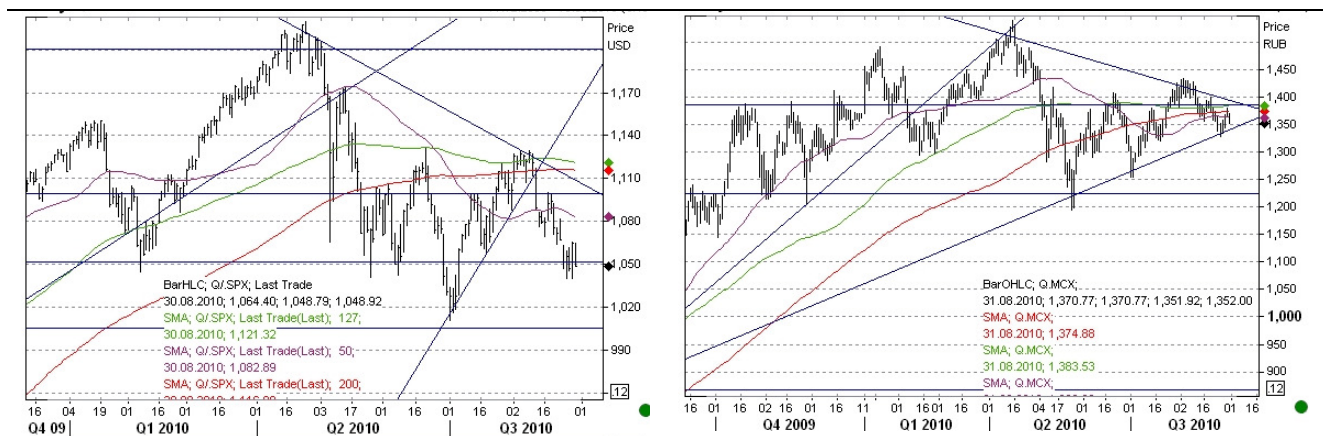
* «...central bankers alone cannot solve the world's economic problems.» «Только центральные банкиры сами по себе не могут решить мировые экономические проблемы» – Б.Бернанке, из выступления в Jackson Hole, «Норе Джексона».

это никак не меняет. Европейские Bunds чуть подросли по доходности, но потом опять упали примерно до прежних уровней. Доллар остается возле 1.27. Закономерный понедельник после совершенно бестолковой пятницы.»

Лето, увы, кончается, господа! Усталость от длинного кризиса и разочарование в действенности беспрецедентных мер приходит вместе с пасмурным небом, облаками и холодным, сырым ветром. Или это не так, и есть надежда на бабье лето? Вернутся отдохнувшие трейдеры – и жизнь снова наладится? Как считает Барри Ритхольц (Barry Ritholtz) с Roubini.com (статья «Are Wall Street Analysts Contrary Indicators?») аналитикам свойственно быть слишком оптимистичными при росте рынка и слишком пессимистами – при снижении. Странность его мнения, впрочем, заключается в том, что сейчас, по его мнению, все аналитики слишком пессимистичны... Но разве на рынке – такое уж однозначное снижение? Как показала прошлая неделя, несмотря на негативный мейнстрим среди аналитиков, по крайней мере, в восприятии Б.Ритхольца, вспышки оптимизма на «тонком» рынке августа были в последние недели, в общем-то, довольно приметными, хотя и фундаментально абсурдными. До начала календарной осени, как минимум.

S&P500 и его скользящие средние: долгосрочный тренд вниз еще не вполне созрел, хотя прежний растущий, вне всякого сомнения, приказал долго жить, несмотря на все хорошие результаты корпораций во 2-ом кв. Скользящая средняя за 120 дней, в отличие от 50-дневной, не пересекает вниз 200-дневную СС, чтобы дорисовать угрожающую фигуру «death cross», обычно открывающую длинное снижение рынков. Тем не менее, возможность формирования нисходящего тренда выглядит очень, очень вероятной.

Индекс ММВБ выглядит менее «подавленным», чем SPX. На нем волатильность сужается в треугольнике, что тоже понятно: операторы нашего периферийного рынка, оставшиеся в неполном составе по причине каникул и смога, выжидают: что же будет дальше со «старшими братьями», при этом имея все же некоторые идеи для продолжения роста. Важнейшая из них такая: если отвлечься от всего прочего, то нефть, в принципе, продолжает оставаться по цене там, где мы не прочь ее видеть: скромно, но вроде бы надежно между 70 и 80 долл. Много говорится и о притоке в фонды развивающихся акций, который, по данным EFPR, продолжается 13 недель, но теперь резко замедляется. Мы в поисках трендов все равно больше внимания уделили бы не нефти, а, например, S&P500: это действительно чуткий барометр, почти не искаженный вдобавок туманным спросом из Китая.



Источник: Reuters, СБФ

Источник: Reuters, СБФ

Чего нельзя не заметить, так это того, что кругах экономистов и стратегов в последнее время очень активно – и критически – обсуждаются такие темы, как Китай и Германия. Это – две истории успеха, одна – уже длительная, вторая – последнего времени, но обе в целом заметно выбиваются из череды не очень хороших новостей из-за Атлантики. Еще один топик для дискуссий, правда, не самый острый – Япония, но в основном из-за того, что иена приблизилась-таки к уровню 85 иен за доллар – наивысшему за 15 лет и даже в какой-то момент превзошла его, в ответ на что Банк Японии расширил денежную базу на 20 трлн.иен (около 235 млрд.долл.). В самом деле: а вдруг погружение на второе дно начнется оттуда?

Однако, к Китаю... Проблема в том, что КНР, судя по разрозненным, но стройным данным, приближается к так называемой «точке Льюиса»: это когда избыток трудовых ресурсов в развивающейся экономике сменяется нехваткой. Согласно IFPRI, Институту исследований международной продовольственной

политики, реальные доходы населения в 5-и сельскохозяйственных провинциях КНР с 1998 по 2003 г. выросли меньше, чем с 2004 по 2007. С 1993 г. по 2003 г. доходы крестьян в период сбора урожая в провинции Гансу оставались неизменными на уровне 17 юаней в день, но к 2006 г. подскочили до 27 юаней. Примерно то же самое произошло с доходами крестьян в этой провинции в другие месяцы года, что, по мнению авторов исследования, говорит о смене трендов на рынке труда. Впереди – дальнейший рост себестоимости. Например, Бангладеш уже предлагает более низкую себестоимость при промышленном производстве некоторой продукции, чем КНР: обувные заводы и фабрики по производству одежды уже покидают Китай.

Тем не менее, в КНР стоимость товара «в фабричных воротах» все еще в 3-4 раза ниже, чем стоимость этих же товаров в розницу в странах-импортерах (<http://english.caing.com/>), что говорит об огромном запасе амплитуды для снижения маржи. К тому же, Китай располагает очень неплохой инфраструктурой и быстро копирует западные новинки технологий. Так, Германия потеряла лидирующие места среди производителей солнечных батарей, на которые в самой Германии большой спрос из-за стимулирующих мер правительства: теперь из 10 крупнейших производителей солнечных батарей – 4 китайских фирмы и ни одной немецкой (Spiegel.de, «Beijing's High-Tech Ambitions. The Dangers of Germany's Dependence on China».)

Реальная опасность для экономики Китая в среднесрочной перспективе происходит не от эффекта прохождения точки Льюиса, а из финансовой сферы. В настоящее время, отмечает информационный китайский ресурс Caixin Online, стоимость земли в КНР с 2002 г. поднялась в 100 раз (!) и достигла десятикратного (!!)) превышения над средней стоимостью городской земли в Британии. 14% ВВП в КНР составляют продажи недвижимой собственности, тогда как предположительно 17% всего объема банковских кредитов – это кредиты местным властям под залог земли. Схема развития многих компаний такова: поскольку власти провинций соревнуются перед центральной властью в росте ВРП, они крайне заинтересованы в привлечении инвестиций в производство. Они, в частности, привлекают компании для инвестиций, передавая им бесплатно землю. Под залог земли привлекаются кредиты, а затем берется в лизинг оборудование. Такие компании не имеют собственного капитала, показывают отрицательный чистый денежный поток, но продолжают расширяться – постоянные инвестиции необходимы им для поддержания самих себя. Т.о., этим хозяйствующим субъектам, как и местным властям, полчас жизненно необходимо увеличение стоимости земли.

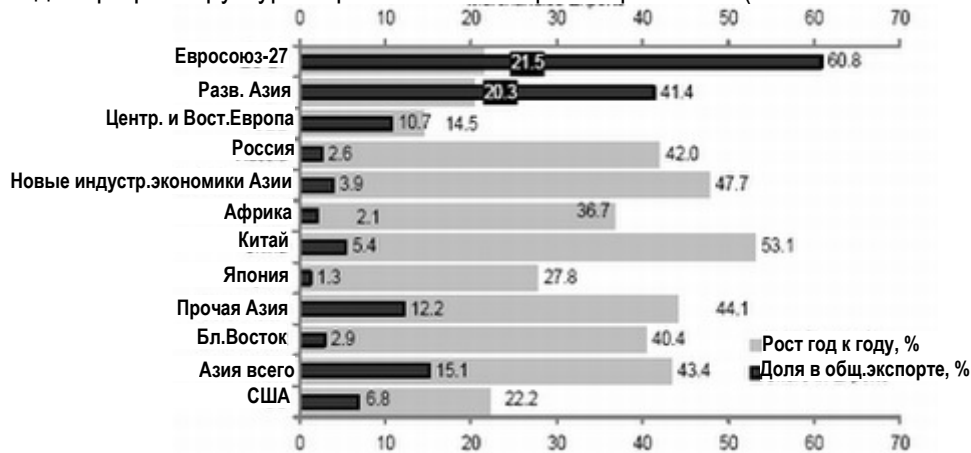
Это, без сомнения – опасный пузырь, который невозможно поддерживать постоянно. Такое положение дел, кстати, отличает ситуацию с недвижимостью в РФ, которая в значительной части являлась прямым объектом спекуляций (находясь на балансе инвестиционных компаний), от состояния рынка земли в Китае, несмотря на некоторое, чисто внешнее «докризисное» сходство. Китайский случай, пожалуй, потенциально намного опаснее российского.

Второй, с кем «разделались» эксперты в последние недели, была Германия, показавшая рост ВВП во 2-ом кв. на 9% в годовом выражении год к году – невероятная цифра для зрелой экономики! Это событие даже заставило позабыть про долговые и системные проблемы еврозоны и в какой-то момент противопоставить Европу США как образец для подражания в деле выхода из кризиса. Евро некоторое время заметно укреплялось на таком фоне. Впрочем, уязвимость этой позиции была очевидна с самого начала: рост в Германии имел в основном внешнеторговую природу. Новое безумие охватило (пост)кризисный мир: ранее все желали потреблять как можно больше – теперь все, кто может, желают экспортировать все, что можно. Дело за «малым» – как и три года назад: сбалансировать тех и других.

Казалось бы, Германии это удалось. Однако на деле все не так просто: дело в том, что наибольшая часть экспорта страны по-прежнему приходится на Евросоюз. Это значит, что Германия оказывается здесь в положении Китая: ей приходится субсидировать PIIGS отчасти для того, чтобы расти самой. Т.е. субсидировать ненадежных заемщиков, являющихся ее же главными потребителями, одновременно

заставляя их сокращать расходы! Как такое может быть, просто уму непостижимо...

Ниже приведен график структуры германского экспорта по регионам (источники: Destasis, Morgan Stanley):



Заодно произошедшее с Германией показало, что внутри зоны евро не исчезают огромные диспропорции: известно, что стоимость труда в Испании и Италии росла, тогда как в Германии снижалась, но это не приводило к миграции рабочей силы. А в Financial Times в статье Wolfgang Münchau «Germany's rebound is no cause for cheer» («Восстановление экономики Германии – не повод для торжества») отмечается, что и многие товары в Германии дешевле, чем в странах PIIGS, и при этом не происходит перераспределения спроса внутри зоны евро. То есть, эта зона полна диспропорций и не выполняет миссии по их устранению, либо выполняет ее плохо, а вся интеграционная деятельность там сегодня сводится к субсидированию хронических потребителей эгоистичными экспортерами – см. выше. Что продолжает, по сути, делать и Китай.

Это – по-прежнему тревожная осень.

Цена нефти Urals: больше похоже на переход к горизонтальному движению (как и весь CRB, и, например, iTRAXX), хотя некоторая тенденция к росту все еще заметна. Однако инфляция – не повод ждать продолжения роста сырья, спрос из КНР, возможно, продолжает замедляться, как и в США (в том числе, по сезонным причинам), доллар склонен подрастать или, по крайней мере, не падает. Так что говорит в пользу роста нефти? Только избыточная ликвидность, но ее применение к сырью сейчас вполне может быть под вопросом.

График курса евро/доллар (зеленым) и разницы в ставках доходности UST 2y против Bunds 2y (красным): новый разворот в пользу доллара.

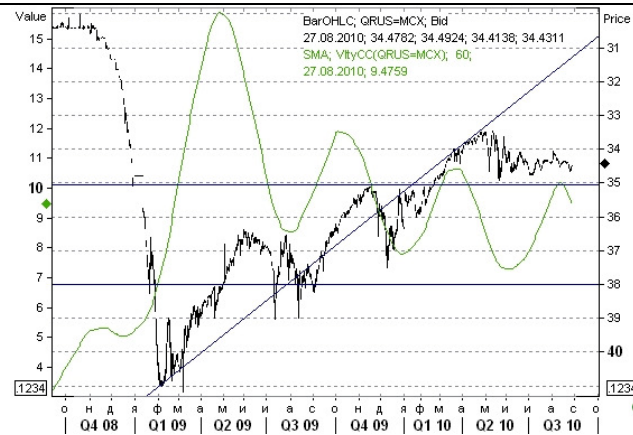


Источник: Reuters, СБФФ

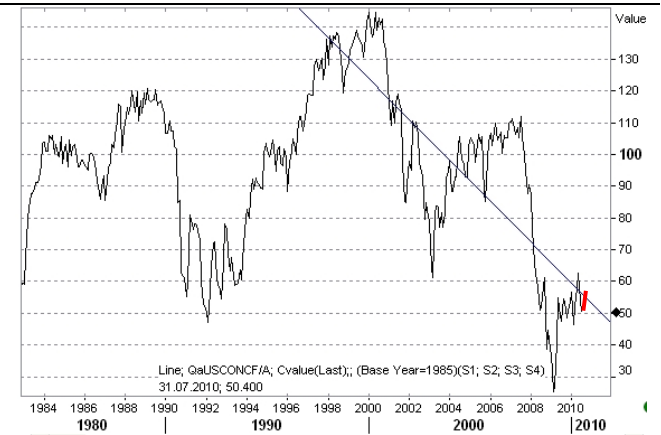
Источник: Reuters, СБФФ

Курс «корзина ЦБ / рубль» и ее 60-дневная волатильность, сглаженная скользящей средней. Следуя нефти, корзина перешла в боковой диапазон и ее волатильность постепенно снижается... Т.е., не только из-за нефти: платежный баланс РФ за 2-ой квартал показал заметное снижение активности в капитальном счете. Когда рубль больше не укрепляется, а ЦБ работает против сагг-трейдеров, сам сагг trade, наконец, становится не интересен. А в условиях, когда восстановление экономики пробуксовывает, и инфляция имеет в основе не рост спроса, а снижение предложения, поднимать ставку ЦБ уж точно нет смысла.

Доверие потребителей в США – по-прежнему all doom and gloom (никакого просвета). Не поленимся и добавим сюда вручную самое последнее значение, оказавшееся «лучше ожиданий» – очередной, так сказать, позитив, характерный для последнего времени. Достаточно, чтобы начать новое ралли??



Источник: Reuters, СБРФ



Источник: Reuters, СБРФ

Краткие ежедневные комментарии к событиям на валютном рынке можно прочесть в нашем утреннем обзоре «Глобальный взгляд.»

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных на нем цен. Информация в настоящем документе не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Банк вправе в любое время и без уведомления изменять информацию и сведения, приведенные в настоящем документе. Информация в настоящем документе не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал ей свою собственную оценку. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, размещенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации.

© 2010, ОАО Сбербанк. Без разрешения Сбербанка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.

Департамент казначейских операций и финансовых рынков**Аналитический отдел**

Начальник отдела	Кащеев Николай Игоревич	Тел.: (495) 957-58-82	Внутр.: 20-551	KNI@sberbank.ru
Рынок облигаций	Ермак Александр Леонидович	Тел.: (495) 957-58-14	Внутр.: 12-551	ALermak@sberbank.ru
Рынок акций	Локтюхов Евгений Александрович	Тел.: (495) 957-58-82	Внутр.: 13-551	EALoktyhov@sberbank.ru
	Перельгина Евгения Михайловна	Тел.: (495) 957-58-82	Внутр.: 18-551	EMPerelygina@sberbank.ru
	Сергиенко Алексей Александрович	Тел.: (495) 957-58-82	Внутр.: 32-034	
	Фролов Илья Геннадьевич	Тел.: (495) 957-58-82	Внутр.: 25-551	