

## КОММЕНТАРИЙ К РЫНОЧНОЙ КОНЪЮНКТУРЕ

27.11.2009

	25.11.2009		Изм. за день	Изм. с нач. года	Изм. за 12 мес.	Изм. с июл.2007г.	Единица изменения
Индекс S&P 500	1,111	▲	0.5	23.0	29.5	-27.5	%
Индекс EMBI+	497	▲	0.2	27.0	41.5	21.0	%
iTRAXX Xover	516	▼	-11	-504	-381	269	б.п.
Индекс волатильности VIX	20.5	▲	0.0	-19.5	-0.7	5.3	%
LIBOR/OIS (б.п.)	13	▼	0	-114	-157	3	б.п.
Нефть Urals, долл. за барр.	75.6	▼	-0.3	117.5	65.6	1.3	%
EUR/USD	1.514	▲	1.2	8.3	15.9	11.1	%
UST 2Y, доходность	0.74	▲	1	-3	-45	-420	б.п.
UST 10Y, доходность	3.27	▼	-4	105	16	-187	б.п.
USD/RUB NDF 3m 1Y	7.1	▲	40	-2,640	-5,343	333	б.п.
USD/RUB NDF 1Y 1Y	7.3	▲	15	-1,527	-2,731	230	б.п.
MosPRIME o/n	6.13	▼	-70	-107	-520	291	б.п.
MosPRIME 3M	7.5	-	0	-1,430	-1,467	278	б.п.

\* Данные из РФ – за 26.11, остальные – за 25.11 из-за выходных в США

- ▶ **Дефолт по облигациям sukuk: новая Аргентина-2001 или новый крах subprime? Естественно, нет. Как бы ни радовались СМИ хорошему поводу погугать публику. Просто довольно показательная иллюстрация того,**

### ЧТО БЫВАЕТ, КОГДА ВСЕ ПАССАЖИРЫ СТОПЛИЛИСЬ У ОДНОГО БОРТА



«Что делать рынкам, когда весь мир, все его трейдеры встают практически «в одну сторону»?» – спрашивали мы в нашем прошлом обзоре. События вокруг облигаций sukuk, общий объем которых в обращении оценивается величинами от 100 млрд.долл. до 500 млрд.долл. (последняя цифра, возможно, годовой оборот по номиналу), те события, которые некоторые эксперты успели назвать бурей в стакане воды, показали, каким образом ситуация может однажды разрядиться – до известной степени. На самом деле, рыночные последствия заявления властей Дубаи о возможном дефолте Dubai World, пожалуй, превосходят реальные масштабы проблемы.

Честно говоря, нам не вполне понятно, почему возможный дефолт по долгу объемом примерно в 60 млрд.долл. максимум (что в полном объеме почти невероятно) назван «суверенным», ведь по сути это, скорее, что-то вроде субфедерального события. Дубаи – эмират-город, один из семи других, правда, весьма амбициозный: возможно, потому, что почти не имеет непосредственных нефтяных доходов. Именно по этой причине власти задумали превратить его в финансово-туристический эдем, что и стало крайне привлекательной инвестиционной идеей в годы бума недвижимости, а также притянуло, словно мотыльков на огонь, любителей экзотических инвестиций.

В данном обзоре у нас нет никакого намерения глубоко описывать особенности исламских облигаций sukuk, информацию по которым найти довольно легко, и в немалом объеме: когда безудержная кредитная экспансия добиралась чуть ли не до высокогорных селений Непала, данный небольшой экзотический сегмент глобального долгового рынка уж точно не оставался без внимания вездесущих финансовых инженеров. Этому способствовало и восхождение всевозможных SWF (фондов национального благосостояния), рост резервов ЦБ стран, богатых сырьем, и, соответственно, появление новых щедрых источников ликвидности.

Вместе с тем, с более глобальной точки зрения любопытно посмотреть, как на поле sukuk столкнулись представления о финансовых инструментах двух цивилизаций, одна из которых признает деньги только в качестве меры стоимости, отмечая возможность ссудной деятельности, а вторая – считает деньги, в том числе, еще одним видом активов. И вот теперь, когда вторая из двух цивилизаций, по сути, виртуализировавшая инвестиции и достигшая – в немалой степени благодаря деньгам-активу – невиданных успехов, столкнулась с известными сложностями так называемой «постиндустриальной» природы, первая, опиравшаяся как бы только и исключительно на реальную экономику, тоже не осталась в стороне. Не слишком помогло то, что исламские банки не могут, к примеру, выпускать кредитные карты, а рыночная торговля долгом жестко ограничена, тогда как о производных инструментах в рамках этой культуры помыслить уж и вовсе сложно... Обе цивилизации, поставив метафизический вопрос, что лучше: следовать традициям, заодно страхуясь тем самым от избыточного риска, или, сломя голову, окунуться в инновации по принципу «кто не рискует, тот не пьет шампанского», все равно оказались в одной лодке.

Пикантность ситуации состоит сегодня в том, что западные кредиторы столкнулись не столько с довольно простым, хотя и экзотическим инструментом, а с особым, отличным от их собственного отношением к проблеме взаимоотношений кредитора и заемщика. Странность таковых на почве исламских финансов заключается в том, что, как пишет Financial Times, шейхи по умолчанию считают себя *выше* кредитора. На практическом уровне, например, кредиторам почти невозможно претендовать на активы, лежащие в основе любых sukuk. Имеется прецедент в виде двух кувейтских корпоративных дефолтов объемом 5.5 млрд.долл. в начале этого года: суды отказали кредиторам в каком-либо возмещении. Заемщики просто перенесли все платежи на 5 лет – и все. Это что, была неожиданность для инвесторов в экзотику?

Такой поворот событий только еще раз подтверждает, что события в Дубаи вряд ли имеют право претендовать на роль выдернутой чеки для всего остального финансового мира. Разительный контраст с Аргентиной представляет собой и макроэкономика ОАЭ, причем в положительном для ОАЭ смысле. Поавльная долларизация Аргентины в целях борьбы с гиперинфляцией, равные права и равная доступность долговых обязательств в долларах и песо в начале века сопровождалась потерей страной конкурентоспособности на фоне эгоистически поведшей себя Бразилии, которая девальвировала реал, вследствие чего счет текущих операций Аргентины потерпел крах. За таковым не заставил себя ждать и массовый отток капитала. Это, в свою очередь, вызвало известную также всем россиянам комбинацию девальвации и дефолта.

Между тем, ВВП ОАЭ на душу населения по паритету покупательской способности составлял в 2008 г. 44.6 тыс.долл. – на уровне развитых стран, профицит бюджета – 30 млрд.долл., профицит торгового баланса – более 60 млрд.долл. (2008 г.), гос.долг – всего-то 41% ВВП, внешний долг – 135 млрд.долл. (конец 2008 г.) при номинальном объеме ВВП 262 млрд.долл. Соседний с Дубаями эмират Абу Даби (Abu Zaby) располагает фондом национального благосостояния, превышающим 600 млрд.долл.! Воистину: если эмираты решат, что Дубаи должен таки объявить дефолт, то это будет исключительно результатом *особого отношения к кредиторам*, то есть следствием особой *идеологии*, не более того.

Так или иначе, как стало известно в последнее время, некоторые мировые банки, например HSBC, имели довольно обширную позицию в долгах [государственной компании] Дубаи: в случае указанного банка, около 17 млрд.долл., Barclays – 3.6 млрд.долл., RBS – 2.2 млрд. и др.

(<http://ftalphaville.ft.com/blog/2009/11/26/85506/im-a-celebrity-get-me-out-of-dubai/>). При этом, Dubai World, собственно «виновник торжества», вроде бы, старается соответствовать западным стандартам и собирается договариваться с банками о реструктуризации 12 млрд.долл. долга.

Воздействие данного события на мир, по идее, никак не должно быть продолжительным. Макроэкономические новости из стран ОЭСР выходя в целом позитивные, стимулы из экономик не изымаются, а инвесторам хватает фондирования и для расширения спекулятивных позиций, и для диверсификации рисков. Просто у очень многих, в том числе, на российском рынке, после 8-ми месячного периода жадного удовлетворения аппетита к риску, сложилось тревожное представление о том, что многие активы уже переоценены, и, может быть, достаточно малой горсти песка, чтобы корабль если не перевернулся, то хотя бы черпнул воды. Если бы в ходе «дубайского ужаса-ужаса» серьезные технические уровни оказались бы уверенно пробиты вниз, фиксация прибыли могла бы пойти дальше, катясь по вынесенным стопам.

Когда все пассажиры стопились у одного борта, это, конечно, неправильно. Почувствовав, что корабль кренится слишком сильно, вся эта толпа обязательно кинется к противоположному борту. Однако пока с другого борта судна не видно ничего особенно привлекательного, кроме бесконечного тумана, все собравшиеся всё равно будут торчать на противоположной стороне палубы, едва не заставляя корабль черпать воду бортом. Поэтому все же важно иметь в виду, что столь перегруженное т разбалансированное судно, в принципе, может поиметь большие неприятности от относительно небольшого шторма. Тем более, что мировая экономика вряд окончательно вышла на путь уверенного и необратимого восстановления, о чем, в частности, говорят некоторые приведенные ниже данные.

Реакция спреда Rus30 на события в Дубаях, пожалуй, стоит признать адекватной



Источник: Reuters, СБРФ

Реакция российского валютного рынка (курс бивалютной корзины к рублю): когда все стояли «в одну сторону», на одной палубе, и кому-то показалось, что вот оно: корабль черпнул воду, все кинулись на противоположный борт. Нормальная человеческая реакция. Как говорят наши дилеры: «эффект сжатой пружины». Очень похоже.



Источник: Reuters, СБРФ

Индекс S&P 500 либо стремится взять паузу, либо ждет первых результатов рождественского сезона продаж для принятия решения о последнем предновогоднем ралли.

Индекс ММВБ опасно приблизился к уровню поддержки растущего тренда. Но там и остановился – пока. Пока стопы сработать, очевидно, не успели. Во время сильного падения в четверг объемы торгов заметно упали, причем следует учесть, что более выраженное падение на валютном рынке и падение цен акций, безусловно, взаимно влияли.



Источник: Reuters, СБРФ

Доходность US Tmys-10 – пока в привычных рамках. Склонность к снижению сохраняется на длительном интервале.

Источник: Reuters, СБРФ

Неплохие новости из области макроэкономики: начальные требования страховки по безработице. Пик миновал, но до нормального уровня – очень далеко. Поэтому довольствуемся второй производной, cost cutting хотя бы приближается к концу.



Источник: Reuters, СБРФ

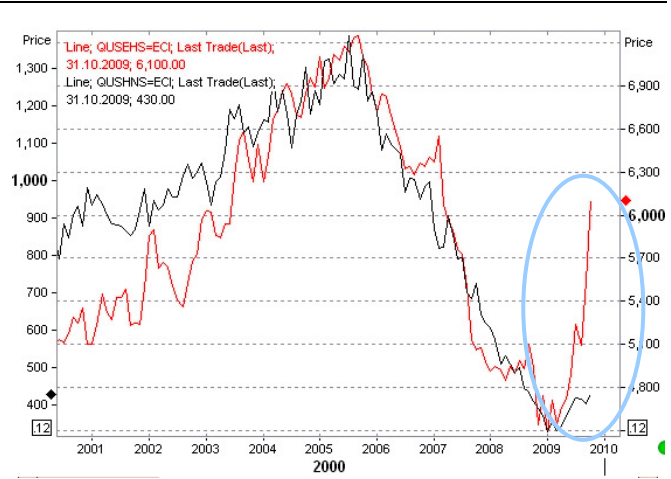
Источник: Reuters, СБРФ

Нехорошие новости: потребительское доверие. Выглядит неубедительно.

Рекордное расхождение объемов продаж нового (черная линия) и вторичного (красная линия) жилья. Данный феномен является убедительным подтверждением того, что а) рост продаж на вторичном рынке в очень большой степени основан на стимулах, т.е. на нестандартных факторах, б) отчасти может носить спекулятивный характер, в т.ч. со стороны иностранных инвесторов. Так или иначе, это состояние рынка ни в коем случае нельзя назвать нормальным.



Источник: Reuters, СБРФ



Источник: Reuters, СБРФ

**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.

© 2009, 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	Рачков Роман Владиславович	Тел.: (495) 957-58-14	Внутр.: 12-551	RVRachkov@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	