

КОММЕНТАРИЙ К РЫНОЧНОЙ КОНЪЮНКТУРЕ

28.10.2011

	27.10.2011		Изм. за день	Изм. с нач. года	Изм. за 12 мес.	Изм. с июл.2007г.	Единица изме- нения
Индекс S&P 500	1,285	▲	3.4	2.1	8.6	-16.1	%
Индекс EMBI+	551	▼	-6.7	0.0	-3.9	34.1	%
iTRAXX Xover	614	▼	-94	183	152	367	б.п.
Индекс волатильности VIX	25.5	▼	-4.4	7.9	0.2	10.3	%
LIBOR/OIS (б.п.)	33	▼	0	23	26	24	б.п.
Нефть Urals, долл.за барр.	112.1	▲	2.2	24.5	38.5	50.2	%
EUR/USD	1.419	▲	2.1	6.8	3.1	4.2	%
UST 2Y, доходность	0.31	▲	2	-33	-11	-463	б.п.
UST 10Y, доходность	2.39	▲	18	-98	-34	-275	б.п.
Корзина ЦБ РФ EUR+USD/RUB	35.6	▼	-1.0	1.4	-0.4	20.9	
USD/RUB NDF 3m 1Y	6.1			275	280	232	б.п.
USD/RUB NDF 1Y 1Y	6.1			136	173	108	б.п.
MosPRIME o/n	5.70	▼	-3	262	224	248	б.п.
MosPRIME 3M	6.8	▼	-2	273	304	207	б.п.

- Когда-то финансовые инженеры приложили руку к разжиганию финансового кризиса и Великой рецессии. Настало время поработать над пожаротушением. Нет, никто не рассчитывает на то, что финансовые инженеры построят новое здание еврозоны и вернут США двигатель роста. Но когда температура в комнате сравнялась с температурой горящей бумаги (451 по Фаренгейту), сперва требуется размотать брендспойт и наладить огнетушители, а уж потом чинить электропроводку. После опытов с TARP, TALF и прочего «алфавитного рагу» от ФРС финансовым инженерам как будто бы настало время поработать над тушением пожара в Европе. По крайней мере, это может быть достойное применение их способностям, а уж там – как получится. Самое время финансовым инженерам послужить обществу и записаться в

ФИНАНСОВЫЕ ПОЖАРНИКИ И САНИТАРЫ

NB. Коллеги, если Вы находите наши скромные труды в данном жанре интересными / полезными для вас, пожалуйста, проголосуйте за наши обзоры в номинации CBonds «Лучшая макроэкономическая аналитика» по следующему web адресу: <http://www.cbonds.info/ru/rus/vote/votes.php/params/id/85>. Благодарим вас за ваше внимание и надеемся на дальнейшее сотрудничество.



Итак, EFSF имеет, как уже повсеместно принято говорить, огневую мощь (firepower) 440 млрд. евро, что равняется объему гарантий от стран с рейтингом AAA. Всего около 725 млрд. евро за вычетом «гарантий» Португалии, Ирландии и Греции, но огневая мощь должна равняться 440 млрд., иначе рейтинг AAA не может быть присвоен бумагам фонда (конструкция, в известной степени роднящая фонд с CDO и явно выстроенная с тем, чтобы хотя бы таким образом создать впечатление «общего европейского бремени»). Если Франция покинет клуб AAA-гарантов, из 440 млрд. придется вычесть без малого 90 млрд. евро, оставив в фонде 350 млрд. Пока же из 440 млрд. евро «senior» части фонда, который может быть использован для выделения кредитов, обещано к выплате около 120 млрд. (физически выделено менее 10 млрд. евро). При плохом сценарии, который стратеги должны иметь в виду (особенно принимая во внимание тот факт, что активы четырех крупнейших банков Франции превышают 300% ВВП этой страны), в

фонде годными к физической выдаче может остаться $440-110-90=240$ млрд. евро. В то же время, до окончания 2014 г., когда фонд EFSF должен перестать существовать по изначальному плану суммарная потребность в финансировании Испании и Италии составит около 1.1 трлн. евро, а всего с учетом Греции, Португалии, Ирландии и двух упомянутых жертв рынка – 1.63 трлн. евро. Не считая потребности в рекапитализации банков и исключая, конечно, Францию, которая добавила бы к указанной цифре еще почти 800 млрд. евро.

Теперь следует убедиться всего лишь в двух вещах: во-первых, в том, что механизм леввереджа фонда является практически осуществимым, во-вторых, что есть инвесторы, готовые покупать это европейское CDO. Для решения последнего вопроса европейцы уже направились в Китай, а пресса запестрела догадками о том, чего могут потребовать китайцы в обмен на свой возможный взнос, который оценивается в 50-100 млрд. евро. При этом представители КНР уже отметили (видимо, вспоминая свой опыт инвестиций в Bear Stearns и проч.), что не готовы «кидать свои деньги на ветер» из его резервов в объеме 3.2 трлн. долл., из которых предположительно около 25% - активы в евро. (Откуда-то берутся предположения о том, что Китай будет настаивать на совершении части взноса в юанях, что, впрочем, представляется странной идеей. Возможно, рассчитанной на алгоритмических трейдеров, на которых, как кажется подчас, рассчитаны все странные, непроверенные, но броские заголовки последнего времени.)

И вот 28 октября CEO стабфонда зоны евро Клаус Реглинг, который прибыл в Китай вскоре после безрезультатного телефонного звонка в Пекин Н. Саркози (ох уж, эти импульсивные французы!), заявил на пресс-конференции по результатам визита, что быстрой сделки с КНР не будет.

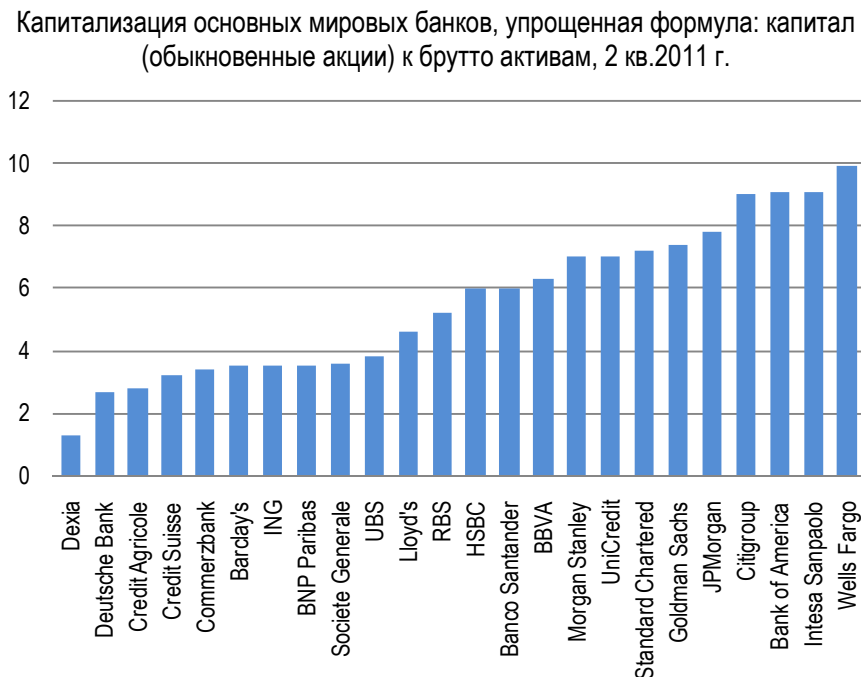
Над схемами леввереджа EFSF колдовали финансовые пожарники: дело-то им знакомое. Леввередж, как известно теперь, может быть осуществлен по двум возможным вариантам: путем предоставления со стороны EFSF гарантий по займам проблемных стран, либо путем выпуска собственных облигаций через SPV и предоставления займам правительствам проблемных стран, в т.ч. на рекапитализацию банков, что напоминает изначальную задуманную схему (за вычетом механизма SPV). Американская идея в стиле TARP восторжествовала. Теперь очередной саммит ЕС должен выбрать что-то из двух и запустить механизм, который был заклеен в ходе кризиса, но все же имеет довольно скромные параметры согласно предварительному решению европейцев: плечо – всего 4-5 раз.

Второе, в чем следует удостовериться – в действительно добровольной готовности частных держателей реструктурировать долг Греции в виде 50-и процентного haircut'a. Иначе к проблеме может, по идее, приложиться небольшой, но все же ощутимый объем CDS на долг страны (на Грецию нетто-объем CDS составляет около 8-9 млрд. евро). В свое время, при попытке осуществить 21% добровольный haircut Греции не удалось собрать необходимые 90% голосов частных держателей долга для того, чтобы характер сделки не был бы признан дефолтом, а добровольной реструктуризацией. Теперь некий представительный клуб держателей долга, как нас уверили, согласился с 50% сокращением номинала обязательств. МВФ, впрочем, говорил о необходимости сокращения долга на 60%. Кстати, Fitch успело заявить, что 50% сокращение долга, который держат частные владельцы, оставит рейтинг Греции на низком уровне.

Что касается рекапитализации банков, то тут тоже надо ждать и смотреть, готов ли рынок дать потребные средства финансовым институтам, которые торгуются на рынке значительно ниже балансовой стоимости и до сих пор не могут избавиться от проблем с фондированием. Кроме того, хотелось бы знать, какие именно параметры будут учитываться при расчете капитализации банков: капитал первого уровня против tangible assets, или будет что-то еще, задействуют более широкое толкование equity, например,

конвертируемые облигации?

Пока можем предложить такой график, наглядно иллюстрирующий состояние капитализации банков в ЕС и США:



Источник: Milken Institute, СБФФ

Наш комментарий непосредственно по следам саммита:

«Если у Вас тяжелая долговая болезнь в стадии обострения (температура 40), рынок набрасывается на вас и ваших родственников (болезнь заразна!) безжалостно – как на Италию и Испанию. Вам нечего не остается, как применить мощную инъекцию: анальгина с аспирином, например. В случае с финансовыми рынками – это только то, что предлагал когда-то Н.Рубини: побольше ликвидности и выкуп плохих активов по всем возможным каналам. С остальным можно разбираться, когда температура упадет до 38 хотя бы.

ЕС собирался реагировать слишком долго и принял, скажем так, взвешенное решение – т.е.осторожное, но ровно такое, чтобы не заставить рынок свистеть и улюлюкать. Хотя, надо отдать ему должное, рынок сейчас настолько покладист, что, казалось бы, покажи ему полтриллиона евро в EFSF вместо триллиона – он бы и это принял с благодарностью и продолжил ралли. Европа предложила триллион, который пока будет собираться точно до конца не известно каким именно способом (но это точно будет leverage) и в который вроде бы должны внести свои вклады Китай, который пока не понятно, то ли согласился, то ли нет (с ним поехали торговаться).

Некоторые особо «ретивые» эксперты, закладывая в модель будущее снижение рейтинга Франции, говорят о почти 2.5 трлн.евро как о необходимом минимуме для фонда.

Европа также предложила Греции haircut в 50% (вместо 60%, предложенных МВФ), который означает сокращение примерно на 30% долга Греции, т.к. затрагивает только *частные* холдинги облигаций. Причем, что почти вовсе не ясно, добровольный это haircut, или не совсем... По 21% haircut'у Греции

некогда не удалось собрать 90% голосов держателей облигаций.

И, наконец, Европа дает Греции немедленно ей необходимые 110 млрд. евро.

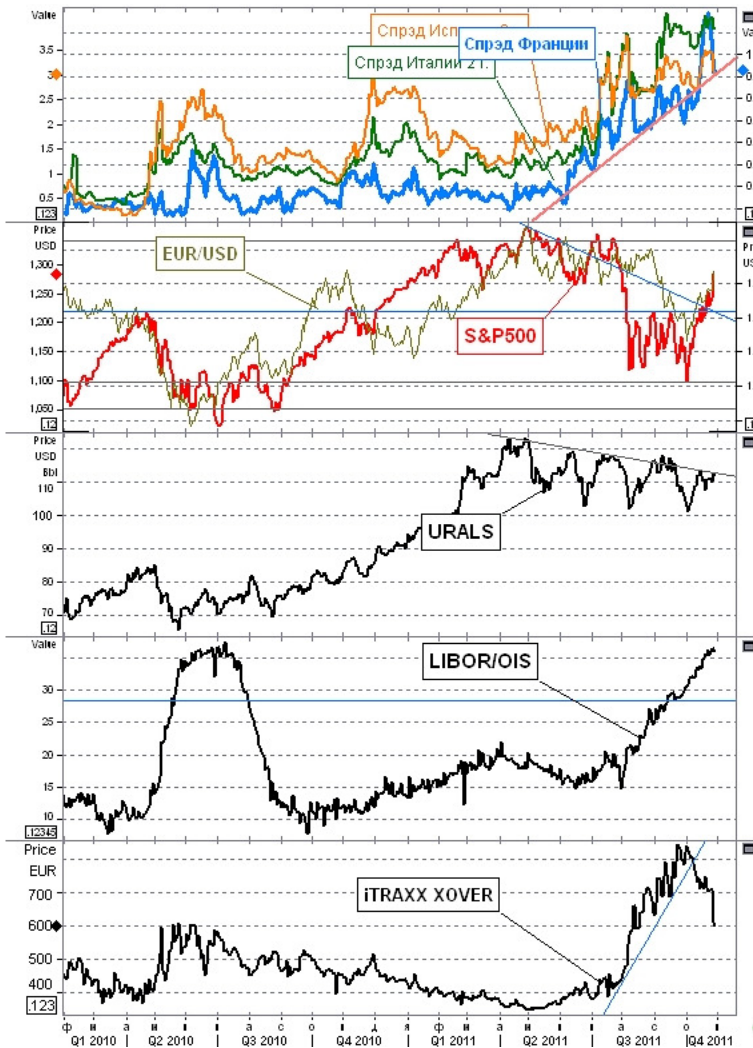
Кроме того, Европа заставляет Италию принять жесточайший план мер строжайшей экономии (включающий, например, повышение пенсионного возраста на 2 года через 15 (!) лет), а саммит обещает собраться вновь для продолжения съезда победителей, который не вполне завершен, причем точки над «і» надлежит расставить 15 ноября, когда будут ясны окончательные детали по ряду вопросов повестки дня.

Мы наблюдаем незамедлительное облегчение на перенапряженных рынках: инъекция сделана. Теперь антидот должен растечься по венам и дать какой-то эффект. Есть время посмотреть, что думает большинство на рынках об этих мерах: согласно ли оно с ЕС (который, как мы знаем, опять знаки препинания до конца в своем месседже еще не расставил) или с радикалами? Возможно, что жар спадет. Время, возможно, выиграно (скажем точнее об этом до 15 ноября включительно). Болезнь, конечно, осталась и останется.

Самый важный вопрос: как прореагируют остальные страны на произошедшее? Что решат для себя рынки? Готова ли Европа реагировать в будущем быстрее своего обыкновения, если заражение продолжится, несмотря на усилия спасателей [пожарных, санитаров]?»

Вывод: моментальное решение европейское проблемы сопоставимо с прочими решениями прошлого – выделением первого транша Греции более года назад и учреждением EFSF. Впрочем, в данном решении больше серьезных обещаний и больше конкретики, но все же решение далеко от стиля решений ФРС и Минфина США, которые действовали быстро и предельно активно. Чего они этим добились на долгосрочном горизонте – мы знаем: немногого. Но хотя бы жар сбили. А в Европе пока не ясна до конца даже эффективность действий финансовых пожарников с их огнетушителями; даже сами конкретные средства борьбы с огнем пока не выбраны окончательно. Их счастье, что рынки нацелились на рост еще раньше: как пишут в одном блоге «Когда быки берут рынок под контроль, ничто их не останавливает. Они стирают макроэкономических медведей в пыль.» Посмотрим?

(Графики на следующей странице.)



Спрэды облигаций Испании, Италии и Франции вернулись лишь к поддержке растущего тренда, от которого они далеко оторвались на рисках, предшествовавших «суперзаседанию» ЕС. YTM 10-летних облигаций Италии сегодня превысила важнейший уровень в 6%.

Евро и S&P500, теперь постоянно выступающие в связке, после саммита немедленно развили наступление, пробив за один день несколько уровни поддержки. Об этом еще чуть позже.

Нефть прореагировала не очень активно и не меняла пока долгосрочного тренда

LIBOR/OIS не отреагировал вовсе, а фиксинги EURIBOR, и LIBOR USD подросли опять, вызывая рост прочих спрэдов LIBOR к бенчмаркам (TED-спред, LIBOR/Fed Target).

iTRAXX XOVER EUR 5y снизился еще более решительно, отражая аппетит к рискованному кредиту. Реакция –решительнее всех кредитных индексов (вероятно, из-за financials).

На фоне подчас странной логики рынков (возможно, отчасти связанной со стремление компенсировать в последнем квартале неважные показатели торговых десков банков в 3-ем кв.) можно строить разные гипотезы о дальнейшем поведении S&P500. Данный сценарий на базе аналогий предсказывает падение индекса после одного из лучших периодов для него за много лет:



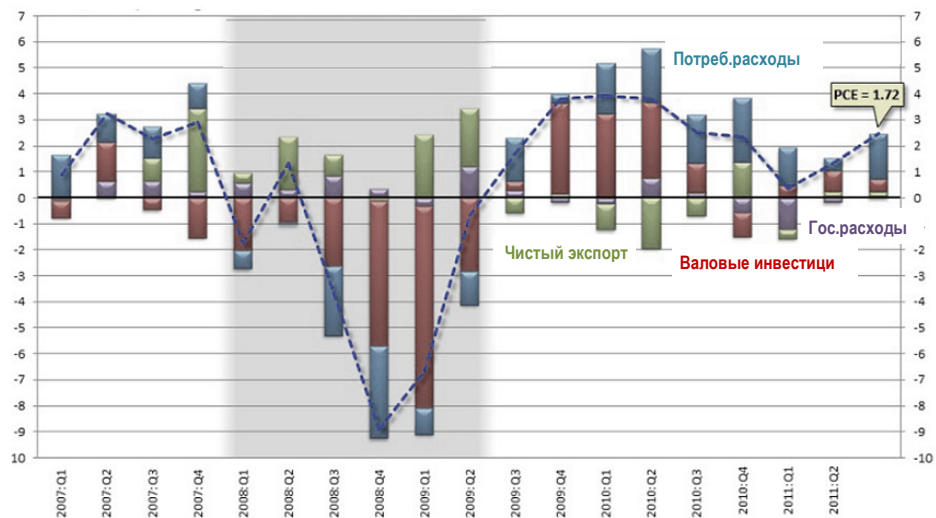
Вышеприведенный сценарий повторения «образца 2008 г.» – падение от тройной вершины, потом быстрый рост до 200-дневной СС и последующее сваливание в штопор – очень популярен среди тех, кто обращает особое внимание на макроэкономику. Таких экспертов не обманывают внешне неплохие цифры экономического роста, что мы покажем чуть ниже.

Однако есть и второй сценарий – более долгосрочная техническая картина дает основания считать нынешний рост небеспочвенным и – началом более длительного ралли, новой волны роста:



Техника, разумеется – не абсолютный критерий даже в эпоху алгоритмических трейдеров. Повторение образцов движения индексов накладывается на если и повторяющуюся, то все равно не вполне, не на 100% историю. Абсолютное déjà vu бывает только в фантастических фильмах. Полное повторение истории Lehman Brothers сегодня выглядит мало вероятным: даже робкие решения ЕС – действия на уже знакомой территории, в отличие от 2008 г. Ныне ситуация складывается так, что негатив в макроэкономике маскируется внешне неплохими данными и, главное, волей участников рынка к компенсации серьезных потерь 3-го квартала, одного из самых неудачных для рынков в посткризисной истории.

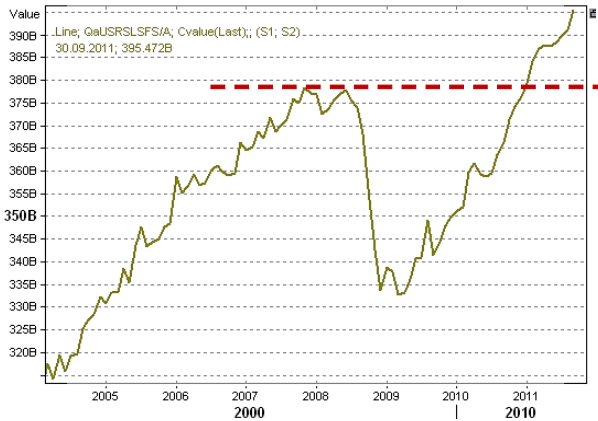
Несмотря на это, рост ВВП США в 3-ем квартале оказался самым существенным в 2011 г. – 2.5%. Наибольший вклад в рост парадоксальным образом внесли потребительские расходы (PCE):



Источник: Business Insider SAI

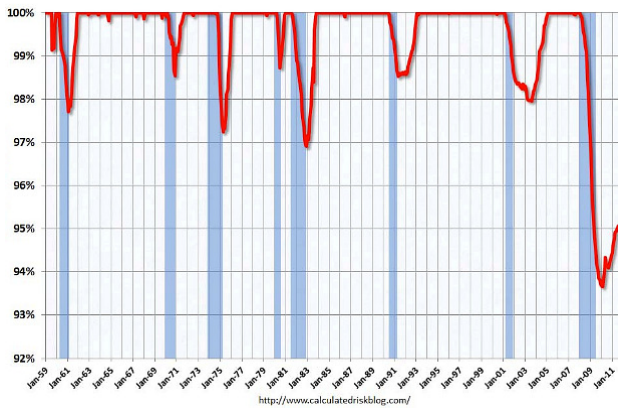
Как такое могло произойти? Этот парадокс подмечен многими.

Номинальный объем розничных продаж в США значительно превзошел докризисный период:



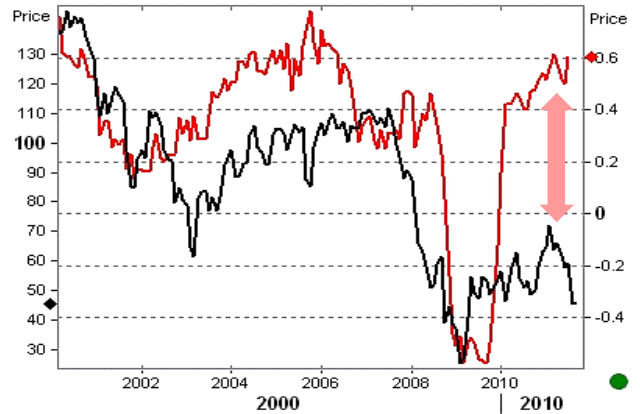
Источник: Reuters, СБРФ

В текущем состоянии рынка труда трудно найти опору для потребительского оптимизма. На графике: число рабочих мест в процентах от пика перед рецессиями, %:



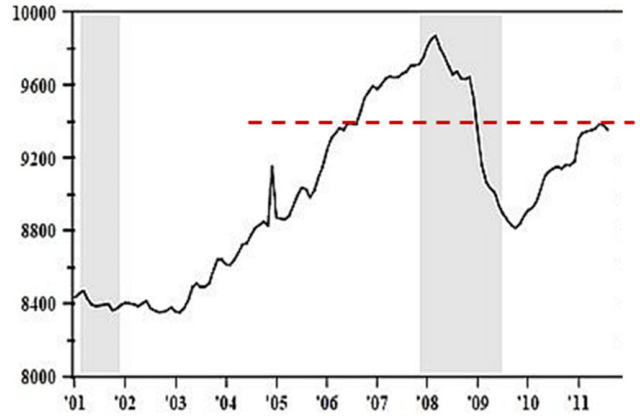
Источник: Calculated Risk

Мы уже обращали внимание на колоссальное расхождение индекса потребительской уверенности (черным) и реального роста розничных продаж месяц к месяцу (красным). Уверенность потребителей накануне публикации хорошего роста ВВП упала на рекордный (вне периодов рецессий) уровень, уровень марта 2009 г., а индекс «комфорта потребителей» Bloomberg – до минус 51 пп., против минус 48 – в 2009 г.:



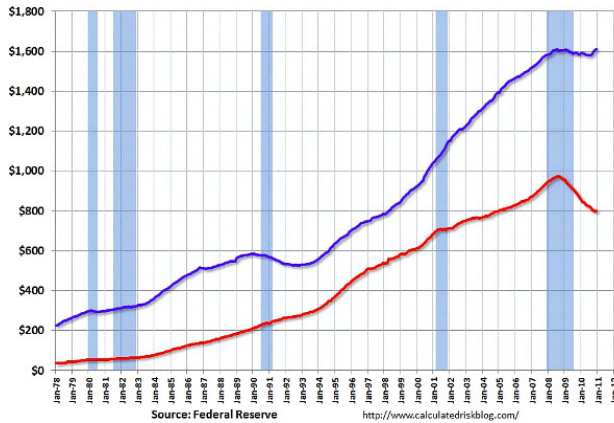
Источник: Reuters, СБРФ

Доходы домохозяйств без учета государственных трансфертов (см. график) абсолютно не внушают оптимизма. Последние данные только подтверждают такую печальную динамику: реальные располагаемые в том же 3-ем кв. упали на 1.7%, реальная зарплата с пика 1999 г... снизилась на 9%.



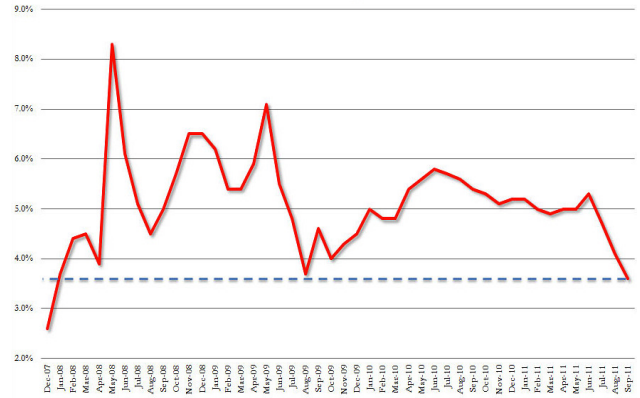
Источник: Capital Economics

Может быть, потребители опять берут кредит? На графике: синим – неревольверный кредит (студенческие займы, кредиты на приобретение автомобилей), красным – револьверный (кредитные карты). Первый несколько растет, второй – падает, продолжая делевередж.



Источник: Calculated Risk

Сбережения домохозяйств, таким образом, могут быть *единственным* источником роста конечного спроса. По последнему сообщению ВЕА, в сентябре норма сбережений домохозяйств упала до 3.6%, самого низкого уровня с декабря 2007 года. Это – абсолютно порочная и нестабильная модель роста, приведшая ранее де факту к краху кредитного цикла 2008 года.

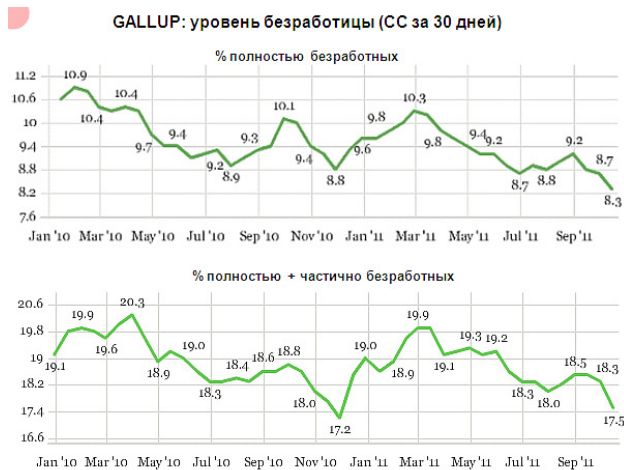


Источник: BEA

Несмотря на внешне позитивные цифры последнего времени, анализ событий показывает, что предупреждение Института по изучению экономических циклов (ECRI) о сползании США в рецессию имеет основания. Рост по-прежнему отталкивается от не внушающей доверия основы. Потребительский характер экономики США не может оставлять места для оптимизма на фоне таких показателей потребительской уверенности.

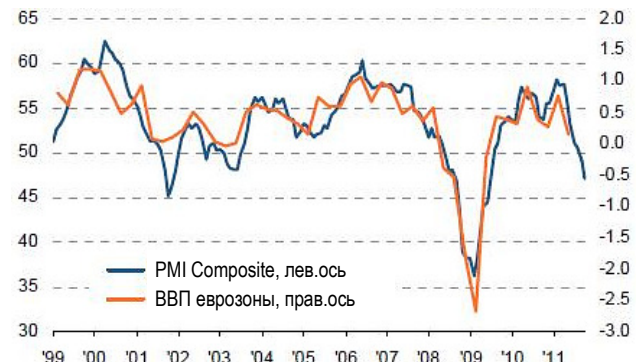
Однако есть нечто, заставляющее говорить о некоторых позитивных сигналах, пока еще непонятого происхождения. Опросы Gallup показали существенное снижение уровня безработицы в США в октябре. Сама служба не может пока объяснить, чем это вызвано, предполагая либо сезонные факторы (наем работников в торговлю, которая, как показали результаты 3-го квартала, умудряется нарастить обороты), либо временное искажение статистики.

Снизилась как показатели полной безработицы, так и частичной (ниже 9% и 18%, соответственно). Все равно, значения высоки, но динамика может оказаться, наконец, более позитивной, чем за 3 последних года:



Источник: Gallup

Европа продолжает представлять собой угрозу для мировой экономики. Композитный индекс PMI в сфере услуг и промышленности уже указывает на очень возможную рецессию в зоне евро. Одна Германия, где этот индекс еще выше 50 пп. (во Франции и на юге – ниже, в зоне падения экономики), не способна тащить на себе весь ЕС:



Источник: MarkIt

Такие и иные краткие комментарии можно ежедневно смотреть по адресу: http://www.sbrf.ru/moscow/ru/analytics/dkofr/archive_8/

Ежедневные комментарии к событиям на глобальных рынках можно прочесть в нашем обзоре «Глобальный взгляд», который находится в сети Интернет по адресу: http://www.sbrf.ru/moscow/ru/analytics/dkofr/archive_4/, иначе говоря:

<http://www.sbrf.ru/> ▶ [Пресс-центр и Аналитика](#) ▶ [Аналитика](#) ▶ [Аналитика по финансовым рынкам](#) ▶ [Глобальный взгляд: краткий обзор международных рынков акций, сырья и фючерс](#)

Раздел рыночной аналитики на сайте Сбербанка:
<http://www.sbrf.ru/moscow/ru/analytics/dkofr/>

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 (прямого 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 операций на финансовых рынках**Аналитический отдел**

Начальник отдела	Кашеев Николай Игоревич	Тел.: (495) 957-58-82	Доб.: 20-551	KNI@sberbank.ru
Рынок облигаций	Ермак Александр Леонидович	Тел.: (495) 957-58-14	Доб.:12-551	ALEmak@sberbank.ru
	Ильин Илья Олегович	Тел.: (495) 957-58-82	Доб.:22-523	IOIlyn@sberbank.ru
	Радченко Мария Геннадьевна	Тел.: (495) 957-58-82	Доб.:21-551	MGRadchenko@sberbank.ru
Рынок акций	Локтюхов Евгений Александрович	Тел.: (495) 957-58-82	Доб.: 13-551	EALoktyhov@sberbank.ru
	Перельгина Евгения Михайловна	Тел.: (495) 957-58-82	Доб.: 18-551	EMPerelygina@sberbank.ru
	Фролов Илья Геннадьевич	Тел.: (495) 957-58-82	Доб.: 25-551	IGFrolov@sberbank.ru
	Сулима Мария Вячеславовна	Тел.: (495) 957-58-82	Доб.: 14-553	MVSulima@sberbank.ru