

Обзор 20 – 27 февраля

## **Мировые тренды**

### ***Одной строкой***

На аукционе ЕЦБ могут выдать кредитов на триллион.

### ***Общая картина***

Доминирующего фактора нет. Старые в цене, а новые будут не раньше аукциона ЕЦБ в среду. Поэтому на рынках каждый шел в своем направлении.

Акции и облигации замерли на текущих уровнях. Евро сильно укрепилось, наверстывая осенние потери. Иена сильно ослабла на отрицательном торговом балансе. Нефть стремительно дорожает на росте на ближневосточной напряженности и общем росте спроса. Драгоценные металлы растут на постоянном притоке ликвидности и сохранении общей напряженности. И т.д.

## **Сектора**

### ***Акции***

Очередная неделя роста, продолжающегося с середины декабря.

Между тем, просто рассматривая графики, рост далеко не очевиден. Индексы почти всех развитых стран практически не изменились. Т.е. типичной картиной недели явился крайне узкий боковик. А по ряду мировых фондовых индексов, включая бенчмарковый SP и Dow, по итогам недели пусть и символический, но минус. При этом большую часть недели, ориентировочно со вторника по четверг, акции преимущественно падали.

В понедельник в США биржи не работали. Доминирующей новостью были сообщения из Европы, где вопреки первоначальным опасениям о возможной половинчатости решений, Греции выдали все обещанные 130 млрд, поскольку деваться было не куда. Зато потом всю неделю делались заявления, в том числе и европейскими чиновниками, что это может и не решить греческую проблему. Поскольку лечатся только симптомы, а не причины. Поскольку Греция уже и раньше подводила. А также потому, что действительно многие вопросы по реализации решений остались. Поэтому, несмотря на позитив, рынки отреагировали на выделение второго транша очень скупно, и рост был незначителен. Более того, начиная со вторника многие индексы легли в слабо понижительный дрейф, отрабатывая правило «покупай на слухах продавай на фактах».

Понять, что был рост, т.е. что сумма денег в совокупной финансовой системе приросла за неделю, можно только учитывая вклады отдельных стран. Прежде всего Китая, Японии, России, чьи белые недельные свечки были уверенно большими. И в каждом случае, причины были свои.

В Китае вышел отрицательный PMI, так что поначалу ничего не предвещало, что он вырвется лидеры по итогам недели.



Но помогли решительные меры властей, которые за последние две недели снизили резервные требования к банкам на пол процента. В результате линия нисходящего тренда продолжительностью почти год оказалась пробита, а в пятницу резкий рост привел Шанхайский индекс к сильной линии сопротивления 2500. Отметим, что здесь движение шло от низов, а не от верхов как во всем мире.

В Японии ситуация развивалась по схожему сценарию. Падение индекса Никкей также идет приблизительно с февраля прошлого года. И только в январе начался откат вверх. Тоже отскок от уровней поддержки.

Россия росла только в пятницу, но очень сильно – около +5%. В среду перед праздниками многие предпочли закрыть позиции, что привело к большому снижению, а в пятницу возврат этих капиталов порвал стопы сверху. К этому добавился мощный приток капиталов извне, который, по всей видимости, был обусловлен стремительным удорожанием нефти. Крупные фонды были вынуждены произвести переоценку российских активов, что привело к притоку капиталов, сильному укреплению рубля и росту национальных акций и облигаций.

Заканчивая рассмотрение регионов, отметим, что был на неделе и откровенный негатив. Сильно упала Индия, что не позволяет говорить о перетоке капиталов из уже отыгранных развитых стран в недооцененные развивающиеся. А Гон-Гонг и Корея, в обычной ситуации сильно коррелирующие с Китаем, на этот раз не послушались старшего брата и снизились, что не позволяет сделать вывод даже о региональных факторах. На этой неделе каждый был сам за себя, что обычно бывает перед сильными движениями на рынках. Так что рост был крайне неуверенный на неделе, что ставит вопрос о перспективах его продолжения далее.

Сомнения обоснованы. Уже на наступающей неделе этот пир может закончиться, поскольку в среду пройдет второй аукцион по предоставлению долгосрочной ликвидности, который вполне может оказаться последним. Кстати, в прошлый раз за день до аукциона мировые рынки сильно выросли, что может повториться и на этой неделе. Логика была проста. Поскольку завтра на руках окажутся свободные средства, то можно покупать уже сегодня. По интернету уже гуляют совершенно фантастические оценки свыше триллиона(!!!) евро, которые в эту среду могут быть выданы европейским банкам на три года под символический процент.

Проблема, однако, в том, что после этого уже не останется причин для продолжения роста. Все что было, уже отражено в ценах. Конечно, нет причин и для падения, что в итоге и привело к стабилизации цен за последнюю пару недель. Но за эти два с половиной месяца не было ни одной полноценной коррекции, ни одного пробоя линии восходящего тренда, а общий прирост по индексу SP составил почти 30%. Феноменальный результат, обусловленный исключительно печатным станком европейского Центробанка.

Простая фиксация прибыли может привести к сильной коррекции и снижению, которая вернет к жизни все прежние болячки вроде европейских проблем или схлопыванию мировых мультипликаторов.

Понимая реальность такого сценария, на неделе активно крутилась тема недооценке американских акций. Если взять последние доходы за 4 квартал и сравнить их с текущими ценами, то получает усредненный показатель р/е около 7, что сильно ниже «должных» 10-20. Но такие рассуждения не совсем корректны, поскольку в последний квартал роста доходов почти не происходило, а в случае снижения европейского ВВП (сейчас это базовый сценарий МВФ, Мирового банка, ЕЦБ и т.д.) доля прибыли от поставок в Европу (усреднено около 20% по американским компаниям) сократится. В результате окажется, что текущие цен вполне адекватны. Это не говоря уже про сценарии возобновления кризиса.

### **Валюты**

Долларовый индекс обновил на неделе очередной минимум.

Произошло это из-за сильного укрепления евро, которое произошло в четверг и пятницу. В результате евро уперлось в уровень 1,35, который будет штурмовать на этой неделе.

Это движение нельзя объяснить ростом склонности к рискованным инвестициям, как много говорилось в прессе. Так австралийский и канадский доллары даже немного ослабли по отношению к американскому доллару. Хотя этот фактор также повлиял.

Также нельзя объяснить укрепление евро, да и других европейских валют вроде швейцарского франка и британского фунта, и решениями по Греции, поскольку решения стали известны уже в понедельник, а движения началось в четверг. В понедельник лишь началось укрепление евро по отношению к фунту, что логично.

Остается признать, что укрепление евро отражает общий тренд недооцененности европейской валюты из-за всех прошлых проблем. Если это так, то цена должна уйти как минимум до 1,5 за доллар – на последний максимум весной прошлого года. Если, конечно, не будет новых проблем.

Пока ситуация в Европе выглядит следующим образом.

Еще на прошлой неделе европейский центробанк обменял принадлежащие ему греческие облигации, сохранив и срок обращения, и ставку купона. Другими словами он в обмене теперь не участвует и соответственно никаких потерь не несет.

Но он передаст прибыль по бумагам национальным правительствам, которые в свою очередь помогут своим банкам. Таким образом, формально запрет на финансирование национальных экономики ЕЦБ будет соблюден, а помощь будет оказана.

Решения еврогруппы были опубликованы во вторник. Решено было выделить 130 млрд. Но, но теперь надо дождаться одобрения этого решения всеми парламентами стран участниц союза, в том числе Финляндии и Германии, где есть ярые противники. Здесь вероятность неодобрения невелика, но сам процесс одобрения может затянуться. Далее дождаться одобрения МВФ о выделении дополнительных 23 млрд долларов. И, наконец, договориться с частными кредиторами. Последнее наиболее проблематично.

Взамен старых облигаций частным кредиторам будут предложены 30-летние бонды со ставкой 2% до 2012г., 3% - в 2015-2020гг. и 4,3% - до 2042. Это хуже чем то, что еще рассматривалось пару недель назад. В прессе было много оценок, сколько потеряют от

этого обмена владельцы облигаций. Дело в том, что цифры получают разные в зависимости от того, как считать. Оценки разных аналитиков колеблются от 70 до 75%. Понятно, что это много. Основной долг по облигациям будет сокращен на 53,5% (вместо 50%, предполагавшихся ранее), то есть на 107 млрд евро. Кроме того, доходность новых бумаг будет привязана к темпам роста греческого ВВП после 2015г.

Греческий парламент накануне принял согласованный с ЕС план обмена облигаций и приготовился к рассылке конечного предложения частным кредиторам. Законопроект предполагает, что инвесторы должны в течение 10 дней обдумать предложение об обмене и в случае принятия условий не менее двумя третями держателей вступает в силу принуждение к обмену остальными участниками. Новые 30-летние облигации будут выпущены уже на следующей неделе.

Помимо этого, было принято решение о сокращении процентной ставки на 1.5 процентных пункта по кредитам на 56 млрд евро, выданных Греции странами еврозоны в начале долгового кризиса. Последнее чревато тем, что другие проблемные страны также захотят снижения ставки.

Само собой, финансовая поддержка может быть приостановлена в любой момент, если Греция откажется выполнять программу жесткой экономии

Эти меры однозначно приведут к определенности и успокоения на рынки. После этого многие проблемные европейские бумаги стали привлекательнее, чем аналогичные им азиатские. Так, совокупная доходность по итальянским бондам в январе составила около 16%.

Если банки активизируются и привлекут от ЕЦБ существенно больше 3-летних денег, чем на предыдущем аукционе (489 млрд евро), то спрос на рискованные активы должен быть поддержан.

Как уже говорилось ранее, доллар хотя и падал, но отнюдь не был слабым на неделе. Он укреплялся против многих валют. Но ослабление иены на этом фоне выглядит особо.



Пробит тренд двухлетней длительности, и иена смогла закрыть неделю выше 80.

Само по себе это не страшно. На таком тренде такой отскок вполне возможен. Еще в прошлом обзоре, исходя из общих фундаментальных фактов, рекомендовалось дожидаться окончания движения, и снова купить японскую валюту.

Однако, на неделе эти факторы резко поменялись. Данные по торговому балансу впервые со второй мировой войны ушли в сильный (ошибки быть не может) минус. Нефть дорожает, а экспорт из-за кризиса падает, так что это не единичный, и не последний минус.

Один из главных постулатов на форексе заключается в том, что валюты с отрицательным торговым балансом принципиально отличаются от валют с положительным балансом. Если вспомнить, что в этом месяце из минуса ушли в плюс индексы деловой активности, да и прочие индикаторы серьезного негатива не показывали, то столь сильного падения быть не должно. Это уже другая валюта.

### **Облигации**

Облигации, как и акции слабо изменились на неделе. Не индикативно.

В начале недели скорее было направление вниз, а в конце однозначно вверх. Хотя в обоих случаях несильно. Никакие тренды и уровни не пробиты.

В целом акции ходили вместе с облигациями, что скорее отражает слабые колебания объемов ликвидности, а не перетоки между секторами, как это было ранее. Как уже говорилось ранее, Народный банк Китая, снизил норму резервирования на 50 б.п., что увеличит объем ликвидности примерно на \$63 млрд долларов.

Поскольку текущие цены еще высоки, то отсюда следует, что уровень напряженности в мировой экономике и политике сохраняется, что еще раз подтверждает тезис об отсутствии роста рискованных инвестиций на неделе.

Поскольку экономическая напряженности на неделе точно не усилилась, то скорее причина здесь в политике. А точнее в росте напряженности вокруг Сирии и Ирана. Прямых новостей нет, но есть много рассуждений и мнений. А на выходе стремительный рост цен на нефть. Следует выделить два факта.

На неделе Иран отказал в доступе миссии МАГАТЭ к ядерным объектам. А также ввел запрет на поставки нефти в Великобританию и Францию. Обе меры вряд ли на что-то повлияют, но продолжают накаливать обстановку.

Американские военные разработали план возможного вторжения в Сирию. И даже найден предлог – необходимость защиты складов с химическим оружием от возможного попадания в его у руки террористов в условиях ослабления государственной власти.

Все это можно было бы считать простыми словами, но нефть то растет в цене. А это без причин не бывает.

### **Товары**

Товарные индексы в целом прибавили по итогам недели.

Но не вместе. Росла преимущественно промышленная подгруппа – энергоносители и металлы. Сельхозтовары были разнонаправленными.

По нефти сплошные загадки. Необычайно сильно растет в цене бензин, хотя не сезон и запасы в целом достаточные. Да и предложение нормальное. Рассуждения, что сейчас у потребителей стало лучше с деньгами, и поэтому они перестают экономить на поездках, слишком расплывчато, чтобы объяснить столь сильный тренд.

Спред Лондон Нью-Йорк как бы застыл на уровне около 17-18 долларов за баррель. Поэтому можно предположить, что растет именно сорт Brent, т.е. наблюдается рост общемирового спроса на нефть, а США просто отслеживают ее с некоторым дисконтом. Если это так, то нефти уже сейчас не хватает, несмотря на все заверения Саудовской Аравии. А малейшее сокращение поставок (не говоря уже про закрытие Ормузского залива) приведет просто к взрыву цен. Кстати, еще пару месяцев назад были сообщения, что при выходе цен выше 150 долларов мировая экономика перестанет расти. А Brent уже вплотную подошла в максимумам прошлого года. Учитывая ускорения роста цен на нефть, пробой может случиться уже на следующей неделе.

Промышленные металлы уверенно отскочили от низов, а алюминий даже установил новый максимум. Исключение составили только никель и олово, но и они скорее вверх, чем вниз. Ходят слухи о перепроизводстве стали в Китае.

Драгоценные металлы ранее не падали, и потому все поголовно обновили максимумы на неделе. Т.е. росли вместе с облигациями. Еще одно доказательства роста объемов ликвидности.

Зерновые практически не изменились на неделе, хотя колебания цен по пшенице и кукурузе были значительными.

Софты разнонаправлено. Хлопок сильно упал на новых данных об росте урожайности в США. Сахар наоборот вырос выше 25 центов за фунт на слухах о засухе в Китае. Остальные изменились слабее.

В целом направления по сельхоз товарам сейчас отсутствует. Но надо помнить, что в марте случаются очень сильные рывки вверх на слухах о возможных проблемах с посевной. Можно порекомендовать прикупиться колами, пока они сезонно не подорожали.

## **Макроэкономические показатели**

Статистика была умеренно положительной на неделе. Хорошей была безработица в США. Отдельный позитив исходил от промышленности и настроений.

### **ВВП**

Уточнение данных по ВВП за 4 квартал Германии и Великобритании мало что изменили.

В Германии не поменялось ничего. По-прежнему -0,2% за квартал и +2,0% за год.

В Великобритании за квартал цифры не поменялись - -0,2%. А вот за год произошло снижение с +0,8% до +0,7%.

Оба отчета были ожидаемыми и не оказали существенного влияния на рынки.

### **Безработица**

Прошлые данные по первичным заявкам пересмотрели с 348 до 351тыс, что все равно осталось лучшим значением с ипотечного кризиса. А на неделе еще раз повторили 351 тыс. В результате общее число получающих пособия уверенно зафиксировало новый минимум.



Безработица однозначно улучшается в США.

### Производство

Заказы промышленных предприятий в декабре выросли в еврозоне на +1,9% после падения на -1,1% в ноябре. Это уверенно выше ожиданий +0,6%. Но годовой прирост по-прежнему отрицательный и практически не изменился по сравнению с предыдущим минимумом.



В декабре Европейская промышленность еще не начала восстановление.

А вот самые свежие данные за февраль в виде обзора промышленных заказов СВИ в Великобритании уже рисуют более радужную картину. После -16 в январе и -14 ожиданий вышло всего -3, что по нынешним временам хоть и минус, но отличные показатели, учитывая отрицательный прирост ВВП в 4 квартале и еще более мрачные прогнозы.



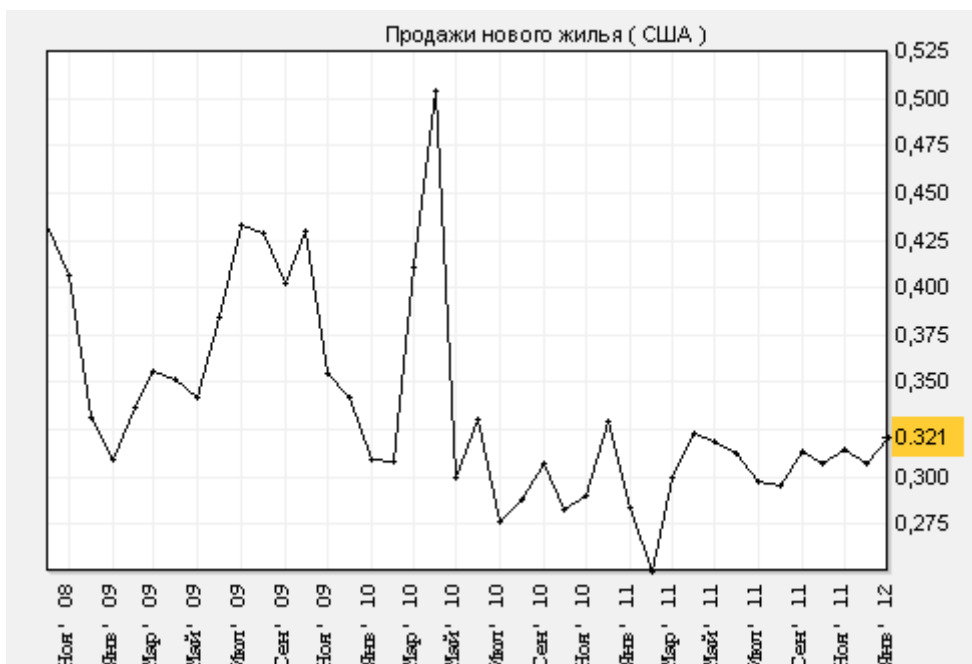
### Строительство

Оба отчета по жилью, вышедшие на этой неделе были недалеко от ожиданий, и поэтому на первый взгляд были достаточно пустыми. Однако, были значительно пересмотрены прошлых цифры, вплоть до удивлений, что бывает нечасто.

Продажи жилья на вторичном рынке составили в январе 4,57 против 4,66 ожиданий. А декабрьские 4,61 пересмотрели вниз до 4,38 млн., что сильно ниже предыдущего минимума.



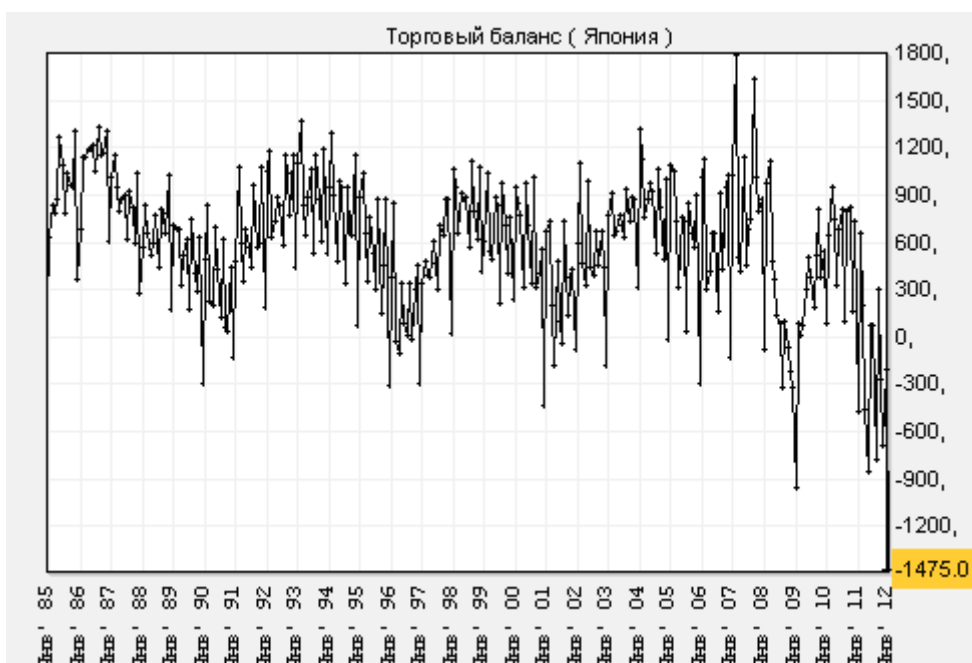
Новостройки 321 тыс. против 315 тыс. ожиданий. А декабрь пересмотрели с 307 тыс. до 324 тыс., что выше даже января и вообще максимум с апреля 2010 года.



Складывая минус от продаж на вторичном рынке с позитивом новостроек получаем приблизительно сохранение статус –кво, т.е. ожидания медленного восстановления сектора.

### Финансовые потоки

Торговый баланс Японии вышел наихудшим за несколько десятков лет. А сальдо было в разы хуже обычных цифр -1450 млрд иен против -205,1в декабре и обычных плюсовых чисел еще пару лет назад.



Экспорт оказался ниже на -9,3% чем годом ранее, а импорт по-прежнему растет - +9,8%.

Импорт растет из-за роста цен на сырье, и здесь Япония ничего поделывать не может. А вот падение экспорта было обусловлено как европейским кризисом, так и резким удешевлением валют конкурентов. Тоже возможностей для маневра мало.

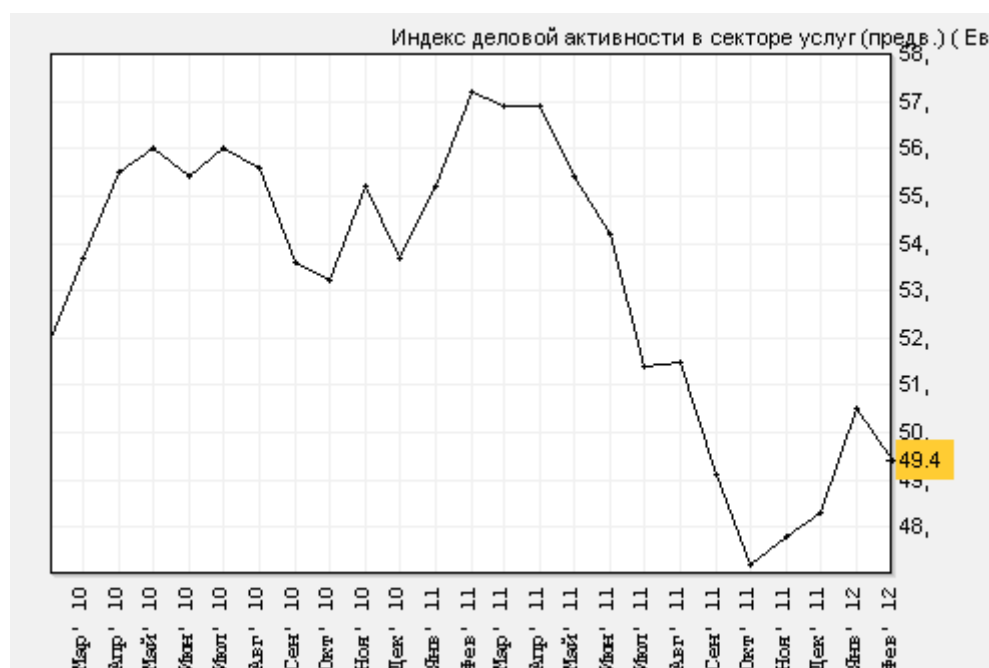
Несмотря на то, что эти тенденции начались не вчера, в январе количество перешло и качество. Одним из следствий ухода торгового баланса в явный минус стало то, что теперь японской валюте могут и не потребоваться постоянные интервенции, чтобы не укрепляться по отношению к доллару.

### Индексы настроений

Индекс деловой активности PMI в еврозоне вышел скверный, что отличается от общемировой тенденции роста индексов настроений в феврале.

По промышленной компоненте еще есть иллюзия роста с 48,8 до 49,0. Но это, во-первых, ниже ожиданий 49,5, а главное ниже 50, т.е. сжатие промышленности.

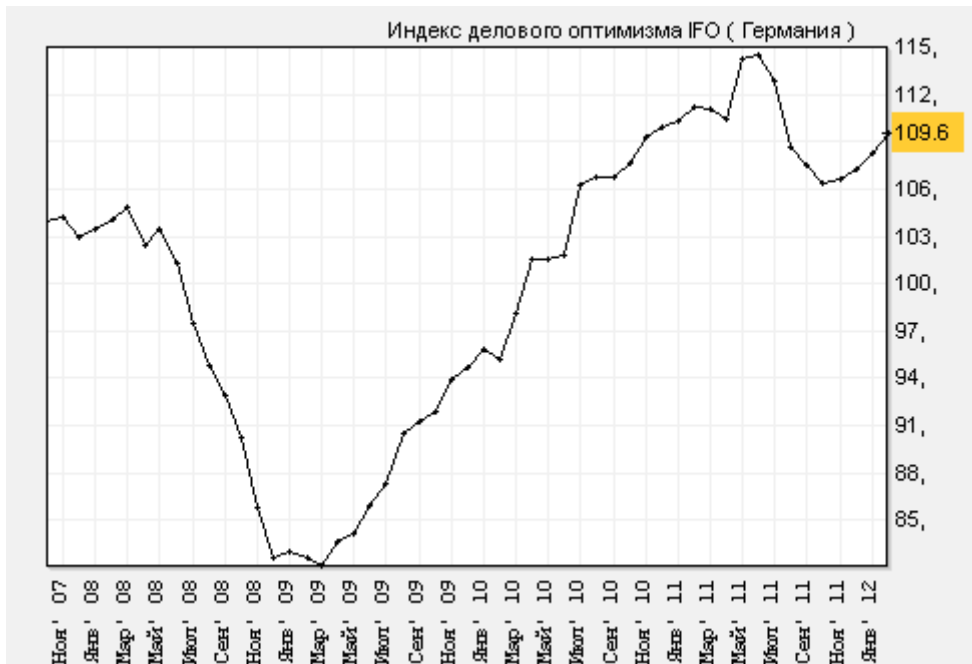
По услугам еще хуже. Было 50,4, ожидали приблизительно столько же 50,5. А вышло 49,4. Рост отменяется.



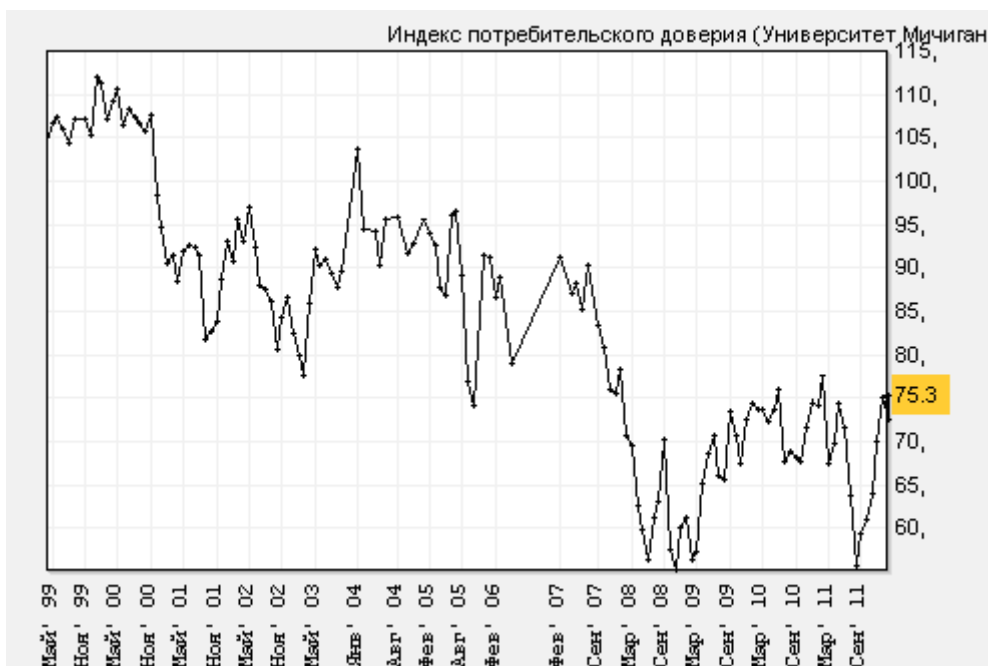
Другими словами и негативная неожиданность, и снова нырок в отрицательную область.

Кстати, в Китае, который много поставляет товаров в Европу, тоже пока минус по индексу PMI по версии HSBC.

При этом в центре Европы - в Германии, если судить по индексу IFO все нормально. И растет и значения вполне приличные. Как по компоненте ожиданий, так и по компоненте бизнес климата.



Хорошо и в США, где окончательное значение индекса потребительского доверия Michigan Sentiment за февраль 75,3 оказалось сильно выше как предварительных 72,5 так и ожиданий 73,0. Это одно из лучших значений с ипотечного кризиса.



Возвращаясь к Европе, видим противоположную картину. Там потребительская уверенность и не думает восстанавливаться из глубокого низа.



Это к вопросу об окончании европейского кризиса.  
 Как говорится, почувствуйте разницу.

Удачной торговли.  
 Бобрик П.П.  
[pbobrik@univer.ru](mailto:pbobrik@univer.ru)