

25 октября 2010

## Аналитический обзор

### Резюме по прогнозной динамике финансовых рынков и состоянию экономики:

Новые корпоративные отчеты в США оказались неплохими, и по прибыли компании, входящие в S&P500, подтянулись к уровню второго квартала. Хорошая отчетность оказалась ключевым драйвером для фондового рынка, перевесив, как возросшие сомнения в ожидаемом утверждении нового пакета мер количественного смягчения 3 ноября, так и другие новости, испугавшие инвесторов на прошлой неделе. Новости, первоначально воспринятые негативно, по всей видимости, смогли получить нейтральную или даже позитивную трактовку.

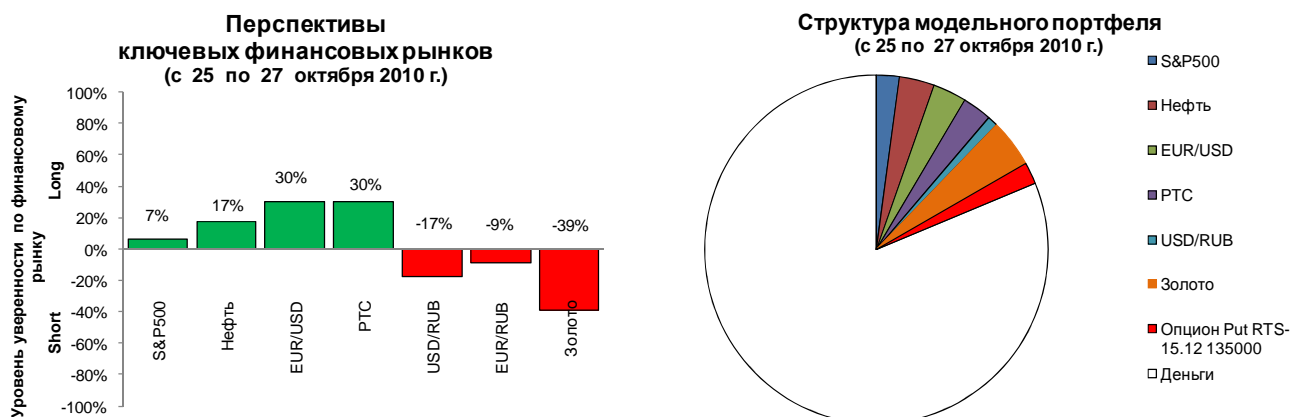
Во-первых, Китай неожиданно поднял ставки, как по кредитам, так и по депозитам. Известно, что инвесторы опасаются, что на китайском рынке недвижимости надулся пузырь, а каждый шаг ужесточения денежно-кредитной политики этот пузырь может хлопнуть. Но пузырь, если он и есть, пока не лопается, а в СМИ появляются комментарии по поводу мудрого китайского правительства, которое стремится обеспечить сбалансированный рост экономики.

Во-вторых, в США в центре внимания оказалась тема с ошибками в оформлении выданных кредитов подразделением Bank of America. ФРБ Нью-Йорка поддержал требование крупных инвестиционных фондов к BoA выкупить у них MBS на \$47 млрд. Вот такой риск, что нужно будет еще раз спасать банкиров. А между тем допущенные ошибки не позволяют выгнать из дому просрочивших платежи жильцов, эта недвижимость не давит на цены. Что хорошо.

Наличие купленного в портфель опциона Put при небольшой позитивной рекомендации по индексу PТС отражает как низкую стоимость опционов, так и возможность коррекции рынка в случае, если QE2 не будет принят 3 ноября. В связи с подходом к границам среднесрочного восходящего тренда мы **увеличиваем в 2 раза позицию по опционам**.

*Итоговые рекомендации отражены в диаграммах (см. ниже) - «Сравнение перспектив ключевых финансовых рынков» и «Структура модельного портфеля»*

**В центре внимания:** Продолжаем следить за публикацией корпоративной отчетности в США.



**США.** Данные за сентябрь по рынку недвижимости в США, хотя и превосходили ожидания инвесторов, однако, их все еще можно охарактеризовать как негативные. Рынок недвижимости самостоятельно не может набрать обороты после завершения 30 апреля 2010 года стимулирующей программой (First-Time Home Buyers' Tax Credit).

**Объем розничных продаж.** Вышли очень хорошие данные по розничным продажам за сентябрь (+0,6%), при этом данные за август тоже были пересмотрены вверх (до 0,7% с 0,4%). Ни о каком нисходящем тренде речи больше не идет.

**Недельные данные с рынка труда (первичные обращения за пособиями по безработице)** не улучшаются и находятся в рамках бокового тренда уже в течение нескольких месяцев. Данные по ADP за сентябрь против ожиданий показали сокращение числа рабочих мест на 39 тыс. Данные за август были пересмотрены вверх, но в целом ситуация на рынке труда ухудшилась.

**Китай.** Сентябрьское значение индекса PMI Manufacturing (53,8) превзошло как ожидания (52,5), так и предыдущее значение (51,7).

**Еврозона.** Евро значительно вырос за сентябрь. В качестве основного вероятного виновника роста евро мы подозреваем Китай. Эта страна в течение последних 6 месяцев продает T-bonds и конвертирует доллары в евро и возможно в йену. Заявления Китая о покупке облигаций Греции и Испании привели к снижению CDS. Это безусловно помогло в снижении остроты проблемы европейских госдолгов. Подход курса евро/доллар к уровню 1,40 привело к тому, что глава ЦБ Германии заявил о том, что Китай манипулировал курсом валюты.

Сальдо торгового баланса стран Еврозоны ухудшилось по итогам августа. В сентябре ввиду укрепления евро данные макростатистики должны показать еще большее ухудшение состояния экономики Еврозоны.

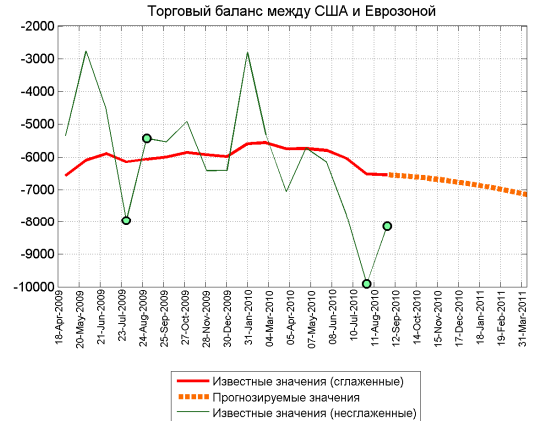
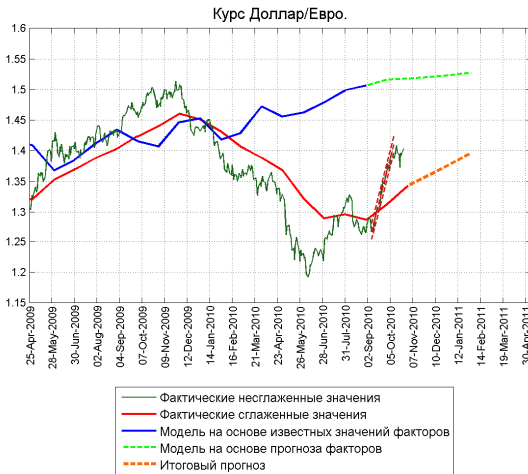
## ДОЛЛАР/ЕВРО

### За укрепление Евро

### За укрепление Доллара

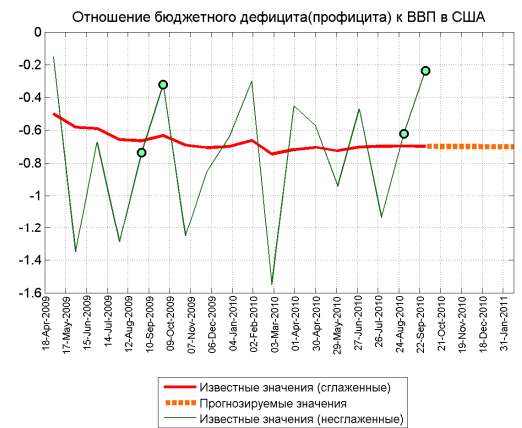
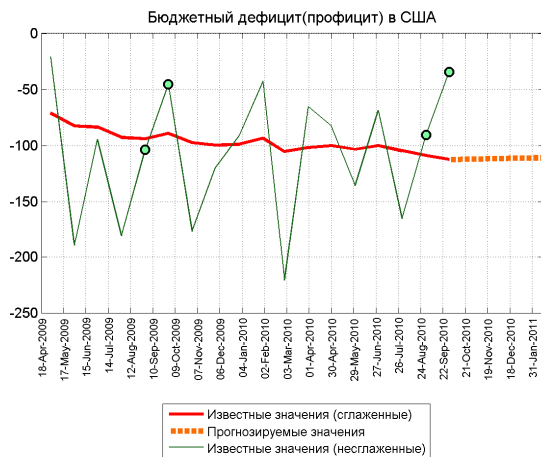
**Среднесрочно: Умеренное укрепление евро.** Страны еврозоны проводят более консервативную кредитно-денежную политику по сравнению с США, что в пользу Еврозоны. Вместе с тем, дальнейшее укрепление курса евро может начать негативно сказываться на перспективах экономики еврозоны.

1) Проведение консервативной денежно-кредитной политики в Европе;



**Локально: Умеренное укрепление евро.** С точки зрения модели европейская валюта все еще недооценена относительно доллара. Вместе с тем, разница между справедливым и фактическим уровнем заметно уменьшилась.

1) В сентябре сократился бюджетный дефицит США и дефицит торгового баланса между США и странами Еврозоны;



## РУБЛЬ

	25.10.2010	18.10.2010	11.10.2010	22.09.2010	27.07.2010	26.10.2009
Доллар/Рубль	30,3	30,4	29,9	31,0	30,2	29,0
Евро/Рубль	42,3	42,4	41,5	41,6	39,3	43,2
Корзина (55:45)/Рубль	35,70	35,82	35,15	35,75	34,29	35,40
Евро/Доллар	1,3969	1,3945	1,3873	1,3399	1,2993	1,4869

### За укрепление рубля

(за снижение стоимости корзины)

### За ослабление рубля

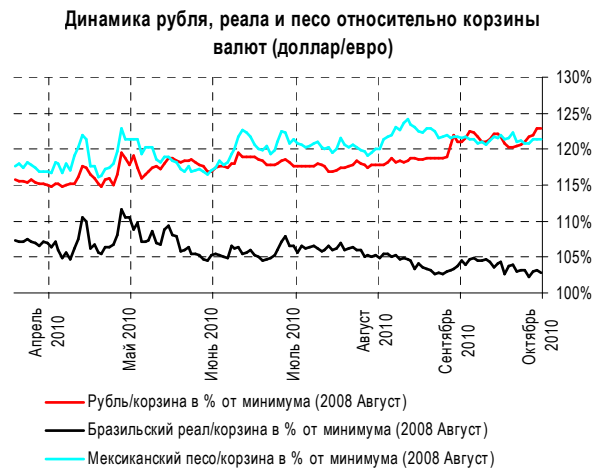
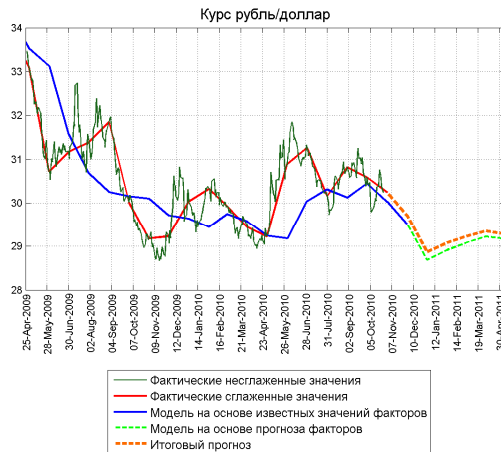
(за рост стоимости корзины)

**Среднесрочно: Укрепление рубля.** Сигналы замедления мировой экономики кажутся более явными и могут привести к уменьшению интереса к валютам развивающихся стран. Пока же мы все еще видим больше шансов для укрепления рубля, но ситуация может начать меняться в негативную сторону.

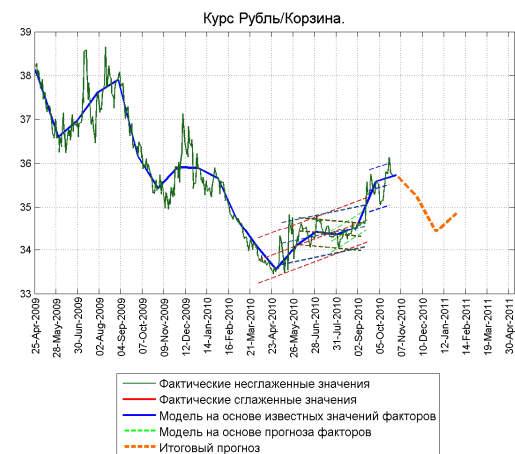
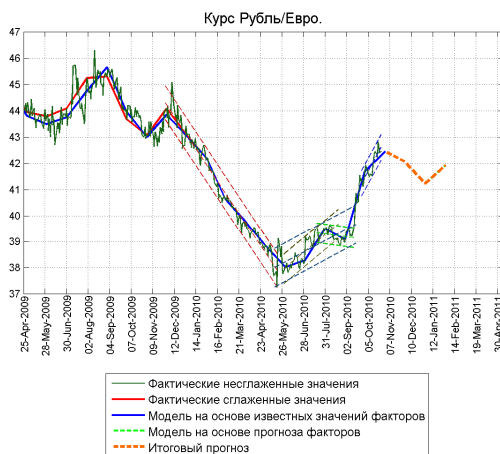
1) Рубль почти на 20% дешевле «докризисного уровня» (против корзины) при том, что валюты отдельных развивающихся стран этот уровень уже достигли или более существенно к нему приблизились;

1) Стремительно растет импорт. Рост импорта в первую очередь произошел за счет роста ввоза оборудования. Динамика промпроизводства и розничных продаж, на наш взгляд не объясняет зачем все это оборудование нужно.

**Новая модель** – кроме цены на нефть, которая остается ключевым фактором для модели, в качестве фактора мы рассматриваем динамику российского торгового баланса. Чем больше сальдо баланса – тем больше ЦБ вынужден покупать валюту в ЗВР, если сальдо отрицательное, то ЦБ продает валюту, чтобы удержать ослабление рубля.



**Локально: Укрепление рубля.** Мы усовершенствовали модель курса рубль/доллар (см. выше), однако, рубль по-прежнему должен укрепляться, чтобы соответствовать текущей цене нефти и величине торгового баланса в России.



## СУВЕРЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ РАЗВИТЫХ СТРАН

	25.10.2010	18.10.2010	12.10.2010	22.09.2010	27.07.2010	26.10.2009
UST 2	0,35	0,37	0,38	0,44	0,64	1,03
UST 10	2,52	2,51	2,44	2,56	3,05	3,56
UST 30	3,88	3,96	3,82	3,75	4,08	4,37
DE 3	0,96	0,88	0,77	0,76	0,87	1,38
DE 10	2,44	2,38	2,25	2,35	2,77	3,36
DE 30	2,98	3,01	2,88	2,96	3,42	4,12
RUS 30	4,16	4,08	4,10	4,41	4,93	5,77
Spread RUS 30 vs UST 10	164,5	156,7	166,0	184,6	187,7	221,4

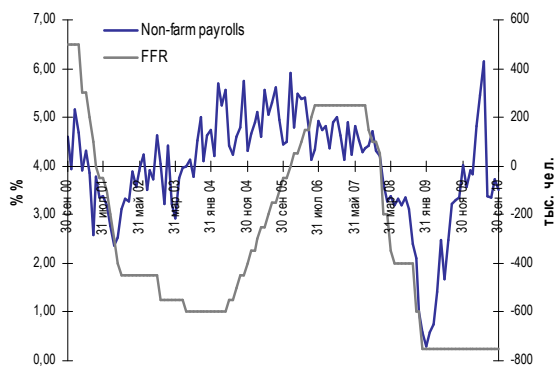
### T-bonds:

#### За снижение доходности

#### За рост доходности:

**Среднесрочно:** Данные по рынку труда за сентябрь вновь не порадовали инвесторов. Это подкрепляет ожидания того, что ФЭД предпримет новые меры по выкупу Tbonds, для удержания их доходности на низком уровне. По оценке некоторых экспертов объем выкупа может составить 500 млрд. долл. Возможно, эти меры будут объявлены на заседании ФРС 2-3 ноября. В связи с чем, в среднесрочной перспективе наиболее вероятно умеренное снижение доходности.

#### Динамика занятости в США и ставки ФРС

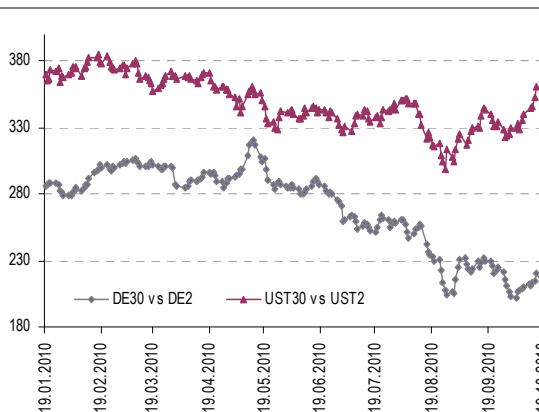


#### Результаты аукционов T-bonds за январь-сентябрь 2010 (к аналогичному периоду 2009 года)

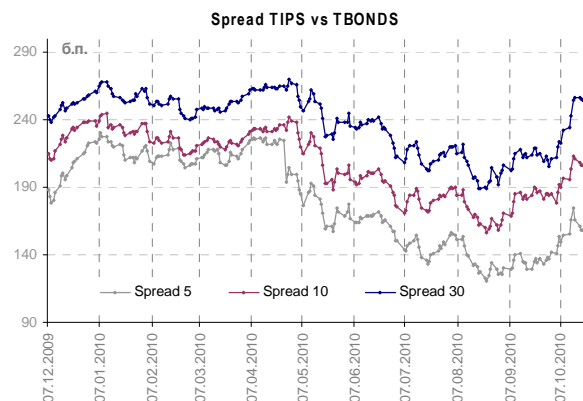
	Прирост объема размещений г/г	Изменение доли первичных дилеров	Прирост объема размещений без учета покупок первичных дилеров
UST 30	43%	-3,7%	48%
UST 10	13%	-14,6%	47%
UST 7	35%	-10,6%	63%
UST 5	26%	-10,5%	55%
UST 2	13%	-2,1%	17%
<b>Итого:</b>	<b>23%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>42%</b>

**Локально:** Как мы и ожидали, рынок взял паузу, видимо до момента объявления более конкретных фактов относительного нового количественного смягчения – а именно объема и сроков выкупа. Это может произойти после заседания 2-3 ноября.

#### Форма кривых Tbonds и Bundes Bonds



#### Инфляционные ожидания (спред доходности Tbonds vs TIPS)



## НЕФТЬ

	25.10.2010	18.10.2010	11.10.2010	22.09.2010	27.07.2010	26.10.2009
Нефть WTI	81,6	83,1	81,7	73,0	77,5	78,6
Золото	1339	1368	1353	1291	1162	1038

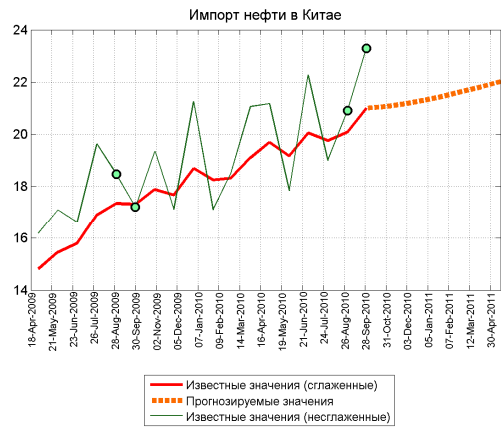
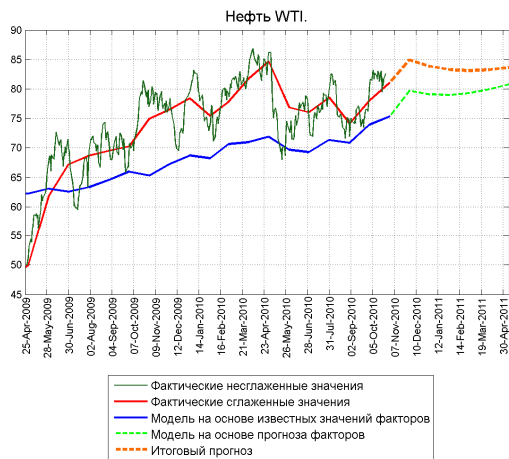
### За снижение цены на нефть

### За рост цены на нефть

**Среднесрочно: Рост.** Мировой спрос на нефть продолжает находиться в рамках растущего тренда, что в первую очередь определяет среднесрочные ожидания. Вместе с тем, сомнения по продолжению роста спроса (теми же темпами) выросли в связи с замедлением восстановления экономики.

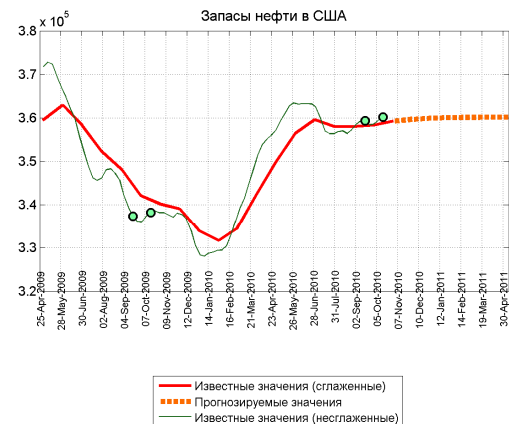
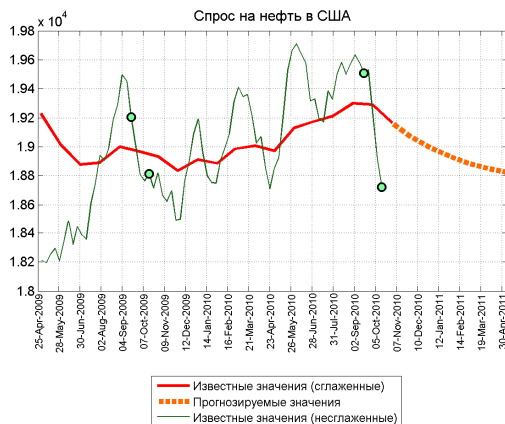
1) Сомнения по продолжению роста спроса на нефть;

1) Мировой спрос на нефть продолжает расти;



**Локально: Рост.** Импорт нефти в Китай обновил максимумы, не оправдав скептические ожидания по поводу снижения темпов потребления нефти этой страной. Не смотря на то, что в США спрос на нефтепродукты продолжил снижаться, китайские данные заставляют пересмотреть в сторону повышения наш прогноз цены на нефть.

1) Спрос на нефть в США снизился за последний месяц;



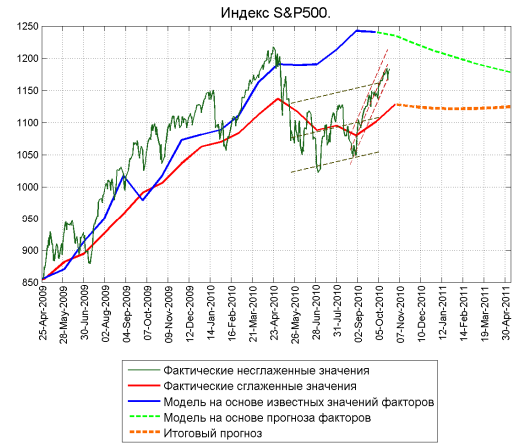
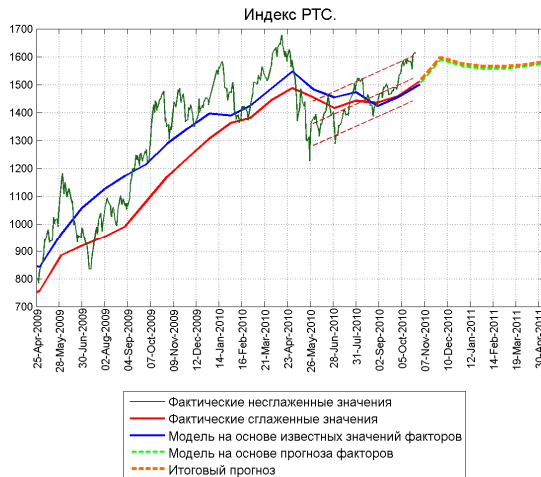
## АКЦИИ

### За снижение рынка акций

### За рост рынка акций

**Среднесрочно: Умеренный рост.** Уверенная положительная динамика по ключевому индикатору состояния экономики – США позволяет надеяться на продолжение роста фондовых рынков. К тому же, Китай продолжает наращивать импорт нефти.

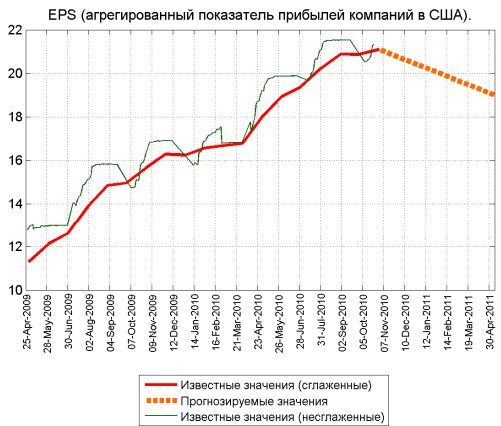
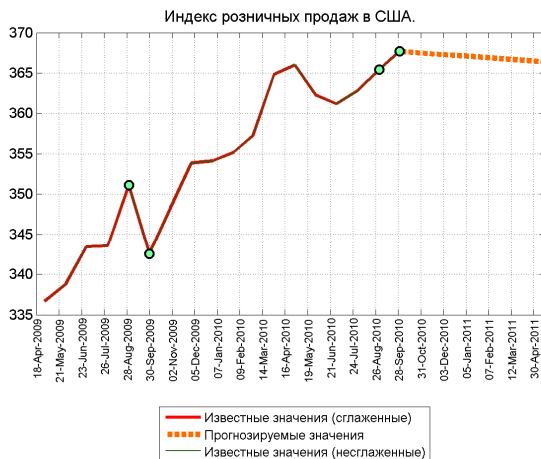
1) Среднесрочные прогнозы индекса американских акций не предусматривают уверенного роста;



**Локально: Умеренный рост.** Техническая картинка остается скорее благоприятной российским акциям.

1) Хуже ожиданий данные с рынка недвижимости США;

1) Данные подтверждают, что Китай остается локомотивом роста мировой экономики;



## КОРОТКИЕ СТАВКИ

	25.10.2010	18.10.2010	11.10.2010	22.09.2010	27.07.2010	26.10.2009
MOSPRIME OND	3,1	2,6	2,7	2,7	3,3	6,0
MOSPRIME 3M	3,8	3,7	3,7	3,8	3,9	8,3
LIBOR USD 3M	0,29	0,29	0,29	0,29	0,48	0,28
LIBOR EUR 3M	0,97	0,94	0,91	0,83	0,83	0,68
EURIBOR 3M	1,03	1,00	0,98	0,88	0,89	0,73

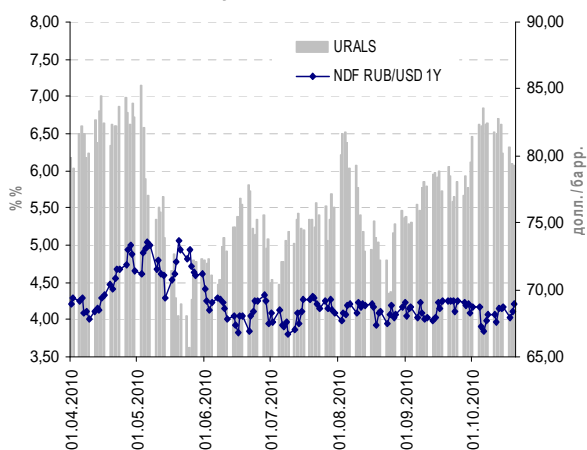
### Факторы за снижение ставок:

### Факторы за рост ставок:

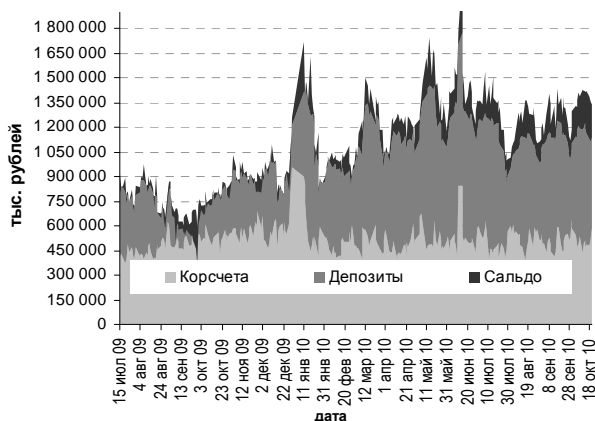
**Среднесрочно: Сохранение низких ставок.** Сохранение цены на нефть на текущем уровне продолжает поддерживать денежный рынок, кроме того, в оставшиеся три месяца года Минфину предстоит потратить 3,477 трлн. расходов, большая часть из которых, скорее всего, будет потрачена в декабре, поэтому всплеска ликвидности в конце года – не избежать.

Фактор для напряжения – это ускорившаяся инфляция. Однако мы полагаем, что ЦБР не станет использовать процентные ставки для борьбы с явно немонетарной инфляцией.

**Динамика нефти марки URALS и форвардного дифференциала рубль/доллар на 1 год.**



**Объем средств на корсчетах и депозитах банков в ЦБ РФ, а также сальдо предоставления/абсорбирования ликвидности ЦБР.**



**Локально:** Стоимость коротких денег умеренно подросла на фоне уплаты НДС. Наиболее вероятна стабилизация уровня ставок в районе 2-2,5%.



## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

	25.10.2010	18.10.2010	12.10.2010	22.09.2010	28.07.2010	26.10.2009
ОФЗ 46018	7,30	7,55	7,44	7,60	7,34	9,10
ОФЗ 25068	6,68	6,54	6,54	6,71	6,70	-
ОФЗ 46018 vs RUS 30	314	347	334	319	241	333
РЖД А8	5,69	5,59	5,52	5,47	5,14	9,34

### За рост доходности

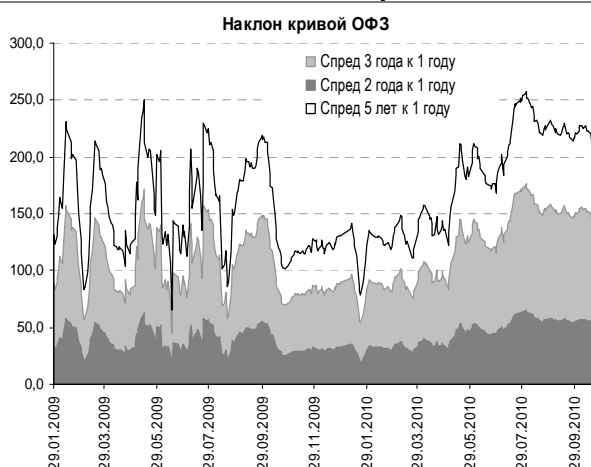
### За снижение доходности

**Среднесрочно: Боковое движение.** Рост цены на нефть позитивен для российской валюты будет способствовать сохранению низких ставок денежного рынка. Кроме того, важный фактор для рынка - это исполнение бюджета. Данные по исполнению доходов бюджета за сентябрь не показали существенного ускорения бюджетных трат, это означает, что в оставшиеся месяцы года бюджетные траты будут очень существенными и, скорее всего, большая часть расходов придется на декабрь.

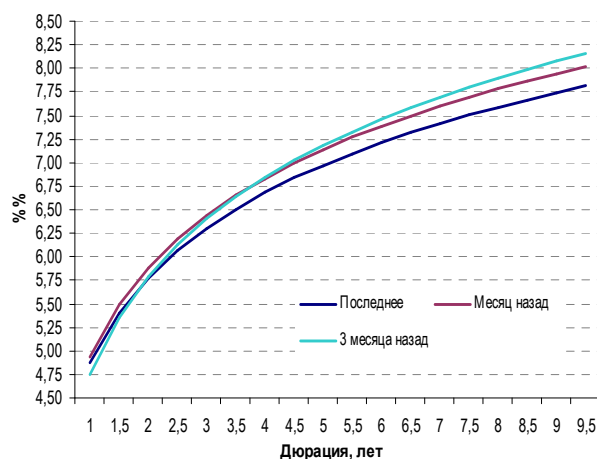
Инфляция показала значительное ускорение, однако пока что мы не ожидаем, что ЦБР начнет цикл повышения ставок, экономика пока не вышла на траекторию устойчивого роста.

В связи с этим, пока факторов для роста или снижения доходностей не отмечаем, более вероятно сохранение доходностей вблизи текущих уровней.

### Спреды 3, 5 и 7-летних синтетических ОФЗ к 1-летней синтетической бумаге.



### Форма кривой ОФЗ (сглаженная)



**Локально: Боковое движение.** В последнее время рубль ослаб относительно корзины валют, что могло вызвать давление на цены рублевых облигаций. Вместе с этим, мы не являемся сторонниками версии дальнейшего ослабления российской валюты.

### Доходность синтетической облигации ОФЗ с дюрацией 3 года



### Доходность синтетической облигации Москвы с дюрацией 3 года





## КАК И КОГДА ЧИТАТЬ НАШ ОБЗОР

1. Наш обзор выпускается 2 раза в неделю. После завершения основных торгов в России в понедельник и среду.
2. Обзор содержит сводную (первую) страницу и страницы, посвященные отдельным рынкам: Доллар/Евро, Рубль/Корзина, Нефть, T-bonds, Рынок акций, Рынок рублевых облигаций, Денежный рынок.
3. На сводной странице приведено **резюме по текущему состоянию мировой экономики** и наиболее важных ее сегментов.
  - 3.1. Мы предполагаем, что **характеристика состояния мировой экономики** (кроме экономического роста включает динамику инфляции и внешние шоки) позволяет заключить, куда будут направлены среднесрочные тренды (от 3х месяцев до 2х лет) основных финансовых рынков.
  - 3.2. Также на первой странице мы приводим наиболее важные новости, которые, на наш взгляд, дают возможность изменить или подтвердить оценку состояния экономики.
4. На сводной странице также приведены наиболее **актуальные инвестиционные идеи**, а также их параметры, позволяющие читателям обзора продолжать придерживаться или отказываться от инвестицией даже в период до публикации новой версии обзора.
5. **Каждая страница Обзора**, посвященная одному из рынков, **разделена на два раздела**: 1) Среднесрочно и 2) Локально.
  - 5.1. В разделе "**Среднесрочно**" мы описываем действие факторов, влияние которых может отразиться на стоимости финансового инструмента в течение 3х месяцев. Указываемые здесь факторы отобраны среди прочих и используются в прогнозных моделях. С помощью прогнозных регрессионных моделей мы определяем "справедливую" стоимость финансовых инструментов, которая является основной для целевых уровней данного раздела. Данные уровни являются потенциальными целями для будущих сильных движений.
  - 5.2. В разделе "**Локально**" мы определяем краткосрочные факторы, в соответствие с которыми происходят последние движения цен финансовых инструментов. Особенно отмечаем эти факторы, если они отличаются от среднесрочных факторов прогнозных моделей.
  - 5.3. **Сочетание инвестицией и выводов разделов обзора**. Среднесрочные и локальные факторы могут противоречить друг другу по направлению прогноза. Несмотря на возможность наличия противоречий, мы считаем, что стоит принимать во внимание оба раздела (как "среднесрочно", так и "локально") нашего обзора. Модельный портфель с первой страницы агрегирует как выводы раздела "Среднесрочно", так и раздела "Локально". Понятно, что наибольшая уверенность в инвестициях имеется в тот момент, когда действие среднесрочных и локальных факторов совпадает по направлению.
6. В каждом из двух разделов можно выделить 3 блока: 1) Факторы за рост цены финансового инструмента, 2) Факторы за снижение цены финансового инструмента; 3) Шапка-резюме, содержащее общий вывод: 1) действие каких факторов (за рост или снижение цены финансового инструмента) является определяющим или 2) заключение об отсутствии определяющих драйверов.
7. Если у Вас есть замечания или предложения по содержанию или структуре обзора, пожалуйста пишите: [Andrei.p.Surikov@bspb.ru](mailto:Andrei.p.Surikov@bspb.ru)

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

---

### ОАО «Банк «Санкт-Петербург»

191167, Санкт-Петербург, Невский пр., 178 лит. А  
<http://www.bspb.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

---

### Аналитическая служба

Санкт-Петербург, ул. Исполкомская д. 15, лит. А, б/ц "Олимп"

#### Суриков Андрей, начальник Аналитической службы

email: [Andrei.p.Surikov@bspb.ru](mailto:Andrei.p.Surikov@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-13

#### Лапшина Ольга, начальник отдела анализа долгового рынка

email: [Olga.a.Lapshina@bspb.ru](mailto:Olga.a.Lapshina@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-80

#### Гордеев Алексей, ведущий аналитик

email: [Aleksei.a.Gordeev@bspb.ru](mailto:Aleksei.a.Gordeev@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-13

---

*Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ОАО «Банк «Санкт - Петербург».*

*Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:*

- 1. Не является рекламой;*
- 2. Не носит характер любой оферты (предложения);*
- 3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;*
- 4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;*
- 5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;*
- 6. Не направлен на побуждение приобретать ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;*
- 7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.*

*Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер.*

*Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ОАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась в ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений.*

*Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ОАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ОАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности.*

*ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.*

*Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному.*

*Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё.*

*Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ОАО «Банк «Санкт-Петербург». ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.*

© 2010 ОАО «Банк «Санкт-Петербург».