

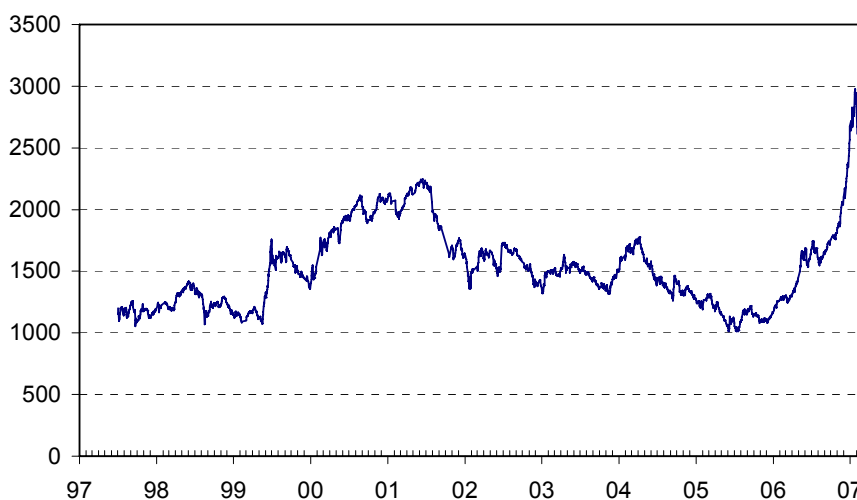


ПАДЕНИЕ ЦЕН НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ КИТАЯ: КОРРЕКЦИЯ ИЛИ ПРЕДВЕСТНИК МИРОВОЙ РЕЦЕССИИ?

Фондовая лихорадка

На фондовых биржах Китая 27 февраля произошло снижение индексов на 9%. Этому способствовали заявление правительства Китая о намерении ограничить действия спекулятивного капитала, в том числе иностранного, в качестве меры предотвращения перегрева экономики, а также повышение резервных требований к банкам с 25 февраля в качестве ограничения роста кредитования. Вслед за обвалом на фондовом рынке Китая последовало снижение фондовых индексов в других странах. В первую очередь этот процесс затронул акции стран АТР, а также бумаги развивающихся стран, наиболее сильно выросшие в предыдущие периоды.

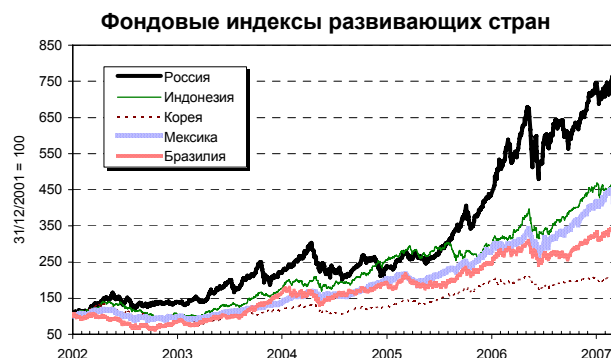
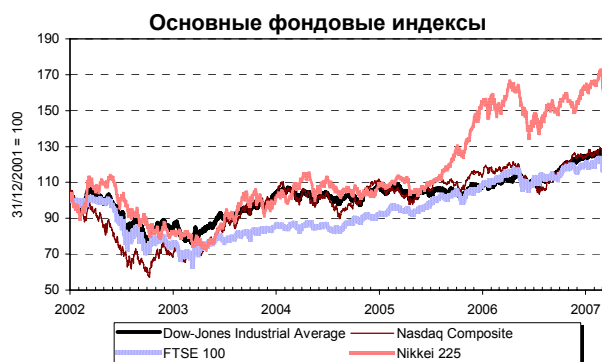
Фондовый индекс Китая (SSE Composite Index, Shanghai)



Источник: РБК.

Фондовый индекс Dow Jones Industrial 27 февраля упал сразу на 3,3%, а оборот торгов увеличился в полтора раза и оставался на повышенном уровне в последующие несколько дней. Аналогичная динамика наблюдалась на других фондовых рынках. Так, например, в Индонезии и Корее снижение фондовых индексов 27 февраля составило 1-2%. Индекс Nikkei-225 28 февраля снизился на 2,8% и в последующую неделю - еще на 2,9%.

Наиболее существенным было падение фондовых индексов в России. Индекс РТС 27 февраля снизился на 3,3% и еще на 5,8% в последующие семь торговых дней. При этом понижательная динамика индекса РТС первоначально сопровождалась резким увеличением объемов торгов. Если с начала года ежедневный объем торгов в РТС колебался в пределах 20-80 млн. долл., то 28 февраля он превысил 170 млн. долл. Более значительный оборот наблюдался лишь в апреле прошлого года в период роста цен на фондовом рынке. В то же время в последующие дни обороты торгов стали постепенно снижаться – с 99 млн. долл. 1 марта до 16 млн. долл. 7 марта.



Источник: finance.yahoo.com.

Изменение фондовых индексов (в % к концу пред. года)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | до | 27.02.07 | после |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|
| Развитые страны | | | | | | | | | |
| Dow-Jones Ind. Av. | 92,9 | 83,2 | 125,3 | 103,1 | 100,5 | 116,3 | 101,4 | 96,7 | 100,4 |
| Nasdaq Composite | 78,9 | 68,5 | 150,0 | 108,6 | 102,2 | 109,5 | 103,7 | 96,1 | 99,2 |
| FTSE 100 | 83,8 | 75,5 | 113,6 | 107,5 | 115,1 | 110,7 | 103,4 | 97,7 | 99,1 |
| Nikkei 225 | 76,5 | 81,4 | 124,5 | 107,6 | 134,0 | 106,9 | 105,7 | 99,5 | 94,3 |
| Развивающиеся рынки | | | | | | | | | |
| Россия (PTC) | 179,8 | 139,3 | 158,0 | 108,3 | 179,7 | 170,7 | 102,5 | 96,7 | 94,2 |
| Мексика (IPC) | 112,7 | 96,2 | 143,5 | 146,9 | 136,8 | 148,6 | 106,0 | 94,2 | 101,3 |
| Бразилия (Bovespa) | 89,0 | 83,0 | 197,3 | 117,8 | 126,0 | 132,9 | 103,9 | 93,4 | 100,7 |
| Турция (ISE National) | 146,0 | 75,2 | 179,6 | 134,1 | 152,0 | 98,3 | 111,8 | 95,5 | 99,1 |
| Индонезия (JKSE) | 94,2 | 108,4 | 162,8 | 144,6 | 116,2 | 155,3 | 98,8 | 98,9 | 100,4 |
| Корея (Seoul Comp.) | 137,5 | 90,5 | 129,2 | 110,5 | 149,5 | 104,0 | 102,5 | 99,0 | 97,9 |
| Китай | | | | | | | | | |
| SSE composite Index (Shanghai) | 79,4 | 82,5 | 110,3 | 84,6 | 91,7 | 230,4 | 113,6 | 91,2 | 106,0 |
| SSE A Share (Shanghai) | 78,1 | 82,9 | 110,6 | 84,8 | 91,8 | 230,6 | 113,4 | 91,2 | 106,1 |
| SSE B Share (Shanghai) | 191,5 | 66,2 | 92,5 | 72,1 | 82,0 | 209,8 | 145,2 | 91,7 | 98,0 |
| SSE composite Index (Shenzhen) | 74,9 | 81,7 | 97,4 | 83,4 | 88,3 | 197,5 | 141,0 | 91,5 | 107,1 |
| SSE A Share (Shenzhen) | 73,2 | 82,1 | 96,0 | 83,5 | 88,2 | 196,4 | 141,7 | 91,5 | 107,5 |
| SSE B Share (Shenzhen) | 192,9 | 70,4 | 145,5 | 80,8 | 89,0 | 221,5 | 124,3 | 91,3 | 98,3 |

Примечание. Данные приведены по состоянию на 9 марта 2007 г.

Источник: finance.yahoo.com.

Своих максимальных показателей в этом году фондовые рынки в большинстве стран достигли в период с 19 по 26 февраля и 5 мая достигли своего локального минимума. Снижение индексов за это время составило 6-13%, что ничем другим как коррекцией пока назвать нельзя. Особенно, если учесть предыдущий рост, когда индексы по итогам 2005-2006 г. росли в среднем за год на 40% для развивающихся рынков и 12% в год для фондовых рынков развитых стран.

В то же время поводом для беспокойства служит массовый отток капитала с рынка акций. За неделю с 28 февраля по 7 марта, согласно статистики EPFR (Emerging Portfolio Find Research), из фондов акций было выведено 17,2 млрд. долл. Причем отток наблюдался как с рынков развитых стран (8,3 млрд. долл.), так и с развивающихся рынков (8,9 млрд. долл.), где лихорадка в основном охватила фондовые рынки стран Азии и Латинской Америки. Из фондов России и стран СНГ инвесторы за неделю вывели 0,2 млрд. долл.

Так кто же сказал «мяу», и к чему это привело?

Что стоит за реакцией фондовых рынков – коррекция и/или уход инвесторов с фондовых рынков в более надежные инструменты? В чем причина столь негативной реакции: в состоянии фондового рынка Китая и его экономики в целом или причина лежит вне китайской экономики (в частности, в экономике США).

Следует отметить, что снижение фондовых индексов и повышенная волатильность на рынках акций Китая начались еще раньше – в январе. Такая динамика китайского фондового рынка могла стать следствием или реакцией как на события внутри Китая, так и на внешние факторы.



1. В первую очередь хотелось бы отметить перегретость рынка – в 2006 г. котировки на фондовых биржах Китая выросли более чем в два раза.

Фондовый рынок Китая представляет собой конгломерат рынков, существенно различающихся по типу и объёму торгуемых акций, правилам регулирования и доступу иностранных инвесторов. В Китае в основном обращаются акции типа «А» -акции, номинированные в юанях, купля-продажа которых разрешена для китайских физических и юридических лиц и В-акции, номинированные в иностранной валюте (US\$ и HK\$), предназначенные для купли-продажи иностранным инвесторам, правда, с февраля 2001 года их могут покупать и внутренние инвесторы.

Для нерезидентов существуют две основные формы участия – покупка В-акций или получение статуса квалифицированного иностранного институционального инвестора (действует с 2002 года и позволяет иностранным инвесторам подавать заявку непосредственно на акции типа А, критерии предоставления – капитал и продолжительность работы на рынке). Также с 2002 года разрешено создание инвестиционных компаний и фондов с иностранным участием (максимум – 49% уставного капитала). С 2004 года происходит либерализация счёта движения капитала, согласно условиям присоединения к ВТО. В соответствии с распоряжением Комиссии по ценным бумагам Китая (июнь 2005 г.) для иностранных инвесторов стали доступны А-акций через конвертацию неторгуемых акций, находящиеся у государства, а также у менеджмента и трудовых коллективов.

В результате в 2006 году имелись признаки «перегрева», если судить по сопоставлениям значений коэффициента «цена/прибыль» (P/E ratio):

| | |
|--------------------------|------|
| Китай (Shanghai) | 22 |
| США (S&P500) | 17,6 |
| Великобритания (FTSE100) | 13,4 |

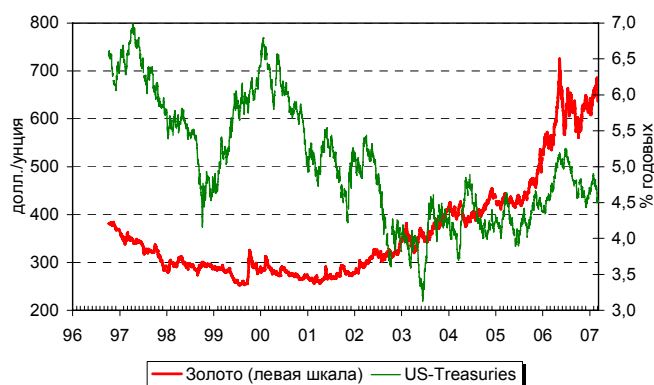
2. Ужесточение денежно-кредитной политики развитыми странами и перераспределение потоков капитала

Банк Японии 21 февраля повысил свою ставку до 0,5% годовых. Участники финансовых рынков первоначально проигнорировали это событие. Но позднее, когда стало лихорадить фондовые биржи, спокойствие на валютном рынке нарушилось. Началось закрытие позиций carry trade, с возвращением кредитов по иене, заимствованной при их открытии. В результате иена подорожала относительно доллара с уровня 121,4 иен/долл. 24 февраля до 115,9 иен/долл. 6 марта. Рост процентных ставок в Японии и усиление валютного риска сводит на нет разницу в процентных ставках между Японией и другими регионами. Проще говоря, игра на разнице в ставках уходит в прошлое. На первый план выходят глобальные риски, которые заставляют инвесторов искать активы, из которых в последствии можно будет выйти с минимальными потерями. Некоторые инвесторы делают ставку на долларовые активы (облигации Казначейства США), кто-то на японскую иену, другие – на золото. Однако говорить об изменениях существующих тенденций на этих рынках в конце февраля – начале марта не приходится - доходность 10-летних облигаций США стабилизировалась в диапазоне 4,5% годовых, цены на золото снизились с 26 февраля на 6% за шесть торговых дней, курс евро в конце февраля несколько подрос к доллару, но затем вновь вернулся в диапазон 1,31-1,32 долл./евро.


 Индекс доллара к евро и иене
(31 декабря 2001 г. = 100)


Источник: www.oanda.com.

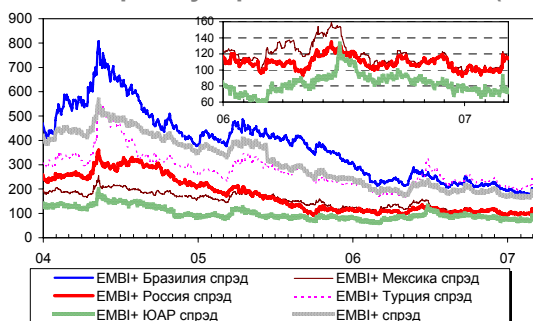
Цены на золото и доходность UST-10



Источники: ФРС США.

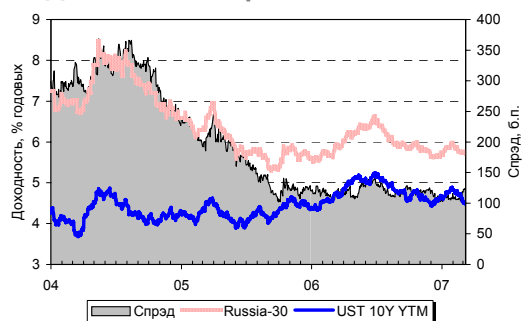
Отток капитала с фондовых рынков спровоцировал увеличение спрэдов по еврооблигациям развивающихся рынков. Индекс EMBI для развивающихся рынков на фоне падения акций в Китае увеличился на 20 б.п., для еврооблигаций России этот показатель вырос на 15 б.п. Но это нормальная реакция инвесторов, которые в условиях неопределенности на мировых финансовых рынках переходят в активы с минимальным уровнем риска.

Спред суверенных облигаций (б.п.)



Источник: Cbonds.ru.

Доходность еврооблигаций России



3. Несмотря на отсутствие явных признаков ухудшения ситуации на мировых рынках, повод для разговоров о рецессии дал бывший председатель ФРС Алан Гринспен.

В начале марта Гринспен выступил по спутниковой связи перед участниками деловой конференции в Гонконге. Отметив, что с последней рецессии в США, наблюдавшейся в 2001 г., прошло немало времени, Гринспен сказал, что текущий цикл экономического роста, возможно, подходит к концу. «Когда рецессия остается далеко позади, неизбежно возникают силы, создающие основу для следующей рецессии, и, действительно, мы начинаем видеть соответствующие признаки», - заявил бывший глава ФРС. Гринспен привел в пример показатели нормы прибыли американских компаний, которые, после роста в течение нескольких лет, начали стабилизироваться. По словам Гринспена, эта стабилизация служит ранним признаком того, что экономика США находится «на последних стадиях цикла». Правда, Гринспен сразу же добавил: «Хотя, да, это возможно, что мы получим рецессию в последние месяцы 2007 г., большинство экономистов так не думают и прогнозируют, что рост продолжится в 2008 г., с некоторым замедлением».

4. Мягкая посадка китайской экономики.

На сессии Всекитайского собрания народных представителей (проходила с 05.03. по 17.03.2007) вновь поставлена задача на мягкую посадку китайской экономики.



В докладе премьер-министра Госсовета КНР Вэнь Цзябао рост ВВП в 2007г. прогнозируется на уровне 8%, инфляция - на уровне не выше 3%, объем розничных продаж, по прогнозам премьер-министра, вырастет на 12%. При этом количество безработных среди городского населения в 2007г. не должно превысить 4,6%.

В качестве одной из главных экономических проблем выделяется высокий показатель торгового баланса страны. С целью снижения разницы между импортом и экспортом китайское правительство намерено увеличить объемы импорта за счет более продуманной валютной политики и проведения реформ в этой области.

Ранее Всемирный банк (ВБ) сообщил, что ожидает снижения темпов роста ВВП Китая в 2007 г. до 9,6%. При этом эксперты ВБ также отметили, что рост экспорта из КНР ожидается на уровне 19,8% при импорте 17,5%.

Вряд ли эти макропоказатели могли стать предвестником столь масштабных изменений на финансовых рынках. Вероятнее всего, очаг будущего кризиса находится в США, в одном из ключевых торговых партнеров Китая. Валютные Резервы Китая превышают 1 трлн. долл. По сути Китай является одним из главных кредиторов США. Поэтому от того как станет развиваться экономическая ситуация в этих странах, будет зависеть макроэкономическая стабильность в мире.

5. Есть ли признаки повторения ситуации 1997 г. и 2001 г.?

Ситуация 1997 г. – финансовый кризис на развивающихся рынках, отток капитала с этих рынков, в первую очередь, на рынок США, падение цен на нефть. Ситуация 2001 г. – краткосрочная рецессия в развитых странах – в США и Еврорегии.

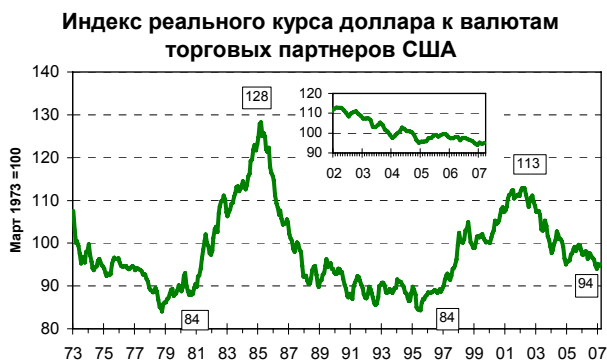
Что же происходит сейчас:

- ужесточение денежно-кредитной политики развитыми странами достигло своего апогея;
- темпы роста американской экономики в прошлом году стали снижаться, что может стать основной причиной торможения мировой экономики в текущем году;
- цены на нефть с августа прошлого года упали на четверть от своих максимальных значений и стабилизировались на этих уровнях;
- на фондовых рынках в феврале-марте прошла цепная реакция после обвала рынка в Китае, но дальнейшего негативного развития не произошло;
- наблюдается отток капитала с рынка акций, но при этом девальвационных ожиданий на местных рынках нет;
- власти Китая намерены не допустить формирования мыльного инвестиционного пузыря и предотвратить перегрев китайской экономики, что приведет к некоторому снижению спроса на мировых товарных рынках.

При этом следует отметить, что прекратился безудержный рост цен на золото, доходность казначейских облигаций США стабилизировалась на уровне 4,5% - ниже уровня краткосрочных ставок. Продолжается тенденция к снижению доллара относительно евро, при этом перелома тенденции ослабления японской иены пока не произошло (несмотря на краткосрочное ее укрепление в конце февраля - начале марта).

На наш взгляд ситуация в экономике США, а тем более в Китае, далека от кризисного состояния. Соответственно, ожидать повторения ситуации 1997 и 2001 гг. не приходится, во всяком случае, в ближайшие несколько лет.

1. Реальный курс доллара к валютам торговым партнерам США в настоящее время находится на минимальных уровнях за последние десять лет, что дает определенную фору для экспортно-ориентированного сектора американской экономики.



2. Отношение прибыли корпораций обрабатывающей промышленности к стоимости продаж превышает средний уровень благополучных и успешных для бизнеса лет «клинтономики». Высокий уровень прибыльности американских компаний способствует интенсификации инвестиционных процессов. Впрочем, дальнейшее увеличение прибыльности сейчас представляется маловероятным (по данным за четвертый квартал увеличились издержки на оплату труда, что, соответственно, снижает прибыль компаний). Этому будет способствовать «напряженная» ситуация на рынке труда. Однако стабилизация прибыльности может продлиться несколько лет, как это было в период до кризиса 2001 г., что противоречит мнению А.Гринспена.

Сергей Пухов, Михаил Столбов