

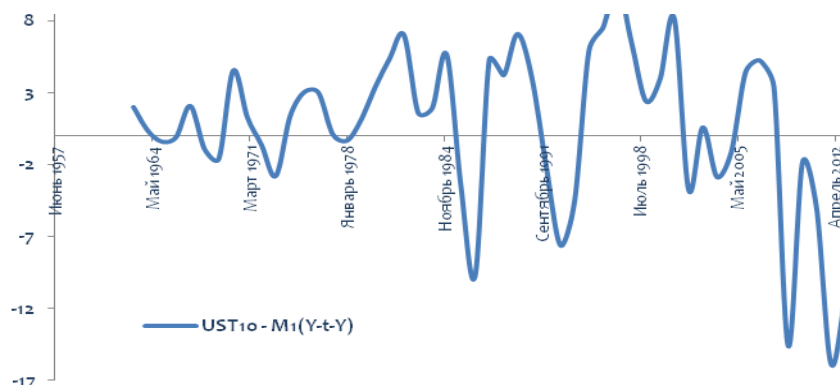
## Быстрый взгляд на финансовую политику США с точки зрения динамики денежной массы, инфляции, ставки и доходностей по госдолгу

Macro View  
26 Июня 2013 г.

Весь этот год мы наблюдаем ускоряющееся раскоррелирование российского индекса с динамикой рынков развитых стран. Мы позитивно смотрим на перспективы отечественных акций во второй половине года и считаем время весьма удачным для формирования стратегических позиций. Вместе с тем, для лучшего понимания имеющихся рисков, мы провели анализ фундаментальных факторов, поддерживающих дальнейший, во многом спекулятивный, рост американской экономики и представляем здесь результаты исследования. Мы видим риски снижения мировых рынков в случае досрочного сокращения притока ликвидности со стороны основных регуляторов и роста стоимости денег, а также выделяем два триггера этого года – проблемы внутреннего долгового рынка Китая и парламентские выборы в Германии. В первом случае коллапс мелких и средних региональных банков может привести к существенному торможению роста Поднебесной и неизбежно отразится на сырьевых котировках, во втором основной риск связан с опасениями за разбалансировку не до конца оформленного и пока хрупкого механизма поддержания европейской финансовой стабильности в случае, если по итогам выборов не удастся сформировать работоспособную коалицию, вероятность чего постепенно возрастает.

Более подробно остановимся на факторе американского финансового стимулирования и оценим поведение рынка и регуляторов в ретроспективе с середины прошлого века.

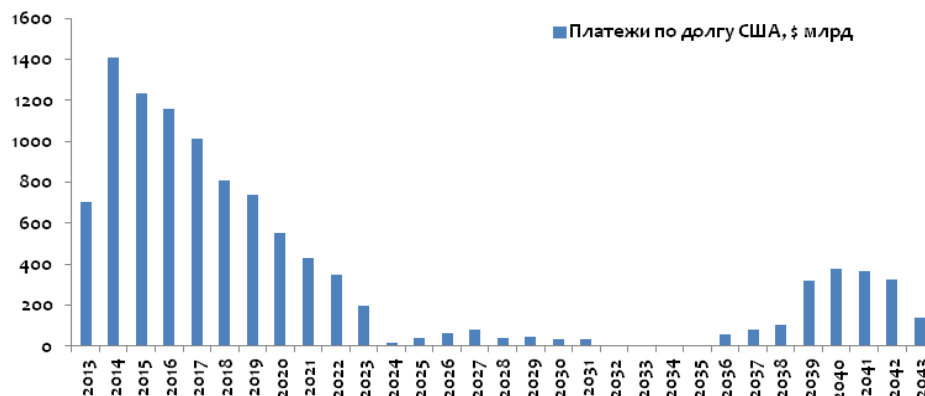
С начала 1960-х годов мы наблюдаем наибольшее расхождение между значением доходности UST10 и темпами прироста денежной массы по агрегату M1. Такое положение никогда не держалось долго.



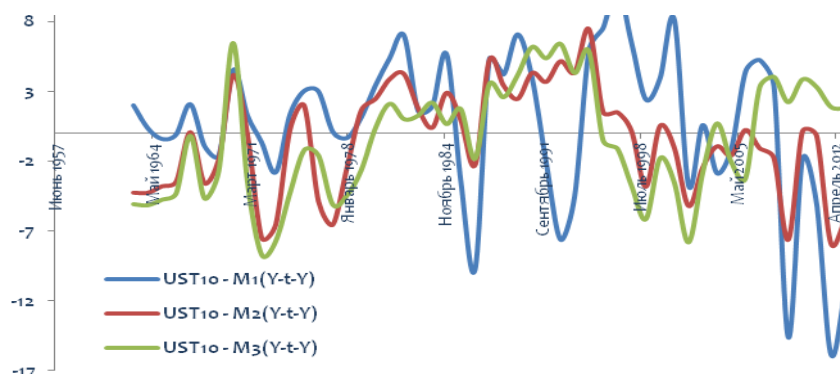
Российские активы дешевле и время хорошо подходит для накопления долгосрочных длинных позиций

Доходность гособлигаций США не обеспечивает эффективной возвратности держателям и обслуживается за счёт «печатного станка»

Это означает, что в ближайшее время ситуация развернётся и произойти это может либо за счёт сокращения вливаний, либо за счёт роста доходностей, поскольку рынок перестанет абсорбировать весь объём ликвидности. Надо учесть и планы США по сокращению дефицита и то, что пик выплат по долгу пройден в 2012-2013 годах и для рефинансирования долга ставка новых заимствований уже не критична – график платежей показывает устойчивое снижение объёмов и в 2023 году они практически нулевые, т.е. 10-летний долг может формироваться сейчас без оглядки на стоимость.

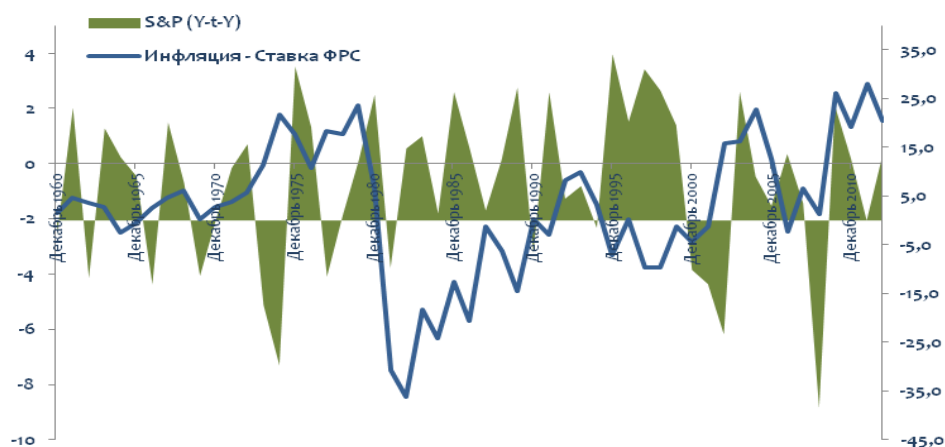


США прошли пик размера платежей по долгу в 2012-2013 годах

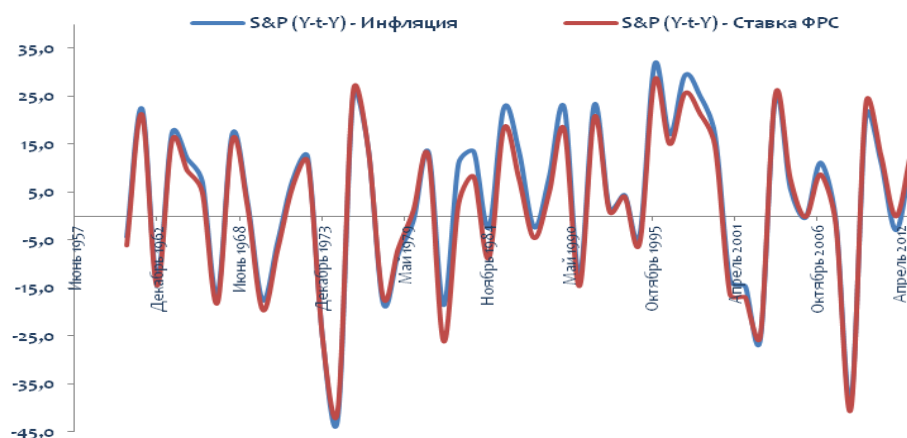


Растущая денежная масса сбила доходности по госдолгу США, позволив дёшево рефинансироваться в сложный период. Теперь низкая ставка не критична

Соотношение разницы между инфляцией и ставкой ФРС показывает, что сейчас мы также находимся на исторических максимумах и в такой ситуации, когда рост ставки экономически недопустим, сокращение разрыва возможно лишь в случае сокращения притока денежной массы. Всё это играет в пользу укрепления доллара США. При этом, сокращение спреда Инфляция-Ставка даже за счёт падения инфляции, а не роста ставки, исторически приводило к негативной реакции рынков на коротком интервале.



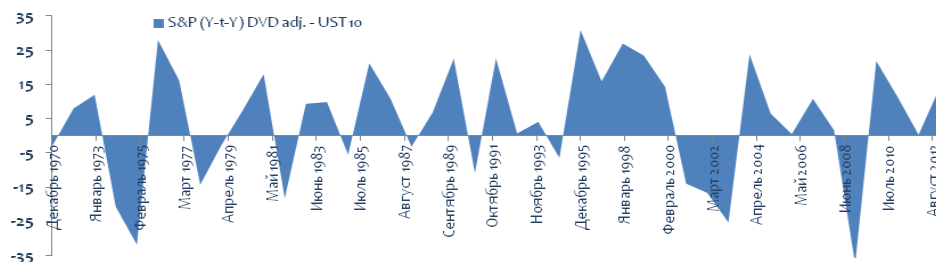
Инфляция превосходит ставку ФРС на рекордную величину. Повышение ставки невозможно, дефляция возможна только в случае глобального промышленного кризиса. Следовательно, неизбежно сокращение программ выкупа



В динамике индекса S&P500 с начала 1990-х проявляется несвойственное ранее характерное поведение – падение с годовым отскоком – вероятное следствие новой регуляторной политики ФРС

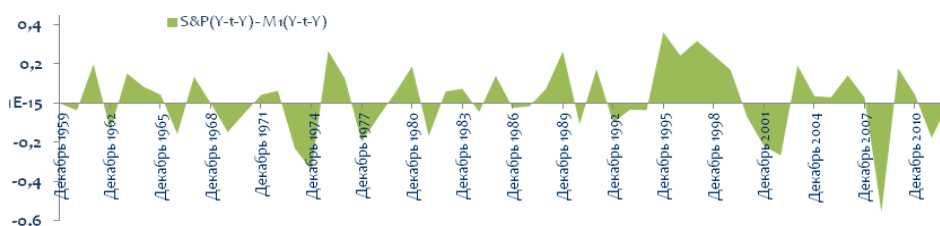
Ситуация, из приведённых выше графиков, указывает на высокую вероятность отрицательной динамики индекса S&P 500 в 2014 году, либо нулевой в 2014 и сильно отрицательной в 2015 году.

Также отметим, что исправленная на дивиденды доходность индекса по отношению к доходности UST 10 очень редко держалась положительной длительное время. Текущая ситуация очень похожа на положение в 2006-2007 году, что также предвещает негатив.

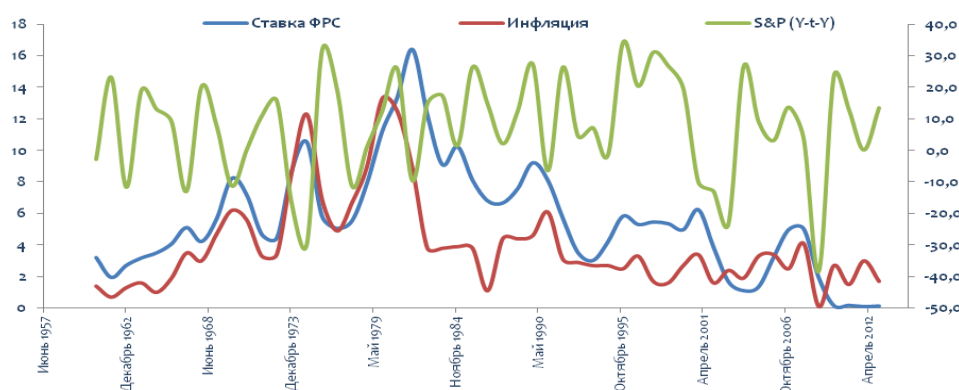


Индекс S&P500 с учётом дивидендных выплат даёт сейчас доходность выше, чем UST10. Как видно, такая ситуация не никогда ранее держалась долго. Схлопывание спреда вероятно за счёт роста стоимости долга и одновременного падения индекса

С учётом прироста денежной массы прирост индекса S&P 500 сейчас отрицательный, что говорит в пользу нейтрального 2014 года и падения уже в 2015 году.

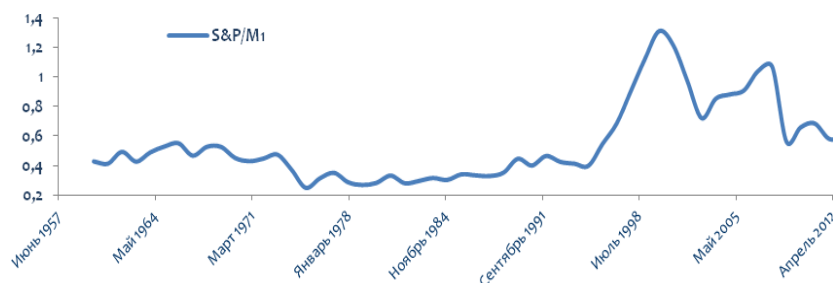


Ставка ФРС фактически закончила нисходящий цикл. Картина по внутригодовому изменению фондового индекса (зелёная линия) указывает на готовность к развороту вниз как при росте инфляции, так и при росте ставки (аналогом которого в настоящее время выступает сокращение программы TWIST или QE). Такое поведение индекса особенно характерно для последних 20 лет и без смены экономической модели повторится вновь.

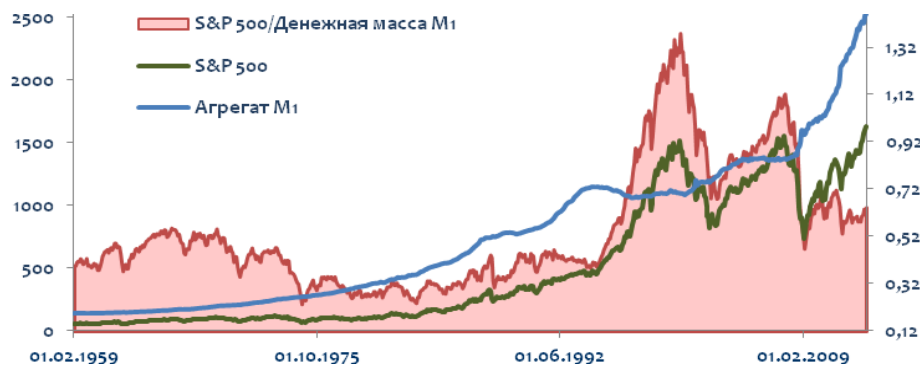


Американский фондовый рынок очень чувствителен к всплескам инфляции и демонстрирует последние десятилетия практически полную отрицательную корреляцию

Анализ показывает, что американский рынок с учётом увеличения денежной массы по агрегату M1 (наличные и вклады до востребования) фактически не растёт с начала 2009 года.

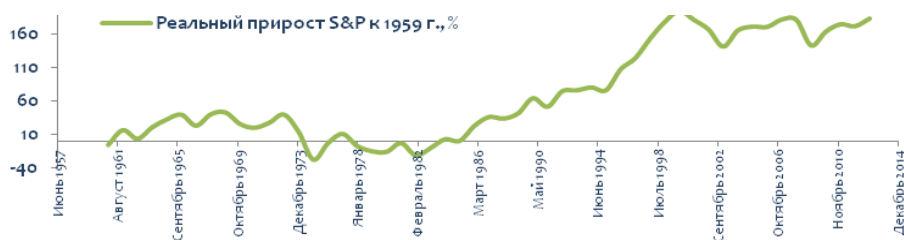
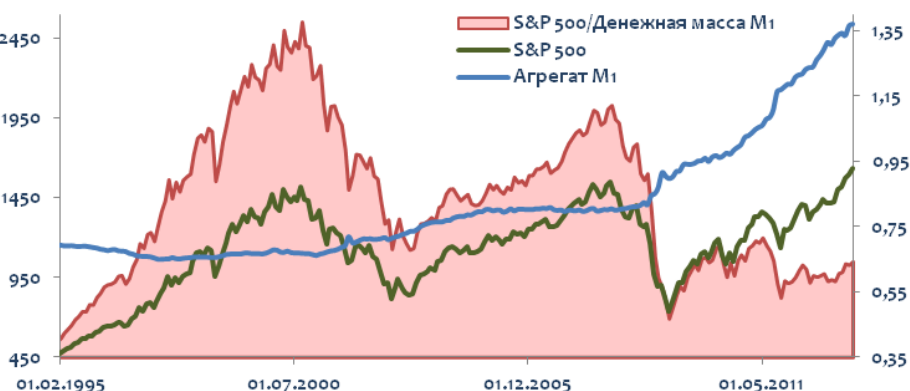
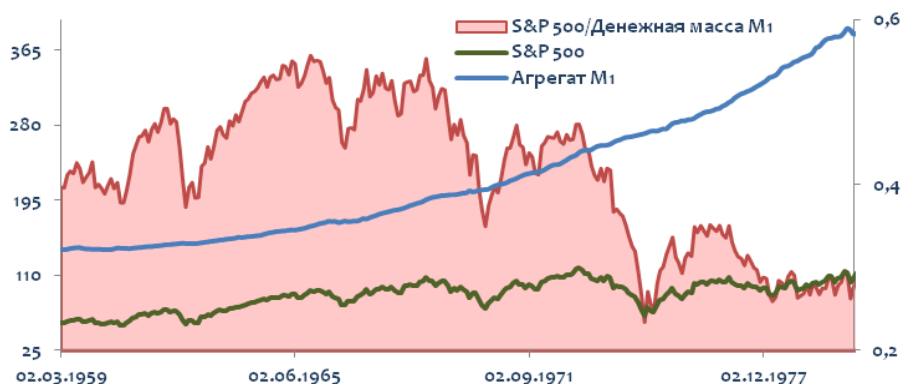


При этом, по соотношению S&P 500/M1 мы находимся сейчас на уровнях максимумов второй половины 1960-х годов.



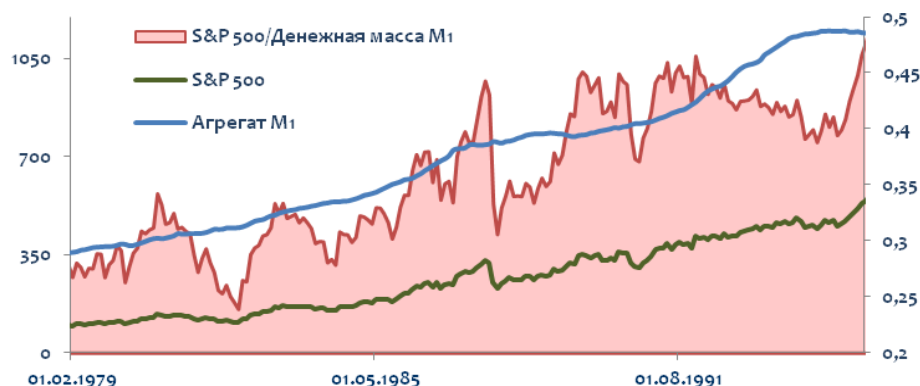
Поведение соотношения индекса S&P500 и агрегата M1, показывающее реальный рост фондового индекса относительно денежной массы, демонстрирует с 1995 года поведение, очень похожее на ситуацию 1960-1979 годов.

Характерно, что поведение указанного коэффициента S&P 500/M1 с середины 1990-х по настоящее время весьма напоминает его динамику в период с 1960 по 1980 годы. Также как и тогда, номинальный рост фондовых рынков оборачивается отрицательными реальными величинами прироста за двадцатилетний период с учётом накопленной инфляции.



Американский рынок с учётом инфляции показывает последние 10 лет отрицательную доходность от уровня конца 1990-х годов. Такая же картина наблюдалась полвека назад перед более глубоким снижением конца 1970 – начала 80-х

Реальный рост фондового рынка начался только после ярко выраженного периода консолидации в узком диапазоне в течение порядка трёх лет и последующего сильного падения индексов, произошедшего после остановки роста агрегата M1. Падение заняло около 2 лет и только после этого начался рост.



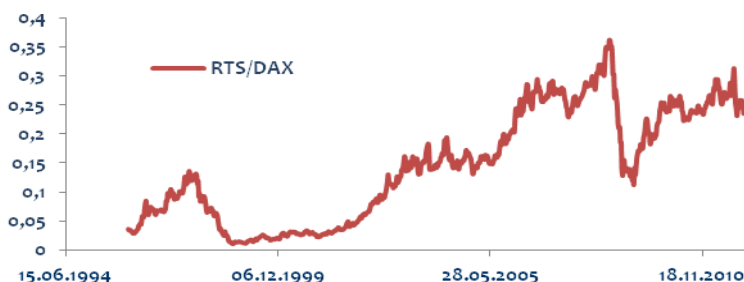
Если история повторится, то после небольшого подъема в ближайшее время нас ждёт полтора-два года довольно глубокого спада на фондовых площадках.

В дальнейшем ситуация стала меняться, что связано, по-видимому, с изменением структуры экономики США и резким усилением сектора финансов и услуг, получивших импульс за счёт увеличения денежного мультипликатора, поэтому даже периоды замедления роста денежной массы стали сопровождаться ростом индексов. С учётом стремления к реиндустриализации экономики США в администрации Обамы и значительной ослабленности финансового сектора в настоящий момент, не исключено, что реакция рынков на сворачивание роста агрегата M1 будет вновь более сходна с поведением в 1960-1970-х годах.

По соотношению российского рынка (RTS) к американскому (S&P 500) мы приближаемся к знаковому уровню 0,6, характерному для пика 1997 года периодов дальнейшего минимального присутствия иностранных денег в активах, т.е. в 2000-2004 годах перед присвоением инвестиционного уровня рейтингов России и минимума 2008-2009 годов.

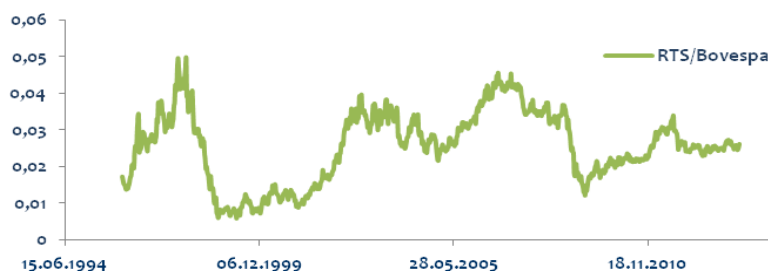


Сходная картина наблюдается по соотношению PTC и немецкого DAX.



Российский рынок ещё имеет потенциал снижения до исторически минимальных значений и относительно развитых, и относительно развивающихся аналогов

Мода на Россию прошла – это хорошо видно по соотношению индекса PTC и бразильского Bovespa, причём агрессивные продажи России относительно BRIC начались уже давно и с 1998 года максимум соотношения остался не превзойденным.



По приведённым соотношениям у российского рынка остаётся потенциал дополнительного

снижения по отношению к S&P и DAX порядка 15% и порядка 20-40% - относительно Bovespa.

Итого, худший сценарий предполагает 60% падение индекса РТС, т.е. поход на 500 п. к уровням 2008 года. По индексу ММВБ в этом случае цель окажется на уровнях 715-845 п., что соответствует снижению на 35-45% и технически приводит в район очень сильной диагональной поддержки, выше уровня коррекции 2008 года.

В отношении рубля это означает, при просадке котировок нефти, за счёт укрепления доллара США и стагнации спроса на фоне роста добычи производителями в целях сокращения дефицитов бюджета, ниже \$90 за барр. Brent, ослабление на величину 15-25%, т.е. движение к 36,0-39,5 руб. за доллар США при соотношении EUR/USD порядка 1,18-1,20. Таким образом, относительно бивалютной корзины снижение будет не столь сильным – на 1,5-5,5 руб. до 39-43 руб.

#### Итог

Укрепление доллара США и рост доходностей говорит в пользу коротких позиций по рублёвым активам и собственно рублю, с возможностью длинных позиций по коротким корпоративным облигациям несырьевых (кроме, пожалуй, нефтегазовых компаний с малой долговой нагрузкой) эмитентов, номинированных в долларах США. При этом может оставаться и хорошая возможность построения пирамиды РЕПО плечом 1:2 – 1:2,5 на данном инструменте за счёт положительного спреда со стоимостью фондирования.

Кроме того, ожидание существенного роста доходности на дальнем конце по рублёвым займам благоприятно для продажи фьючерсных контрактов на 10- и 15-летние ОФЗ, либо торговлю спрэдом лонг короткие – шорт длинные фьючерсы.

Приведённый анализ показывает, что даже при неблагоприятном сценарии на рынке останутся доступные инструменты и стратегии для получения дохода на их основе.

Одновременно мы отмечаем, что целый ряд факторов, в том числе и попытка реиндустриализации экономики США, будут иметь неоднозначное влияние и, например, стремление администрации Б. Обамы по сокращению выбросов CO<sub>2</sub> будет играть скорее в пользу дорогой нефти, поскольку конкурентоспособность США в борьбе с Германией и, прежде всего, Китаем, может быть обеспечена только при дорогом сырье, делающим энергозатратность ключевым фактором себестоимости. В этой связи переход США к экспорту энергоносителей и глубокое затяжное снижение мировых цен является весьма маловероятным. Не стоит забывать и о возросшей технологической сложности и реальной себестоимости добычи во всех регионах, а также высоких, не менее \$90 за барр. Brent, прогнозных ориентирах в бюджетах основных стран-экспортёров и крупнейших нефтегазовых компаний.

Корпоративные еврооблигации с  
дюрацией менее полутора лет смогут  
стать хорошей торговой идеей даже при  
негативном сценарии

Дешёвая нефть не нужна ни  
экспортёрам, ни США, что формирует  
фундаментальную поддержку для рубля

**ООО «УНИВЕР Капитал»**

**Центральный офис:**

123317, г. Москва, Пресненская наб., д.10, Блок Б

Телефон/факс: +7 (495) 792-555-0

E-mail: [univer@univer.ru](mailto:univer@univer.ru)

Интернет-сайт: [www.univer.ru](http://www.univer.ru)

*Департамент аналитических исследований*

**Head of Research**

**Александров Дмитрий, Ph.D.**

тел.: (495) 644-11-22, доб. 3336

e-mail: [Daleksandrov@univer.ru](mailto:Daleksandrov@univer.ru)

**Junior Financial Analyst**

**Даровская Ксения**

e-mail: [Kdarovskaya@univer.ru](mailto:Kdarovskaya@univer.ru)

**Financial Analyst**

**Шульгина Ксения**

e-mail: [Polyak@univer.ru](mailto:Polyak@univer.ru)

**Junior Financial Analyst**

**Неверова Дарья**

e-mail: [Dneverova@univer.ru](mailto:Dneverova@univer.ru)

*Департамент брокерского обслуживания*

**Head of Brokerage**

**Иконникова Юлия**

тел.: (495) 792-555-0 доб. 2271

e-mail: [Yikonnikova@univer.ru](mailto:Yikonnikova@univer.ru)

**Клюкин Артём**

Телефон: +7 (495) 644-11-22, доб. 2272

E-mail: [aepishkin@univer.ru](mailto:aepishkin@univer.ru)

**Душек Александр**

Телефон: +7 (495) 644-11-22, доб. 2282

E-mail: [adushek@univer.ru](mailto:adushek@univer.ru)

**Домнин Виктор**

Телефон: +7 (495) 644-11-22, доб. 2256

E-mail: [ydomnin@univer.ru](mailto:ydomnin@univer.ru)

**Саргамонов Максим**

Телефон: +7 (495) 644-11-22, доб. 4433

E-mail: [msargamonov@univer.ru](mailto:msargamonov@univer.ru)

**Представительства:**

344002, г. Ростов-на-Дону, пр-т Буденновский 26/57, офис 13

Телефон: (863) 269-58-25, 269-54-08

E-mail: [rostov@univer.ru](mailto:rostov@univer.ru)

420021, г. Казань, ул. Татарстан 20, офис 300

Телефон: (843) 240-40-35

E-mail: [kazan@univer.ru](mailto:kazan@univer.ru)

410004, г. Саратов, ул. Чернышевского д. 60/62 «А» 3 этаж

Телефон: (8452) 34-44-44, 45-96-92

E-mail: [saratov@univer.ru](mailto:saratov@univer.ru)

Доводим до Вашего сведения, что информация, содержащаяся в настоящем обзоре, подготовлена на основании открытых источников, является мнением аналитиков, и все риски от решений, принятых на основании данного обзора, ложатся ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО на инвестора.

Not for USA and/or GB users.



Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала.

Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе.

Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации.

ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал».

Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» запрещено.

© ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал». 2011

This research report is prepared by IG Univer Capital and is based on the information obtained from official public sources, which are reasonably deemed to be reliable and trustworthy. No special researches were carried out in order to elicit the fact that the information contained herein is inaccurate or incomplete. Analytical summaries and decisions contained herein are only the opinions of our specialists. Neither information nor any opinion expressed in this report constitutes a recommendation, an offer or an invitation to make an offer to buy or sell any securities, other investment or any options, futures or derivatives related to such securities or investments.

This research report does not provide any guarantees or promises of effectiveness (profitability) of your activities on the securities market. IG Univer Capital is not responsible for any fact of unreliability of the information contained in this document and for any measures taken by you while operating on the securities market on the basis of the above mentioned information.

It is necessary to take into consideration that any income related to such securities or other investments, if any, may fluctuate and that price or value of such securities and investments may rise or fall. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in this report.

No information relating to taxation discussed herein is a tax advice.

Investors are urged to seek tax advice based on their particular circumstances from an independent tax professional.

IG Univer Capital maintains strict internal policies, which are designed to manage any actual or potential conflicts of interest from harming the interests of investors.

Further information on the securities referred to herein may be obtained from IG Univer Capital upon request.

This report may not be reproduced, copied nor extracts taken from it, without the express written consent of IG Univer Capital.

For residents of the United States: IG Univer Capital is not registered as a broker or dealer with the SEC or NASD in the United States and the information may be distributed in the United States only to persons who by the acceptance hereof confirm that they are a major U.S. institutional investor as defined in Regulation 15a-16 of the Securities Exchange Act of 1934.

For residents of the United Kingdom and rest of Europe: IG Univer Capital is not registered with the FSA in the United Kingdom. Except as may be otherwise specified herein, this research report is communicated to persons who are qualified as market counterparties or intermediate customers (as defined in the FSA Rules) and is made available to such persons only. The information contained herein is not intended for, and should not be relied upon by, private customers (as defined in the FSA Rules). Copyright ©, IG Univer Capital, 2011