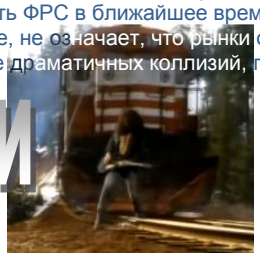
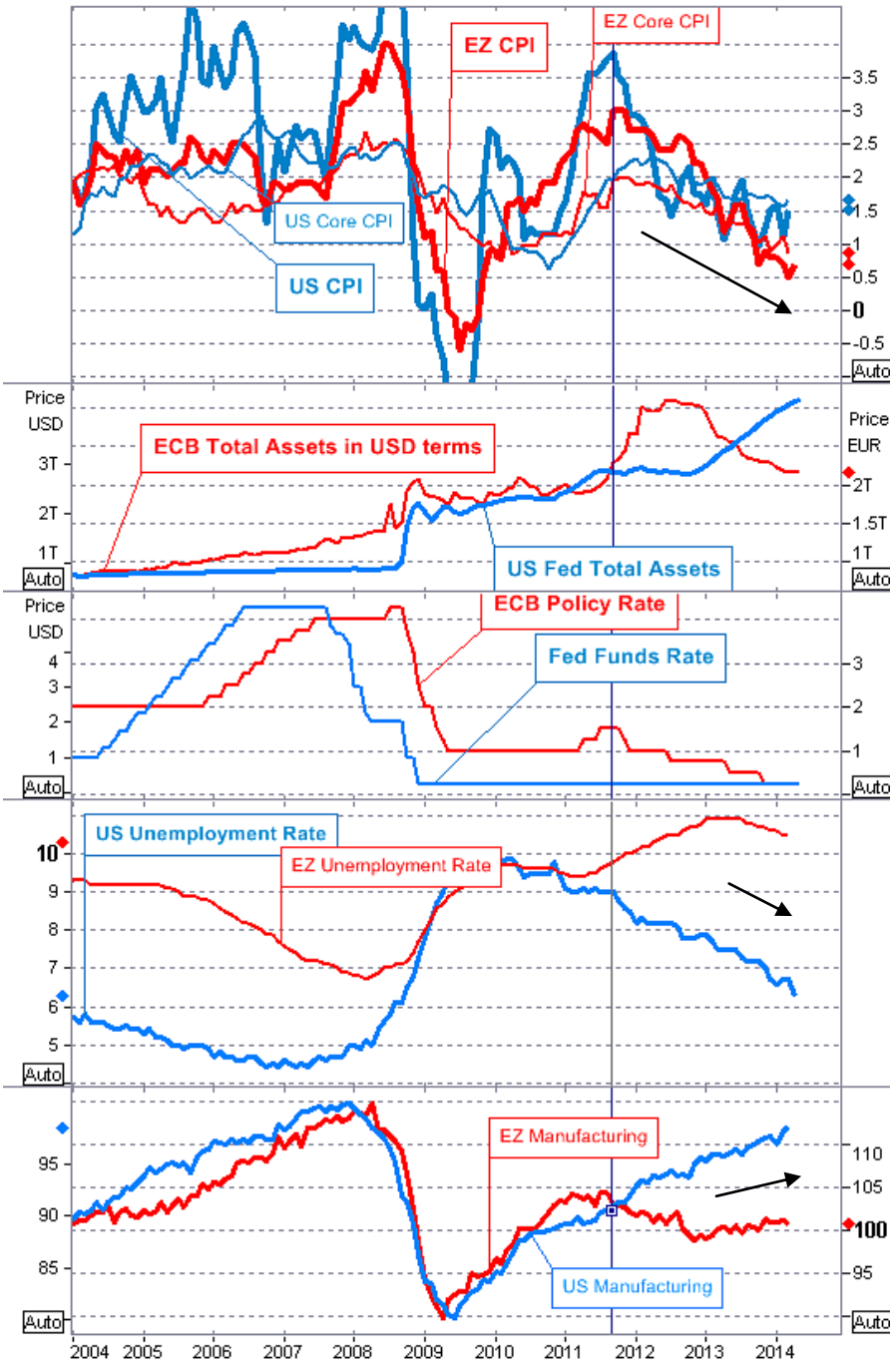
В ДОПОЛНЕНИЕ К ВЫШЕСКАЗАННОМУ

15:05:2014

Тяжелое затишье, которое мы уже некоторое время наблюдаем на глобальных рынках выражается, в частности, в том, что драматизм ожиданий, дискуссий и колебаний на страницах экономических источников – о том, например, переоценены ли акции, или нет, что будет делать ФРС в ближайшее время, и т.п. – как будто несколько снизился. Однако это впечатление, даже если оно и не обманчивое, не означает, что рынки обрели спокойствие. На самом деле, это – максимум, ожидание разрешения нескольких вполне драматичных коллизий, причем коллизий большой значимости. Все еще

НА ГРАНИ





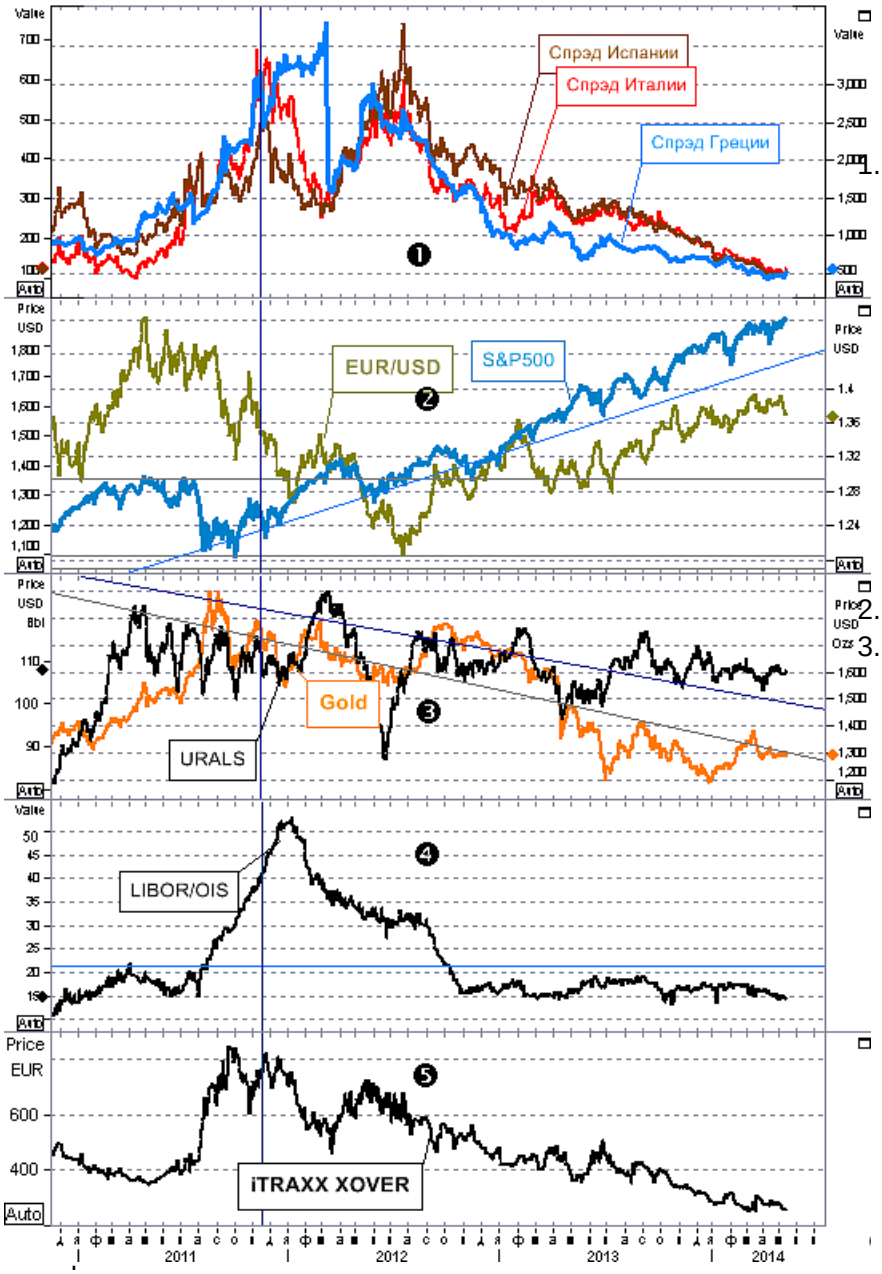
Источник: Reuters, PSB Reseacrh

Для начала – «эпический» график, который охватывает достаточно большое количество факторов, которые должны влиять на инфляцию в важнейших экономических зонах мира, на которые приходится 50% мирового ВВП: США и зона евро.

10 мая первоначальные требования страховки по безработице в США достигли минимума за семь лет, 297 тыс. заявлений. Заметка в Bloomberg называется «Goodbye, Crisis, as Bankers Start Lending in Portugal (Прощай, кризис: банки начинают кредитовать заемщиков в Португалии», и это название говорит само за себя. Несмотря на то, что проблемы остаются, и в не столь уж малом количестве (например, пром.производство в США упало в апреле на 0.6%), можно констатировать: знаменитые green shoots, зеленые ростки – позитивные явления после пика кризиса в 2008 г. крепнут. Вопрос заключается в том, что за «растения» мы увидим в итоге. Что это – пресловутое new normal в его высшей фазе, или возврат, или почти полный возврат к былой парадигме с ростом экономики на 4% и примерно такой же инфляцией?

График выше более чем наглядно показывает необычность ситуации: несмотря на продолжающиеся невероятные по мощности стимулы, пусть и по-разному осуществляемые в ЕЗ и США, заметные позитивные изменения в области занятости и выпуска промышленной продукции, инфляция остается необычной низкой, а для Европы вообще, кажется, по-прежнему актуальна угрозы дефляции.

Впрочем, из графика следует кое-что еще: возможно, разворот инфляции в сторону роста буквально за углом. И уж точно несложившаяся часть паззла – это экономика ЕЗ, где количественное смягчение уже де факто в значительной степени свернуто, а общее улучшение состояния экономики отстает от аналогичного в США после достижения европейской рецессией второго дна в 2011-2012 гг. Нельзя исключать, что текущий тренд в инфляции связан как раз со вторым дном рецессии, которая в это раз почти не затронула США, но зато отыгралась на ЕС по полной. Это означает, что когда Европа восстановится в более значительной степени, инфляция может, наконец, пойти наверх. Впрочем, это только одна гипотеза из двух возможных.



Источник: Reuters, PSB Reseacrh

На графике слева:

1. Спрэды облигаций наиболее важных пораженных кризисом экономик упали, хотя и не достигли еще докризисных уровней. Спрэд Греции-10 к Bunds сейчас 500 б.п., до кризиса – около 40 б.п., во второй половине 2012 г. – 1100-1600 б.п. У Италии и Испании до кризиса около 30 б.п., в 2012 г. – примерно 400 б.п., сейчас – около 100 б.п.
2.
3. Об S&P сказать что-то нового почти невозможно: беспрецедентный по продолжительности и амплитуде bull market уже давно притча во языцех, несмотря на опасения продолжает развиваться по своим законам. Прямой и самый явный (вместе с HY) бенефициар рекордных стимулов. Получал по сей день дозу «энергетиков» от прибылей компаний, пользовавшихся фантастическим снижением себестоимости, дармовым

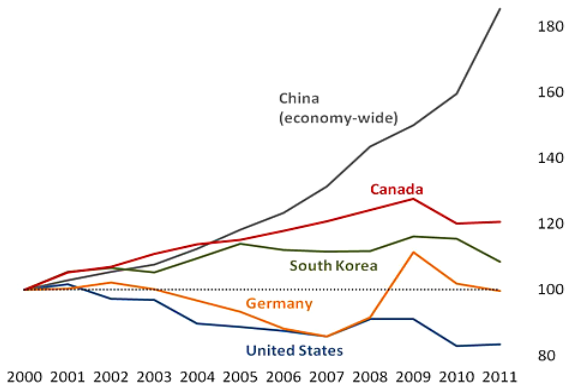
фондированием и плодами глобализации в виде растущих рынков и, разумеется, «балансовым» эффектом: когда доходность fixed income настолько низка, что инвесторы предпочитают более доходные инструменты, даже с поправкой на риск.

Что касается курса доллара и цены нефти, о них много говорилось ранее и будет сказано ниже, показатели денежного рынка, приведенные на рисунках 4 и 5 также говорят о кардинальном улучшении финансового рынка. Теперь, как мы показывали, в течение ближайших месяцев должно, наконец, проясниться истинное влияние восстановления финансовой стабильности на реальную экономику. Как говорят, keep your fingers crossed (держим кулаки за это… в той степени, в которой это нас теперь касается, конечно).

Какова вторая гипотеза о развитии событий, связанных с инфляцией, о которой мы проговорились выше? Это переход к перманентному состоянию new normal: когда рост остается невысоким (а, может быть, и относительно высоким), но и инфляция держится очень низко. Аргументы таковы, и они не новые: слабый рост или даже стагнация доходов наибольшей массы потребителей при высоком материальном расслоении. Так, качество новых рабочих мест, в т.ч. необычно высокое количество мест с частичной занятостью и низкооплачиваемых рабочих мест в сфере услуг в США (видимо, не только там) обсуждалось неоднократно, не будем к этому возвращаться. Также подробно обсуждалась потеря рабочих мест в производственном секторе из-за высокой роботизации производства. Это не ново. В то же время, нельзя не признать, что существует довольно сильный аргумент, не сулящий, однако, никому, кроме финансового сектора, ничего особенно хорошего. Хотя и без катастрофы, слава богу.

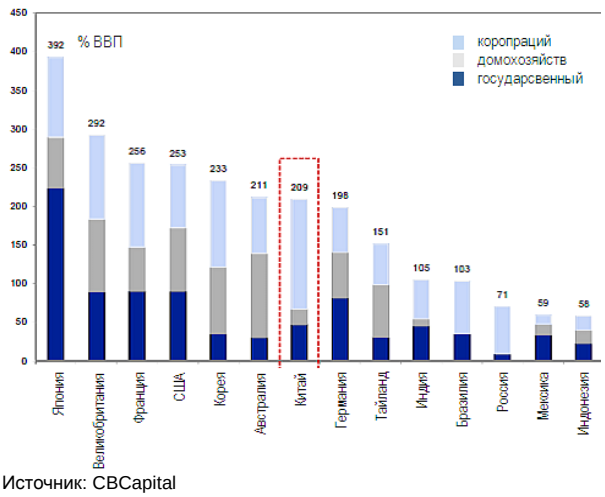
Урбанизация Китая, как мы знаем, породила средний класс в размерах, приближающихся к полумиллиарду человек. Мы приводили в качестве примера рост городского населения КНР с менее 25% в 1980-х гг. до более 50-и сейчас и о планах КПК переселить в города до 2020 г. включительно еще около 200 млн.чел., подняв планку урбанизации свыше 60%. Стоимость этого нынешнего этапа программы урбанизации – ок. 7 трлн.долларов (!). Это означает продолжение достаточно бурного роста среднего класса по экстенсивному пути. Но есть еще и интенсивный путь роста: по мере того, как Китай – теперь это официальный план – будет сокращать торговый профицит, главным топливом для роста экономики станет внутренний спрос – чего от КНР и требовалось. Это означает рост доходов населения (и кредитования; хотя, как мы показывали ранее, Китай уже закредитован более, чем США, правда, не в секторе домохозяйств, а в сфере бизнеса (150% ВВП против 75% в США) и местных органов власти.)

Рост unit labor cost в Китае уже сейчас не оставляет сомнений: исчерпание такого ресурса, как дешевый труд, ближе, чем исчерпание углеводородов



Источник: ESA (США)

Долговая нагрузка ряда экономик по секторам (2012 г.)



Источник: CBCapital

В условиях, когда доходы домохозяйств в развитых экономиках могут расти не слишком быстро, а рост доходов и unit labor cost в Китае – напротив, достаточно быстро и влиять при этом на инфляцию, финансовый сектор может чувствовать себя не так уж плохо: ставки центробанков слишком высоко не пойдут из-за умеренного инфляционного давления, а несколько более высокая инфляция поможет получать более высокий доход на активы, да и для фин.рынков это неплохо. Другой вопрос, что несколько вырастают кредитные риски и клиентская база сужается: люди меньше сберегают и меньше берут кредитов, но это – не катастрофа во всяком случае.

Цена нефти показывает динамику, которую можно истолковать по-разному, в зависимости, например, от того, какой временной горизонт вы используете, например, так:



(**Urals** и **Брент**; более толстые линии – более старые, т.е. данные уровни должны быть более прочными.)

Но стоит добавить еще пару линий, и картина несколько меняется:



Конечно, меняется не картина, а наше восприятие ее. Картина трендов на этом рынке складывается таким образом, что нефть с 3-его квартала 2013 г. остается в плавно снижающемся тренде. Но теперь она столкнулась с мощной линией поддержки (сейчас около 108 долл.; ниже, как мы знаем, есть еще сильный уровень 106 для Брент), и дальнейшее движение все еще не вполне определено. Эта ситуация не может по понятным причинам оставлять нас равнодушными, хотя наши долгосрочные ожидания – вниз.

В ДОПОЛНЕНИЕ К ВЫШЕСКАЗАННОМУ

Интересная картина по EUR/USD. Несмотря на многочисленные ожидания роста доллара, последний никак не реализуется. От ЕЦБ по-прежнему ждут нового этапа QE, что не удивительно при такой инфляционной динамике, как в зоне евро. А пока с точки зрения carry кривые по обе стороны океана наклонены по-разному. В результате **спрэд 10-леток** – решительно в пользу доллара (ок. 120 б.п.), **2-х летний** (ок. 25 б.п.) почти нейтрален, но тоже – в пользу USD, а вот на самом коротком конце, **3 месяца**, carry – *за* евро (минус 6 б.п.) За евро по-прежнему и динамика активов ЕЦБ и ФРС – пока ЕЦБ не объявил РОМО или что-то в этом роде: используя свой собственный термин для обозначения количественного смягчения.



Чтобы узнать больше, см.линейку продуктов аналитического управления ПСБ.

Управление исследований и аналитики

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>
http://www.psbank.ru, http://www.psbinvest.ru

Николай Кащеев	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.r	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.r	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovykhDD@psban	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.r	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

В ДОПОЛНЕНИЕ К ВЫШЕСКАЗАННОМУ

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.