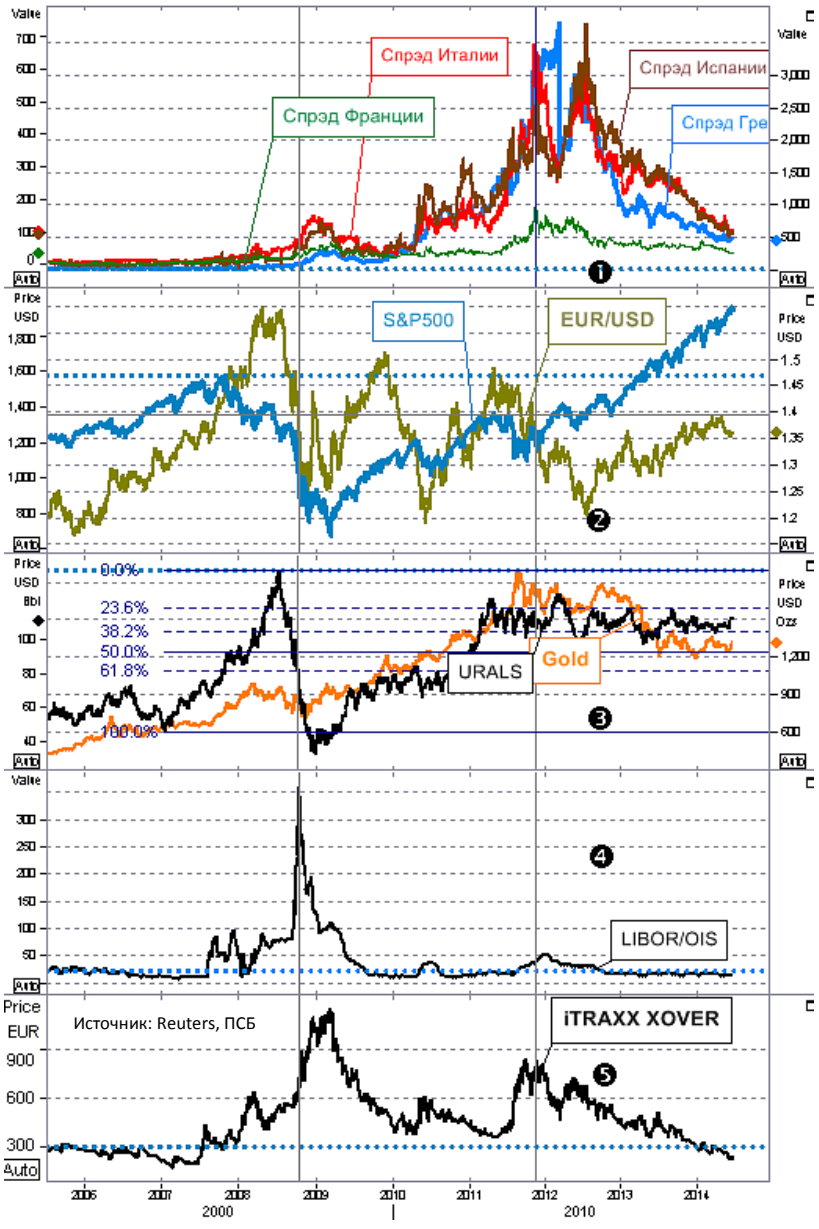
В ДОПОЛНЕНИЕ К ВЫШЕСКАЗАННОМУ

30:06:2014

Мы уже совершенно привыкли к этому. С того момента, когда Бернанке первым начал «разбрасывать деньги с вертолета», представление о рыночном и кредитном риске смещалось все более и более к той точке, куда ее сознательно толкали неокейнсианцы из ФРС и правительства США, КНР и, в меньшей степени, Европы (попавшие в значимой мере под влияние австрийской школы экономики), оказавшиеся разом и монетаристами. Их задачей было заставить банки кредитовать реальный сектор, прежде всего, потребителей, одновременно поднимая потребительские настроения через восстановление wealth, благосостояния – другими словами, через подъем цен на акции и жилье. Что-то не вполне удалось или начало удаваться очень не сразу, но большая часть мер так или иначе сработала. С не вполне ожидаемыми результатами, но от края новой рецессии мировая экономика в целом отступала, и, притом, не раз. А осталось – и даже нарастало! – вот что: в активах (точно мало кто скажет, в каких именно: «парадигма, мол, изменилась») с точки зрения риска сложилась слишком маленькая,

НЕЗАСЛУЖЕННАЯ ПРЕМИЯ

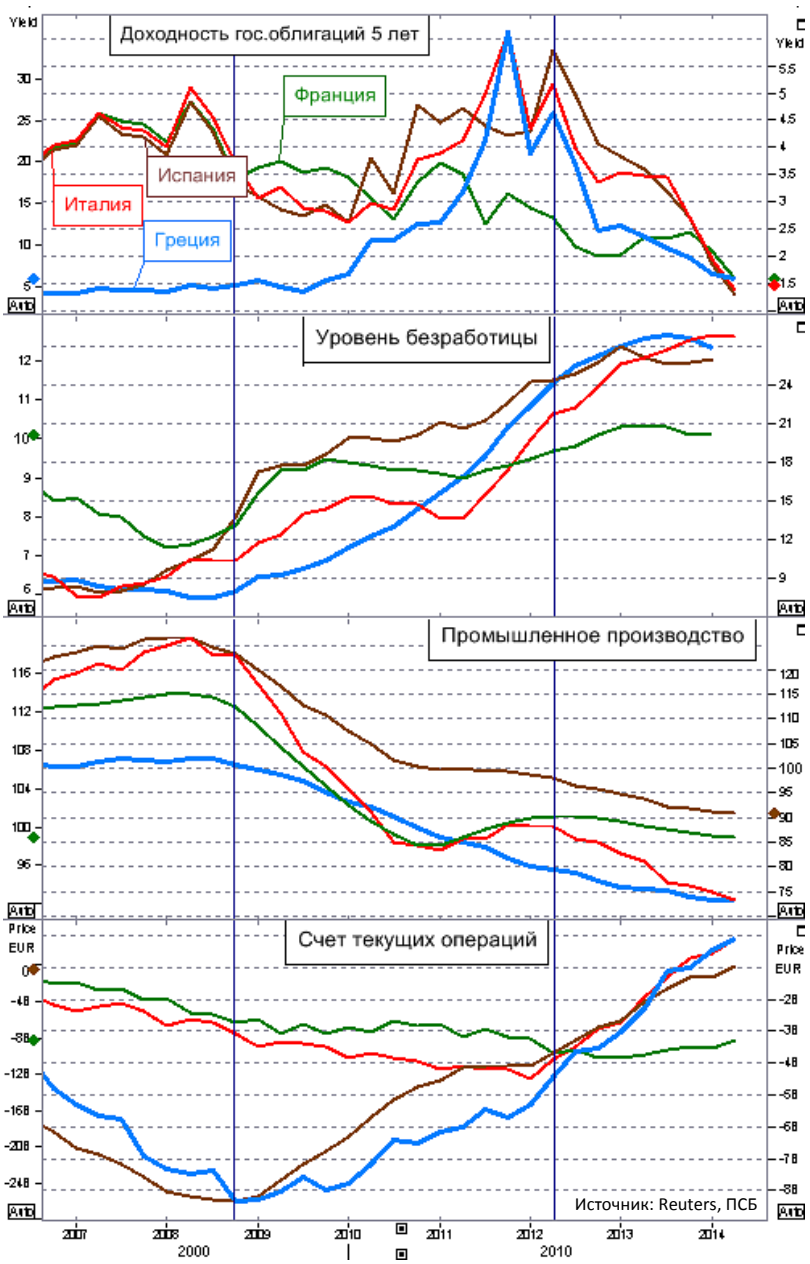
По мере того, как окончание монетарных стимулов становится все реальнее и ближе, по крайней мере, в США, волнений по этому поводу критически больше не становится. По всей видимости, финансовый мир закономерным образом обрел себя в новой реальности (т.е. полностью принял новые правила игры, в которых не должно быть проигравших на рынке), от которой по своему обыкновению, в силу особенностей своего устройства и своей психологии, просто не способен отказаться, как не мог отказаться от щедрых плодов бума недвижимости буквально до ноября 2008 г. В этом смысле мало что изменилось. Да и что могло изменится, если центральные банки готовы заплатить за любые риски вместо участников рынка, а если перестанут платить, то только после того, когда окончательно убедятся, что участники могут сделать это сами. Как иначе трактовать заявления ФРС, ЕЦБ и даже Банка Китая, не говоря уж о Банке Японии? И, что самое забавное, никто сегодня не может сказать со всей определенностью: так хорошо это или плохо? Потому carpe diem (наслаждайся сегодняшним днем). Точно то же самое, что мы думали в 2007 году, и не видно каких-то системных причин, которые заставили бы нас думать иначе.



На графике слева показан ряд рыночных показателей в сравнении с теми значениями, которые были характерны для «докризисных» времен. Все же приходится признать, что по некоторым показателям (см. граф.1) – надо же! – сохраняется некоторая премия ко временам, когда вообще все было хорошо. Но вот в чем центробанки преуспели точно – это в заметании мусора под ковер.

В самом конце 2012 г. совсем не оправились, например, Италия и Испания от мощного второго удара рецессии, а ЦБ помог им резко удешевить заимствования, которые по всем фундаментальным факторам не должны были вести себя подобным образом. ЦБ де факто прогарантировал за эти страны их выход из кризиса. И так было повсеместно с легкой руки Бернанке, причем без указания на срок, на которые эти гарантии распространяются. Эти гарантии действуют и по сию пору. Просто сказочные условия! И мы тоже получаем свою порцию премии от этого: Moody's может быть тысячу раз право, снижая прогноз рейтинга РФ по совершенно объективным причинам, но инвесторы тысячу раз подумают, стоит ли особенно прислушиваться к подобным мудрым и объективным решениям. И так – на каждом шагу. Риски же гарантированы!

Но, может быть, это правильно – такое поведение центробанков-гарантов? Вопрос в том, что дальше с этим «мусором под ковром» происходит. Вот его переработку никто финансово не гарантирует, оставляя данное дело на добрую волю правительств, которые обычно вслух не отказываются. Каковы результаты?



На графике слева – некоторые достижения (и провалы) ключевых стран ЕЗ, кроме Германии. Горизонтальные линии обозначают пики кризиса – падение LB и пик последней волны долгового кризиса в ЕС до того момента, когда М.Драги в самом конце 2013 года принял решение о количественном смягчении в еврозоне и о де факто гарантиях для долговых рынков Испании и Италии.

С тех пор успехи довольно скромные, но они есть: уровень безработицы стабилизировался, а счет текущих операций кризисных «больных» пошел на поправку. Относятся ли эти достижения к прямому действию стимулирующих монетарных мер? Если да, то только отчасти. Стабилизация занятости: это вполне можно не относить к успехах финансового спасения правительств и, вместе с ними, инвесторов и даже ряда частных заемщиков из проблемных стран, а просто расценивать как эффект достижения дна. Исправление платежного баланса: следствие резкого падения unit labor cost, из-за высокой безработицы – падения доходов работников. Причем тут финансовая стабилизация путем гарантирования де факто плохих долгов? Наверно, действительно без нее могло быть намного хуже и хуже – на более долгий период времени. Как во время Великой

депрессии, когда экономические неурядицы смогла прервать… только Вторая мировая война и восстановление мира после нее.

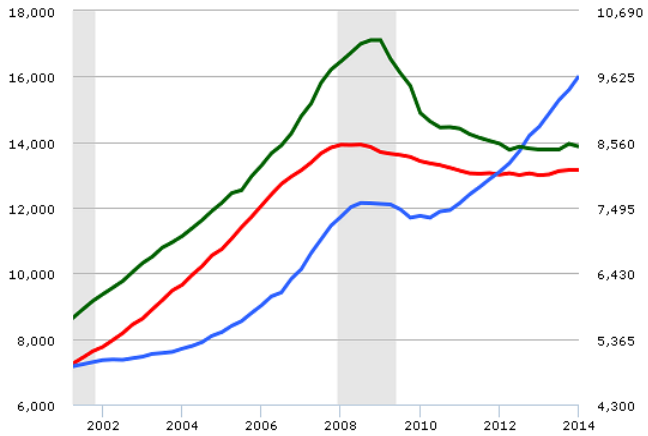
Однако что мы имеем в сухом остатке? Проблема еврозоны просто отчасти заметена под ковер, отчасти мы просто наслаждаемся ее медленным и неуверенным восстановлением потому, что помним: могло быть намного хуже. Что именно «заметено под ковер»? Вот что:

	Долг/ВВП, %		Дефицит бюджета/ВВП	
	2012	2013	2012	2013
Германия	83.0	81.5	0.4	0.4
Великобритания	88.7	93.3	8.2	7.3
Франция	90.0	92.1	4.7	3.5
Ирландия	117.7	119.3	8.6	7.5
Испания	90.7	96.9	7.0	5.7
Португалия	119.1	123.7	5.0	4.5
Италия	126.3	127.8	2.7	1.8
Греция	170.7	181.8	7.5	4.7

Источник: Moody's

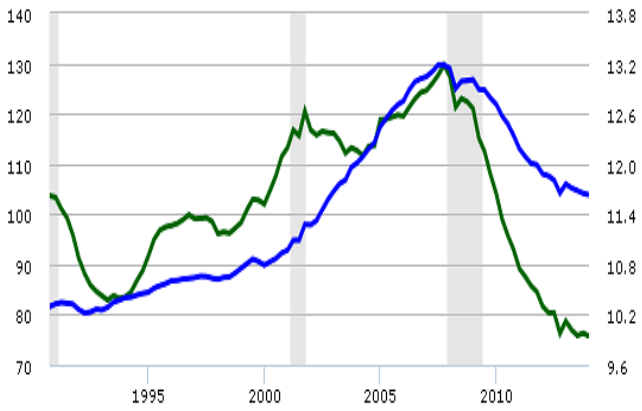
Отношение долг/ВВП в перечисленных странах через год после вмешательства ЕЦБ продолжило рост, па дефицит бюджета сократился незначительно (но притом все равно сократился, невзирая на призывы кейнсианцев). Наверно, ЕЦБ действительно не зря решил активизировать стимулы, потому что его баланс сократился, а времени для экономики ЕЗ куплено недостаточно. Вот, кто выглядит лучше – относительно - в этой ситуации: США.

Делереведж и ре-левередж в США. Долг **финансовых институтов**, **домохозяйств** и **нефинансовых** предприятий в млрд.долл.



Источник: FRED, PSB Research

Дейс твительно сильный делевредж: **обслуживание долга домохозяйств** в процентах от доходов (ПО) и **общий долг** домохозяйств / располагаемый доход (ЛО, %)

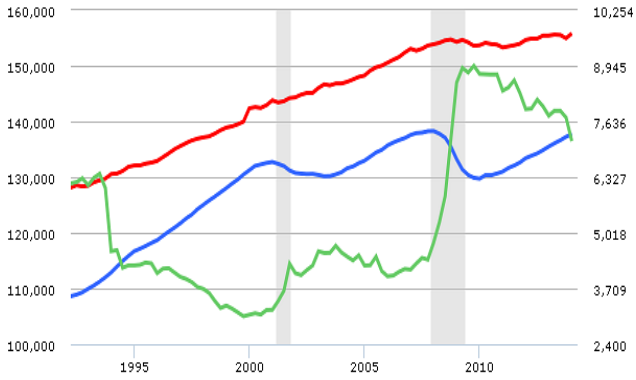


Источник: FRED, PSB Research

Как мы знаем, и экономические результаты США заметно лучше, чем в ЕС. Притом в целом они все равно довольно скромные для такого объема стимулов. Что заставляет всерьез задумываться время от времени: а действительно все ли закончилось? И если еще нет, то все ли идет правильно?

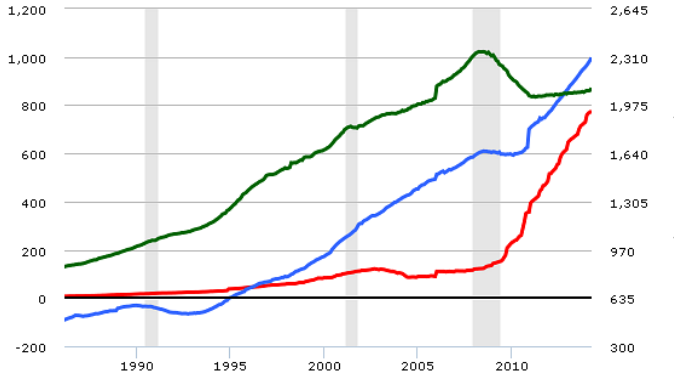
В ДОПОЛНЕНИЕ К ВЫШЕСКАЗАННОМУ

«RIGHT» **Размер трудоспособного населения** (ЛО), население, **занятое в экономике**, всего (ЛО), работники с **временной занятостью** (ПО), тыс.человек. Уровень высокий, но ситуация заметно лучше, чем была.



Источник: FRED, PSB Research

«NOT RIGHT» Долг по **кредитным картам** – потребительский кредит (ЛО), **традиционный кредит** и кредит, **принадлежащий государству** во всех формах (ПО), млрд.долл. Высокий размер льготных кредитов населению под гарантии государства. Там, где долг снижается, это снижение по-прежнему с готовностью компенсируется государством.



Источник: FRED, PSB Research

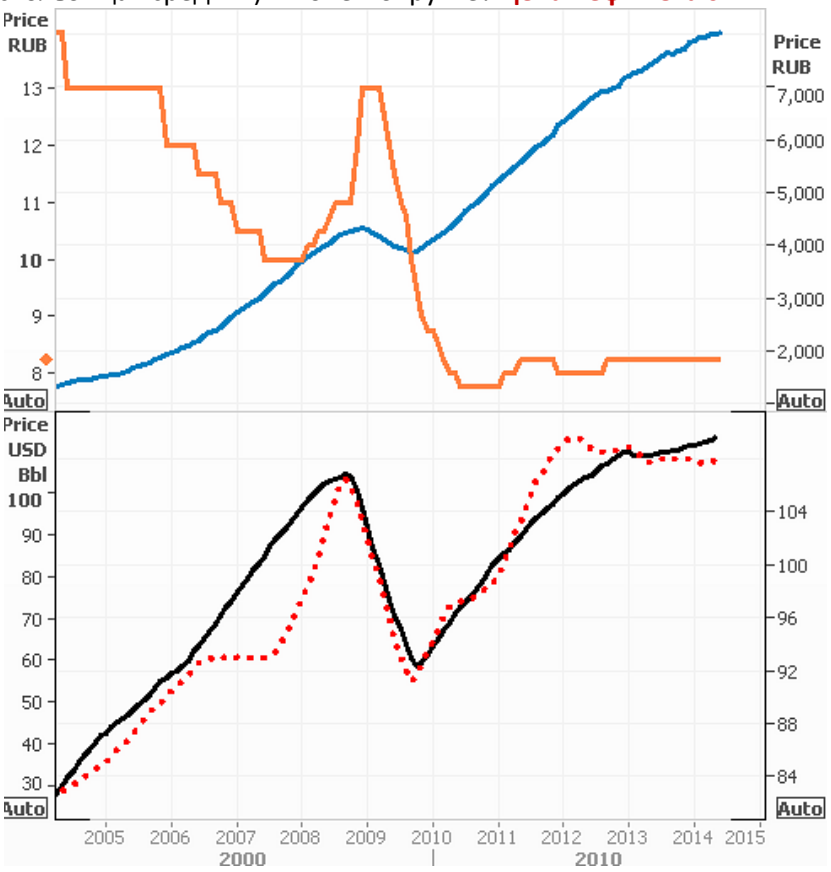
Стимулы продолжают играть очень большую роль в экономике США и меньшую – в экономике ЕС, который платит за это низкими темпами восстановления. Зато на рынках – все ок!

BIS (Банк международных расчетов) в последнем своем годовом обзоре пишет весьма откровенно: «В течение года (2013) стимулирующие монетарные условия удерживали волатильность на низком уровне и способствовали поискам доходности на рынках. Высокие оценочные показатели рынка акций, низкая волатильность и избыточное предложение корпоративного долга – все это сигнализировало о высоком аппетите к риску част инвесторов. К середине 2014 г. инвесторы снова показали высокую склонность к принятию рисков: боллшинство экономик развивающихся рынков стабилизировались, глобальные рынки акций достигли новых максимумов, а кредитные спрэды продолжили сужение. В целом, сложно избежать ощущения странного отрыва финансовых рынков с их бумом от реальной экономики во всех частях света.»

И далее: «Финансовые циклы длятся дольше традционных. Страны мира теперь находятся на очень разных стадиях финансового цикла (по-прежнему находятся – ПСБ). В странах, наиболее затронутых финансовым кризисом 2008-2009 гг. домохозяйства и бизнесы уже начали сокращать соотеношение долга и доходов, но во многих случаях это соотношение остается высоким. Напротив, часть экономик, в меньшей степени затронутых кризисом, находятся на поздних стадиях финансового бума, что делаете их уязвимыми к рецессии и серьезным финансовым трудностям (например, Канада и, от значительной части, Китай – ПСБ). В то же время, рост новых источников фондирования изменил характеристики риска. В этой второй стадии глобальной ликвидности, корпорации в развивающихся экономиках получают большую часть фондирования на международных рынках и, таким образом, рискуют оказаться перед лицом возможного исчезновения этого источника денег при первых признаках неприятностей. В более общем плане, страны могут в какой-то момент оказаться в долговой ловушке: стремясь стимулировать экономику через низкие ставки, они стимулируют рост долга, в итоге увеличвая проблему, которую они хотели решить.»

Что здесь нового? Ничего. Но это процесс продолжается, и общий долг растет темпами, опережающими реальный рост экономик, что очень справедливо и для «надежды мира» - КНР, как мы уже писали.

«Скучная» история России. Хотите расти? Монетизируйте экономику: **денежная база** (активы ЦБ РФ), **ставка рефинансирования** ЦБ **пром.производство** в РФ (индекс, 9 мес. скользящая средняя). Монетизируйте? **Цена нефти Urals**:



Источник: Reuters, PSB Research

Торговые идеи: нет

Ситуация на глобальных рынках сложилась неопределенная. В основном активы находятся в непривлекательной зоне, что характеризуется либо консолидационными тенденциями, либо существует высокий новостной риск(геополитические события, заседание ЕЦБ 3 июля). Целесообразно использовать рыночно-нейтральные стратегии, которые не зависят от направления движения рынков.

Р.Османов

Чтобы узнать больше, см.линейку продуктов аналитического департамента 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.