



5:09:2014

При всей нынешней относительной удаленности от повседневных проблем мировой экономики, мы все равно не можем не наблюдать за тем, что с ней происходит. Как бы мы ни стремились к некоей (конъюнктурной) самодостаточности или даже автаркии, в лучшем случае это может быть достигнуто в отдельных областях, частично. Да и то не без ущерба для развития экономики в целом – уж такова сегодняшняя экономическая парадигма. Опять же, само выражение «в лучшем случае» довольно условно – в отношении слова «лучший». Что бы ни происходило в мире, оно по-прежнему происходит никак

НЕ ЗА КРАЕМ ЗЕМЛИ

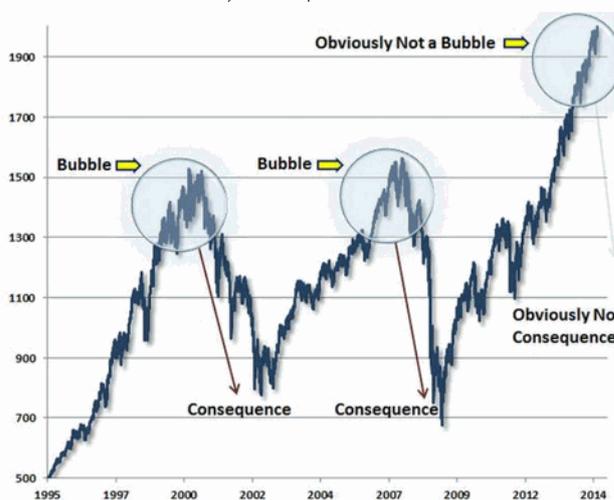


Прочным якорем, который удерживает нас возле мировых финансовых рынков в любом сценарии остается сырье. Даже СССР, как мы знаем – экономика, близкая к автаркии (и, разумеется, далеко не успешная) – держался за Самотлор и нефтепровод «Дружба» для того, чтобы не потерять равновесие со своей неповоротливой экономикой, в которой на оборонку приходилось примерно 58% бюджета (данные Центра стратегических исследований МГУ), прямо или косвенно. Надо понимать, что тогда именно через бюджет шло обращение практически всех денежных ресурсов страны – частной собственности и рынка ведь не было.

Мир, возможно, не был бы таким сложным, по крайней мере, в области финансов, если бы различные активы на различных сегментах рынка не были бы более-менее тесно взаимосвязаны. В свою очередь, несмотря на все усилия центробанков и прочих сторонников монетарного стимулирования, эти активы, не исключая, разумеется, сырьевые, по-прежнему прямо или, чаще, косвенно завязаны на состояние экономики. Причем по-прежнему главным образом в нескольких финансовых центрах.

Тут для разрядки позвольте вам предложить что-то вроде карикатуры на нынешнее состояние рынков:

Via John Hussman... *no bubble, no consequences...*



Вряд ли данное изображение можно назвать полностью адекватным: цена акций (здесь: S&P500) может оказаться весьма высокой, но это вполне может быть обусловлено рядом обстоятельств – как высокой прибылью компаний, так и низкой платой за риск. И то, и другое в различной степени присутствовало (и присутствует по сию пору) в аргументах тех, кто настроен оптимистично. В скором времени мы покажем несколько индикаторов, которые могли бы подтвердить объективность столь высокой цены. Впрочем, все они не являются окончательно однозначными.

Однако – как мы не раз говорили – сегодня риск (экономический) концентрируется во вполне определенной географической зоне. Точнее, не в одной – но про одну мы знаем больше всего. S&P500 – все же американский индекс, хотя и имеющий колоссальное глобальное значение, однако США сегодня – островок относительно стабильного экономического роста, который, вдобавок, признается имеющим позитивные перспективы. В Европе ситуация иная: она, как мы уже привыкли, остается разделенной несмотря на все интеграционные усилия, и



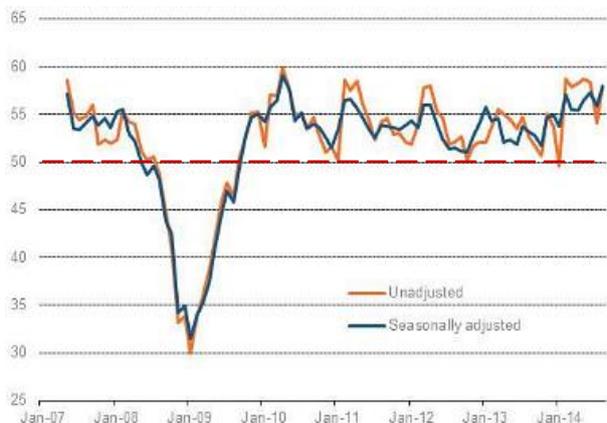
одни ее важные области (Франция, Италия, например), упорно тянут назад даже такой мощный локомотив, как Германия. Только геополитики им не хватало! Ну, да один человек предполагает, а другие – располагают...

Глобальная экономика в августе показала хорошие результаты согласно индексу PMI



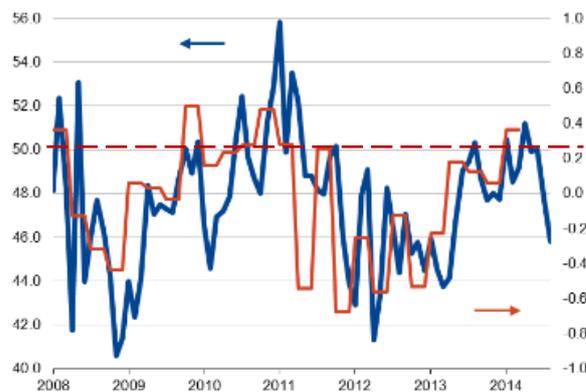
Источник: MarkIt

Индекс PMI промышленности США: очень неплохие результаты. Штаты придали значительную часть ускорения глобальному индексу:



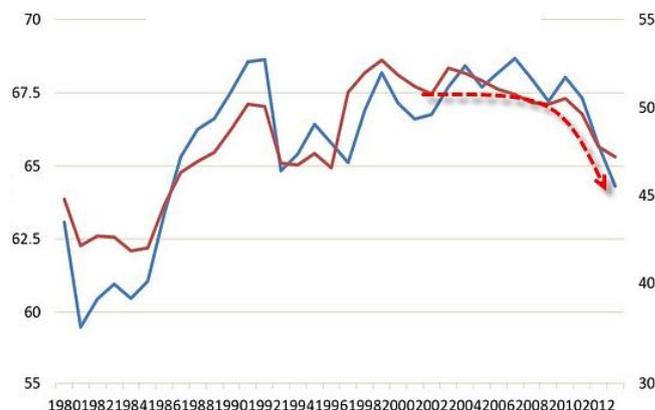
Источник: MarkIt

Однако, последний по времени и важный PMI в области розничной торговли в еврозоне не внушает большого оптимизма. **PMI и потребительские расходы:**



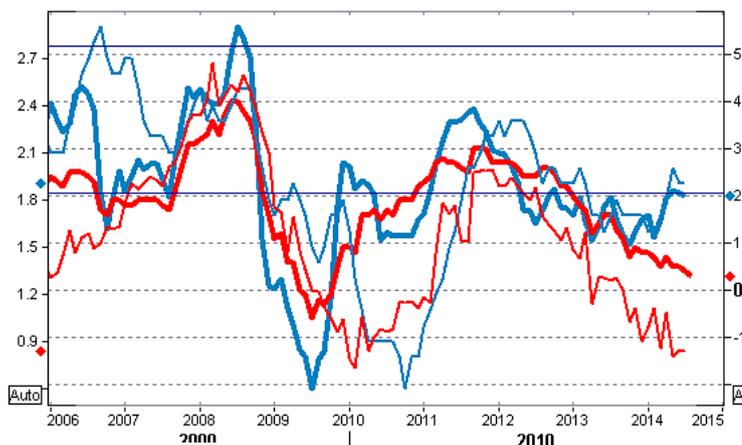
Источник: MarkIt

Доля в экспорте внутренней торговли в ЕС (ЛО) и в еврозоне (ПО). Помимо собственно экономической динамики: не удивительно будет, если в случае оформления соглашения США-ЕС о свободной торговле эти доли снизятся еще больше:



Источник: Bruegel, МВФ

Для завершения картины: инфляция в зоне евро и США (толстые линии – ИПЦ, тонкие – базовая инфляция)

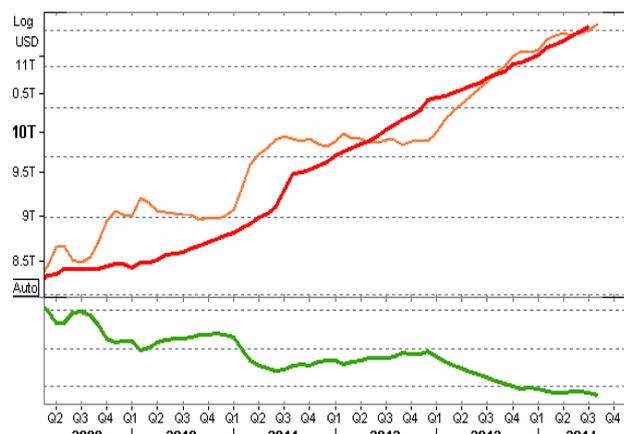


Источник: Reuters, PSB-Research



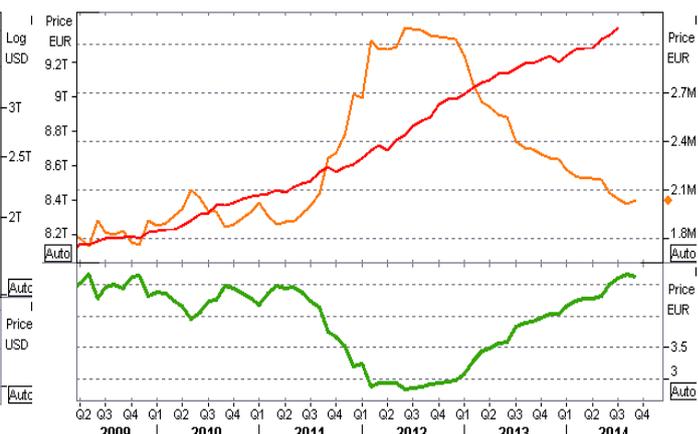
Если динамика инфляции в США, как и динамика рынка труда, оправдывает, как минимум, в значительной степени постепенный отход от политики стимулирования, то в ЕЗ все ровно наоборот. ЕЦБ, который в течение длительного времени занимал привычную по-европейски выжидательную позицию после экстренного спасения Италия и Испании, теперь никуда не денется. В самом деле, вот, что получалось до сих пор в денежной сфере у монетарных властей двух крупнейших экономических зон мира:

Денежная база (примерно: активы ФРС) и **денежная масса** США, а также показатель ссудной активности банков: **денежный мультипликатор**



Источник: Reuters, PSB-Research

Активы ЕЦБ и **денежная масса** еврозоны, а также показатель ссудной активности банков: **денежный мультипликатор**



Источник: Reuters, PSB-Research

Оба экономических центра явно отличались избыточным денежным предложением: см. на динамику денежно мультипликатора (банки не успевали переработать эмиссию в кредит), однако ЕЦБ успел убрать практически полностью свой навес из временной эмиссии LTRO, тогда как американская эмиссия была не на время – речь шла о покупке бумаг. В случае ЕЦБ велико было влияние «ортодоксальной» Германии, не желавшей QE в американском стиле. И сейчас эта позиция сохраняется, несмотря ни на что. Эффект от этого контролируемого и осторожного стимула пока оказался для еврозоны противоречивыми в лучшем случае.

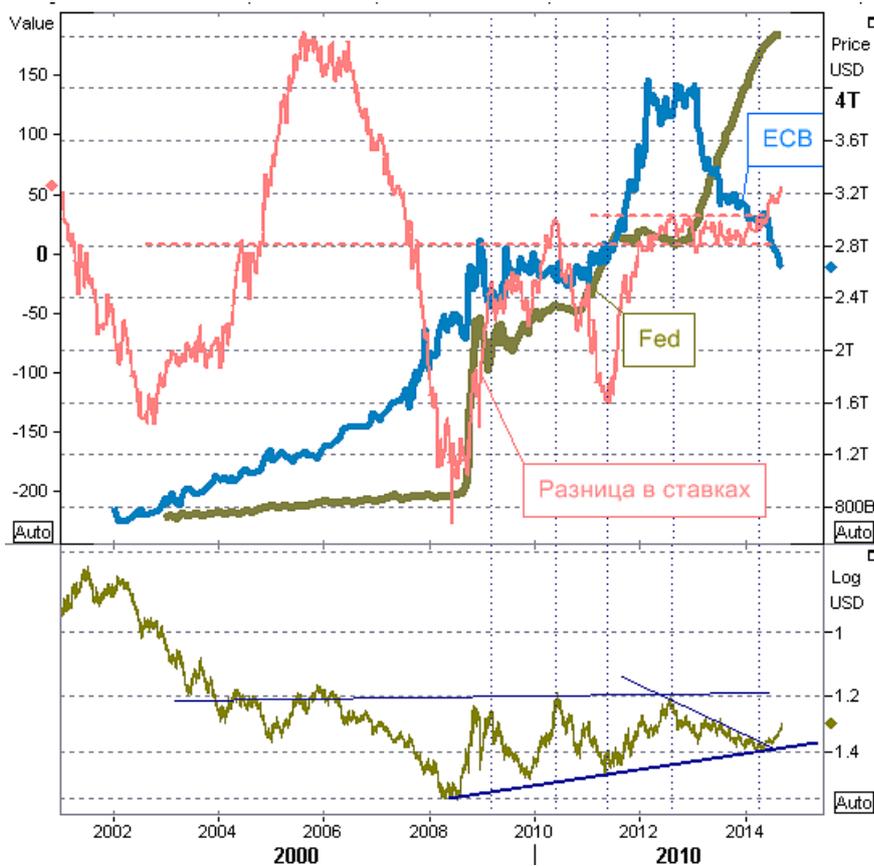
Хотя М. Драги на прошлой неделе сделал все для него возможное, вопрос о покупке бумаг на баланс ЕЦБ – собственно, QE – снова, по словам Bloomberg, «завис» в ожидании согласия Германии. На уровне долгосрочных рыночных операций обещано около 900 млрд.долл. (700 млрд.евро), а отрицательная ставка по депозитам вкупе с ZIRP по предоставлению средств дестимулирует сбережения и стимулирует инвестиции – в теории, по крайней мере. Для сравнения: активы ЕЦБ сегодня – 2.6 трлн.долл. (по обменному курсу), активы ФРС – 4.1 трлн.долл.

Возможно, Марио Драги добьется определенного успеха. Особенно его шансы повысятся, если добавить к этому ряду монетарных мер еще один компонент: снижение курса евро. Обычно также влекущее за собой снижение стоимости ряда сырьевых товаров, например, нефти. Ну что же, это снижение почти наверняка прилагается к денежной политике ЕЦБ, да и момент вполне удачен: США показывают рост, выглядящий достаточно устойчивым для того, чтобы ФРС продолжила серьезное планирование изъятия стимулов.





«Диспозиция» на сегодня: активы ЕЦБ и ФРС в долларах США (ПО), разница в ставках на коротком конце кривой в б.п. (ЛО) и курс EUR/USD (перевернутая ось, внизу):



Источник: Reuters, PSB-Research

Многолетний плавный тренд роста USD к евро после восьмилетнего падения удерживается, а резкое изменение supply и [скорый, ожидаемый] разворот динамики соотношения денежных баз крупнейших центробанков не оставляет доллару иной траектории, кроме роста. Довольно долгое время, начиная с 2013 г., при всех прочих обстоятельствах рост американской валюты сдерживался именно преобладающим предложением USD, тогда как ЕЦБ абсорбировал и абсорбировал ликвидность. Теперь все массово ждут перемен и на этом фронте. И это при том, что в США всего лишь замедлился рост денежной базы, не более того.

И то, что из этого следует: нефть. График Brent и Urals вполне красноречив. И дело – не только в курсе доллара: предложение, особенно потенциальное, очень велико, несмотря ни на что.



Источник: Reuters, PSB-Research

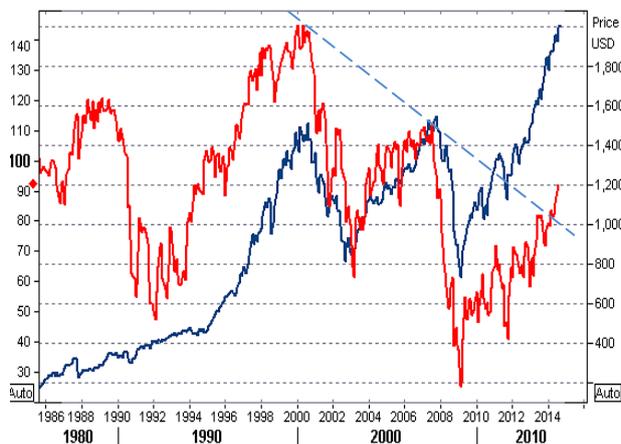




В качестве еще одной иллюстрации: есть ли пузырь на рынке акций США?

Индекс потребительской уверенности США (Conference Board) vs. **индекс S&P500**. Что первично: яйцо или курица? Рост акций придает уверенности: пресловутый wealth effect, но такой отрыв одного индикатора от другого... Потянет ли за собой рынок уверенность потребителей, которой им хватает все меньше с каждым циклом?

Динамика числа **рабочих мест** вне сельского хозяйства и **индекс S&P500**. Прежде соотношение этих индикаторов тоже было скромнее. Но *стоимость ликвидности* всегда ранее была выше, чем сейчас.



Источник: Reuters, PSB-Research



Источник: Reuters, PSB-Research

Метрики по соотношению прибыли на акцию и цены акций (знаменитый мультипликатор P/E) дают почву для разных выводов, причем те, что основаны на циклических индикаторах, говорят о некоторой переоцененности рынка, но не такой, как в 2007 г. То, что рынок на границ коррекции, мы знаем уже довольно давно. Но судьба самой коррекции – тайминг, что важнее: глубина – все еще, похоже, в руках ФРС. А они, надо отдать им должное, крайне осторожны. Многие поставлено на карту, когда рынок забрался на такую высоту во все еще неоднозначной экономической ситуации. Нужны, по-видимому, инфляционные сигналы из США достаточной ясности и, разумеется, их оценка FOMC.



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.ru	+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
Дмитрий Монастрышин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4710
Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4714

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+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	SemenovkhDD@psbank.ru	+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.ru	+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





© 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.