



10:12:2013

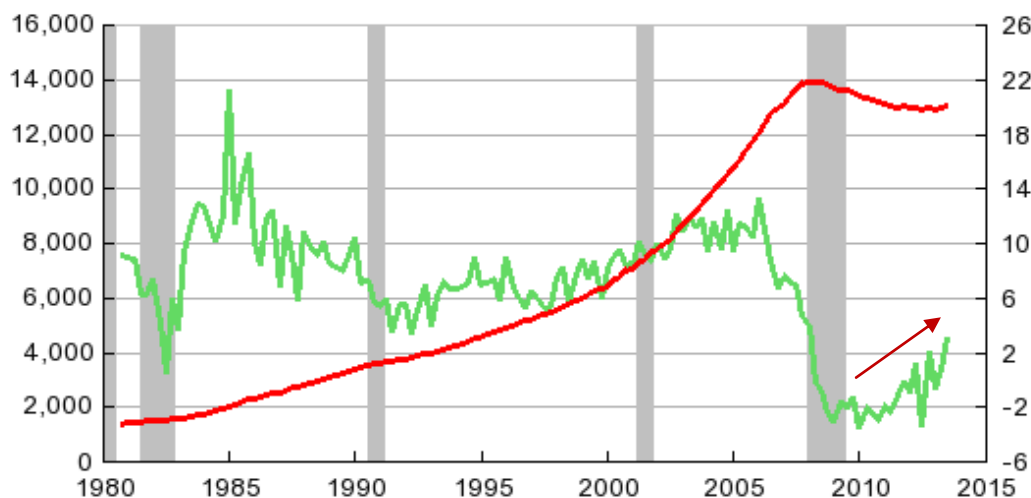
Уоррен Баффетт процитировал Дж.Буша-младшего: «Если деньги не станут легко доступными, этот лопух утонет» («If money doesn't loosen up, this sucker will go down»). Насколько мы понимаем, он имел в виду самого себя. И, чтобы не прослыть «лопухом» и не затонуть, решительно поддержал Бернанке и Полсона, которые показали всему миру пример решительных действий – QE. Это произошло в тот момент, когда с денежного рынка общим объемом 3.5 трлн.долл. всего за три дня ушло 175 млрд.долл. – после краха LB. «Все фонды денежного рынка имели в портфелях векселя. Многие компании, такие как GE, выпускали много векселей. После этого [обвала рынка] американская промышленность практически остановилась.» – сказал У.Баффетт. Так все начиналось когда-то... Но это – уже давняя история. Тогда дилемма «печатать или не печатать» решилась как-то разом. Теперь – новое распустье: со 2Q 2013 г. нас снова преследует

## НАВЯЗЧИВАЯ ДИЛЕММА

Буш сказал свое веское слово («sucker will go down») в 2008 г. Сегодня слово Дж.Балларду от ФРБ Ст.Луиса, одному из любимцев СМИ и публики – любимцу за обычно адекватные и взвешенные высказывания, несмотря на его общепризнанную принадлежность к лагерю «голубей». Вот что он сказал перед началом «периода тишины» за неделю до очередного заседания FOMC (цит.по Bloomberg): «Небольшое сокращение покупок активов ФРС (какой длинный эквивалент слова «tapering»!) могло бы послужить признанием факта улучшения ситуации на рынке труда и одновременно оставило бы для Комитета возможность пристально следить за инфляцией в первой половине 2014 г. Если инфляция не вернется к целевым показателям, Комитет мог бы приостановить tapering на последующих заседаниях.» Баллард также прямо воспротивился желанию некоторых региональных представителей ФРС ввести расписание для tapering, как по срокам, так и по объему. Ни сроков, ни объемов – вот его позиция, и, что-то подсказывает нам, что и всего комитета. Господи, ну что же они скажут через неделю, наконец?!

Ну, хорошо, предположим, что ответа еще не знает даже Баллард; узнает его в положенное время, сам оказав на решение FOMC собственное значительное влияние. Весь мир зависит от этого решения, так что всевозможные гадания в этой ситуации вполне естественны. И с чем США подходят к этому судьбоносному дню?

Ниже: **общий долг** домохозяйств, млн.долл. и **изменения** этого показателя год к году, %.

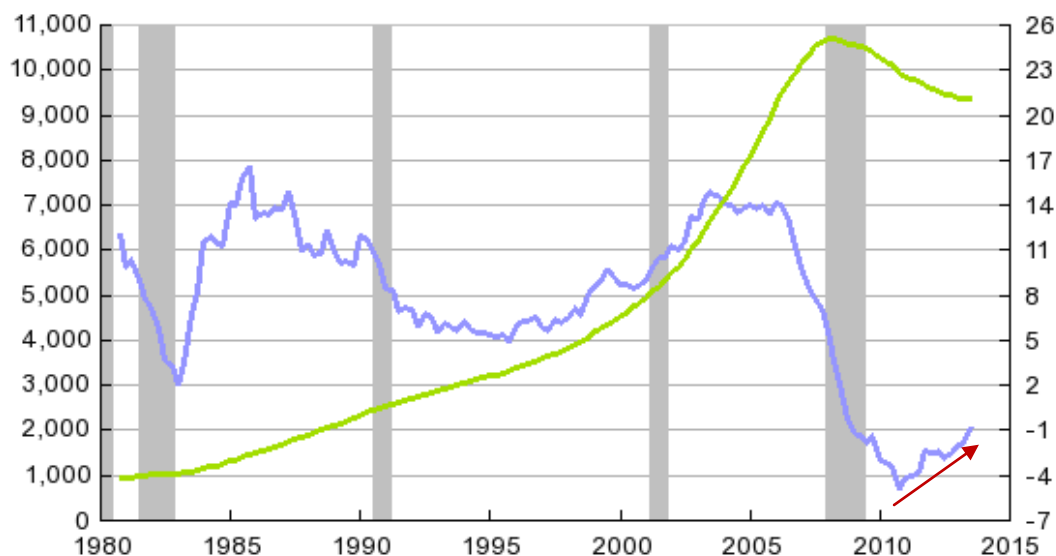


Источник: база данных FRED





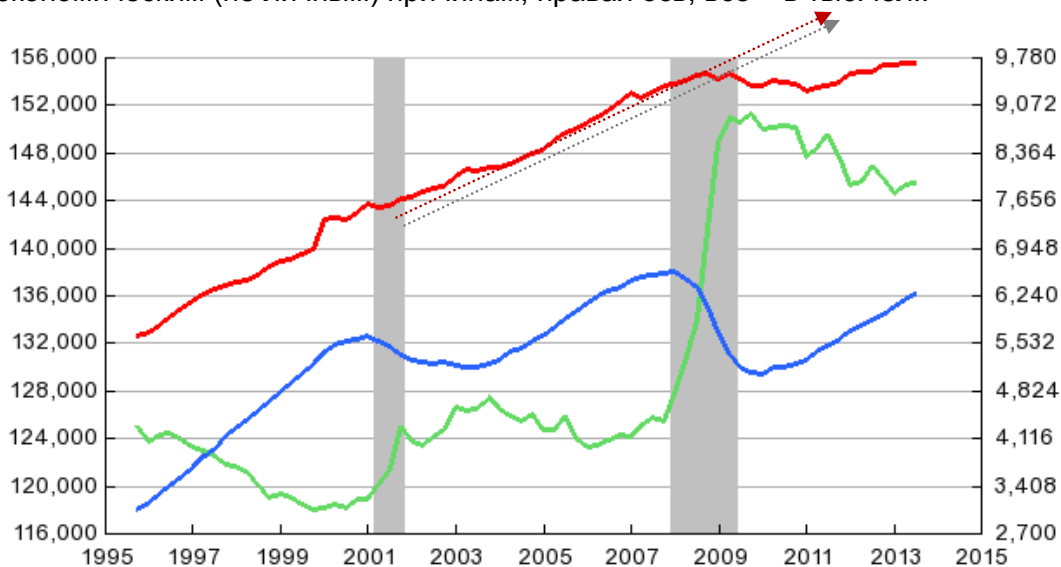
Еще: **общий ипотечный долг** домохозяйств, млн.долл. и **изменения** этого показателя год к году, %.



Источник: база данных FRED

На основании приведенных графиков – и им подобных – участники рынка заявляют о следующем: делевередж в США **закончен**. Домохозяйства снова начинают делать долги, и это очень ясно свидетельствует о... выходе из кризиса, конечно! Не столь важно, что уровни долга в абсолютном выражении довольно низки, как и темпы роста – важна общая динамика. Рост долга домохозяйств может, якобы, говорить о том, что теперь tapering, его воздействие на финансовые рынки не угрожает возобновившемуся росту. Последнее умозаключение не очень понятно, но оно имеет место на страницах СМИ.

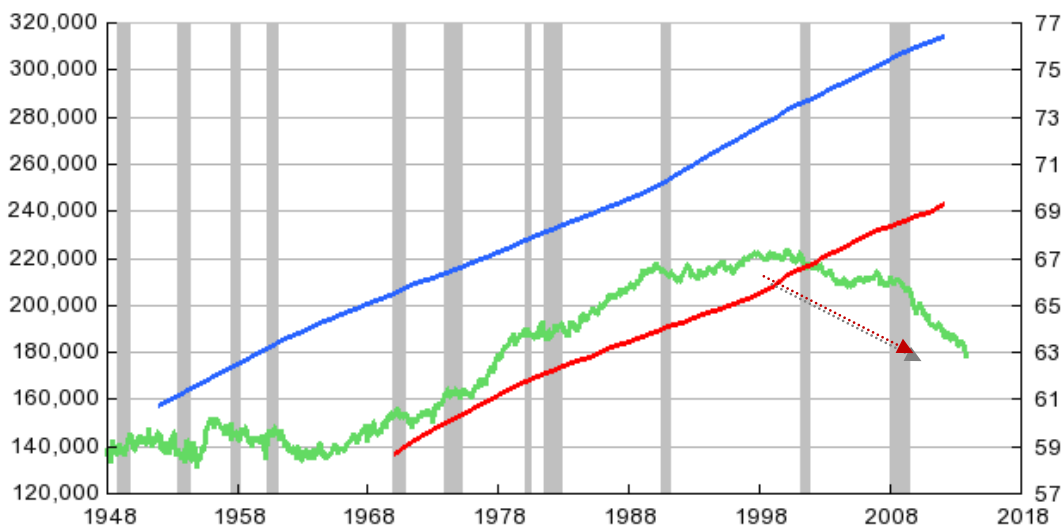
Ну, а подобные графики все помнят: **всего рабочая сила** в США, всего **занятых в экономике** (вне сельского хозяйства), обе кривых – левая ось, и **частично занятые** по экономическим (не личным) причинам, правая ось, все – в тыс.чел.:



Источник: база данных FRED, ПСБ



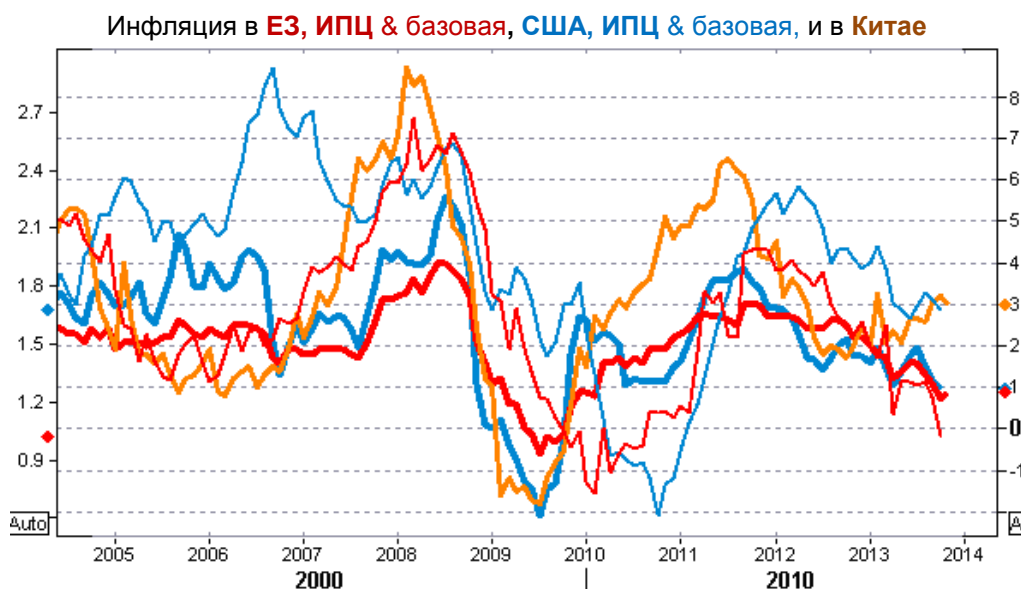
Еще один: **население трудоспособного возраста** в США, всего **население**, обе кривых – левая ось, тыс.чел., и коэффициент **участия людей трудоспособного возраста составе рабочей силы** – пресловутый participation rate, правая ось, %:



Источник: база данных FRED, ПСБ

Как нам также хорошо известно, **зеленые линии** на обоих графиках выше означают, что реальная... ну, или *более точная* цифра уровня безработицы колеблется около 14%. Насколько будет смотреть на это ФРС – да, большой вопрос. Кроме этого, данный аспект нынешней ситуации на рынке труда последовательно игнорируется большинство официальных, да и немалым числом частных комментаторов.

Добавим к такой картине еще и следующий график:



Источник: Reuters, ПСБ

За вычетом Китая, крупнейшие экономики мира испытывают, скорее, дефляционное давление. Китай находится на другом этапе экономического развития (сохраняет экстенсивный ресурс роста) и, в отличие от США, весьма отзывчив на монетарные и иные меры стимулирования. Однако в деле воздействия на решение ФРС Китай прямой роли, конечно, не играет. А инфляция в США далека от цели ФРС.

Вот еще «входные переменные»:



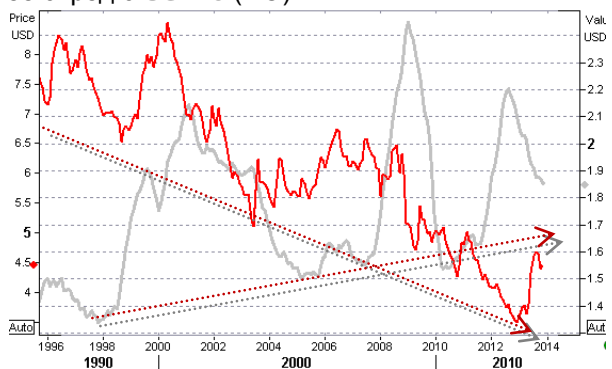
Продажи домов на **вторичном** и **первичном** рынке, несмотря на заметное восстановление, зияет так называемый **distressing gap** – между двумя показателями. Если добавить к этой картине почему-то не очень любимый индикатора – рост населения (а также покупки инвестиционными единицами), то вскоре окажется, что картина все еще отнюдь неоднозначная:

Проведем такой эксперимент над другим показателем здоровья экономики: продажи транспортных средств. На графике: гистограмма – продажи автомобилей всего, линия – число населения на каждый проданный автомобиль, чел., правая, перевернутая ось. Кстати, автокредитование и автомобильная промышленность были и остаются важнейшим объектом стимулирования после рынка жилья. Восстанавливается, конечно, но еще не все решено:

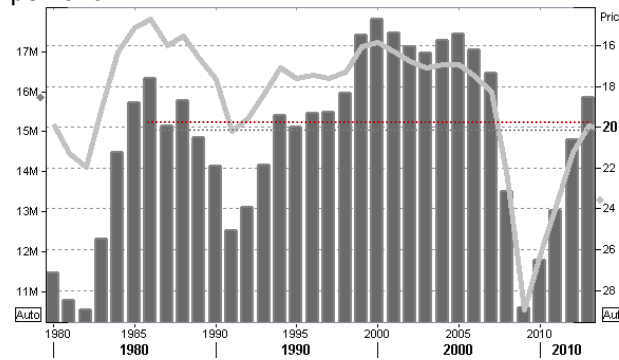


Источник: Reuters, ПСБ

**30-летняя ставка** (ЛО) по ипотечному кредиту и ее спрэд с **UST10** (ПО):

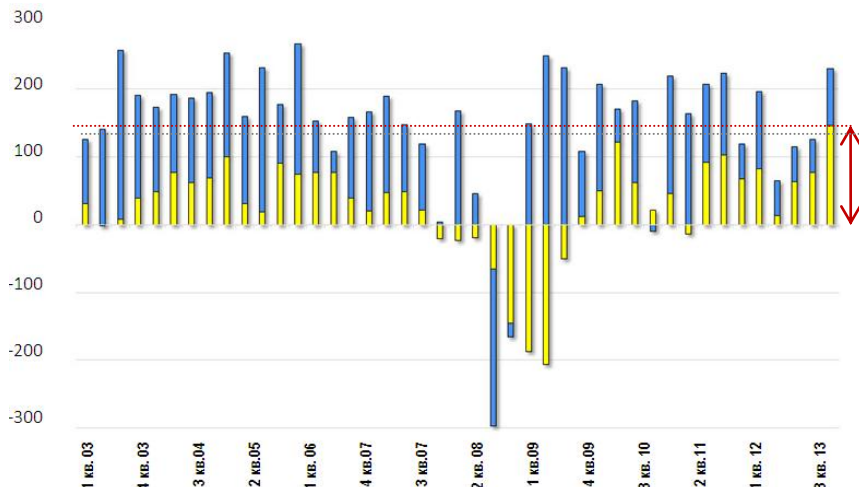


Источник: Reuters, ПСБ



Источник: Reuters, ПСБ

Ну, и, наконец, тот самый выдающийся показатель ВВП США за последний квартал, номинал, млрд.долл, **изм.запасов** и все **остальное**:



Источник: BEA, раскраска ZeroHedge.com

Так же, как и многие другие на рынки, американский реальный сектор допустил некоторое локальное перепроизводство, не встретившее адекватного спроса. В то же время, так называемые реальные конечные продажи (за исключением накопления запасов) в

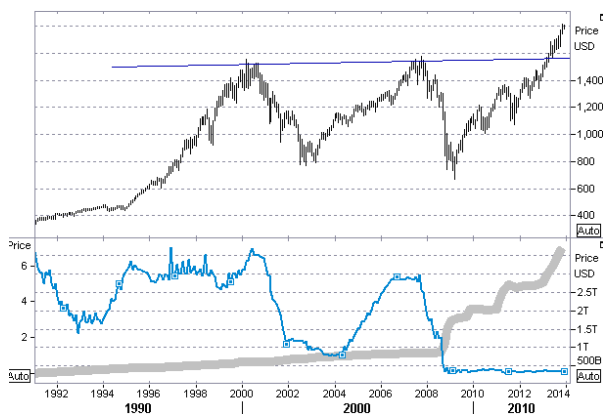




составе ВВП выросли всего на 1.9% (рост ВВП в целом – 3.6% в реальном выражении) – худшее значение для данного квартала со времени «выхода из рецессии»!

И, несмотря на все сомнения: S&P500, денежная база (активы ФРС) и однодневная ставка USD; комментарии вряд ли нужны, будь то эффект «баланса» или вливания ликвидности на рынок акций – результат один, причины для «risk on» очевидны:

US Trays: готовимся к tapering, но не выше 3-х по десятке. Желательно! Да, еще... Инфляция низкая и все еще даже на нисходящем тренде – до сих пор. Значит, YTM не должна пока идти сильно вверх: высокие реальные ставки при той экономике, которую мы показали выше, не приветствуются также.



Источник: Reuters, ПСБ



Источник: Reuters, ПСБ

Короче говоря, если г-н Баллард и его коллеги боятся пузыря в акциях (основания есть, что бы ни говорили), то единственный логичный путь уже озвучен: попытаться, маленькими шажками, с готовностью отыграть назад. Тише едешь – дальше будешь.

## Торговые идеи

### EUR/USD, облигации

На настоящий момент рынки в значительной степени дисконтирует потенциальный «тейперинг», поэтому многие активы не особо привлекательны.

Остается переоцененным евро, который игнорирует улучшающуюся экономическую картину в США и растет на возможной репатриации средств из США и диверсификации со стороны японцев. Это представляет собой кратковременное явление поэтому рекомендуется рассматривать короткая позиция по евро. В случае движения выше 1.3850 необходимо закрыть позицию с возможностью нового входа на более высоких уровнях (1.40-1.43).

Интересным также рассмотреть арбитражный трейд на разницу 2-летней доходности между США и немецкой «шатц». Учитывая, что экономика в США растет быстрее, то спрэд должен расширяться. Поэтому трейд «лонг немецкий «шатц» и шорт 2-летние казначейские облигации» смотрится привлекательно. Однако этот трейд может потребовать продолжительного удержания и соответствующее управление рисками.

Р.Османов

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





## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

114115, Москва, Дербеневская  
набережная, д.7, стр.22  
e-mail: [RD@psbank.ru](mailto: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
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

### ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Владимир Гусев	GusevVP@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783
----------------	-------------------	----------------------------------

## 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.

