



14:07:2014

По мере того, как мы отдаляемся не только от первого пика кризиса осени 2008 г., но и от «второго дна», в которое попали, правда, не все участники экономической драмы, в конце 2011- начале 2012 гг., некоторое напряжение так до конца и не покидает как игроков на рынке финансовых активов, так - и особенно! - экономистов. Незавершенность действия проявляется прежде всего в том, что долговая нагрузка в общем и целом не снизилась для большинства пораженных кризисом экономик, а, в лучшем случае, просто изменила структуру. Более того, для многих из тех, кто побывал на втором дне кризиса, этот показатель даже ухудшился. Надо же такому случиться, что когда США показывают более-менее оптимистичные цифры по большинству направлений экономики, а Европа, по крайней мере, подает надежды на лучшее в некоторых областях, бывлые проблемы иногда всплывают вновь. В самые неподходящие моменты. Вот уж действительно –

ДОЛГОЕ ЭХО ПОСЛЕДНЕГО ЭХО



Это – снова о зоне евро! Короткое возмущение в пугающе низкой волатильности, пожалуй, не стоило особого внимания, если бы не одно обстоятельство. В мире, где на любую попытку рынка проявить осторожность, да и вообще на любую проблему, мнимую и реальную, в течение нескольких лет отвечали все новыми смягчениями денежной политики – т.н. «неконвенциональными» мерами, где многое зависит от статистики, например, из Китая – вряд ли образца цифровой «добродетели», любые напоминания о чем-то неприятном,

например, о до сих пор не окончательном разрешении кризиса, вызывают повышенную нервозность. Тем более это верно на фоне безыдейного летнего рынка последнего времени.

На графике – динамика цены акций шумевшего финансового холдинга из Португалии Espirito Santo, «семейного» предприятия с – вот «неожиданность» – запутанной схемой владения, в рамках которой один из холдинговых центров принял решение приостановить торговлю собственными бумагами из-за «существенных трудностей» крупного (мажоритарного?) акционера. Это немедленно вызвало сперва распродажи ценных бумаг банка/группы прежде, чем торги были остановлены биржей, а затем – ощутимую волну недоверия на крупнейших финансовых рынках в целом, не исключая США, хотя, на наш взгляд, приведенный график показывает, что, как минимум, большого значения этим событиям придавать, вероятно, и не стоило бы. К слову, активы банка – 0.3% от общих

активов банков ЕС. Тем не менее, Espirito Santo – второй крупнейший банк Португалии, котируемый на бирже, с капиталом 7.5 млрд. евро, активами 84 млрд. евро, 2 млн. клиентов и долей национального рынка в 20%. Помимо прочего, как ES, так и чуть было не попавший «под раздачу» старейший банк Европы Monti dei Paschi, недавно значительно нарастили свой капитал в соответствие с новыми требованиями, так что досадные недоразумения действительно не должны были бы произвести столь заметное впечатление на рынки... Заметное?



На графике – спреды облигаций **5 лет** и **2 года**, снизу Италии, сверху Португалии – к Bunds. Движение, о котором было столько сказано, помечено на графике португальских бумаг. Если это – нечто, достойное того внимания, которое уделили происходившему наиважнейшие деловые издания мира, то что происходит с рынком? Это



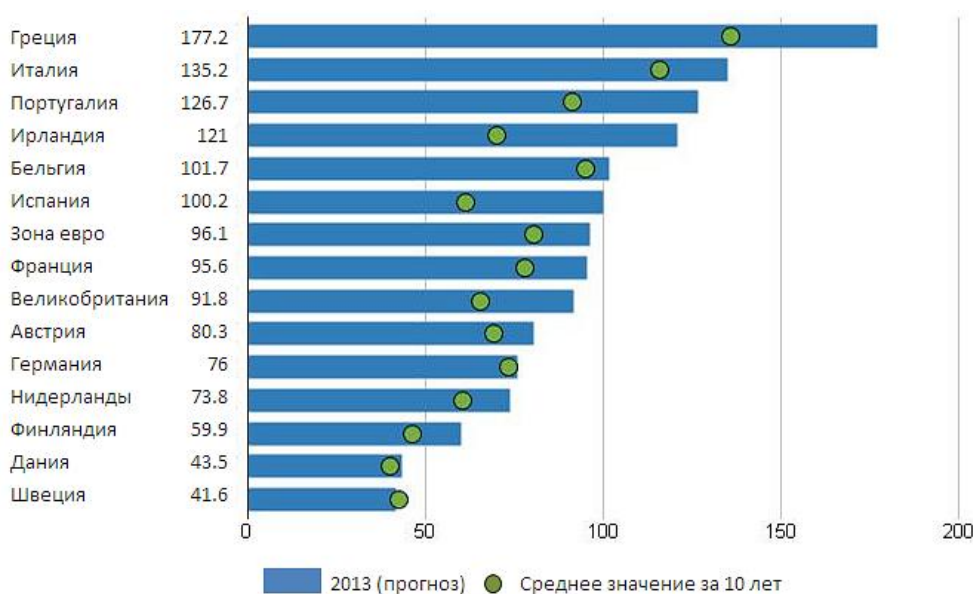


крошечное по сути движение вызвало немало толков...

Такое впечатление, что парадигма самого серьезного, возможно, за всю историю отрыва рынка от реальности на самом деле настолько впечатляет всех участников, что они до сих пор до конца не могут поверить в «свое счастье». Что бы ни говорили экономисты (алармисты), степень их влияния на инвестиционные решения сейчас низка, как никогда. И, более того, никто не может сказать с уверенностью, правильно это или неправильно, хорошо или плохо. Доказательство – очень слабые показатели т.н. макрофондов в последние годы. Но иногда, словно о чем-то вспомнив, рынки, показывающие самые низкие доходности и самые высокие цены акций, словно о чем-то вспоминают, и «боязливо» оглядываются назад. Ненадолго, конечно. Точно так, как и произошло сейчас.

Разумеется, как мы уже писали, оглядываться есть, на что:

Гос.долг/ВВП в странах зоны евро, %



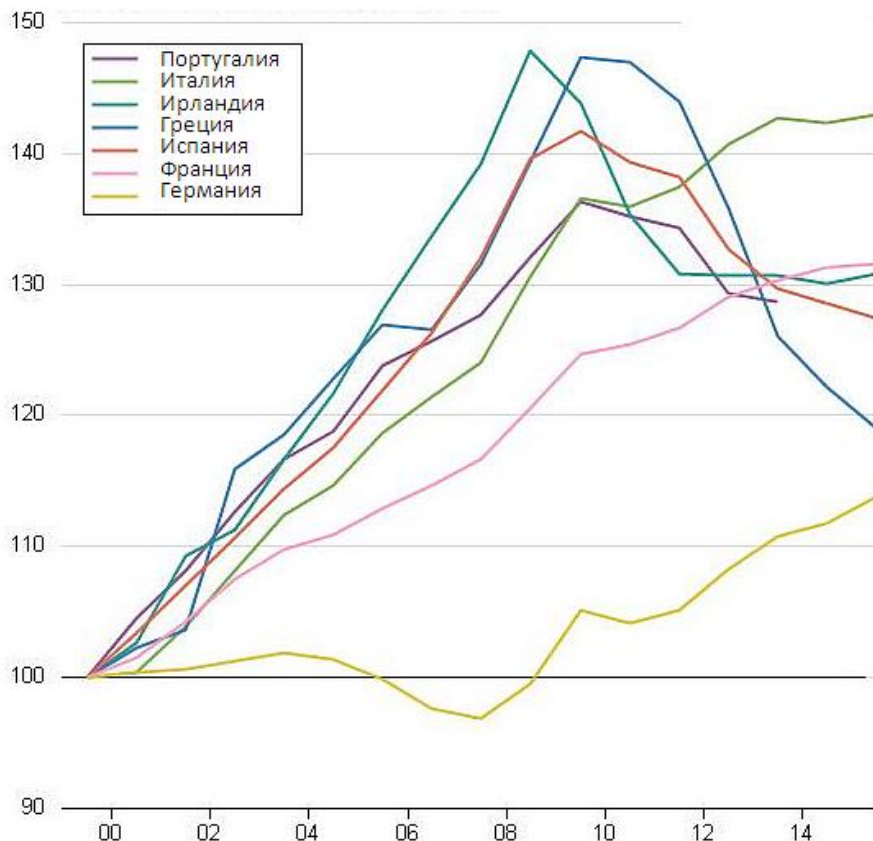
Данное состояние экономик стран юга ЕЗ не позволяет сильно тревожиться по поводу их долга лишь при одном-единственном условии: монетарные власти гарантируют возможность его рефинансирования по очень низким ставкам. В противном случае для более-менее безболезненного прогресса в долговой сфере потребовался бы высокий экономический рост (т.е. высокий рост доходов бюджета), что невозможно, как минимум, потому что коллегиальные органы управления еврозоной требуют достаточно жесткой экономии, сокращения бюджетных дефицитов (читай: расходов), и кредиторы согласны с этим требованием. Такая ситуация в известном смысле хуже, чем в США, которые вольны искать гибкое и равновесное решение по своему усмотрению.

Тем не менее, как мы недавно показывали, некоторые экономические успехи достигнуты: из-за резкого падения импорта в самых кризисных странах (Греции, Португалии, Испании) заметно улучшились внешние балансы, что объективно ограничивает потребность в притоке капитала (а это в основном были займы в виде облигаций). Теперь стоит посмотреть на ключевые долгосрочные показатели конкурентоспособности, вроде unit labor cost, стоимости единицы труда, поскольку именно такие индикаторы показывают то, ради чего, собственно, страдают заемщики, добившиеся высоких жизненных стандартов путем заимствований во времена кредитного бума, а не повышением своей конкурентоспособности. Они ведь, в конечном итоге, возвращают теперь незаработанное, выплачивая авансы прямым снижением уровня жизни (это



– замена девальвации в монетарном союзе, когда у вас нет собственной валюты, которую можно просто девальвировать).

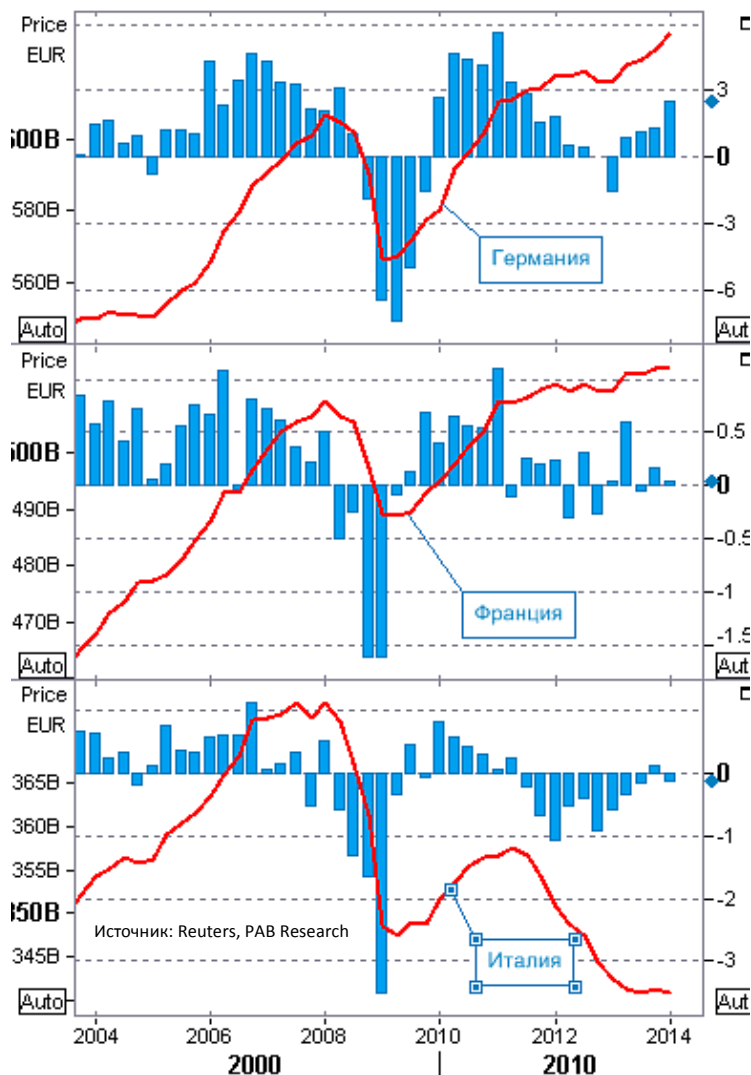
Unit labor cost (ULC; во что обходится трудовая единица) в странах ЕС в виде индексов:



Источник: Reuters

На самом деле, картина, приведенная на графике, неоднозначная. С одной стороны, «заслуженное» резкое падение ULC наблюдается в Греции и Испании. С другой стороны, Италия, похоже, и не думает над корректировкой этого показателя, а Франция уже превзошла по (условно) стоимости рабочей силы показатели Испании, Греции, Португалии и Ирландии. В последней наблюдается стабилизация данного индикатора уже с 2012 г. Чемпион и, образно говоря, метрополия еврозоны Германия, показывавшая до сих пор лучшие результаты в области экономики чуть ли не во всем западном мире (как минимум, с точки зрения внешних балансов) – причем также заслуженно, как показывает график – приближается теперь ко вчерашним аутсайдерам.

Разумеется, не ULC единым жива экономика, что особенно верно в случае сопоставления Германии и приблизившейся к ней Греции. Имеют значение и другие показатели конкурентоспособности, вроде качества и уникальности продукции и производительности труда, но вот динамику ULC в случае Италии, где долговая нагрузка на госфинансы – вторая после Греции в ЕС, положительно оценить можно с высокой натяжкой. Точно так же, вызывает опасения подобная картина для Франции, где, как мы знаем, есть свои экономические проблемы, пусть пока не столь серьезные, как в Италии. Но, в конце концов, Франция – второй опорный столп еврозоны, не больше, не меньше.



Среди трех экономик, чьи ВВП в постоянных ценах (красным) и квартал к кварталу в реальном выражении (синим) приведены на графике, Франция смотрится пока не так плохо. Но это, в частности, потому, что мы не добавили тут показатели Австрии 😊 Правда, не стали добавлять и целую плеяду представителей «юга».

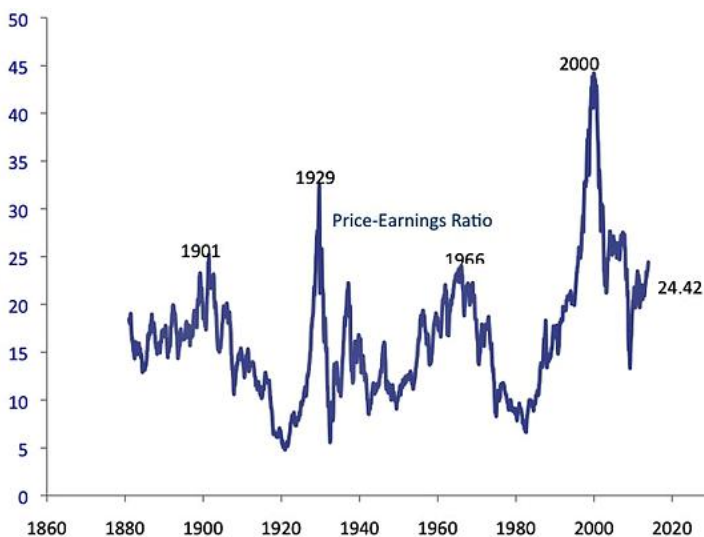
Из графика следует, что Франция балансирует на грани стагнации – прекращения даже слабого роста экономики, что контрастирует с показателями Германии, которая продолжает даже и набирать обороты, и второе дно рецессии для нее было всего лишь небольшой неприятностью в виде нулевого роста в одном квартале и снижения – в другом. Совсем немного на фоне Италии, Испании и подобных.

Италия наиболее показательна: высокий рост ULC на фоне снижения ВВП в течение 9 кварталов подряд, да еще и с последующими рецидивами – это не очень радует. Но при этом спреды итальянских облигаций лишь немногим выше минимальных

значений во времена всеобщего оптимизма. Такая ситуация, разумеется может сохраняться лишь при тех условиях, о которых мы говорили выше. Но совершенно ясно, что Европе надо пройти долгий путь, намного более долгий, чем США до остановки стимулов. Правда, взаимосвязь экономик в нынешнем мире говорит о том, что, возможно, и США придется как-то брать этот печальный факт во внимание.

Итак, рынки понимают, что что-то все равно не так. Например, ралли на рынке акций в США,

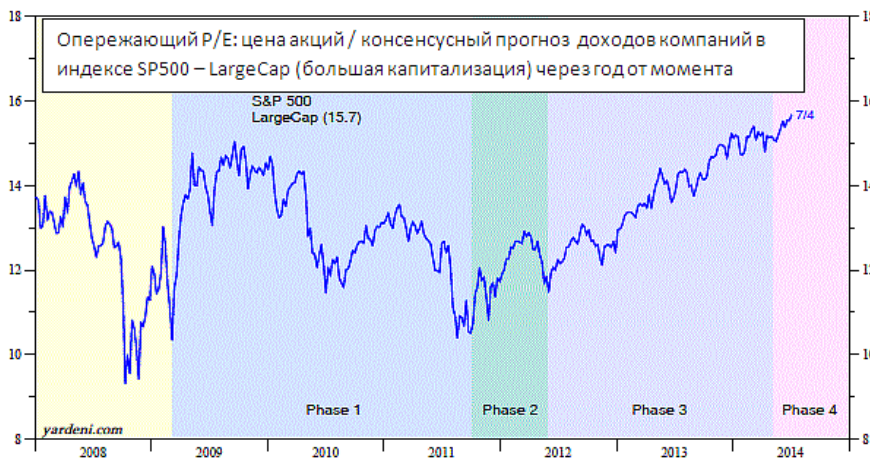
которое так или иначе тащит за собой полмира, сейчас обозначает самый долгий бычий рынок в истории, что тем более привлекает внимание, что восстановление после Великой рецессии идет медленнее, чем в среднем в предыдущих случаях (5-6% роста реального ВВП), а высокие доходы компаний определенно имеют весомую составляющую из разряда внесистемных, чрезвычайных и одноразовых: крайне низкая стоимость долга и необычно низкая ULC из-за высокой безработицы. Логически рассуждая, циклический P/E (средняя за 10 лет) в данном случае является более точным показателем оценки рынка. Вот он





для S&P, на графике от самого Роберта Шиллера, автора концепции. Согласно графику, сейчас по P/E американский рынок несколько переоценен (среднее значение – 16.6). Это, согласно самому Шиллеру, впрочем, не предвещает немедленного снижения цен, но лишь снижение вероятной прибыли на рынке. Напомним: мы сегодня имеем дело все же с необычной конъюнктурой. Потому ни один индикатор не может, по-видимому, считаться абсолютно надежным.

В любом случае CASE P/E – не единственный индикатор, говорящий о том, что рынки в итоге всех известных событий забрались весьма высоко. От известного экономиста Еда Ярдени:



Согласно Ярдени, американский рынок акций сейчас находится в 4-ой фазе бычьего рынка, каковая и является последней. В связи с этой гипотезой следует также упомянуть статью Bloomberg о том, что сейчас на рынок акций США активно выходят инвесторы – физические лица, привлеченные долгим периодом низкой

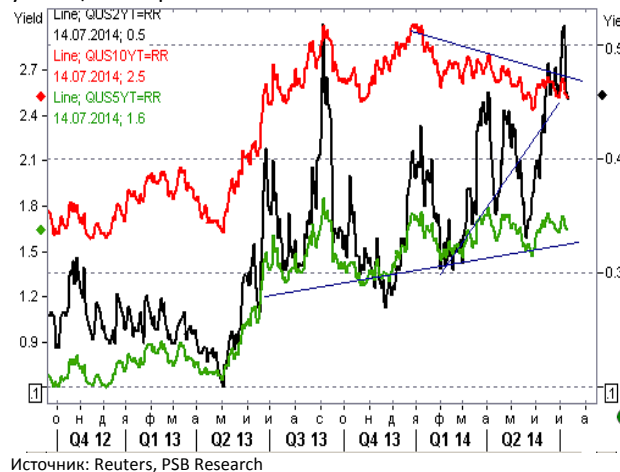
волатильности. Традиционно это также считается признаками последней фазы бычьего рынка. («Individuals Pile Into Stocks as Pros Say Bull Is Spent; Физические лица покупают акции, тогда как профессионалы говорят о том, что подъем исчерпан», Bloomberg)

О прочем:

Нефть **Brent** (ближ.фьючерс) и **Urals** (спот): there and back again (туда и обратно)



Облигации США (2 года, 5 лет, 10 лет): какое уплощение кривой!



На что обратить внимание: нефть! Стремительное снижение после того, как апика вокруг Ирака затихла. Военная-геополитическая премия во всей красе: со 109 до 115 долл., и затем со 115 до 106 – практически до самой сильной поддержки. На наш взгляд, не очень хороший признак. Мы в отдельном комментарии уже рассматривали фундаментальные факторы, влияющие на цену нефти, и отметили их скорее неблагоприятный характер для цены в средне- и долгосрочной перспективе.

Что касается Trus, то совершенно точно рынок ставит на остановку QE (в октябре 2014 г.) и ожидает затем подъема ставки в начале 2015 г. При этом по-прежнему немного веры в скорый



подъем инфляции и, по-видимому, внутреннее ощущение не вполне ясно оцениваемого риска не покидает игроков: иначе почему бы – на фоне tapering – доходности десятилетки идти снова вниз? «Нежелательный» согласно общему представлению уровень 3% остался далеко позади с конца 2013 года.

Торговые идеи: EUR/JPY

В свете борьбы ЕЦБ с исторически низкими уровнями инфляции и дальнейшей стимуляцией экономики еврозоны, возникает необходимость ослабления евро по отношению к валютам основных торговых партнеров. Целенаправленная политика банка Японии по ослаблению своей валюты вызвала существенный рост пары евро/йена. Если с середины 2012 года курс евро/доллар вырос на 13%, то евро по отношению к йене укрепился на 50%(!). Некоторые экономисты полагают, что именно евро/йена сказывается на очень низкой инфляции в еврозоне.

Поэтому можно предположить, что дальнейшие шаги ЕЦБ приведут к ослаблению курса евро/йена в большей степени, чем евро/доллар.

На настоящий момент 1 евро стоит 138 иен, техническая ситуация в последнее время носит негативный характер. Пробой 137,5 и 136,5 может открыть целевой диапазон на уровне 125-130, что составит порядка 5-7%.

Сегодня ожидается выступление М.Драги в Страсбурге перед Парламентским Комитетом Европейского Союза, на которой глава ЕЦБ может вербально оказать давление на единую валюту.

Рекомендуется короткая позиция по евро с уровня 138, стоп-лосс (ментальный) на уровне 140-142, прибыль/риск 2-3 к 1.

Р.Османов

Чтобы узнать больше, см. линейку продуктов PSB Research.





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 Монастыршин	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.