



20:01:2014

В феврале, говорят, наступает год Лошади, синей (?) и деревянной. Что это значит – ведают одни астрологи. Ну что ж, еще говорят, что «лошадь» заставляет всех без разбора тяжело и долго трудиться. Многие, впрочем, это делали и ранее, без специального «лошадиного понукания». К слову, тема переработок интернов на Уолл стрит стала в последние месяцы очень распространенной в бизнес-ресурсах. Ну, что ж, такое дао, в конце концов. Упорная работа – это не так плохо, это стабильность. Мы живем, как всегда, во времена перемен. И вот что получается. Дракон – символ перемен. Несмотря на то, 2013 г. был, как считают на Востоке, годом Змеи, случилось так, что на дворе для мировой экономики –

## ВСЕ ЕЩЕ ГОД ДРАКОНА



Уже несколько лет. Закончится ли он, наконец, появлением этой самой лошади?

Россияне имеют замечательную возможность: троекратно отмечать наступление нового года. Китайский новый год наступает в это раз 31 января, ровно через месяц после общемирового. А мы продолжаем жить в годы перемен, годы Дракона, невзирая на календарь. Но не только по причине небольшой, по сути, разницы в астрономических исчислениях.

Мир медленно втягивается в новый экономический цикл, вместе с тем продолжая жить в прежних трендах. Что это за тренды? Если говорить о рынках, то это, безусловно, то, что уже стало мемом: *tapering* и его объемы (не принципиальные на сегодня; мы много рассуждали об этом), если об экономике – например, буквально о реальном ВВП, то это на сегодня выглядит примерно так (если воспользоваться данными [oecd.org](http://oecd.org)):

	2001-2010	2011	2012	2013	2014	2015
Мир	3,4	3,7	3,1	2,7	3,6	3,9
ОЭСР	1,7	1,9	1,6	1,2	2,3	2,7
США	1,6	1,8	2,8	1,7	2,9	3,4
зона евро	1,1	1,6	-0,6	-0,4	1,0	1,6
Япония	0,8	-0,6	1,9	1,8	1,5	1,0
вне ОЭСР	6,8	6,3	5,1	4,8	5,3	5,4
КНР	10,5	9,3	7,7	7,7	8,2	7,5

Прогнозы всегда на совести прогнозирующего (*in the eye of the forecaster*), не более, но данные 2013 г. – это уже не прогноз, а *оценка* на основе цифр трех кварталов, а для Китая – вообще окончательная официальная цифра. Выходит, что это объективно был не очень хороший год для мировой экономики! Зато он породил немало позитивных надежд, которыми нам и остается жить дальше. При этом каких-либо «судьбоносных» изменений в трендах на рынках в новом году по общемировому календарю не наступило, но ведь слишком мало времени прошло. История делает свою работу не спеша.

К сожалению, этот *все еще* наступающий год не сулит нам большой популярности у инвесторов. Вместо аббревиатуры BRIC все то же автор (О'Нил) уже выпек новый мем: **MINT** (Мексика, Индонезия, Нигерия, Турция) и открыто говорит о том, что время BRIC

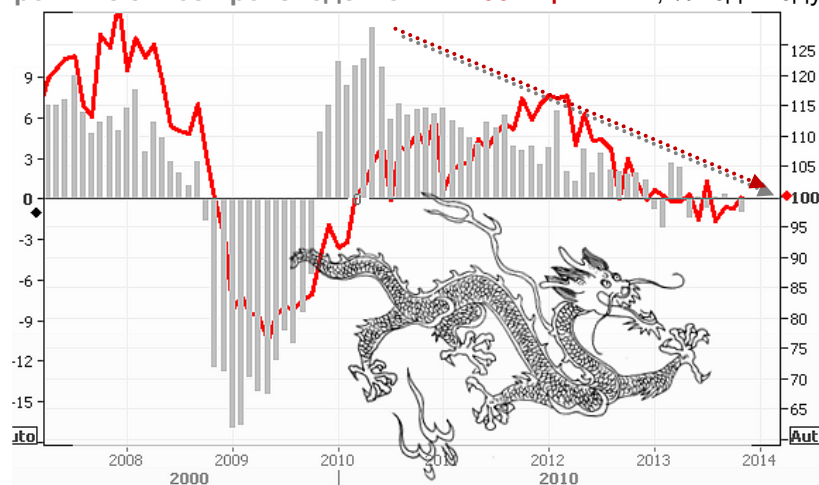


прошло. Кто не воспользовался – он не виноват...

Страны BRIC, гордо звучащие с подачи О'Нила в течение десятилетия как самая привлекательная альтернатива развитым рынкам, все по-разному уткнулись в свои структурные проблемы, если не тупики, и теперь, к примеру, медленно и противоречиво восстанавливаясь после глубочайшего срыва Европа с точки зрения привлекательности финансовых активов дает им фору. Вот так: десятилетие активного инвестирования – и неизбежный конец цикла.

Действительно, непросто оставаться привлекательным для инвесторов, показывая такую динамику в экономике, даже если у вас (пока) прекрасные долговые метрики и – даже! - профицит бюджета (что уже неверно для России, у которой дефицит, хоть и не такой большой, 311 млрд.руб.):

Промышленное производство и **инвестиции** в РФ, % год к году



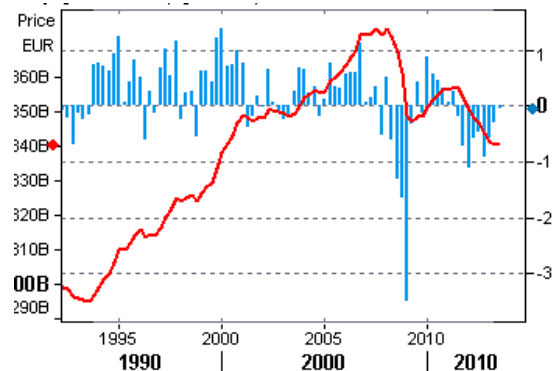
Источник: Reuters, ПСБ

Впрочем, по законам экономического жанра, т.е. по законам циклов BRIC пришли к подобному барьеру по-разному, но удивительно одновременно. Возможно, если бы мем «BRIC» не существовал вовсе, это случилось бы как-то иначе. Но теперь дело за новым детищем склонных к кампаниям инвесторов – MINT. Их очередь слушать оды ☺

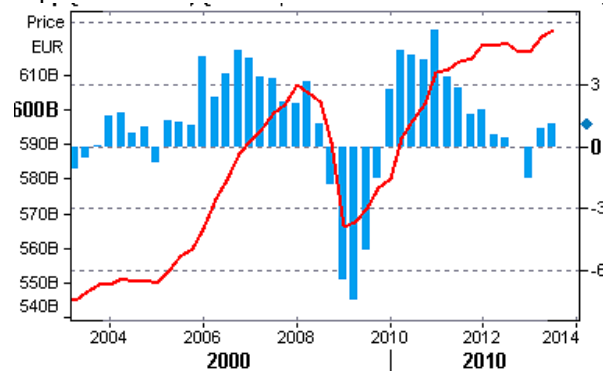
Что с ЕС? Мы так много говорим о восстановлении там с прошлого года. И правда, несколько стран в динамике, как минимум, достигли дна падения (например, Португалия), но в целом картина остается не слишком разнообразной и довольно блеклой:

Реальный ВВП, год к году, %, **ВВП в постоянных ценах**

Италия

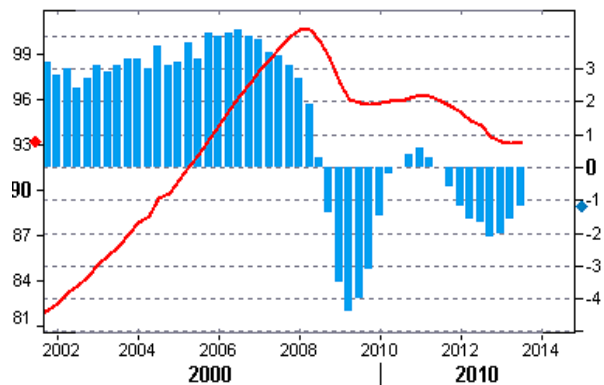


Германия

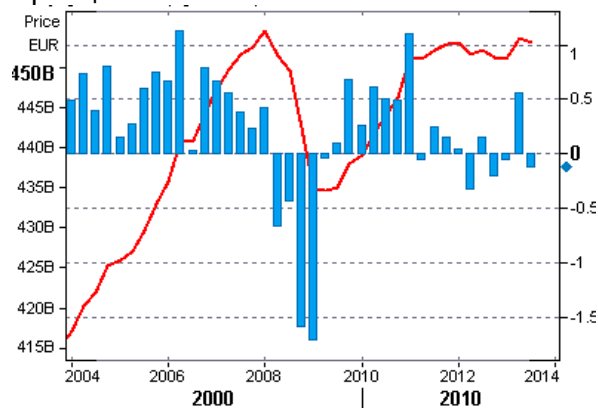




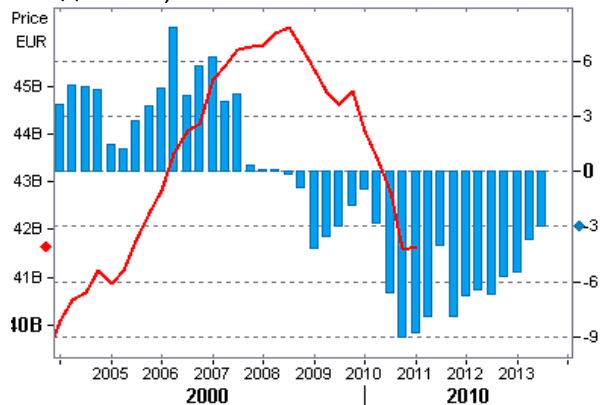
### Испания



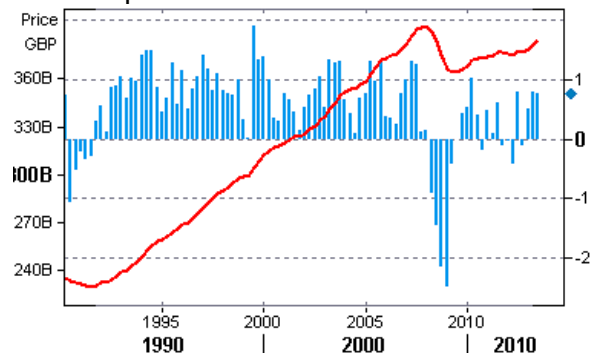
### Франция



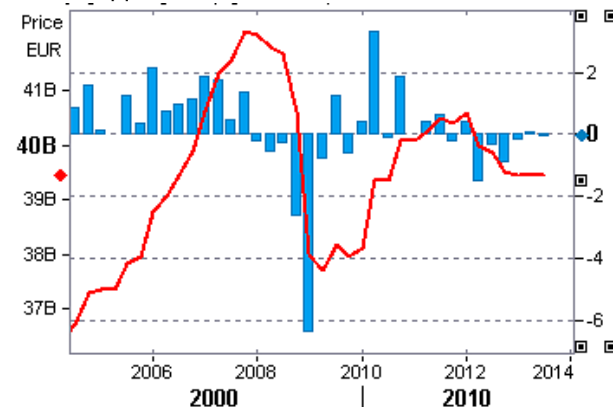
### Греция (после 2011 по ВВП в пост. ценах нет данных)



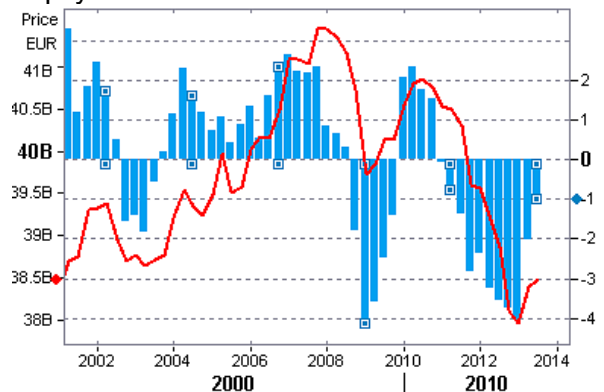
### Великобритания



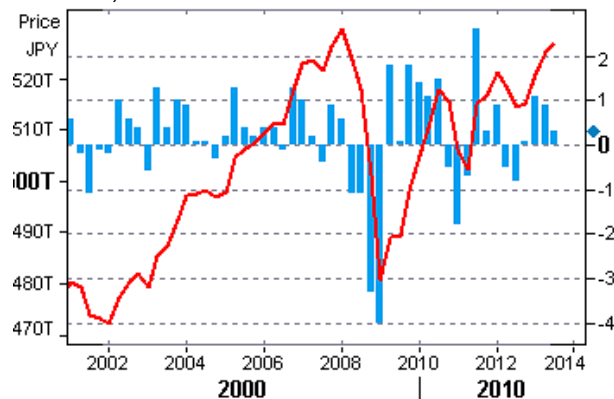
### Финляндия!



### Португалия



### Япония, FYI



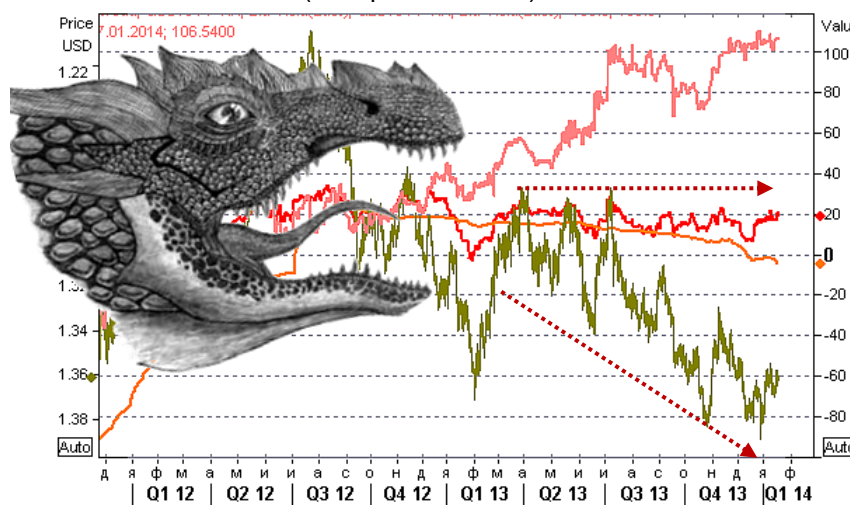
Источник: Reuters, ПСБ



За вычетом Германии и вставленной в познавательных целях Великобритании, динамика экономики всех остальных на иллюстрации, включая даже Финляндию, не внушает эйфории как минимум. Но ведь что-то внушает! Известно, что самое главное – это избежание немедленного дефолта, т.е. либо доступ к рынкам по умеренной стоимости заимствований, либо финансирование без сбоев со стороны ЕЦБ, и этого достаточно. Тем более, что Европа радует инвесторов уже хотя бы тем, что смягчила новые требования по капиталу к банкам в ходе стресс-тестов (с 8% до 6%) и, как передают, близка, наконец, к созданию общего финансового механизма.

Евро - в пасти дракона ☺, но не сдается.

Разница в ставках «США минус ЕС» **10 лет, 2 года, 3 мес** и EUR/USD (инверсная шкала):

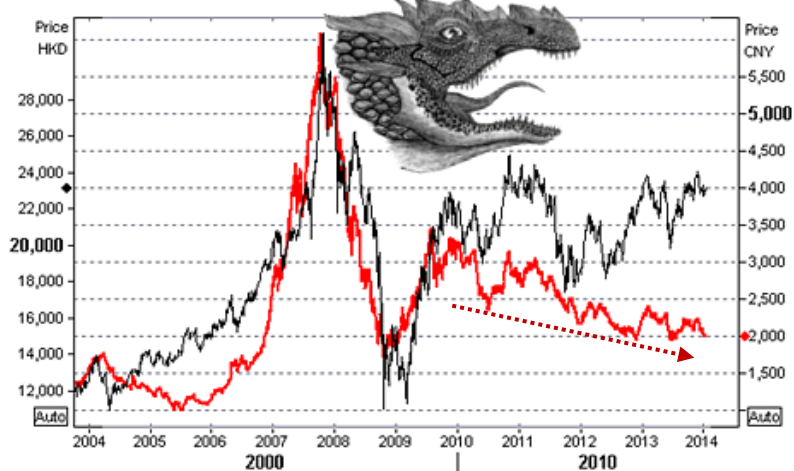


Источник: Reuters, ПСБ

Несмотря на то, что разница в ставках – очень ясно в пользу доллара и остается таковой в течение времени, привлекательность евро (а не только репатриация) в качестве инструмента для инвестиций выше. Это касается, прежде всего, акций: три месяца продолжался рекордный приток в европейские фонды акций, превышая в последние недели года 15 млрд.долл. в неделю! Чудные времена...

Для контраста: акции с родины драконов.

Индекс акций КНР – Шеньженя и Гонконга:



Источник: Reuters, ПСБ



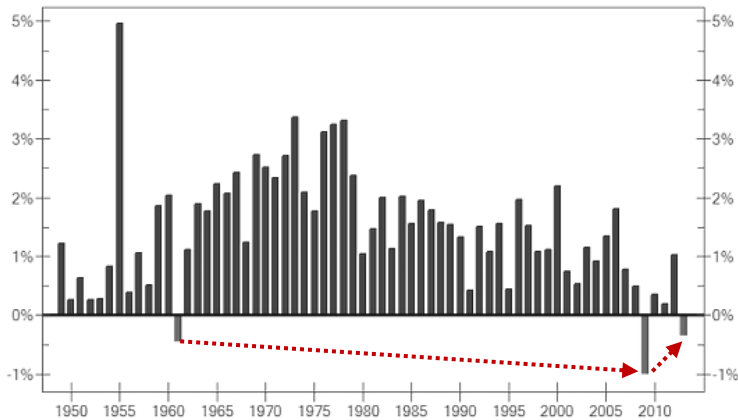


Мир несправедлив все в той же мере, что и ранее: carry все так же имеет преимущество перед любыми fundamentals. Вот что сделали с рынками fiat-валюты и повальная виртуализация: ожидания, причем диктуемые прежде всего монетарными властями, превалируют над соображениями фундаментального характера. Что, в общем, понятно, для средне- и краткосрочных операций. Но рано или поздно мы видим обратное влияние: снижение инвестиций ведет к усугублению макро-проблем, чему примером может служить Бразилия. Как это неприятно – выйти из моды! И как это неоднозначно – попасть в тренд...

Что у нас с США? США – это именно то место, где куются те самые экономические тренды. Похоже, что сейчас там идут самым естественным образом процессы формирования новой экономической реальности, new normal, с которой придется что-то делать, даже если прогноз ОЭСР об ускорении роста ВВП сбудется. Дьявол в деталях!

Как однажды знаменитый conundrum А.Гринспена (почему-то ставил в тупик ФРС, свято верившую монетарным догмам, хотя мир уже на тот момент изрядно изменился со вступлением на арену развивающихся рынков, так и ныне ситуация в лидирующей во всех смыслах экономике мира продолжает удивлять все тем же парадоксом: реальный уровень безработицы составляет не официальные 6.7%, а от 9% с поправкой на выбытие рабочей силы по причине разочарования людей в поисках работы до 14% (!) в «крайнем» сценарии – с учетом как упомянутого выше фактора, так и частичной занятости. И то, и другое не должно радовать ФРС... если только они не являются упертыми формалистами. Что не исключено.

Изменение численности рабочей силы, год к году, %. Удивительно, но это действительно рецессионный признак!

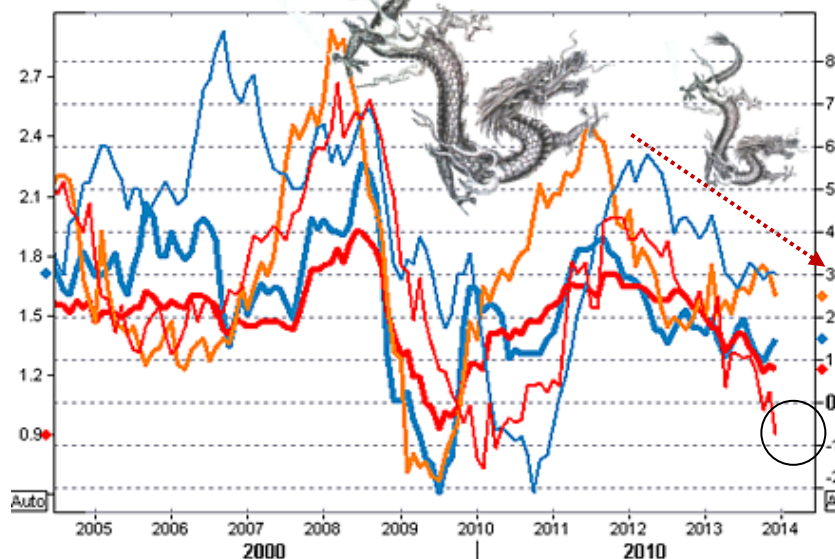


Источник: Федеральный банк Ст.Луиса

Bloomberg приводит историю американского водителя, который, потратив 2 тыс.долл. на переквалификацию – права на новую категорию транспортных средств, попросил у транспортной компании возможность поработать бесплатно: они начнут платить ему зарплату, если он понравится работодателю.

И притом: располагаемые доходы населения за вычетом гострансфертов достигли предрецессионного пика **вопреки** динамике реальной безработицы, **но** инфляция остается... в пасти дракона (см.след.страницу:)

Инфляция в США (ИПЦ и базовая), в еврозоне (ИПЦ и базовая) и КНР:



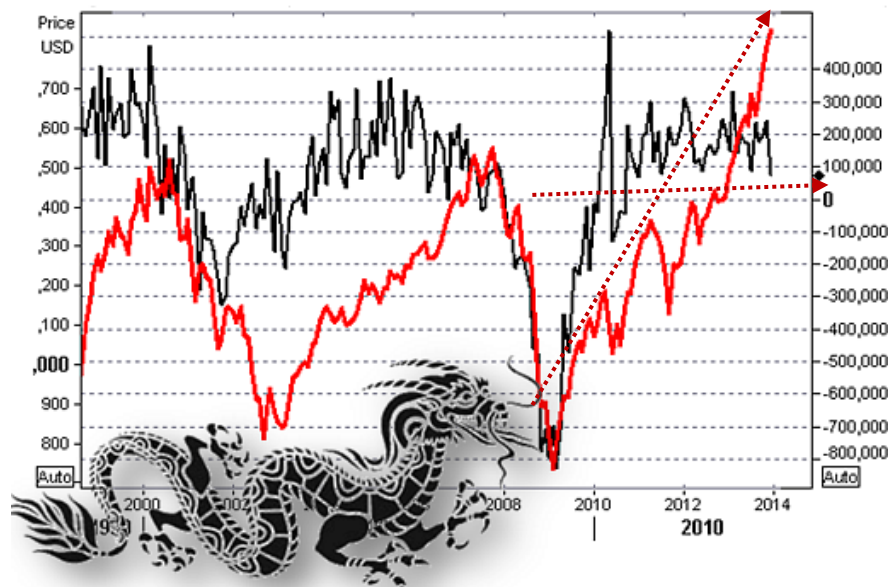
Источник: Reuters, ПСБ

Все это полностью подтверждает несколько простых выводов: выход располагаемых доходов населения на прежние уровни – «заслуга» верхней персентили граждан США. Более половины (54%) новых рабочих мест в 2013 г. были созданы в США в низкооплачиваемых секторах экономики, а половина – в отраслях, где зарплаты упали в реальном выражении (медицина, розничная торговля), 19% рабочих мест – места с неполной занятостью (и очень низкими доходами; например – в гостиничном бизнесе). Это и есть те самые детали, в которых сидит дракон!

Добавим к этой картине безработицу в ЕЗ на уровне 11% в среднем, и, например, в Испании – 25%, а среди молодежи стран GIIIPS – около 50%, то становится ясно – это совершенно новая экономическая ситуация. Великая рецессия действительно ликвидировала избыточные мощности, несмотря на противодействие кейнсианцев, но в новых реалиях, если и есть (за пределами финансового сектора) восстановление экономики, то оно питается уж точно не расширением рабочей силы, а ростом производительности труда и более эффективным использованием мощностей, и движимо, увы, спросом, сконцентрированным «не на уровне всей нации», а, прежде всего, в верхних персентилиях населения и, отчасти, кейнсианскими мерами. Именно это объясняет и низкие темпы роста, и невысокую инфляцию, и возлагает такую непомерную ответственность за этот «кособокий» рост на монетарных вождей. Счастливый Бернанке – он ушел так вовремя! Ровно тогда, чтобы остаться в памяти каким-никаким, а победителем Великой рецессии. Или двух ее этапов: 2008/9 и «почтирецессии» 2012 г.

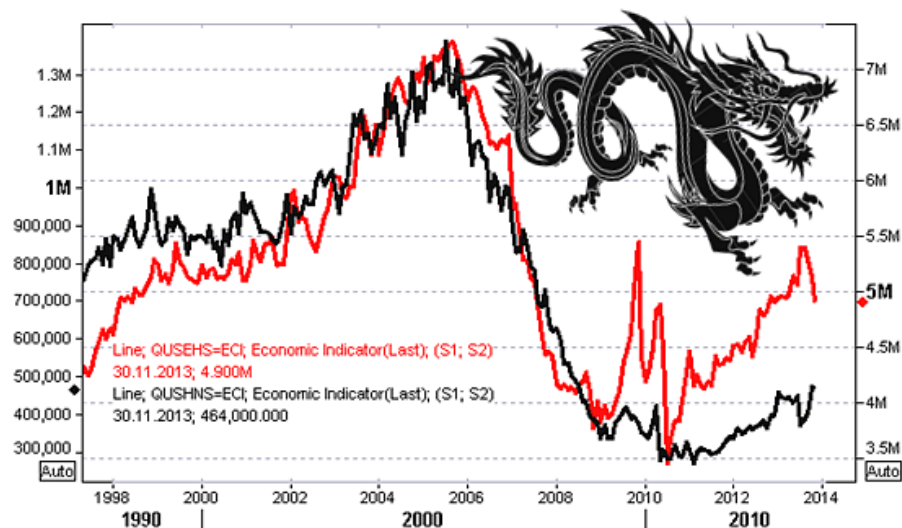


**Создание новых рабочих мест в США и S&P500.** Когда-то первый индикатор хорошо предсказывал второй. S&P пора падать? Мнения очень многочисленны и очень противоречивы. Неоднозначны, потому что считать РЕ можно по-разному, но все знают, на что способна ФРС. Не исключено, что при полномасштабном tapering, случись таковое, коррекция будет весьма серьезной. Так должно быть, по крайней мере.



Источник: Reuters, ПСБ

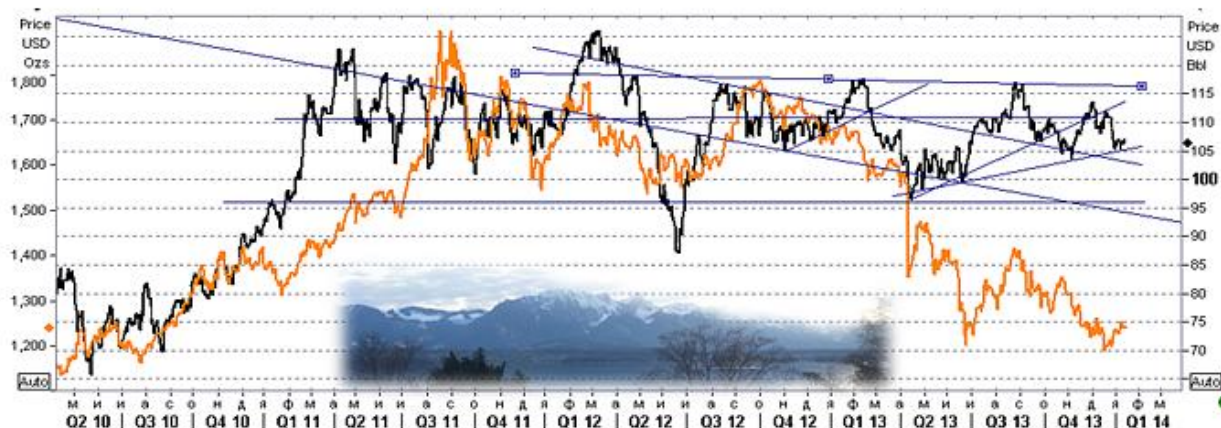
Покупки домов в США **не первичном и вторичном** рынке. Distressing gap все еще на месте. Этот рынок показывает ярче всего слом старой парадигмы и необычно низкие темпы восстановления:



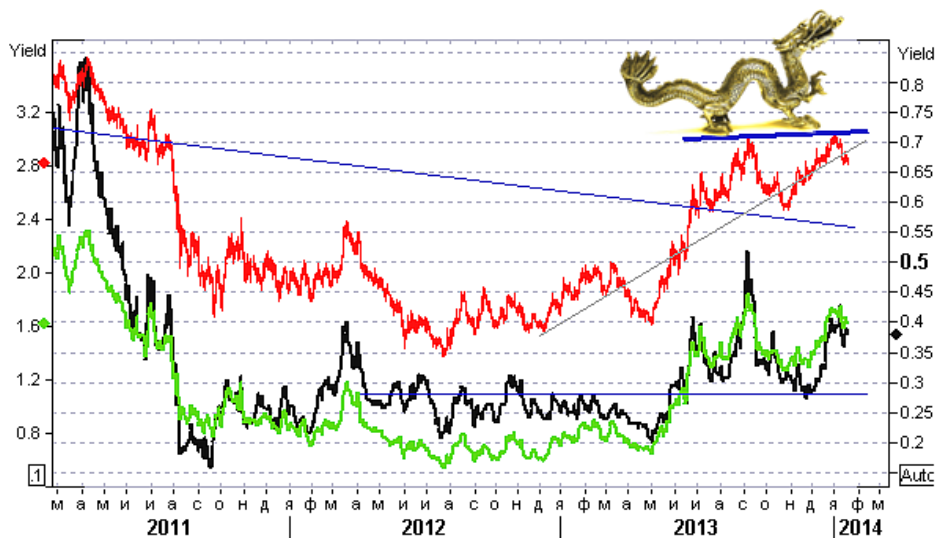
Источник: Reuters, ПСБ



Здесь тоже живут драконы: **золото** и **нефть**. Нефть держится. Но шатко: 105 долл. – ключевой уровень. Золото все не дает и не дает повода играть марши; 1200 – такая важная поддержка! Hint: см. реальные ставки.



Доходность UST10 бьется об уровень 3%. Дальше, вероятно, не хотела бы пустить ее ФРС, но игроки рынка, очевидно, видят эту бумагу ниже по цене. Прогнозы на год, впрочем, в массе довольно умеренные, ниже 3.5% в основном.



Источник: Reuters, ПСБ





## Торговые идеи

### EUR/USD, акции и облигации

В настоящее время рекомендованные ранее торговые идеи либо достигли торговых целей, либо в процессе успешной реализации. Многие рынки находятся в состоянии равновесия и не представляют собой интереса.

Мы бы выделили не отработанный еще потенциал *падения по евро и нефти*, но потенциал падения пока не имеет четких границ, и поэтому сложно сказать какое будет правильное соотношение риск-прибыль.

Исходя из вышесказанного, можно лишь выделить привлекательность той или иной идеи, но сложно определить количественные характеристики (цели) для среднесрочной торговли.

Привлекательными идеями: короткие позиции по американскому рынку акций, нефти и евро, хотя позиция по евро уже рекомендована ранее.

Р.Османов

Чтобы узнать больше, см. линейку продуктов Управления исследований и аналитики ПСБ  
**PSB Research**

Теперь и на Facebook:  
<https://www.facebook.com/PSBResearch>



## УПРАВЛЕНИЕ ИССЛЕДОВАНИЙ И АНАЛИТИКИ

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 Кашцев	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.

