

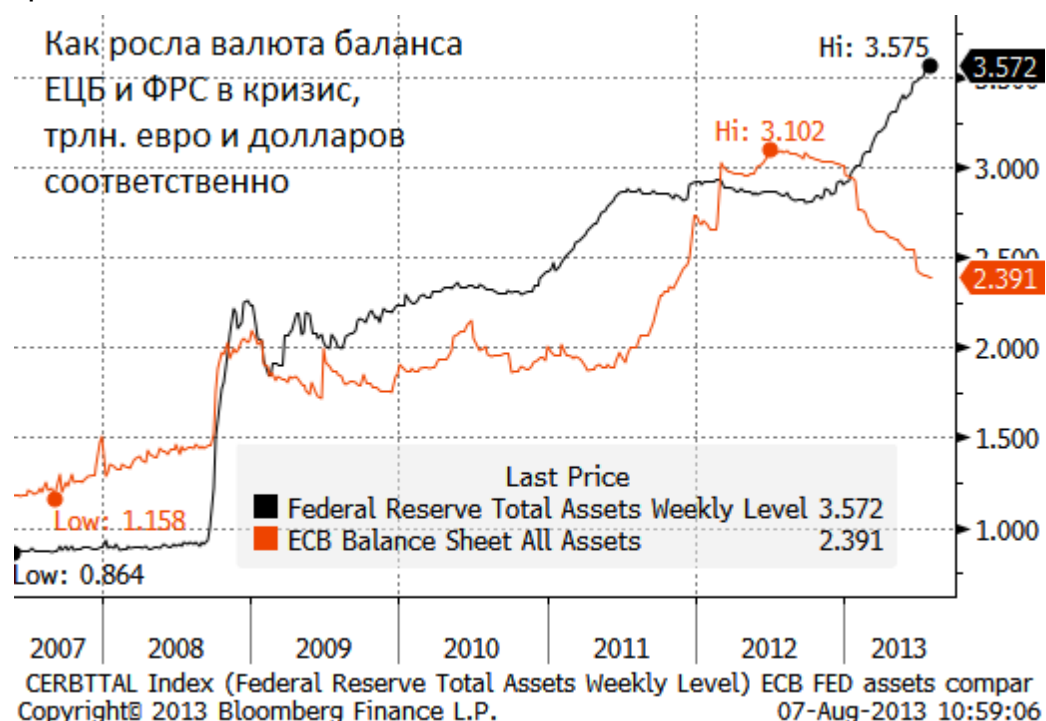
Обзор рынков.

Среда, 7 августа 2013

- Рынки акций качнулись вниз - опять обеспокоенность “сворачиванием” (tapering). В новостных лентах указывают на заявление ФРС Ч.Эванса, наиболее явного сторонника QE, ожидающего начало “сворачивания” с этого года.

Комментарий:

Вчера летнее затишье сменилось некоторым оживлением - рынки акций пошли вниз. S&P500 потерял 0.6%, STOXX Europe 600 - минус 0.4%. Заметнее упали развивающиеся рынки, так, Бразилия минус 2.1%, а Россия - минус 2% по ММВБ. QE tapering. Считается, что движение вниз вновь связано с рассуждениями о приближающемся окончании эпохи монетарного стимула от ФРС. Вчера выступал глава подразделения ФРС в Чикаго Чальз Эванс, который [придерживается крайне “голубинных” \(dovish\) позиций](#) в отношении стимула. Сюрприз для рынка заключался в том, что о сворачивании заявил наиболее явный сторонник QE. По [словам Эванса](#), экономика США будет расти темпом в 2.5% во втором полугодии по сравнению с 1% в первом. А в 2014 году темп превысит 3%.



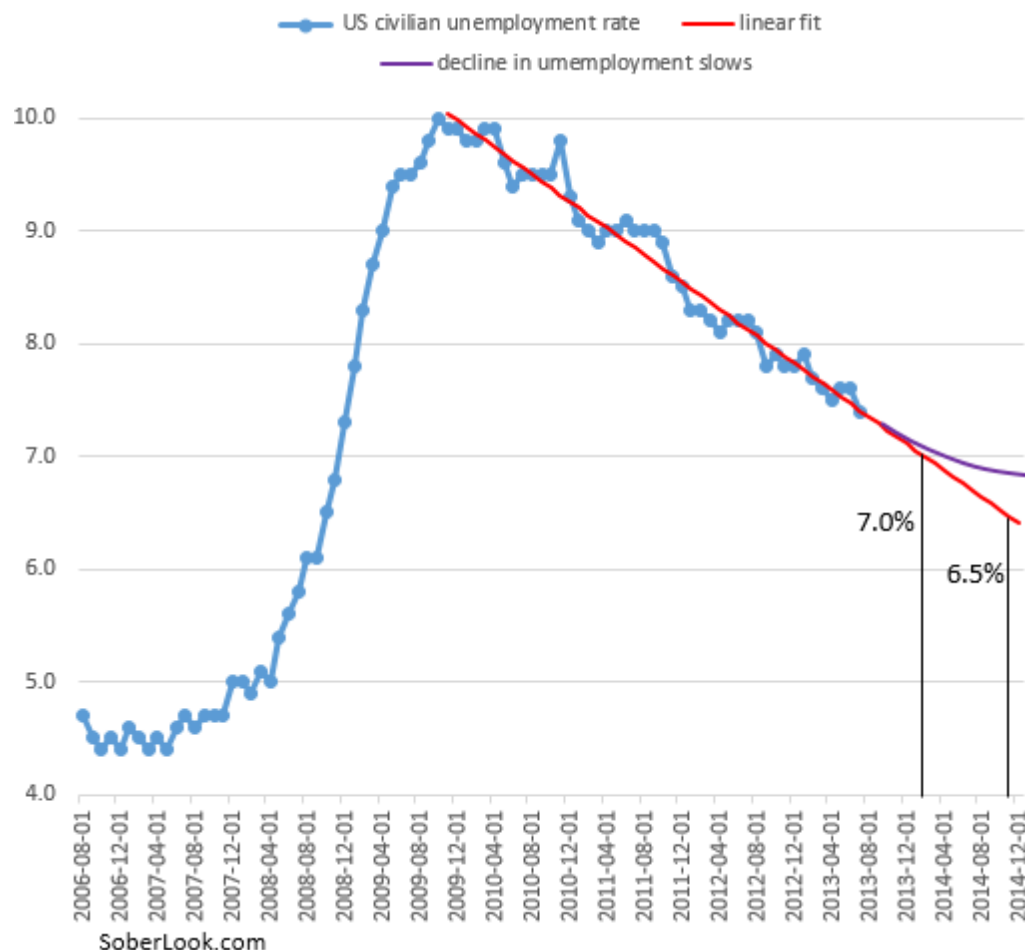
При таком темпе будет создаваться 175-200 рабочих мест в год (мы писали о пятничном “job report” за июль в понедельник), а безработица опустится до

7.2-7.3% в конце года (по сравнению с 7.4% в июле, 10% на пике кризиса и цели в 5% считающимися “естественным” уровнем).

Эванс сказал: ([наш перевод](#)) “Мы, вполне вероятно, снизим величину покупок начиная с конца этого года - Я не могу сказать вам точно в каком месяце это будет - очень похоже, будем свертывать постепенно во времени парой или несколькими шагами”. Он также сообщил, что с начала в январе 2013 г. в ходе QE-3 будет куплено активов не меньше \$1.2 трлн., и что эта величина в 2 раза превосходит размеры предыдущих раундов покупок.

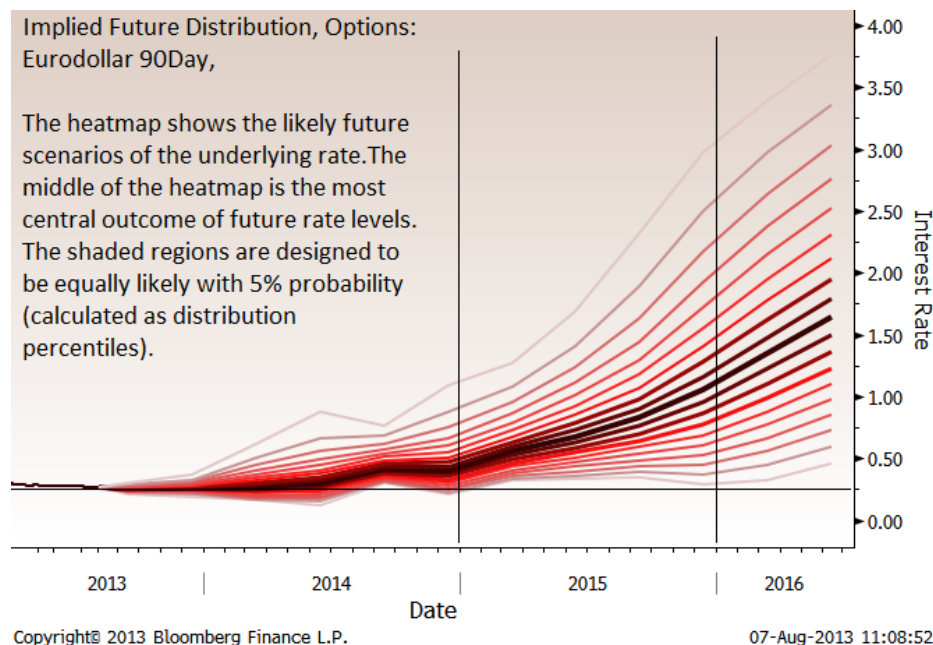
Сейчас дело идёт к консенсусу, что решение будет принято в сентябре.

Напомним, что в июне Бернанке говорил о завершении процесса “сворачивания” QE когда безработица достигнет 7% и предполагал, что это будет в середине следующего года.



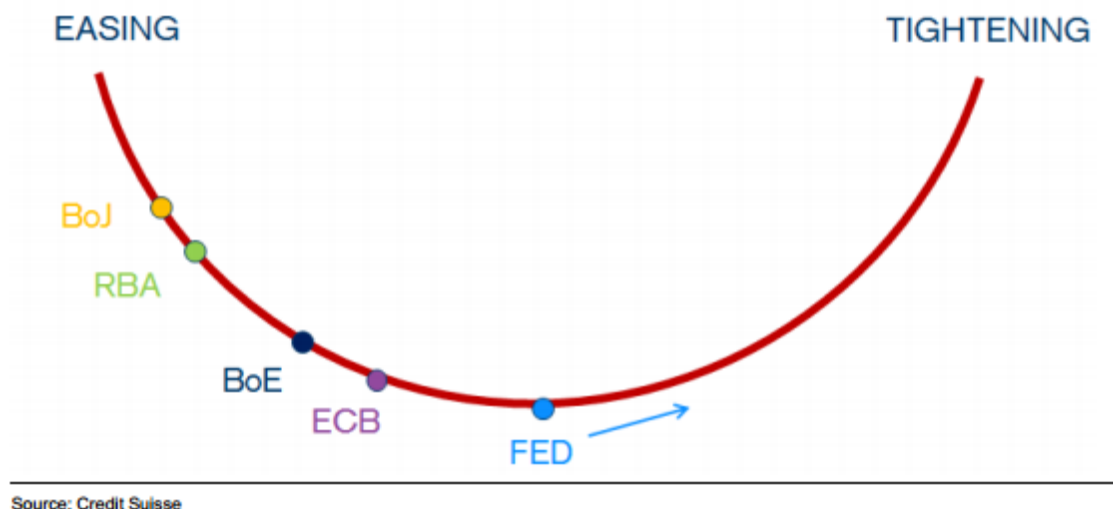
Предлагаем взглянуть на график безработицы с двумя возможным трендами (позаимствовано с pragcap.com). При текущем тренде на снижение безработицы уровень 7% может быть достигнут в конце 2013 г., но, возможно, скорость снижения безработицы замедлится, тогда сбудутся ожидания Бернанке. Сворачивание QE не означает радикального изменения условий на финансовых рынка. Более важен уровень в 6.5% - крайне вероятная точка с которой ФРС

может пойти на первое повышение ставок. Экстраполяция тренда указывает, что это может случиться в конце 2014 г., ФРС ранее обещал не повышать ставки до 2015. Рынки деривативов считают, что повышение ставок начнется в 2015 г., так что к началу 2016 г. ставка будет около 1%.

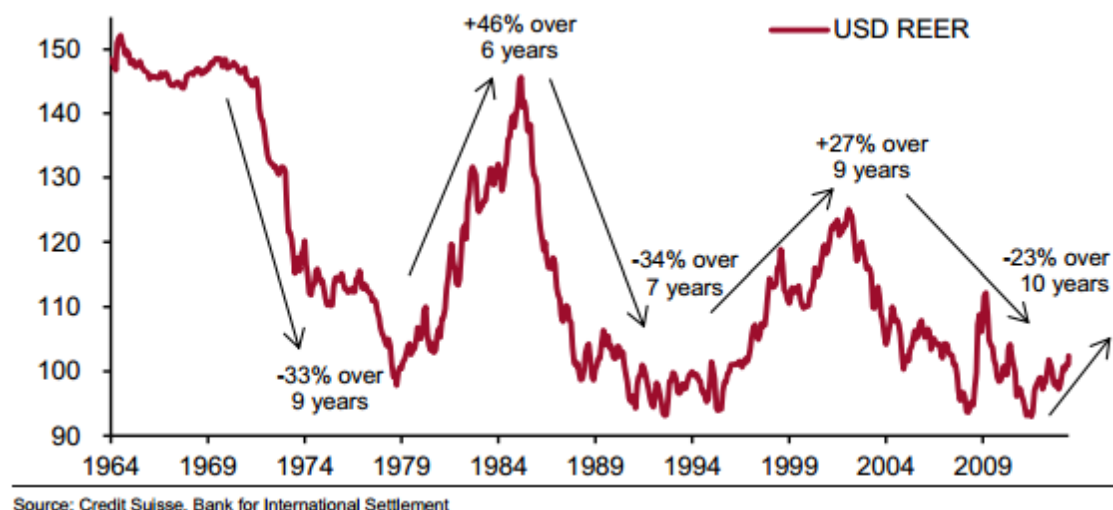


Судьба доллара. Американский доллар, возможно, будет довольно сильной валютой в ближайшие годы. Банк [«Кредит Свисс» недавно выпустил аналитическую записку, в которой объявляет начало «бычьего рынка» для доллара.](#)

Тактическая причина для оптимизма в том, что США и ФРС, похоже, проходят нижнюю точку монетарного цикла, тогда как другие Центробанки крупных стран (Японии, Австралии, Банк Англии, ЕЦБ) еще собираются смягчать ставки и проводить свой вариант «количественного смягчения»



Сильные экономики обычно имеют растущие валюты. Сильные экономики повышают ставки.



Вот еще график из этой же публикации Кредит Свисс показывает индекс реального обменного курса доллара к валютам странам партнерам. Доллар считается надежной валютой, однако имеет довольно драматическую историю. Прокомментируем основные тренды, что позволит понять сложность проблемы прогнозирования из-за действия многообразия факторов:

- 1973 г. - крах золотообменного стандарта, доллар и другие валюты стали необеспеченными, доллар обвалился. В 70-х в США (и в мире) была высокая инфляция, доллар значительно упал.
- В начале 1980-х был «пузырь доллара». Причина - устранение инфляции из-за сверхжесткой денежной политики ФРС США (см. «шок Волкера»). Плюс, Р.Рейган значительно взвинтил расходы бюджета и запустил огромный дефицит (порядка 6% от ВВП, сопоставимый с тем, что был после кризиса при Обаме). Дефицит бюджета изымал средства с финансовых рынков. В результате, ставки в США были высокими и привлекали иностранный капитал, так что доллар

значительно вырос. Затем последовало резкое падение доллара, совпавшее с «разрядкой» и сокращением дефицита бюджета, из-за чего на рынке США возник избыток сбережений, а ставки упали.

- Следующий цикл роста произошел в конце 90-х и начале 2000-х. Предположительно это было связано с идеей «Новой экономики» (и бума технологий). В это время США показывала значительный экономический подъем, опережающий по темпам Европу, Японию и другие развитые страны. Более сильные экономики имеют растущие валюты, чем слабые.

- В 2007 году возникли проблемы на рынке США из-за ипотечного кредитования, начался отток из предполагаемого «эпицентра». Это совпало с максимумом курса евро по сравнению с долларом - 1.6 \$/€.

- В кризис 2008 г. курс доллара резко подпрыгнул на «бегстве за качеством». Но этот рывок не привел к новому тренду, в 2010 году доллар вновь достиг исторических минимумов, если судить по индексу реального обменного курса доллара

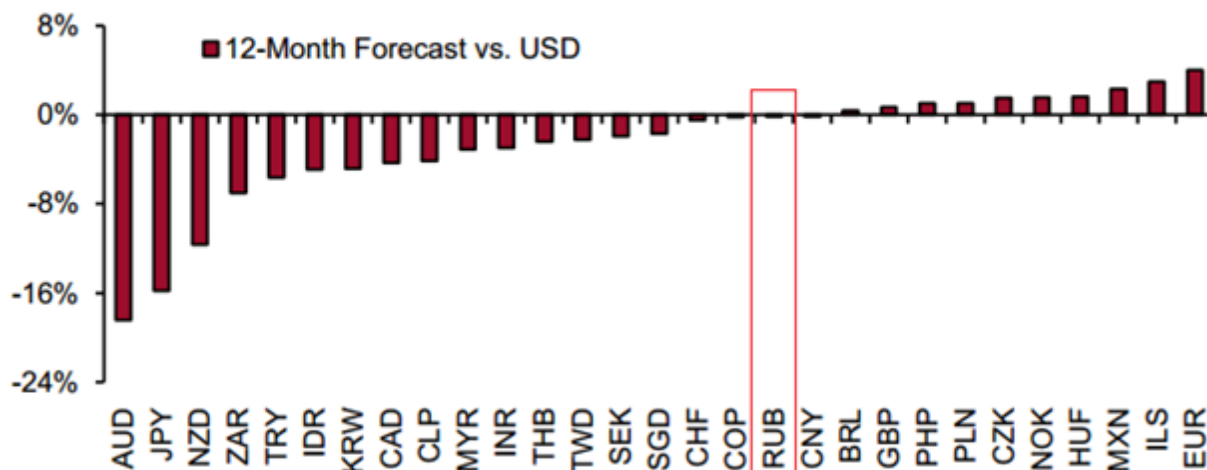
- «Кредит Свисс» объявил о начале нового ростового тренда доллара. Причина - в дешевизне и в том, что США находится впереди других стран по темпам выхода из рецессии и кризиса.

Мы согласны с этим прогнозом, однако сделаем предостережение. Прогноз на рост опирается на идею «реверсии к средней». Дешевые валюты со временем дорожают, дорогие - дешевеют. Речь идет о долгосрочном тренде, а не о попытке угадать траекторию. Мы (аналитики УК «Парма-Менеджмент») ждем роста доллара с лета 2008 года, когда обсуждаемый выше индекс впервые достиг исторических минимумов. С этого времени прошло уже 5 лет и однонаправленного движения пока не получилось.

Итак, доллар скорее будет расти в ближайшие годы, чем падать.

Рубль. Рост доллара не означает падение рубля. График ниже из этой же публикации «Кредит Свисс» предполагает минимальные изменения рубля, однако заметное падение австралийского доллара и йены, и рост евро (тут мы, пожалуй не согласны).

Exhibit 10: We expect most currencies to depreciate against the USD over the coming year

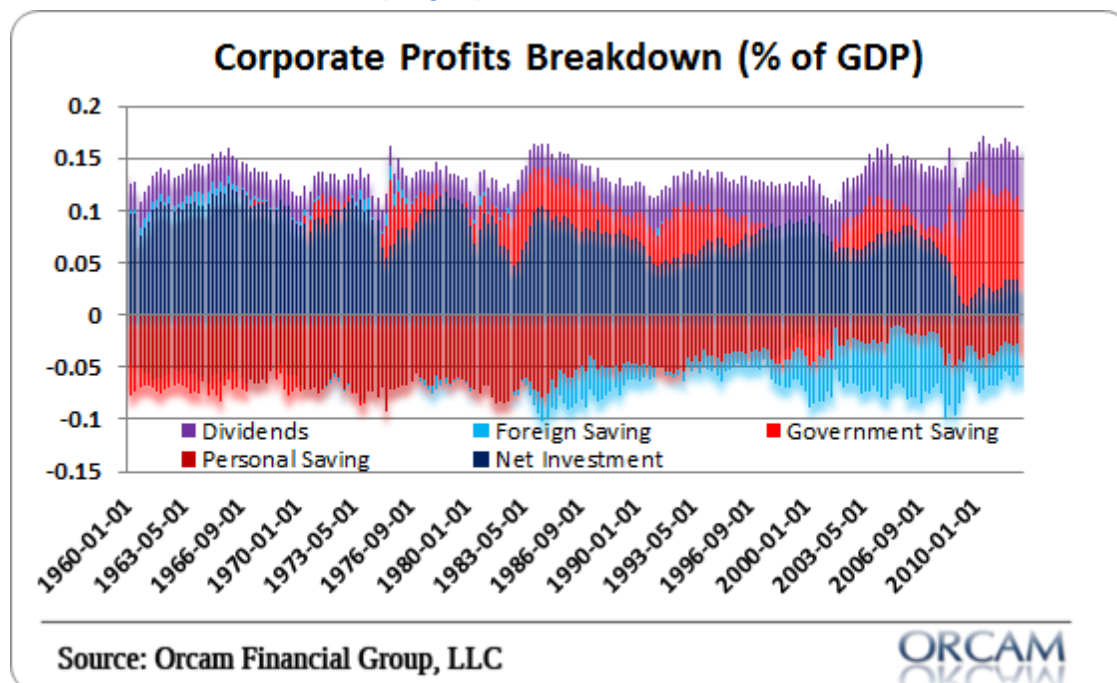


Source: Credit Suisse, the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service

Во вчерашнем ежедневном отчете мы показывали график реального курса рубля к доллару, который находится приблизительно на средних значениях за период 2009-2013, поэтому идея “реверсии к средней” здесь не уместна.

Разное:

- Предлагаем взглянуть на график распределения сбережений и инвестиций в США, позаимствованный нами с pragcap.com



Формула чтобы понять график такова:

$$Profits = Investment - Household Saving - Government Savings - Foreign Savings +$$

Dividends .

Автор графика указывает на [Kalecki profit equation](#), но эту формулу нетрудно вывести из известного выражения $S-I=CA=-KA$, если считать KA - иностранными сбережениями и учесть что местные сбережения S бывают трех видов - от домохозяйств и корпораций (прибыли минус дивиденды) и правительства.

Для нас смысл этого графика в том, что он демонстрирует замещение инвестиций госдефицитом, произошедшее после кризиса. Также это хорошая иллюстрация к [теории "балансовой рецессии" Ричарда Ку](#), про что говорит и сам автор автор.

В данной теории Ричард Ку (которую разработала ФРС в начале 90-х) описывается следующая проблема. В экономике есть сбережения (совокупные), которые по-сути представляют собой отказ от потребления полученных экономагентом доходов.

Сбережения поступают на финансовые рынки и превращаются в траты (инвестиции или потребление в долг). Но если на финансовом рынке происходит слом (банки перестают "трансформировать сбережения в инвестиции"), или, если частный сектор не хочет брать в долг, возникает "потеря дохода" (income leakage).

Тогда сберегающие получают доход, его весь не тратят, несут на финрынки, а дальше эти средства не превращаются в траты. Экономика от этого падает, возникает рецессия и депрессия.

Это и есть балансовая рецессия, она по Р.Ку возникает после пузырей, когда закредитованный частный сектор не желает брать в долг даже по нулевым ставкам (нулевые ставки не расчищают кривые I , S , инвестиций и сбережений), потому что испытывает отвращение к долгу, потому, что их балансы перегружены долгами и без того. Те кто могут взять в долг не хотят, те кто не могут не берут.

Сбережения при этом продолжают происходить. Это похоже по смыслу на проблему "тезаврации" (накопления физических денег, золота) и парадокс бережливости Кейнса. Ричард Ку утверждает, что это случалось в США в 30-х и в Японии 90-х и 2000-х. И что это угрожает Европе и США. В таком состоянии даже сверхмягкая монетарная политика бессильна, нулевые ставки не помогают, потому что даже при низких ставках отвращение к долгу сохраняется. Выходы из этой ситуации таковы:

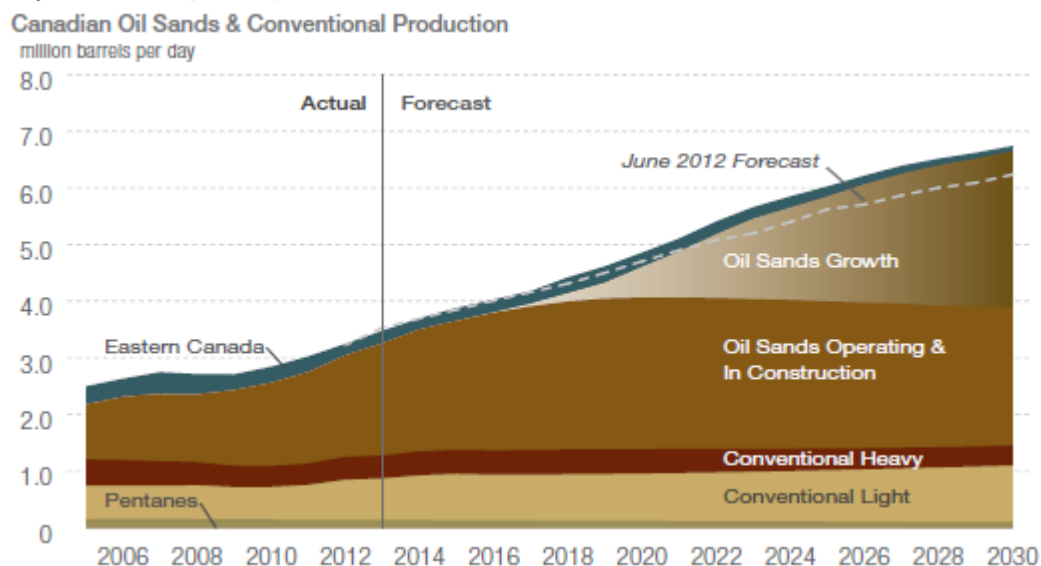
- 1) Надо ждать пока балансы не поправятся, но это больше время - годы
- 2) Государство может выйти на финрынок и задействовать неиспользованные сбережения. Правительство должно не просто увеличивать расходы, а держать дефицит, который изымет "лишние" фонды с рынка. Тогда экономика поправится. Сбережения превратятся в траты.

Итак, приведенный график показывает как дефицит в США заместит выпавшие инвестиции (потребности в фондах). Он объясняет неплохое состояние экономики Штатов сейчас. Он также объясняет почему экономика Европы, вставшая на путь аскетичности ("austerity"), чувствует себя плохо.

Еще одна вещь - на графике хорошо видно, как в США в 2000-х начал активно притекать капитал, это ["saving glut"](#), про который говорили Бернанке (у него есть "пейпа" на эту тему, кажется) и Гринспен. Отчасти это после кризисов 90-х ("текила-кризис", азиатский"), после чего развивающиеся рынки стали усиленно сберегать, копить резервы, вместо того чтобы брать в долг. И это поясняет почему американцы стали мало сберегать - вместо них в США сберегают иностранцы.

- **Нефть не упадет?** Небольшая иллюстрация, показывающая почему потенциал устойчивого падения цен на нефть ограничен примерно 60-80/баррель (исходя из того

что мы сейчас знаем). Ниже - график из отчета [Канадской ассоциации нефтяных производителей](#), дающей прогноз добычи в стране. Наибольший прирост ожидается от “нетрадиционной нефти”, нефтяных песков. С учетом этих запасов Канада находится на третьем месте в мире после Венесуэлы (где также полно тяжелой нефти и Саудовской Аравии).



Выглядит эта нефть примерно как показано на рисунке ниже



А добывается либо с помощью скважин и разогрева пласта (требует затрат энергии, обычно природного газа), либо экскавационным методом ([фотографии из статьи The Economist](#)).

Издержки этого способа производства нефти оцениваются в \$70-100, включая “реформинг” (превращение густой нефти в более жидкую, подходящую для транспортировки и переработку на НПЗ).

Немного о состоянии экономической науки, порожденной [изучением публикаций научных статей по экономике за 60 лет](#). В последние годы место теоретических исследований сменили эмпирические, связанные с исследованием данных. Об этом уже отписались [Ноа Смит](#) и [П. Кругман](#).

Table 4. Percent Distributions of Methodology of Published Articles, 1963-2011*

Year	Type of Study				
	Theory	Theory with Simulation	Empirical: Borrowed Data	Empirical: Own Data	Experiment
1963	50.7	1.5	39.1	8.7	0
1973	54.6	4.2	37.0	4.2	0
1983	57.6	4.0	35.2	2.4	0.8
1993	32.4	7.3	47.8	8.8	3.7
2003	28.9	11.1	38.5	17.8	3.7
2011	19.1	8.8	29.9	34.0	8.2

*A type could not be assigned to seventeen of the articles published in 1963.

- «Газпром нефть» опубликовала неаудированные консолидированные итоги по МСФО за первое полугодие. Выручка компании выросла на 1,8% до 590 млрд. руб. по сравнению с первым полугодием прошлого года, что оказалось ниже прогнозных значений. Из-за девальвации рубля во втором квартале, способствовавшей отрицательным курсовым разницам, связанным с переоценкой кредитного портфеля, чистую прибыль «Газпром нефти» сократилась на 1,4% YoY до 77 млрд. руб. Компания торгуется с мультипликатором P/E на уровне 3,3.

Местное:

- Проект реконструкции шоссе Космонавтов может быть расширен. В рамках обсуждения рабочей группы заксобрания Пермского края отмечалось, что проект не решает проблемы с заторами, в связи с чем необходимо внесение изменений в проект. Предлагается реконструировать развязку на ул. Связева, расширить шоссе Космонавтов до трёх полос от ул. Связева до ул. Промышленной. Для реализации данной программы понадобится дополнительно 7,3 млрд. руб. Реализовать проект планируется за счёт краевой инвестиционной программы.



Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



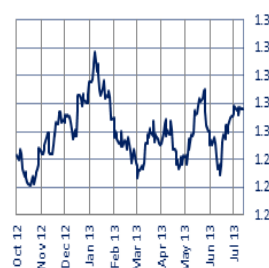
EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



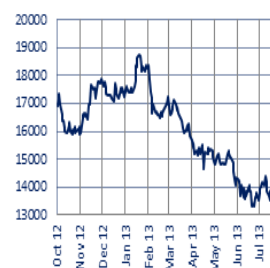
Нефть Brent, \$/барр.



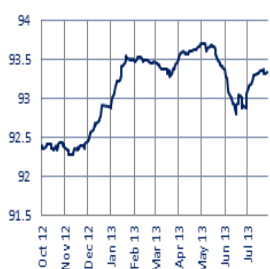
Золото, \$/Oz



Доходность рубл.облиг. РФ, ср.взвеш., % Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



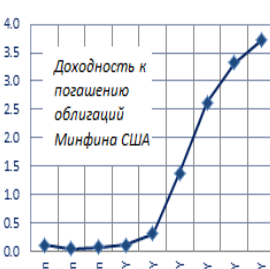
Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Дисклеймер

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.