

Мягкая монетарная политика как долгосрочное явление

- **Вслед за США, ведущие мировые центральные банки могут пересмотреть монетарную политику в сторону ослабления или занять выжидательную позицию. Центральные банки Европы и Японии могут отложить намеченное увеличение ставок на неопределенный срок. Народный банк Китая может продлить текущую тенденцию постепенного ослабления монетарной политики. Главный вопрос, который возникает в связи с сохранением мягкой монетарной политики – это какой уровень государственного долга сами государства могут удерживать длительное время без ощутимых негативных последствий для национальных экономик.**
- **Американская экономика продолжает демонстрировать противоречивые показатели, которые, однако, не препятствуют росту уверенности в достижении целевых показателей роста экономики в 2019 году. Индекс инфляции (Personal Consumption Expenditures, PCE) находится на комфортном для ФРС уровне в 1,9% при целевом значении в 2,0%. Можно сказать, что инфляция находится на целевом уровне ФРС, однако US CPI свопы показывают возможность снижения инфляции до уровня 1,3-1,7% к концу года. Такая ситуация не снимает с повестки дня вероятность полного изменения монетарной политики на противоположную – с ужесточения на смягчение.**

Мягкая монетарная политика может стать долговременным явлением

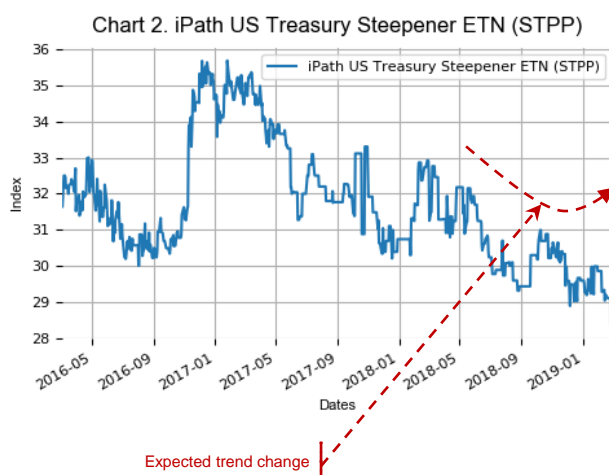
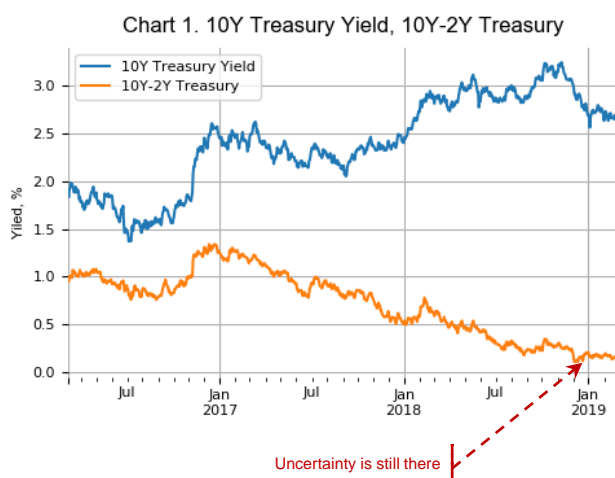
Центральные банки мировых финансовых держав не спешат сворачивать свои программы по смягчению монетарной политики. После известных кризисных событий в мировой финансовой системе, смягчение монетарной политики, прежде всего США, а также ряда других крупнейших центральных банков, преследовало цель максимально быстро и безболезненно преодолеть последствия финансового кризиса. Но эта тенденция может превратиться из краткосрочных экстренных мер в долгосрочную политику.

Главный вопрос, который возникает в связи с сохранением мягкой монетарной политики – это какой уровень государственного долга сами государства могут удерживать длительное время без ощутимых негативных последствий для национальных экономик. 2019 год должен был стать годом началом нормализации монетарной политики для крупнейших мировых банков, но снижение ожидаемого роста мировой и национальных экономик внесло свои коррективы. Наибольшие вопросы вызывают ожидаемые темпы роста экономики Европы и Китая.

ФРС США после декабрьского повышения ключевой ставки, делает осторожные заявления о возможном повышении ставки дважды в этом году. Но пауза в повышении ставок ФРС может продлиться до осени. В ситуации высоких уровней государственного и корпоративного долга США, экономика имеет повышенную чувствительность к уровню ставок, что оправдывает повышенное внимание инвесторов к этой теме.

Снижение доходности 10-летних Treasuries (график 1) происходит на фоне сохранения спреда между 10-летними и 2-летними облигациями из-за сохранения высокого уровня рисков в краткосрочной перспективе. В 2019 году доходность 10-летних Treasuries может сохраняться до конца года в волатильном коридоре 2.3 – 2.8%. ФРС намерен постепенно нормализовывать структуру баланса, уменьшая количество MBS (Mortgage-Backed Securities) по мере их погашения и к концу года вернуться к более традиционной политике net buyer Treasuries. Ожидаемая нормализация монетарной политики может сделать интересными долговые деривативы (график 2).

В Европе программа количественного смягчения официально завершилась в конце 2018 года, но пока ЕЦБ может воздержаться от повышения ставки, по меньшей мере до осени этого года из-за вероятности замедления роста экономики Европы.



Мягкая монетарная политика может стать долговременным явлением (продолжение)

Увеличение ставки ECB Deposit facility, которая сегодня находится ниже нулевой отметки, можно ожидать не ранее конца 2019 года, а рост ставки до нулевого значения – в 2020. Также ECB может предложить дополнительные инструменты рефинансирования операций и намерен начать цикл увеличения ставок после появления соответствующих экономических предпосылок.

Банк Японии в январе пересмотрел сроки достижения целевого уровня инфляции в 2% на более поздний период, уточнив прогнозный уровень инфляции на конец 2020 года в 1,4%. Целевой уровень доходности 10-летних государственных облигаций может остаться на нулевом уровне вплоть до 2021 года, пока текущая доходность сохраняется ниже нулевого уровня. Несмотря на это спрос на государственные облигации остается традиционно высоким как среди резидентов, так и не резидентов.

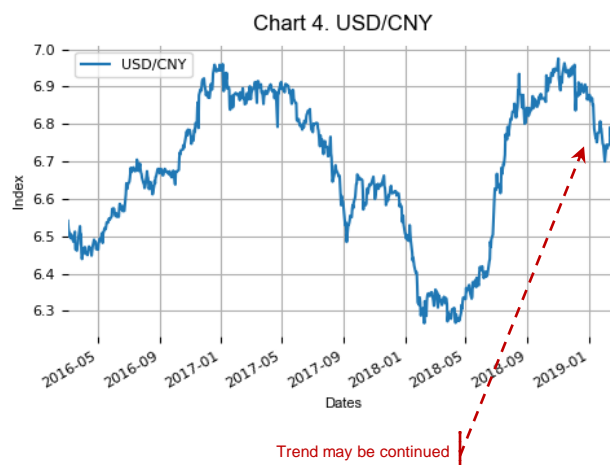
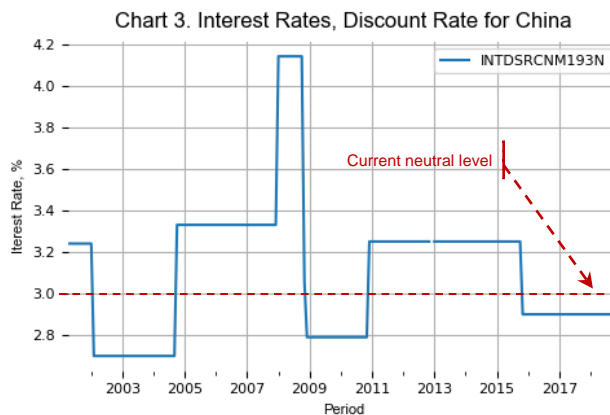
Показатели японской экономики в Q4 выросли по сравнению с Q3 прошлого года, в основном благодаря внутренним факторам. Глава Банка Японии отметил, что усиление иены может оказать существенный эффект на рост экономики и инфляционные ожидания, поэтому BoJ планирует сохранить существующие и принять дополнительные меры монетарного стимулирования для достижения целевых макроэкономических показателей.

Замедление китайской экономики продолжает оставаться в фокусе инвесторов. По заявлениям представителей китайского правительства, целевой показатель роста экономики находится на уровне 6-6,5%. Для его достижения Народный банк Китая вероятно будет продолжать использовать смягчение монетарной политики для стимулирования роста экономики. Среди ожидаемых мер - снижение требований к банковским резервам на 100 bps, продолжение ослабления национальной валюты, снижение налогов и стимулирование частного бизнеса. Общий экономический эффект от этих мер может составить 298 bn USD.

Уровень ставки в Китае уже длительное время составляет 2,9 % при нейтральном значении ставки около 3%, что сохраняет Китаю возможность дальнейшего снижения ставки, хотя текущий уровень соответствует политике монетарного смягчения (график 3). Политика монетарных властей Китая относительно курса национальной валюты будет зависеть, в том числе, от результатов нового торгового соглашения с США. Но параметры нового торгового соглашения с США могут оказаться менее выгодными, и Китай может использовать курс национальной валюты для компенсации возможных невыгодных условий нового соглашения. Это может сохранить тенденцию на нисходящий тренд курса юаня в нынешнем году (график 4).

Противоречивые показатели американской экономики росту не мешают

Американская экономика продолжает демонстрировать противоречивые показатели, которые, однако, не препятствуют росту уверенности в достижении целевых показателей роста экономики в 2019 году. Среди новостей – ожидаемое заключение нового торгового соглашения с Китаем, а также новые комментарии президента США Дональда Трампа о слишком сильном долларе, препятствующем выгодной торговле с другими странами.



Противоречивые показатели американской экономики росту не мешают (продолжение)

Опыт показывает, что за вербальными интервенциями, следуют практические действия, и США будут предпринимать меры для ослабления доллара.

Новое торговое соглашение между США и Китаем может быть подписано на встрече китайского и американского лидеров в конце марта. США также анонсировали необходимость пересмотра торговых соглашений с Индией и Турцией, по примеру Китая. США имеют все шансы выгодного для себя пересмотра этих соглашений и соответственно, улучшения позиций в международной торговле. Текущие цены американского фондового рынка уже дисконтированы от ожидаемого подписания соглашения с Китаем.

Индекс настроений потребителей от Университета Мичигана (University of Michigan Consumer Sentiment Index) вырос до 93,8, что менее ожидавшихся 95,5 пунктов, но выше январского значения в 91,2 пункта. Индекс управляющих менеджеров (Purchasing Managers Index, PMI) от Маркит также показал рост в феврале до 56,0 пунктов с январского уровня в 54,2.

В Q4 2018 американская экономика выросла на 2,6% уоу, что выше чем ожидалось, благодаря сильным показателям расходов потребителей и бизнеса. Индекс инфляции (Personal Consumption Expenditures, PCE) находится на комфортном для ФРС уровне в 1,9% при целевом значении в 2,0%. Можно сказать, что инфляция находится на целевом уровне ФРС, однако US CPI свопы показывают возможность снижения инфляции до уровня 1,3-1,7% к концу года.

Такая ситуации не снимает с повестки дня вероятность полного изменения монетарной политики США на противоположную – с ужесточения на смягчение. В заявлениях официальных лиц ФРС отмечается необходимость более взвешенной оценки экономической ситуации и принятия решений после появления устойчивых тенденций в динамике экономических показателей.

В последнее время риторика официальных представителей ФРС заметно смягчилась. Президент банка ФРС Бостона Эрик Розенгрэн заявил 5 марта, что ФРС сегодня менее обеспокоены перегревом американской экономики и США ожидает умеренный экономический рост в этом году. Консенсус аналитиков по прогнозу роста экономики США в 2019 году находится на уровне 2-2,5% (график 6).

Волатильность в фокусе ожидания инвесторов

Волатильность на американском рынке акций за последние три года неоднократно демонстрировала резкие колебания, которые не имели существенного влияния на уровень курса доллара к основным мировым валютам (график 5, DXY). Курс доллара с начала 2018 года продолжает сохранять тренд на укрепление.

Но величина пиков волатильности в прошлом году существенно выросла из-за режима постоянного ожидания начала рецессии, несмотря на позитивный прогноз показателей экономики США (график 6). Ожидание рецессии продолжает оставаться существенным драйвером на рынках. Кроме этого рекордно высокий уровень корпоративного долга в США существенно повышает волатильность финансовых рынков и может стать мультипликатором возможных негативных явлений.

Chart 5. US Dollar Index Futures Cash, VIX

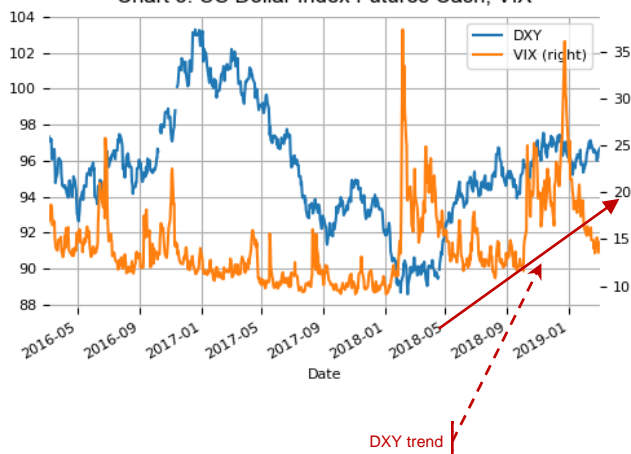


Chart 6. Key US Economic forecasts

Parameter	2019*	2020*	2021*
GDP (% qoq ann)	2.4	2.2	2.0
Consumer expenditure	2.9	2.5	2.0
Government expenditure	1.8	1.4	1.0
Investment	3.2	3.1	3.0
Residential	-0.9	0.3	1.4
Non-residential	4.2	3.8	3.3
Exports	2.2	2.1	1.9
Imports	4.6	3.6	2.7
Net trade*	-0.6	-0.4	-0.2
Inventories*	-0.1	0.0	0.2
Nominal GDP (% yoy)	4.3	4.0	3.8
CPI headline (% yoy)	1.5	1.7	2.0
CPI core (% yoy)	2.0	2.0	1.9
Unemployment rate (%)	3.6	3.9	4.3
Employment (%yoy)	1.4	0.9	0.3
Compensation per hour (% yoy)	3.2	3.0	2.8
Personal income (%yoy)	4.4	3.8	3.1
Non-farm productivity (%yoy)	1.0	1.3	1.6
Savings rate (%)	6.6	5.9	5.2
Fiscal stance** (% of GDP)	-0.9	-0.5	0.0
Output gap (% of GDP)	2.0	1.3	0.7
Corporate profits before tax (% yoy)	4.4	9.8	15.2
Current account (% of GDP)	-2.6	-2.7	-2.8
Budget balance (% of GDP)	-5.0	-5.0	-5.0
Federal Debt (% of GDP)	79.2	81.1	83.0
Public Debt (% of GDP)	103.9	105.8	107.7

* - forecast

Контакты

Адрес: г. Москва, Пресненская набережная, д.8 стр.1, МФК "Город Столиц", башня Москва, 4 этаж

Тел: +7 (495) 792-55-50

Эл. почта: info@univer.ru

Сайт: www.univerc.ru

Заявление об ограничении ответственности

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет. Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе. Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов. Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО «УНИВЕР Капитал». Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО «УНИВЕР Капитал» запрещено.