

На пределе возможного

В декабре в ФРС увидели смещение баланса выгод и издержек третьего раунда количественного смягчения.

Вышедшие накануне протоколы к последнему заседанию раскрыли новые детали знакового решения начать tapering в январе. «Оппозиционеров» в стане ФРС почти нет, экономика набрала уверенный ход, сворачивание назрело. В отсутствие потрясений комитет продолжит планомерно понижать объем выкупаемых с рынка активов. Четкого сценария, как это будет происходить, пока нет, но скоро появится. Теперь помимо данных по рынку труда архиважное значение приобретут данные по инфляции. Также на радарх инвесторов появится ряд экзотических индикаторов — в ФРС засомневались в эффективности продолжения QE3 на фоне усиления ее побочных эффектов.

На ФРС наконец-то произвела впечатление динамика фондового рынка. Минувший год стал самым успешным для индекса S&P 500 за последние 16 лет. Рынок остается «бычьим» с 2009 года, причем после достижения кризисного минимума он поднялся почти на 180%, перебив прежний исторический максимум уже более чем на 20%. Ошеломляет — с учетом того, что экономика в целом за этот период окрепла лишь на 9,86% (данные ВЕА). С точки зрения теории, бесконечно так продолжаться не может. В ФРС это знают. Поэтому пройдя по лезвию бритвы, там сбавили скорость, дабы ненароком не оказаться в кювете. Пора выключать «автопилот» — сигналы действительного, а не мнимого ускорения экономики есть, так же, как и понимание того, что политика управления ориентирами (forward guidance) заработала.

Динамика индекса S&P 500 с начала 2009 года



Источник: Bloomberg

Сейчас риски нарушения финансовой стабильности и, как следствие, экономики в ФРС оценивают как умеренные. Отчасти это связано с меньшим «увлечением» игроками финансовым леввереджем (спасибо кризису-2008 и Базелю III, который хоть и со скрипом, но претворяется в жизнь). Усыпляет бдительность и уменьшение дюраций долговых портфелей, что также можно списать на более взвешенное отношение к риску. Тем не менее, дальнейшее продолжение QE3 без изменений при околонулевых ставках может подтолкнуть инвесторов к фатальному принятию дополнительного риска.

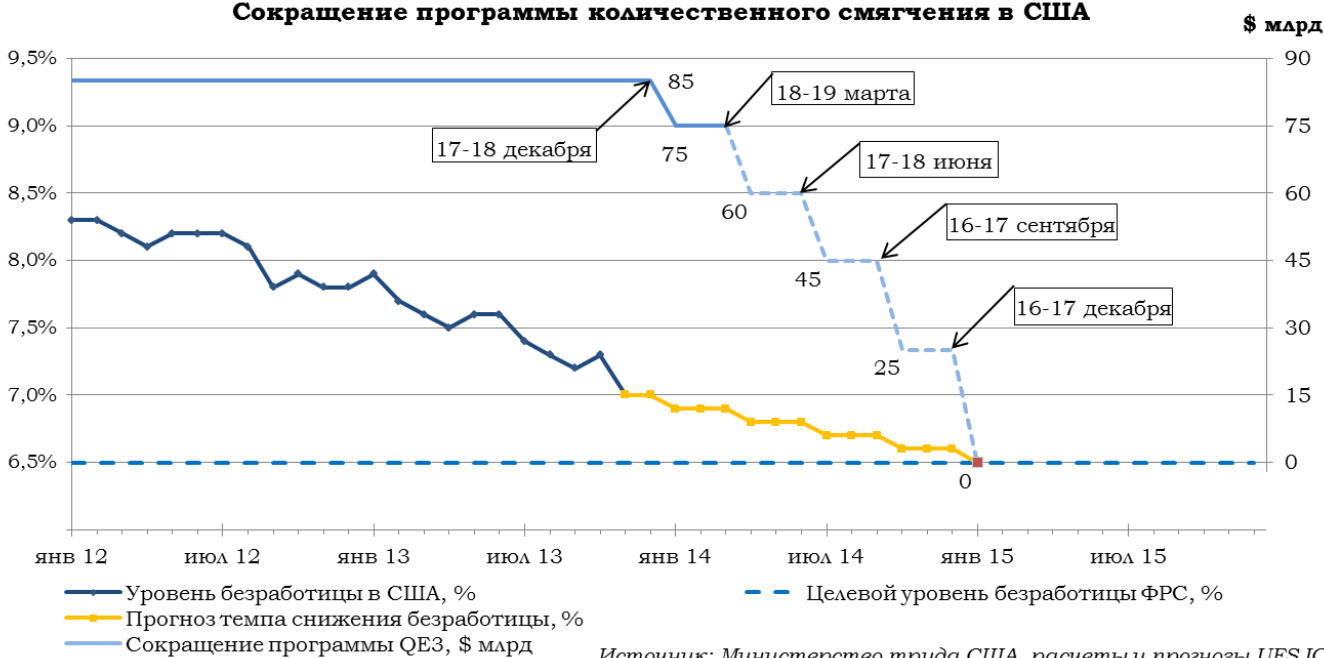


Может пострадать и сам Федрезерв, который также не застрахован от потери капитала. Во всяком случае, такое допускали некоторые члены комитета на заседании в декабре. При таких обстоятельствах подвергнется угрозе репутация ФРС и доллара как резервной валюты. Принимая это во внимание, некоторые голосующие участники ФРС всерьез посчитали, что издержки QE3 могут превысить ее выгоды, что вынудит монетарные власти ускорить tapering еще до достижения целей их двойного мандата. Ориентирами применительно к издержкам в ФРС считают мультипликатор Р/Е для компаний с малой капитализацией, упоминавшийся уже уровень финансового левереджа, а также масштабы обратного выкупа акций. Возможно, в этот список войдут показатели объема рынка и качества leveraged loans — долговых инструментов, которые зачастую носят высокорисковый характер.

В дальнейшем подобные индикаторы, возможно, будут включены в политику forward guidance. В декабре комитет не решился менять свой «пошаговый подход», подразумевающий сокращение QE3 в зависимости от обстоятельств. Некоторые члены комитета предложили перейти к оглашению конкретных сроков или конкретного наращивания баланса ФРС, чтобы сократить неопределенность политики, однако широкой поддержки это предложение не нашло. В итоге большинство согласилось с формулировкой взвешенного tapering в течение года в случае отсутствия экономических потрясений.

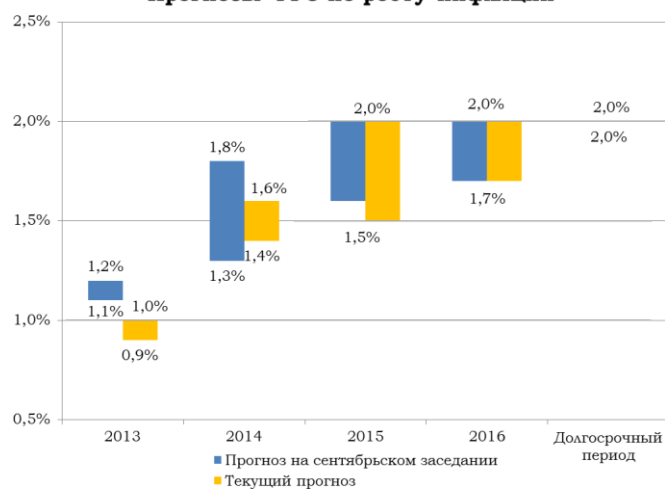
Таким образом, продолжает реализовываться наш сценарий «ранний старт» с растягиванием «расставания» с QE3 до конца года. Консенсус-прогноз Bloomberg подразумевает сокращение объема выкупа активов на \$10 млрд на каждом из последующих заседаний. Мы же склонны считать, что после сокращения на \$10 млрд в декабре ФРС пойдет на сокращение на \$15 млрд в марте, на \$15 млрд в июне, на \$20 млрд в сентябре и на \$25 млрд в декабре. Причина — боязнь навредить и желание объяснить свои действия, что лучше всего будет сделать в рамках пресс-конференций, которые запланированы с периодичностью «одно через одно».

Сокращение программы количественного смягчения в США

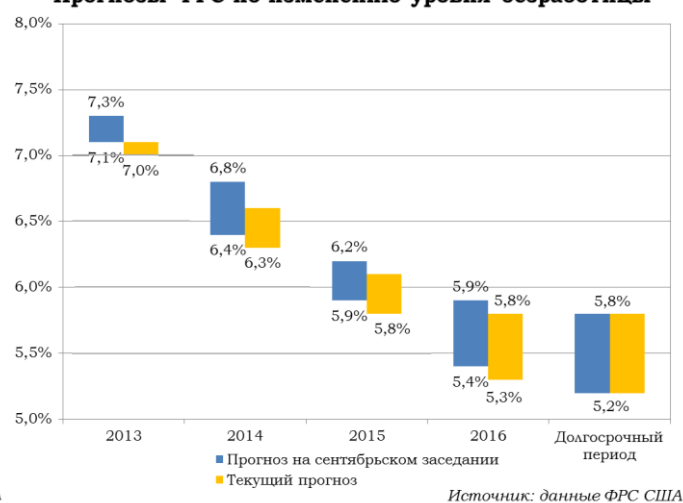


Заставить поторопиться может дальнейшее неблагоприятное смещение баланса выгод и издержек. Впрочем, есть и весомые доводы не в пользу быстрого tapering, а именно подавленная инфляция. По сравнению с предыдущим заседанием, она удостоилась более значимой роли — теперь ее уровни будут отслеживаться еще более тщательным образом. Некоторые — по всей видимости, Эрик Розенгрэн, который голосовал «против» — указали, что дезинфляция может ввести в заблуждение, преувеличивая силу восстановления экономики. Были и сомнения в прогрессе на рынке труда, хотя большинство сочло убедительным понижение безработицы до уровня в 7% и увеличение более чем на 200 тыс. рабочих мест в октябре и ноябре. В целом многие в комитете стали более уверенными в реализации своих ожиданий постепенного ускорения экономики.

Прогнозы ФРС по росту инфляции



Прогнозы ФРС по изменению уровня безработицы



Ориентир в 6,5% для уровня безработицы остался без изменений. Вместо этого в «минутках» пассаж о том, что спустя еще какое-то время после его достижения ключевая процентная ставка останется на околонулевом уровне. Во внимание будет приниматься и динамика показателя участия в рабочей силе, низкий уровень которого привел во многом к искусственному снижению безработицы. Это, а также понижение в декабре ориентиров по инфляции позволило участникам рынка меньше переживать по поводу скорого ужесточения монетарной политики.

Несмотря на очередную порцию сильной статистики в первые дни января, доходности долгового рынка США в целом остались на тех же уровнях, на которых они финишировали в прошлом году. Мы продолжаем считать, что в 2014 году по мере сокращения QE3 доходность эталонных десятилетних гособлигаций США вполне может остаться в коридоре 3,00–3,25%. Справедливый спред между доходностью российского эталонного выпуска RUSSIA-30 и 10-летними облигациями США мы оцениваем в 100–110 б. п. Отечественный фондовый рынок будет двигаться с оглядкой на старших товарищей, однако фундаментально мы видим хороший потенциал роста. Текущий момент представляется благоприятным для открытия среднесрочных «длинных» позиций с выставлением близкого стопа. Что касается рубля, то, как мы писали в [сегодняшнем утреннем обзоре](#), он остается заложником глобальных процессов перетока капитала и выправления низкой конкурентоспособности экономики. Подробнее наш сценарий развития ситуации — в [специальном обзоре](#).

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, [перейдя по ссылке](#).



Департамент Аналитики

Павел Василяди Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Вадим Ведерников Заместитель Директора департамента. Долговой рынок	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик. Рынок акций. Сырьевые рынки	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Главный аналитик. Рынок акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Анна Милостнова Аналитик. Рынок акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Станислав Савинов Аналитик. Макроэкономика	Тел. +7 (495) 781 02 02 vss@ufs-federation.com
Каролина Беломестнова Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 bkv@ufs-federation.com
Дмитрий Мещеряков Переводчик	Тел. +7 (495) 781 02 02 mdv@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
Илья Хомяков Начальник отдела Репо	Тел. +7 (495) 781 02 02 him@ufs-federation.com
Николай Полторанов Репо-Треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 pnv@ufs-federation.com
Игорь Ким Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 04 kim@ufs-federation.com
Антон Басов Треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 bav@ufs-federation.com
Александр Миленный Сейлз-треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 vam@ufs-federation.com
Алексей Куш Сейлз-треjder	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 73 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

