Russia, 129090, Moscow
Protopopovsky per.,2
tel.: 7 (495) 781 02 02
www.ufs-federation.com

9 декабря 2013

Станислав Савинов, vss@ufs-federation.com

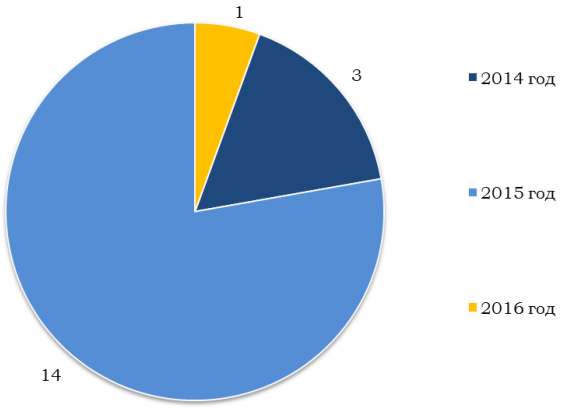
Успеть до конца года. ФРС может «достойно выйти» из QE3.

Текущая ситуация навевает аналогии с сентябрем. Тогда почти всем казалось, что сокращение QE3 неизбежно, однако в ФРС не стали торопить события. Сейчас практически все препятствия, что мешали тогда, устранены. Экономика, похоже, действительно набрала хорошие обороты. Прогнозы комитета наконец-то стали сбываться. Реакция рынков дает Федрезерву зеленый свет. Теперь помешать может лишь желание закрепить достигнутый эффект. Однако в этом случае на кон будет поставлено доверие к политике ФРС. Поэтому, как метко сказал Чарльз Плоссер из ФРБ Филадельфии, для ФРС было бы разумно «достойно выйти» из QE3. В декабре для этого предоставляется отличный шанс.

Показательным является поведение международного валютного рынка, где доллар продолжает постепенно уступать позиции единой европейской валюте и только за счет ослабления японской йены удерживается в сложившемся диапазоне против корзины ведущих валют по индексу DXY. Не все верят в сценарий tapering в декабре. Среди опрошенных Bloomberg аналитиков таковых только треть. Все еще жива память о том, как поступил Федрезерв с рынками в сентябре. Но тогда все ориентировались на Бена Бернанке с его отсылкой к «одному из следующих заседаний». Сейчас — на пассаж о «кумулятивном улучшении на рынке труда», а также на общее состояние дел в экономике, которое теперь вполне отвечает критериям, необходимым для того, чтобы выдержать tapering.

Самое главное, что условия на финансовых рынках после сильного отчета по рынку труда принципиальным образом не ухудшились. По всей видимости, политика коммуникации принесла свои плоды — глобальные инвесторы услышали посыл Федрезерва о том, что завершение программы количественного смягчения не приведет одномоментно к повышению ставки по федеральным фондам. Среди нерешенных проблем у ФРС остается только пониженная инфляция, которая, по ожиданиям большинства, со временем все же подтянется к целевому значению.

Приемлемое время ужесточения монетарной политики. Результаты голосования членов FOMC



Источник: данные ФРС США

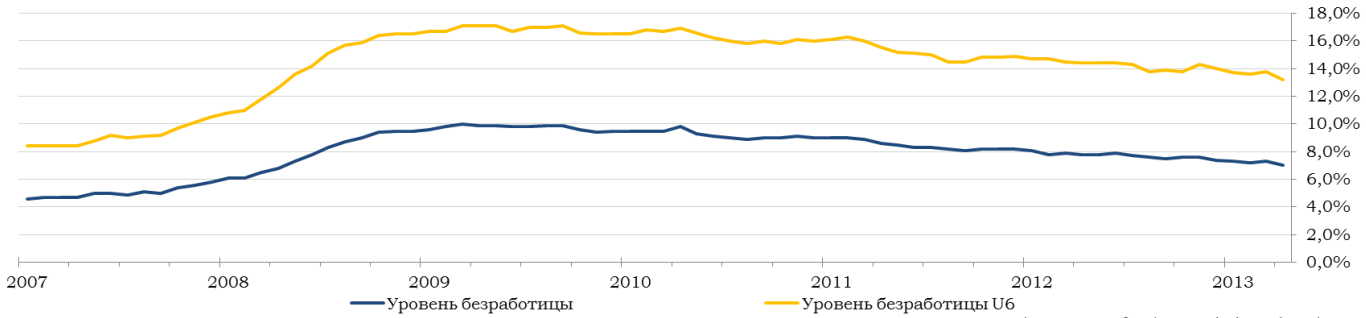
Все другие условия соблюдены: рынок недвижимости справился с ударом от роста процентных ставок по ипотеке, процентные ставки на долговом рынке не вернулись к максимумам, показанным в конце лета, политические склоки не повлияли на ход экономики. Судя по информации из близких к Конгрессу источникам, есть шанс, что на этот раз обойдется без приостановки работы правительства и нервотрепки с повышением лимита госдолга.

Вполне можно допускать, что выполнено и главное условие — кумулятивное улучшение на рынке труда, хотя некоторые функционеры ФРС, в частности Чарльз Эванс

из ФРБ Чикаго, хотели бы увидеть еще несколько столь же хороших отчетов по рынку труда. Впрочем, с этим могут согласиться не все. Так, глава ФРБ Атланты Деннис Локхэрт ранее отметил, что если ноябрьский отчет по рынку труда будет так же хорош, как и данные в октябре, ФРС всерьез начнет обсуждать уменьшение объема покупки активов.

По факту ситуация с занятостью в экономике США превзошла многие оптимистичные ожидания. Так, уровень безработицы в ноябре опустился к 7%-й планке, минимуму с октября 2008 года, который некогда глава ФРС Бен Бернанке взял в качестве ориентира для полного прекращения программы количественного смягчения. Сейчас эти слова дезавуированы, фокус сместился на уровень в 6,5%, после достижения которого ФРС спустя какое-то время собирается повысить ставку по федеральным фондам. На этот раз уповать на «преувеличение» улучшения ситуации на рынке труда некорректно. Показатель участия в рабочей силе поднялся с минимума за последние 35 лет — с 62,8 до 63,0%. Это означает, что, по опросам домохозяйств, число безработных уменьшилось так же за счет тех, кто решил вновь зарегистрироваться на бирже труда.

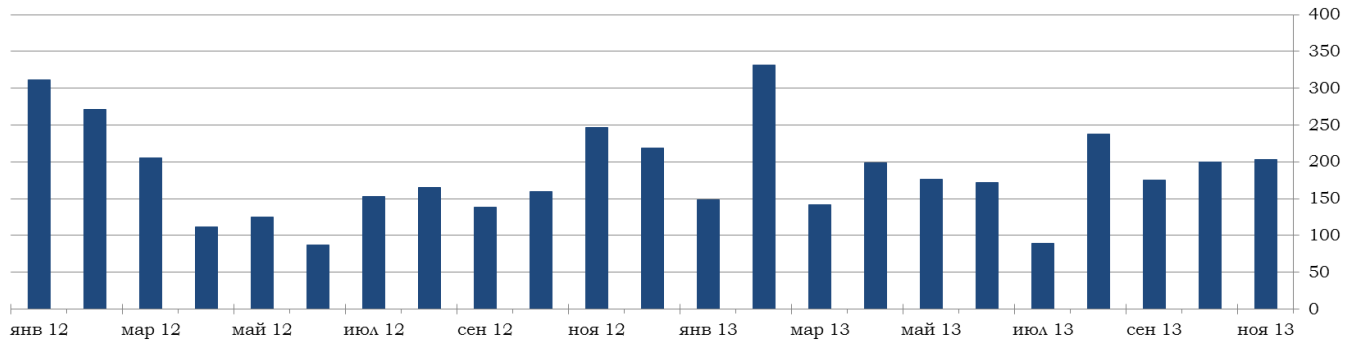
Уровень безработицы в США, %



Источник: The Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Количество новых рабочих мест вне аграрного сектора составило 203 тыс., что оказалось выше прогноза в 185 тыс. и среднего значения за последний год на уровне в 195 тыс. Данные за предыдущие два месяца были пересмотрены в сторону улучшения на 16 тыс. Новые рабочие места были созданы, в том числе в промышленности и строительстве, что позволило показателю средней почасовой оплаты труда вырасти на 2% в годовом исчислении. Вместе с данными о росте потребительского кредита, снижении нормы сбережений с 5,2 до 4,8% и скачке потребительского доверия согласно данным Мичиганского университета это создает предпосылки для укрепления потребительского сектора к концу года, когда сойдет на нет эффект от пополнения товарно-материальных запасов. Ранее выше прогнозов были данные по внешней торговле, индексам настроений менеджеров по снабжению — почти все выходившие данные демонстрировали незначительный эффект от октябрьского shutdown.

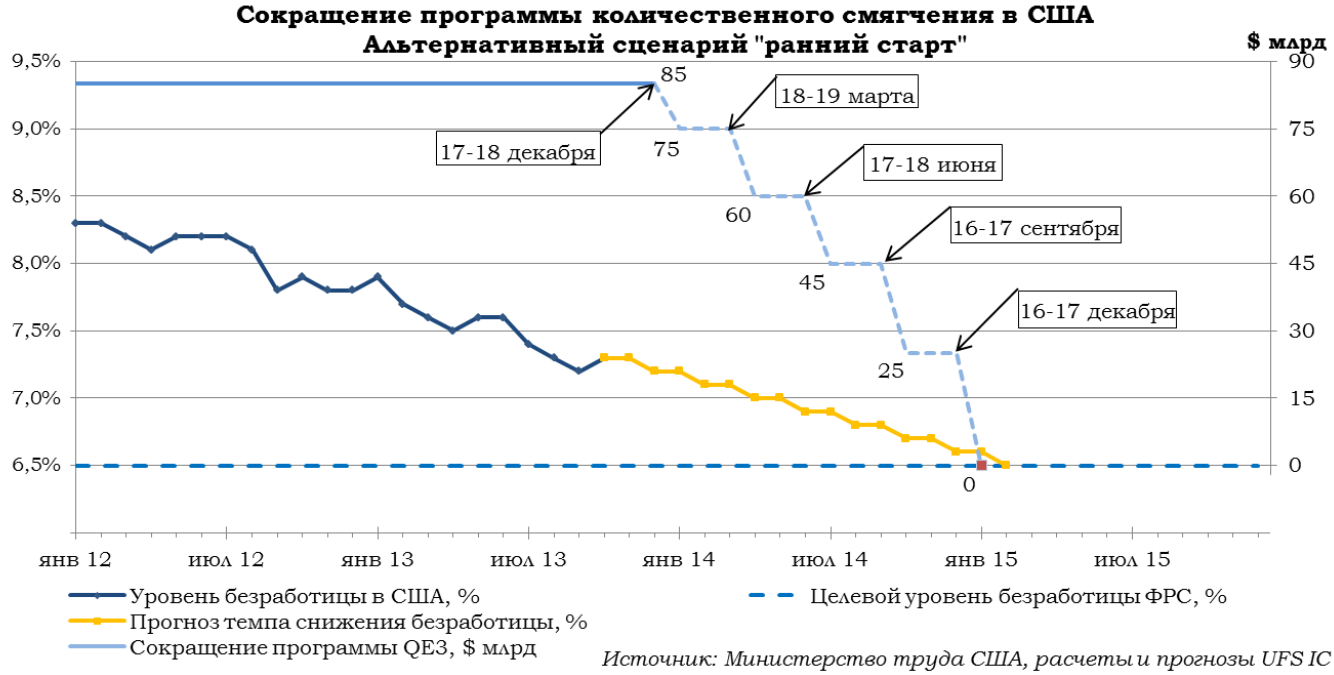
Число созданных рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора, тыс.



Источник: The Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Уже сейчас очевидно, что вписаться в намеченные в июне Беном Бернанке сроки, полностью свернуть программу QE3 до середины 2014 года вряд ли удастся. Наиболее оптимальным сроком для завершения программы QE3, на наш взгляд, представляется конец 2014 года. Чарльз Эванс ранее посчитал, что с момента начала третьего раунда количественного смягчения баланс Центробанка увеличится на $1,5 трлн. Если отталкиваться от того, что с начала года ФРС уже выкупила бумаг почти на $1 трлн, а ежемесячный объем покупок составляет $85 млрд, выходит, что к обозначенному ранее ориентиру, концу первого полугодия, ФРС должна почти одномоментно ее завершить. Но для рынков это будет серьезным ударом, от которого они могут нескоро оправиться. А поддержание финансовой стабильности — с недавних пор неофициальный мандат. Поэтому, указывая на недостаточную силу экономики в конце 2013 года, ФРС в конечном итоге озвучит новое «расписание» или будет ему неформально следовать, определяя, как резать выкуп активов, ориентируясь на готовность рынков и экономики.

С учетом сильных данных по рынку труда в ноябре мы начинаем больше склоняться к реализации нашего альтернативного сценария «ранний старт», обозначенного в годовой стратегии. Согласно этим предположениям, ФРС равномерно распределит усилия на тормозную гашетку, свернув программу количественного смягчения в пять этапов: на $10 млрд в декабре, на $15 млрд в марте, на $15 млрд в июне, на $20 млрд в сентябре и на $25 млрд в декабре следующего года.



Источник: Министерство труда США, расчеты и прогнозы UFS IC

Постепенная реализация данного сценария приведет к тому, что доходность бенчмарка десятилетних гособлигаций зацепится за коридор в 2,75–3,00% и лишь к концу tapering перейдет в коридор 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., допуская, что в момент эмоциональных продаж он может расшириться до 140–150 б. п. Но даже и в этом случае доходности RUSSIA-30, по нашим оценкам, не сильно превысят планку в 4,5%, то есть повторят летние пики. Для сглаживания чрезмерной волатильности ФРС всегда сможет прибегнуть к целому арсеналу контрмер (подробнее — в нашем отчете «Ничто не вечно, даже QE3») и

вербальным интервенциям. Доверия к Джаннет Йеллен, которая сменит Бена Бернанке на посту главы ФРС в конце января, на наш взгляд, для этого вполне хватит.

Куда труднее предполагать развитие ситуации на рынках рисковых активов. На фондовом рынке США декабрь может пройти в целом благоприятно. На текущий момент российский рынок акций находится в понижательном тренде под влиянием продолжающегося оттока капитала. Пятничная позитивная реакция на данные по рынку труда обнадеживает, однако говорить о переломе в настроениях преждевременно. В качестве такого сигнала мы видим восстановление и закрепление индекса ММВБ выше 1 465 пунктов. Формирование коррекции на Wall Street не пройдет бесследно дня отечественного рынка акций, однако на его стороне крайне низкие оценки и отсутствие значительных резервов для вывода нерезидентами вложенных средств. Не сомневаясь в привлекательности инвестиций в долгосрочной перспективе, на более короткой дистанции оправданной тактикой мы считаем точечные торговые операции с непродолжительным временным горизонтом.

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, перейдя по ссылке.

Департамент Аналитики

Павел Василиади
Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента
Тел. +7 (495) 781 72 97
vpa@ufs-federation.com

Илья Балакирев
Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций
Тел. +7 (495) 781 02 02
bia@ufs-federation.com

Алексей Козлов
Главный аналитик отдела анализа рынков акций
Тел. +7 (495) 781 02 02
kaa@ufs-federation.com

Вадим Ведерников
Аналитик отдела анализа долговых рынков
Тел. +7 (495) 781 02 02
vva@ufs-federation.com

Анна Милостнова
Аналитик отдела анализа рынков акций
Тел. +7 (495) 781 02 02
mav@ufs-federation.com

Станислав Савинов
Аналитик по макроэкономике
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-Трейдер
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
Трейдер
Тел. +7 (495) 781 02 02
bav@ufs-federation.com

Александр Миленный
Сейлз-трейдер
Тел. +7 (495) 781 02 02
vam@ufs-federation.com

Алексей Кущ
Сейлз-трейдер
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 абсолютные 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.