

Пять «Черных змей» 2013 года

**Год грядущий: вспомни правило 20/80**

Год Черной змеи несет в себе 5 рисков, обладающих 20% вероятностью наступления и 80% эффекта

Страница 2

Ранний выход: ФРС «берет на пушку»

Инфляционные риски заставят ФРС взяться за чашу с пуншем раньше, чем это было нам обещано

Страница 3

ЕВС: Германия принимает на себя главный удар

«Двухскоростная» еврозона: Германии понадобится более жесткая денежная политика... но она ее не получит

Страница 4

Китай: на пути к «жесткой посадке»

Риски рынка жилья и бюджетов органов местного самоуправления будут подталкивать Китай к краю, увлекая за собой вниз и цены на сырье

Страница 5

Япония: на переломном рубеже

Правительство, посягающее на независимость Банка Японии, может стать «последней каплей», подорвавшей доверие к государству

Страница 6

Глобально: бессилие доминирует

Тщетные попытки монетарного смягчения и японский сценарий «потерянного десятилетия» становятся глобальными причинами событий в мировой экономике

Страница 7

Год грядущий: вспомни правило 20/80

- Кризис Евросоюза ослабел к концу года...
- Год Черной змеи несет в себе пять рисков с 20% вероятности быть не распознанных рынками до настоящего времени.
- ФРС идет на опережение, ЕЦБ запаздывает, Китай взрывоопасен, а Япония теряет доверие, или мы все станем японцами – вот основные проблемы для анализа.

2012 год прошел под знаком кризиса ЕВС – начиная с кризиса ликвидности и заканчивая неожиданными последствиями выборов в Греции и спасения испанских банков. Grehit (выход Греции из зоны евро), Fixit (все само исправится) и полный крах зоны евро были сценариями, считавшимися весьма вероятными в середине 2012 г. Но кризис ЕВС поблек в значительной степени благодаря ЕЦБ: проблема нехватки ликвидности была решена благодаря операциям долгосрочного финансирования (LTRO), а суверенные кредитные риски были в значительной степени нивелированы поданными в июле Марио Драги сигналами о прямых денежных операциях (OMT) ЕЦБ.

Но теперь этот год уже позади, и мы смотрим в 2013 год. По китайскому календарю новый год – год Черной змеи. «Черного лебедя» (неожиданное весьма маловероятное событие) мы предвидеть не можем, мы попытались определить Черных змей – события заведомо известные, но в настоящее время с большей вероятностью (20-процентной) забытые или игнорируемые рынками. Если они произойдут, то будут иметь значительные последствия для глобальной экономики и рынков (правило 20/80).

Сработают ли «денежные горы»?

Одной из существенных проблем являются применявшиеся до сих пор методы борьбы с глобальным кризисом, в частности, эмиссионная кредитно-денежная политика американской ФРС. Мы считаем, что в 2013 году рынки начнут ставить под сомнение данный подход. Два сценария несут в себе реальные риски:

1) Политика стимулирования окажется успешной, и отложенный спрос расцветет с новой силой. Это позволит регуляторам, начиная с ФРС, подать сигнал об изъятии избыточных денег гораздо раньше, чем планируется в настоящее время.

2) Мировая экономика не реагирует на дальнейшее смягчение кредитно-денежной политики, и мы подходим к моменту, когда задаемся вопросом: «Мы что же, все стали японцами?..»

Исходные данные подталкивают к выбору сценария более раннего выхода из либеральной монетарной политики (1 сценарий рисков). Но не следует недооценивать риски, связанные с другими негативными последствиями. Общим знаменателем обоих сценариев является значительное укрепление доллара США в качестве первой реакции!

Германия принимает на себя главный удар

Кризис ЕВС, скорее всего, ослабнет или примет новые формы. Серьезная проблема, ожидающая нас в будущем, связана с тем, как ЕЦБ удастся справиться с различиями потребностей при выработке своей монетарной политики. Мы действительно считаем, что ЕЦБ ужесточит свою политику раньше, чем этого ожидают рынки. Но существует риск того, что они предпочтут оставаться либеральными дольше, таким образом, вызывая значительное ускорение роста внутренних цен в «ядре ЕВС», и, прежде всего, в Германии. И если вначале рынки отреагируют положительно (вырастут цены на жилье, в Германии будет наблюдаться экономический рост, выгоды для валют стран Центральной и Восточной Европы), в конечном итоге возрастет риск утраты доверия к ЕЦБ. Тогда ожидайте гораздо более стремительного роста доходности германских государственных облигаций и ослабления евро!

Китай: все еще может взорваться

Экономика КНР недавно вновь продемонстрировала признаки роста и, похоже, рынки ожидают в ближайшее время «возвращения в норму» (так же поступаем и мы, в нашем базовом сценарии). Но не так быстро – с новым политическим руководством и глобальным избытком денег не потребуется много усилий для повторного надувания «пузыря» рынка недвижимости с риском того, что он лопнет вместе с пузырем весьма неоднозначных бюджетов местных органов власти. Это станет ударом по глобальным товарным рынкам, в том числе и по ценам на нефть (60 долларов США/ баррель), что соответственно ударит по валютам, главным образом, по австралийскому доллару, норвежской кроне, рублю и канадскому доллару.

Большие (проблемы) в Японии

Мы часто слышим: «Японская иена всегда сильна». Но в последние годы обозначился перелом в глобальном восприятии рисков, связанных с Японией. Все более реальным становится сценарий того, что платежный баланс быстро ухудшается и новое правительство пытается покушаться на независимость Банка Японии. Мы считаем, что последнее может стать переломным моментом: курс USD / JPY, превышающий 100, и более крутая кривая доходности государственных облигаций свидетельствуют о явном риске.

Выводы

Новый год принесет новые (возобновленные) опасения – скорее всего, отличающиеся от ключевых рисков этого года (коллапс ЕВС). Мы не ограничиваемся нашими исходными данными (стр. 8–9) и считаем полезным хеджирование Черных змей – сценарии 20-процентной вероятности, не замеченные в настоящее время рынком.

Ранний выход: ФРС «берет на пушку»

- Денежный трансмиссионный механизм должен начать функционировать при благоприятных условиях для экономики стимулирования предложения.
- Инфляционные риски могут подтолкнуть центральные банки, прежде всего, и, в первую очередь, ФРС США, к отказу от количественного смягчения раньше, чем намечалось.
- Кривая доходности Казначейских обязательств станет более крутой, а доллар США повсюду усилится при первых вербальных сигналах

Усилия регуляторов, направленные на предотвращение вхождения экономик в разрушительную дефляционную спираль привели к резкому возрастанию денежной базы на протяжении последних четырех лет. Денежная база, или M0, с 2008 года в США более чем утроилась, в Великобритании M0 увеличилось практически в пять раз, в зоне евро M0 удвоилось, а в Японии денежная база выросла почти на 50%. Тем не менее, взрывное увеличение данного показателя до сих пор так и не оказало серьезного влияния на кредитование (и, соответственно, на M1 и M2).

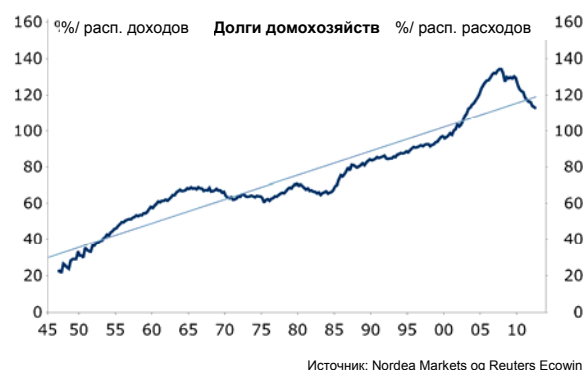
По мере восстановления экономик в 2013 году банки будут более склонны наращивать кредитные портфели, а не накапливать избыточные резервы. Финансовое благополучие и рентабельность банковской индустрии США вернутся к докризисным уровням, которые преобладали в 2007 году; возможности банков кредитовать улучшились. Кроме того, по мере того, как снизился уровень задолженности в частном секторе в США, на фоне растущих цен активов, избытка денежных средств у корпоративных клиентов и значительного отложенного спроса в различных отраслях, рост кредитования будет демонстрировать темпы более высокие, чем ожидалось, аналогичная тенденция прослеживается и с инфляцией. Денежный мультипликатор резко увеличится, подпитывая ожидания роста цен.

Риск инфляции становится все более серьезным в связи с тем, что финансовый кризис и последующая глубокая рецессия нанесли долговременный ущерб потенциалу экономического роста. Таким образом, некоторые экономики приблизились значительно ближе к полной мощности, чем это в настоящее время предполагается центральными банками.

До сих пор регуляторы, как представляется, намеренно перегибают палку, придавая больше веса угрозе дефляции, чем риску инфляции. Тем не менее, в этом сценарии с более сильным ростом и растущим инфляционным давлением, центральные банки приступают к реализации стратегии выхода из ультралегких денег значительно раньше и по сравнению с тем, что в настоящее время ожидают финансовые рынки, и по сравнению с тем, что заложено в нашем базовом сценарии.

На фоне инфляционного риска, особенно явно выраженного в США, ФРС начнет опустошение «чаши с пуншем» значительно раньше, чем ЕЦБ.

Рисунок 1: Задолженность домохозяйств – возвращение к тренду.



Последствия для рынка

Рынки до сих пор «покупались» на сигналы регулятора и поэтому, вероятно, будут удивлены более ранним изменением в проводимой в настоящее время монетарной политике. Это, в частности, относится к ФРС, которая стала еще более явно декларировать свои цели. Таким образом, даже если выход из монетарного стимулирования будет длительным процессом, реакция рынков будет резкой – как только участники поймут, что ФРС в первую очередь блефовала.

ФРС слегка изменит формулировку – указав на замедление темпов приобретения активов, что само по себе приведет к увеличению крутизны кривой доходности казначейских обязательств. В течение шести месяцев с начала сокращения фактических приобретений рост крутизны кривой возобновится. И только тогда ФРС объявит о намерении повысить процентную ставку, что впоследствии заставит процентные ставки в США расти более заметно, а кривую – снизить угол наклона. Именно тогда и произойдет явно выраженное укрепление доллара США. Поскольку возобновление усиления американской валюты будет сопровождаться ростом цен на акции. При сценарии раннего выхода из режима ультралегкой монетарной политики ЕЦБ откажется от ослабления своей валюты позже, чем ФРС, и тем самым доллар получит преимущества перед евро. Развивающиеся страны с формирующимся рынком и их сырьевые валюты упадут относительно доллара США при первых сигналах ФРС об отходе от политики количественного смягчения (QE).

Выводы

ФРС откажется от мягкой монетарной политики ранее, чем считалось. Первых вербальных сигналов о снижении темпов QE будет достаточно для того, чтобы кривая доходности казначейских обязательств США стала круче, а доллар США укрепился.

Johnny Bo Jakobsen
+45 3333 6178
johnny.jakobsen@nordea.com

Aurelija Augulyte, CFA
+45 3333 6437
aurelija.augulyte@nordea.com

Евросоюз: Германия принимает на себя главный удар

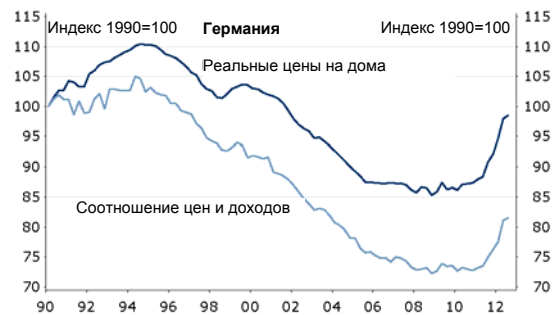
- Двухскоростная зона евро: ядру, особенно Германии раньше понадобится ужесточение денежно-кредитной политики.
- Убытки приведут к слишком длительной и слишком либеральной денежно-кредитной политике, что вызовет перегрев и возникновение пузырей в экономике.
- Цены на активы в Германии (недвижимость, акции) значительно вырастут, валюты Центральной и Восточной Европы – Польский злотый, Чешская крона, Венгерский форинт – сначала окажутся в выигрыше. Но, в конечном счете, премия за рост инфляции обусловит более крутой подъем кривой доходности немецких облигаций и в целом ударит по евро.

Одной из основных тем в 2013 году будет двухскоростная зона евро. Большая часть периферии зоны евро будет и в следующем году находиться в глубокой рецессии, в то время как часть ядра перегреется и станет ареной для надувания пузырей цен на активы, особенно со второй половины года. Это свидетельствует о трудностях выбора политики ЕЦБ, поскольку его единая процентная ставка не подойдет каждой из развивающихся с разной скоростью частей Евросоюза.

Рецессия в периферийных странах будет сильнее, чем ожидалось, в связи с тем, что, как указано в одном из последних рабочих документов МВФ, фискальный мультипликатор – его (отрицательное) влияние на рост в результате (ужесточения) фискальной политики – существенно более высок в период, когда экономика уже находится в рецессии. На периферии господствует усталость от мер жесткой экономики. Более того, на периферии чрезвычайно экспансионистская политика ЕЦБ имеет меньший эффект. В действительности ставка кредитования, которая предлагается корпоративным клиентам в Италии, почти в два раза выше, чем в Германии, и сейчас находится на более высоком уровне, чем в начале 2011 года, несмотря на снижение основной ставки ЕЦБ на 25 б.п., а также несмотря на три прямых вливания длинных денег (LTRO), произведенных в этот же период!

Притом что базовая инфляция, вероятно, продолжит движение вниз и ограниченная угроза инфляции на агрегированном уровне распространится и на 2014 год, ЕЦБ сможет легко оправдать сохранение ставок на столь низком уровне. Ястребы из команды ЕЦБ, в первую очередь, из немецкого Бундесбанка, будут серьезно обеспокоены. Ситуация будет напоминать нам о начале 1990-х, когда Германия устанавливала задачи монетарной политики для всего региона и ужесточала ее в соответствии со своими национальными потребностями. Но сейчас результат будет иным. Учитывая, что каждая из 22 стран-членов системы имеет одинаковый один голос в Совете Управляющих ЕЦБ, а также готовность сохранить проект ЕВС, Германии придется смириться с установленными надолго низкими ставками, подвергаясь опасности возникновения ценовых пузырей на рынке активов и на внутреннем рынке кредитования.

Рисунок 2: Цены на рынке жилья в Германии на подъеме



Источник: Рынки Nordea Markets og Bloomberg

Последствия для рынка

Условия на денежных рынках в ядре и на периферии значительно различаются. В Германии, которая считается «безопасной гаванью», поначалу доходность краткосрочных облигаций останется на очень низком уровне, даже при возвращении признаков роста. В условиях более дешевой ликвидности и ее большей доступности в ядре зоны евро, инвестиции в «рискованные» активы станут более привлекательными, что приведет к росту внутренних цен на дома и акции.

Слишком либеральные условия на рынке денег в течение слишком длительного периода обусловят рост внутреннего спроса в Германии. Это, в свою очередь, подстегнет рост импорта, таким образом, принося выгоды валютам развивающихся рынков региона – особенно зависимым от экспорта: чешской кроне, венгерскому форинту и польскому злотому.

По мере того, как будут значительно возрастать инфляционные ожидания, доверие к ЕЦБ может начать снижаться. По мере роста инфляционных рисков предпочтение будет отдаваться «реальным» активам, особенно в Германии, и, таким образом, цены на жилье будут расти еще быстрее. Но, в связи с ростом инфляционных ожиданий, толкающих вверх кривую доходности немецких суверенных бондов, евро сильно пострадает.

Выводы

В двухскоростной зоне евро кредитно-денежная политика «один размер на всех» не работает, и гораздо более либеральные условия в странах ядра ЕВС, особенно в Германии, надувают пузыри на рынке активов. ЕЦБ будет отставать от кривой, развитие немецкой экономики ускорится, на начальном этапе обеспечивая выгоду валютам стран Центральной и Восточной Европы. Но в итоге на карту будет поставлено доверие к ЕЦБ, инфляционная премия вырастет, кривая доходности немецких государственных облигаций станет круче, а евро – обесценится.

Anders Svendsen
+45 3333 33333951
anders.svendsen@nordea.com

Aurelija Augulyte, CFA
+45 3333 64 37
aurelija.augulyte@nordea.com

Markets

Китай: на пути к жесткой посадке

- Крах рынка недвижимости и долговых обязательств местных органов самоуправления приведет к жесткой посадке в Китае.
- Общественное доверие будет серьезно подорвано, что нанесет ущерб потреблению домохозяйств на многие годы вперед.
- Последует коллапс цен на нефть и товарные валюты (в частности, австралийский доллар, норвежская крона, российский рубль, канадский доллар), которые будут значительно девальвированы.

2013 год станет решающим годом для Китая, и он ознаменует начало новой эпохи. Рост китайской экономики уже показал признаки восстановления, несмотря на это, все еще сохраняется значительный риск замедления экономики.

С середины 2012 года цены на жилье и объем продаж сильно подскочили. В течение следующих шести месяцев регуляторы должны принять жесткие меры с целью обуздания цен на жилье. Если ограничения не сработают (в первую очередь, из-за нежелания местных органов власти сотрудничать), рынки перегреются. В течение 2012 года правительство Китая приступило к реализации программы инвестирования в инфраструктуру стоимостью 7 трлн. юаней. Эти проекты будут финансироваться местными органами власти, которые и так уже накопили огромные внебалансовые долги, и их способность обслуживать обязательства вызывает сомнения.

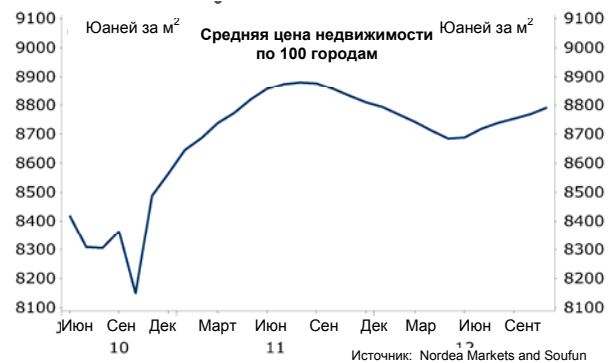
Если оба сектора потерпят крах одновременно, это приведет к жесткой посадке в Китае, с показателями роста ВВП 4% – в 2013 году, 5% – в 2014 и 7,5% – в 2015 году. Объемы просроченной задолженности взлетят до небес, а сопровождать их будут огромные потери банков. Это, в свою очередь, ускорит крах внутреннего финансового рынка и заодно – остальной Азии. Доверие к рынку в регионе будет сопоставимым, если не худшим, с тем, которое отмечалось во время азиатского кризиса 1997 года. Притом что Китай обеспечивает основную часть роста мировой экономики, Европа и США также не смогут избежать очередного приступа экономического кризиса.

При таком сценарии китайское центральное правительство, несомненно, вмешается и окажет необходимую поддержку. Однако спасение банков и застройщиков не будет популярным и может нанести урон общественному доверию к правительству, которое и так невысоко. В результате потребление домохозяйств, которое, как надеются власти, станет основной движущей силой роста в будущем, также сократится. При таком сценарии будущее Китая выглядит весьма мрачным, а восстановление произойдет в лучшем случае в 2015 году.

Последствия для рынка

Поскольку Китай остается главной движущей силой роста мирового спроса на сырьевые товары, существенный спад его экономики будет иметь серьезные последствия для баланса цен на сырье, в том числе, нефть.

Рисунок 3: Скачок цен на рынке жилья в Китае



При этом сценарии спрос Китая на нефть сократится на 40 тысяч баррелей в день в 2013 году, а мировой спрос на нефть – на 250 тысяч баррелей в день. По сравнению с нашей базовой оценкой роста мирового спроса на нефть в следующем году на уровне 750 тысяч баррелей в день, это приведет примерно к 1-процентному ухудшению баланса спроса и предложения. Цены на нефть продемонстрируют резкое снижение и, исходя из краткосрочной эластичности спроса, в следующем году опустятся на 45% – до уровня \$ 60 за баррель. На первых порах нефтедобытчики не смогут отреагировать на изменения достаточно быстро, с тем, чтобы предотвратить накопление больших запасов. В конце концов, добыча будет сокращена с целью восстановления рыночного баланса, а цены упадут ниже важных пороговых величин, таких как: неофициальная целевая цена ОПЕК - \$ 100 за баррель, предельные издержки производства – около \$ 90 на баррель, а также точки безубыточности для добычи сланцевого газа в рамках американских проектов.

До 2015 года слабое восстановление мировой экономики и спроса на нефть не приведет к восстановлению цен до уровня предельных издержек производства – около \$ 90 за баррель. По мере того, как цены на нефть, наряду с ценами на другие сырьевые товары, отправятся в пике, сильно пострадают и сырьевые валюты: в частности, австралийский доллар, норвежская крона, российский рубль и канадский доллар.

Вывод

Обвал рынка недвижимости в сочетании с крахом местных государственных финансов обусловит кризисное состояние на мировом финансовом и сырьевом рынках, по крайней мере, до 2015 года. Валюты стран-поставщиков сырья в Китай и поставщиков нефти – австралийский доллар, норвежская крона, рубль и канадский доллар – будут заметно обесцениваться.

Amy Yuan Zhuang, CFA
+45 3333 5607
amy.yuan.zhuang@nordea.com

Bjornar Tonhaugen
+ 47 22 48 79 59
bjornar.tonhaugen@nordea.com

Япония: на переломном рубеже

- Синдзо Абэ на посту нового премьера ставит под угрозу независимость Банка Японии.
- Агрессивное, но не обязательно продуктивное, смягчение монетарной политики подрывает доверие к государству.
- Инфляция и кредитные премии будут увеличиваться, подталкивая курс USD/JPY выше 100 и заставляя кривую доходности японских суверенных облигаций подниматься более круто.

В Японии прошли парламентские выборы. Правящая Демократическая партия Японии (ДПЯ) проиграла выборы оппозиционной Либерально-демократической партии (ЛДП). Лидер ЛДП, Синдзо Абэ став премьером, пригрозил, что вынесет на референдум вопрос о лишении независимости Центробанка Японии. ЛДП уже давно оказывает давление на Банк Японии, агрессивно пытаясь смягчить денежно-кредитную политику с тем, чтобы финансировать государственный долг Японии – самый высокий в мире, составляющий почти 250% ВВП страны.

В феврале 2012 года Банк Японии установил целевой показатель инфляции на уровне 1% – и эта цель все еще не достигнута. Потребительский ИПЦ снизился на 0,4% в октябре и остается ниже нуля с июня. Базовая инфляция (без учета продуктов питания и энергоносителей) была в минусе четыре года подряд. Лидеры ЛДП утверждают, что намного более мягкая денежно-кредитная политика в форме дальнейшего расширения программы покупки активов положила бы конец десятилетней дефляции в Японии. ЛДП выступает за инфляцию на уровне 2–3%.

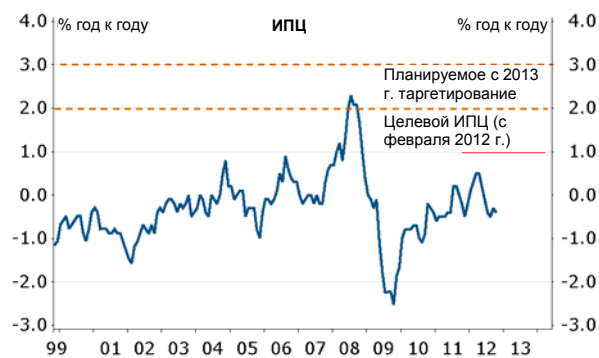
В рамках нынешней системы Банк Японии уполномочен определять денежно-кредитную политику без вмешательства со стороны правительства, что может поменяться при новых властях. Даже если Закон о Банке Японии не будет изменен, новое правительство все же имеет возможность непрямого влияния на будущую монетарную политику, которой оно непременно воспользуется.

Возглавляющий в настоящее время Банк Японии Масааки Сиракава должен уйти в отставку 8 апреля 2013 года. Окончание срока службы двух его заместителей приходится на 19 марта 2013 года. Таким образом, Синдзо Абэ имеет возможность выбора новой команды, которая бы состояла в его же лагере.

Последствия для рынка

Счет текущих операций и финансовый баланс Японии в течение последнего года ухудшаются, не в последнюю очередь по причине укрепления японской иены. Суверенный долг Японии является крупнейшим в мире, а ее экономика является одной из самых слабых, притом что старение населения только усугубляет проблемы.

Рисунок 4: Таргетирование инфляции – миссия невыполнима?



Источник: Рынки Нордея и Reuters Ecowin

На этом фоне большая агрессивность Банка Японии и снижение независимости регулятора в 2013 году станут переломным рубежом для японских активов. Это только ухудшит восприятие суверенного риска, и, таким образом, японская кредитная премия на суверенные облигации будет увеличиваться по мере того, как рынки начнут считать ситуацию безнадежной. Иностранные и отечественные инвесторы начнут избавляться от долгосрочных обязательств, что обусловит большую крутизну кривой доходности японских государственных облигаций. Это превратится в замкнутый круг: увеличение стоимости суверенных займов еще более снизит доверие к государству.

Японская иена ослабнет против всех основных валют; это будет не просто циклический поворот, но настоящий структурный сдвиг, который растянется на несколько десятилетий. Курс USD/JPY превысит 100. На фоне укрепления японской иены в течение многих лет рынки к этому не готовы и будут застигнуты врасплох.

Вывод

Со вступлением Абэ в должность премьер-министра изменения в Законе о Банке Японии ослабят независимость Банка Японии. Более агрессивное смягчение монетарной политики на фоне ухудшения внешнего баланса и крупнейшего суверенного долга будет свидетельствовать о долгосрочном тренде на удешевление Японской иены.

Amy Yuan Zhuang, CFA
+45 3333 5607
amy.yuan.zhuang@nordea.com

Aurelija Augulyte, CFA
+45 3333 64 37
aurelija.augulyte@nordea.com

Глобально: доминирует бессилие

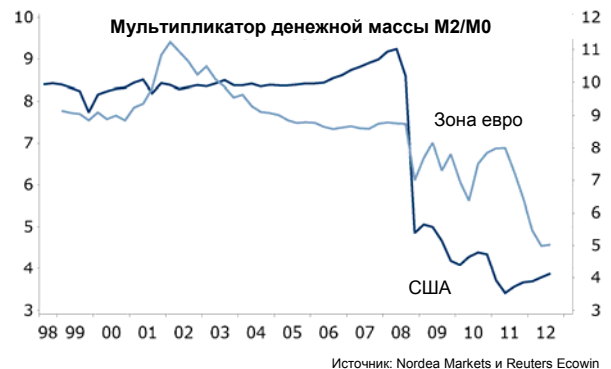
- Мировая экономика может вступить в новую рецессию в 2013 году.
- В отличие от 2009 года дополнительное монетарное стимулирование окажется бесполезным, так как частный сектор продолжает сберегать средства, несмотря на низкие или даже отрицательные реальные процентные ставки.
- Основные кривые доходности сглаживают бычий тренд, а «безрисковые» валюты, скорее всего, станут победителями, по крайней мере, на начальном этапе.

В 2013 году мировая экономика будет соскальзывать обратно в рецессию. Целый ряд событий может спровоцировать реализацию этого риск-сценария, в том числе, распад зоны евро, чрезмерная бюджетная экономия в Европе и/или в США, а также жесткая посадка Китая. Однако, даже если таких потрясений и удастся избежать, в качестве фактора риска по-прежнему должна быть рассмотрена глобальная рецессия.

Причина заключается в том, что мировая экономика может оказаться в так называемой балансовой рецессии, вызванной слишком большой задолженностью частного сектора. Несмотря на то, что внимание рынка в основном сфокусировано на государственном долге, не стоит забывать и о том, что долги частного сектора остаются на опасном уровне. В то же самое время предприятия и домашние хозяйства страдали от огромных потерь от уценки их активов после резкой коррекции мировых цен на акции и недвижимость в кильватере финансового кризиса. Поэтому у многих чистая стоимость активов до сих пор оценивается отрицательной величиной. Эти предприятия и домохозяйства продолжают выплачивать долги или наращивать сбережения с тем, чтобы восстановить свое финансовое благополучие, независимо от того, насколько низко упали реальные процентные ставки.

При балансовой рецессии монетарная политика постепенно теряет свою силу. **Во-первых:** так как ставки уже упали столь низко, остаются лишь ограниченные возможности для стимулирования совокупного спроса. **Во-вторых:** когда главной целью домохозяйств и предприятий является избавление от избыточных долгов, уровень процентной ставки утрачивает свое значение. **В-третьих:** Ультралаберальная кредитно-денежная политика может привести к результатам, обратным задуманным. Снижение процентных ставок до исключительно низкого уровня может навредить тем, кто сберегает деньги, больше, чем помочь потенциальным заемщикам; это сказывается на объеме сбережений и, следовательно, снижении спроса, который бы компенсировал низкую доходность. **В-четвертых:** то, что покупка центральным банком государственных облигаций способствует снижению давления на правительства, означает лишь только отсрочку неизбежного: частный сектор увеличивает свои сбережения для того, чтобы компенсировать риск ужесточения бюджетной политики в перспективе.

Рисунок 5: Безработные деньги?



Последствия для рынка

В рамках этого кризисного сценария центральные банки будут продолжать идти по пути печатания денег столько, сколько потребуется, даже если их усилия будут постепенно становиться все более и более тщетными. Последствия для рынков fixed income представляются очевидными, поскольку борьба против регулятора обычно представляет собой очень плохую затею. Когда рынки вдруг проснутся и поймут, что центральные банки потеряли способность к стимулированию роста мировой экономики, может случиться резкое падение цен на сырьевые товары и акции. Это, в свою очередь, подтолкнет ключевые ставки еще дальше. В среде, где жадность побеждает страх, государственные облигации и высококачественные ценные бумаги, обеспеченные залогом, представляются двумя из немногих разумных альтернатив, поскольку необходимость сохранения капитала будет превалировать над стремлением к росту его доходности. Это, очевидно, сценарий сглаживания бычьего тренда, при котором 10-летние казначейские обязательства США и немецкие суверенные бонды могут легко опуститься по доходности ниже 1% и оставаться там в течение очень долгого времени. Кроме того, процентные ставки в США, скорее всего, превзойдут зарубежные аналоги. С точки зрения валютного рынка обычные безрисковые валюты, такие как йена и доллар США, окажутся в выигрыше, по крайней мере, на начальном этапе. Однако по мере продолжения борьбы за улучшение бюджетных показателей валюты стран с самыми либеральными центральными банками окажутся, скорее всего, в наихудшем положении.

Вывод

Мировые центральные банки попались в такую западню, где дополнительное смягчение монетарной политики вызывает малую или, вообще, нулевую предельную отдачу в реальном секторе экономики. Согласно этому сценарию, основные кривые доходности демонстрируют сглаживание бычьего тренда, а валюты, эмитируемые наиболее агрессивными центральными банками, напротив, окажутся, скорее всего, в наименьшем выигрыше.

Johnny Bo Jakobsen
+45 3333 6178
johnny.jakobsen@nordea.com

Christian Borjesson
+46 86147884
Christian.borjesson@nordea.com

Инвестиционный блок ОАО Нордеа Банк (+7 495 777 34 77)

Продажи

Денежный рынок, конверсионные операции

Харахашян Арсен (доб. тел. 4207)
arsen.kharakhashyan@nordea.ru

Петрович Юрий (доб. тел. 4270)
yury.petrovich@nordea.ru

Евсикова Юлия (доб. тел. 1343)
yuliya.evsikova@nordea.ru

Бурдун Елена (доб. тел. 4210)
elena.burdun@nordea.ru

Деривативы

Новоселов Дмитрий (доб. тел. 4286)
dmitry.novoselov@nordea.ru

Куплайс Эдгар (доб. тел. 1484)
edgar.kuplais@nordea.ru

Аналитика

Банковский сектор

Феденков Дмитрий (доб. тел. 3368)
dmitry.fedenkov@nordea.ru

Фондовый рынок

Евдокимов Валерий (доб. тел. 1451)
valery.evdokimov@nordea.ru

Макроэкономика, денежный и валютный рынки, сырье

Савченко Дмитрий, CFA (доб. тел. 4194)
dmitry.savchenko@nordea.ru

Давыдов Денис (доб. тел. 3385)
denis.davydov@nordea.ru