



Решение ФРС: выстрел в воздух, как скоро доходность КО США опустится ниже 0%?

ВЫВОДЫ

Впервые с крупнейшего глобального кризиса в истории фондовых рынков (ипотечный кризис 2008 г.) ФРС пошла на беспрецедентные меры и снизила ставку на внеочередном заседании на 50 б.п., до 1,25% (верхняя граница диапазона). В дополнение к снижению базовой ставки по заимствованиям overnight ФРС объявила о снижении на 50 б.п. ставки по излишкам банковских резервов (IOER), которая используется в качестве защиты для ставки по федеральным фондам.

Мы считаем, что в отличие от ФРС, рынок недооценивает экономические риски, которые еще и близко не заложены в цену активов. Согласно нашему пессимистичному сценарию, волатильность сохранится в ближайшее время — до конца апреля доходность КО США 10 лет опустится ниже 0%, золото протестирует \$1770/унция, и RUBUSD продолжит ослабевать до 70. Цикл снижения ставок ФРС вероятно закончится в сентябре снижением до 0,25% (рынок ждёт снижение до 0,5% на конец года или еще на 75 б.п.). Возможно дополнительное снижение на заседании 17–18 марта, если волатильность усилится, что мы и прогнозируем. В начале второго квартала уже всю заработает механизм покупки КО США 5 лет и дольше. Даже в случае разработки вакцины против вируса, что случится не раньше сентября, накопленное влияние пандемии на экономику усилит давление на рынки. ЦБ России сохранит настрой на постепенное снижение ставки — не больше, чем на 25 б.п. за раз из-за глобальной волатильности. Мы сохраняем прогноз по снижению ключевой ставки до 5–5,25% к концу 2020 г.

	С начала года	Последнее значение	2019	2020 1П	2020 2П
Акции	%				
S&P 500	-7,0	3 003	3 210	2 680	3 000
PTC	-12,7	1 353	1 550	1 218	1 400
Ключевая ставка	bps				
США	-50,0	1,25	1,75	0,75	0,25
ЕЦБ (ставка по депозитам)	0,0	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7
Россия	-25,0	6,00	6,25	5,50	5,00
Глобальные бонды	б.п.				
UST 2	-90,0	0,7	1,65	-0,3	0,0
UST 10	-100,0	0,9	1,80	-0,1	0,1
UST спред	40,0	28,2	15,0	20,0	10,0
Bunds 2 года	-50,0	-0,8	-0,5	-1,0	-0,5
Bunds 10 лет	-40,0	-0,6	-0,5	-0,8	-0,5
Bunds спред	23,0	19,0	0,0	20,0	0,0
Валюты	%				
EUR/USD	-0,6	1,12	1,12	1,09	1,11
USD/RUB	6,1	65,8	63,0	70,0	67,0
EUR/RUB	5,1	73,2	70,6	76,3	74,4
Сырьевые товары	%				
Brent, \$/барр.	-20,4	52,6	65	48	60
Золото, \$/унция	7,7	1 640	1 450	1 770	1 680

ПОЧЕМУ ФРС ИЗМЕНИЛА КУРС И РЕЗКО СНИЗИЛА СТАВКУ НА ВНЕОЧЕРЕДНОМ ЗАСЕДАНИИ?!

- Фактически ФРС близка к перезагрузке цикла ставок, что пару месяцев назад казалась нонсенсом, так как рынок и официальные институты, в частности МВФ и ОЭСР, ожидали роста глобальной экономики в 2020 г., в особенности в развивающихся странах, в частности в Латинской Америке (ЛАТАМ) и Юго-Восточной Азии (ЮВА) – в Индии и прочих странах за исключением Китая.
- Следовательно, по многим странам все ждали разворота к росту или сохранения ставок, в том числе и в России (сохранение). Как только коронавирус стал стремительно распространяться в конце января, что в итоге вылилось в обвал рынков с 21 февраля, ситуация резко изменилась, так как капитализация всех рыночных активов сократилась на \$6 трлн, по данным Банка международных расчетов (BIS). США и крупнейшие банки стран Большой семерки (G7) объединились как герои комиксов Marvel во имя спасения глобальной экономики. Первый залп на опережение из базы ликвидности дал 3 марта глава ФРС, но масштаб проблем не определен и ситуация будет только ухудшаться.
- В целом, конечно, это беспрецедентная мера для беспрецедентной ситуации — число заболевших коронавирусом официально превзошло 93 тыс., смертей — превысило 3100 человек. Продолжается экспоненциальный рост зараженных в Италии, Южной Корее и Иране. В США за несколько дней количество инфицированных выросло до 108 человек, шестеро скончалось. Стоит ожидать стремительного распространения пандемии в Индии, Африке и в Латинской Америке.
- ОЭСР снизила прогноз роста мирового ВВП в 2020 г. с 2,9% до 2,4%, в основном за счет резкого замедления экономики в Китае и Индии. С 2018 г. отзвуки глобальной рецессии стали слышаться все более отчетливо.
- Мы находимся в начале цикла, и худшее у экономики еще впереди. На пресс-конференции глава ФРС Джером Пауэлл отметил, что невозможно определить, как долго будет развиваться ситуация с коронавирусом, но основная задача регулятора заключается в принятии мер для поддержки и сохранения роста экономики США, что уже происходит, и недопущении сбоев за счет всех доступных средств денежно-кредитной политики. ФРС будет внимательно следить за ключевой экономической статистикой для выработки дальнейшей стратегии.

ВЛИЯНИЕ НА РЫНОК

- ФРС приняла предсказуемое решение по снижению ставки с 1,75% до 1,25% (верхняя граница диапазона), но сделала это до планового заседания 17-18 марта. Решение было призвано удивить рынок и заставить врасплох, но в итоге мы наблюдаем негативные последствия для рыночной переоценки. В первые минуты после объявления решения в 18:00 мск рынок США вышел в плюс, но через пару часов развернулся и вернулся в минус, закрывшись в итоге снижением на 3% (S&P 500). Золото подскочило в цене на \$35 и сейчас торгуется в районе \$1640/унция.

- Доллар ослаб на 0,4%. Доходность КО США 10 лет упала более чем на 20 б.п., до исторического минимума в 0,95%. Доходность КО США 30 лет снизилась до минимума в 1,58%.

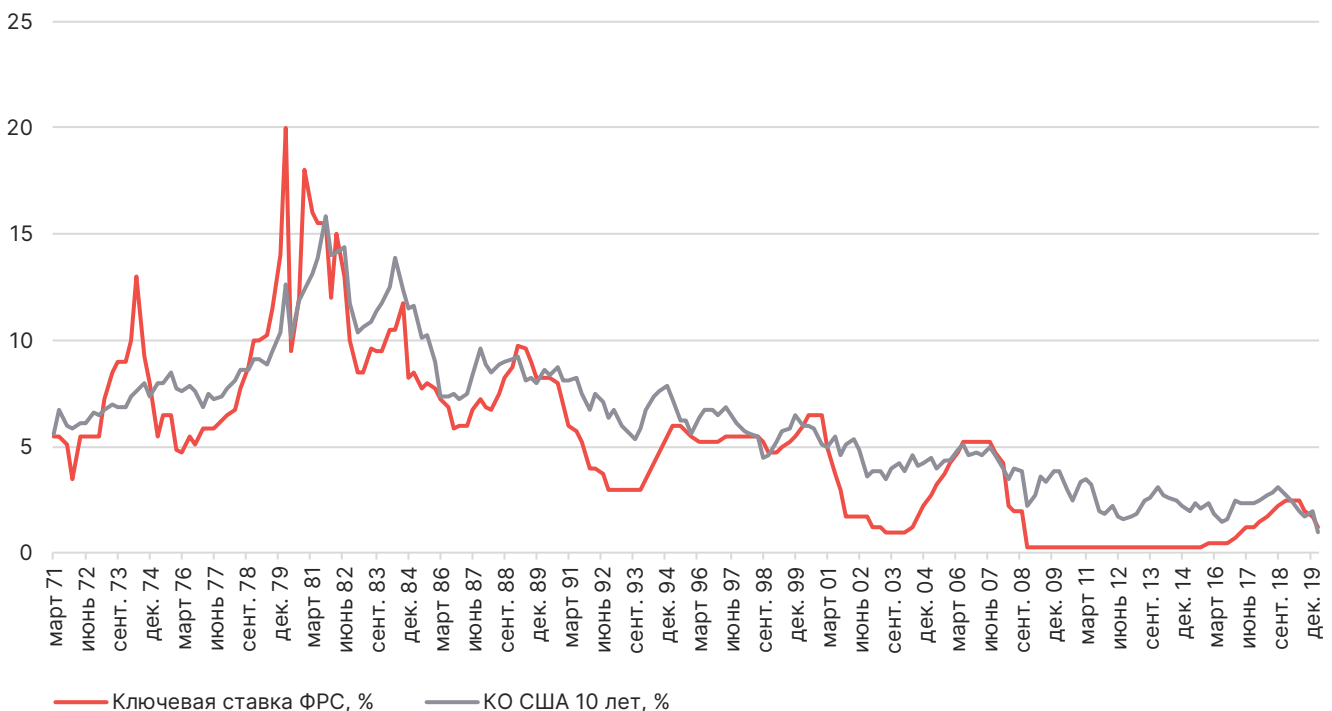
ПОЧЕМУ РЕШЕНИЕ ФРС ЭТО ВЫСТРЕЛ В ВОЗДУХ?

- С июля 2007 г. по декабрь 2008 г. ФРС снизила ставки с 5,26% до 0%, что привело к значительному росту рынка в пять раз в течение безудержного 10-тилетнего цикла роста. Однако тогда ставки находились на максимумах с 2000 г., и после того как пузырь лопнул, требовалась новая ликвидность.
- Лечение производится привычными методами, только болезнь иного характера. До коронавируса основные проблемы мировой экономике создавал финансовый кризис, в частности азиатский, долговой, валютный и ипотечный и т.д. Сейчас нет сложностей с ликвидностью, и источник проблемы изначально геополитико-экономический, который уже потом превратится в финансовый, что усложняет эффективность принятия мер, так как кризис только в начале своего становления.
- Следовательно, мы находимся лишь в начале первой фазы экономического кризиса (без оценки последствий), за которой последует вторая фаза, что и станет финансовым кризисом (asset dislocation – распродажа активов для получения ликвидности), после чего придет понимание того, где находится дно, с которого начнется цикл восстановления. Конечно, мы сможем избежать этого сценария, если сейчас, на раннем этапе эпидемии, найдётся вакцина, и эпидемия полностью локализуется, но это пока маловероятно.
- Дешёвая ликвидность обеспечила компаниям дополнительные средства для производства и налаживания каналов поставок; потребитель, в свою очередь, получил новые и более дешёвые средства для формирования нового спроса.
- Потребитель не нуждался в дополнительных средствах (ввиду рекордно низкой безработицы и высокого роста доходов) ни до вспышки коронавируса, ни сейчас, а компании накопили на балансе рекордный объем наличных средств.
- Следовательно, сейчас проблема заключается не в недостаточном стимулировании спроса и предложения, а в обеспечении гарантий безопасности. Проще говоря, нельзя стимулировать спрос со стороны потребителей, если есть угроза их жизни, как и безопасности компаний. Таким образом, QE будет действенным лишь в случае локализации коронавируса.
- Поэтому, безусловно, нас ждёт ралли, но лишь после ликвидации эпидемии, а пока рынки продолжают снижаться. Монетарные власти как и в 2008 г. Пытаются лечить рынки деньгами, а не лекарством. Это работает, если неисправен двигатель экономики, но в нашем случае проблема в водителе, который скован физически. Помимо QE, мы ждем снятия пошлин и снижения налогов, хотя впоследствии все стимулирующие меры будут отменены. Мы прогнозируем V-образное восстановление, но мы ещё не достигли дна, которое должно предшествовать стремительному росту.

КАК СКОРО ДОХОДНОСТЬ КО США ОПУСТИТСЯ НИЖЕ 0%?

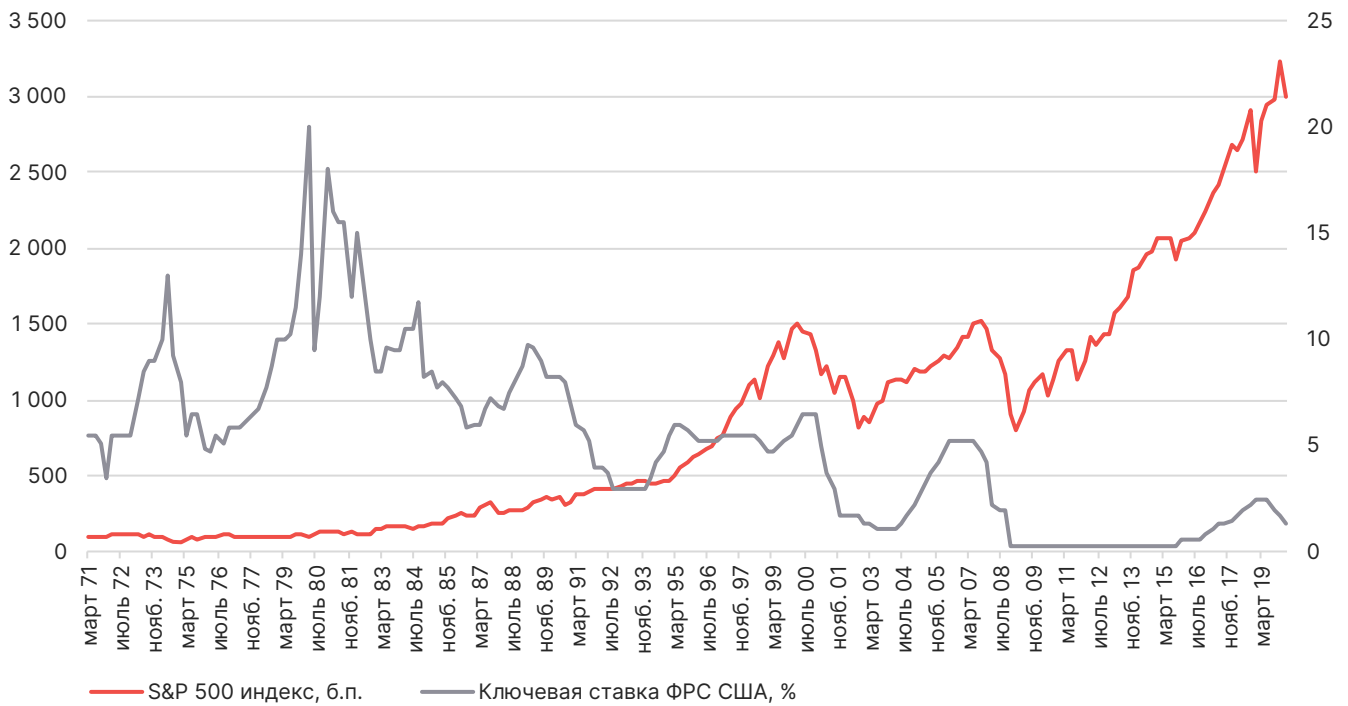
- В рамках нашего базового сценария мы считаем, что ФРС продолжит снижать ключевую ставку до 0,25% в 2020 г. тем самым растягивая снижение показателя еще на четыре заседания. Также возможно снижение по 50 б.п. в июне и сентябре, но уже в рамках плановых заседаний, если ситуация не обострится.
- В то же время будут объявлены меры по количественному смягчению посредством покупок КО США от 10 лет и дольше и наращивания баланса ФРС, который особо не изменился и составляет \$4,185 трлн, т.е. сократился лишь на \$300 млрд из-за покупок коротких КО США.
- В итоге не позже конца апреля исходя из пессимистичного прогноза доходность КО США 10 лет как и в еврозоне впервые опустится ниже 0%, что безусловно негативно скажется на долларе, так как существенно ослабит привлекательность доллара как инструмента керри-трейд и увеличит привлекательность валют развивающихся стран с высокими ставками, таких как рубль, мексиканское песо, турецкая лира и т.д.
- Мы считаем, что вакцина поступит на рынок не раньше сентября 2020 г, что, среди прочего, согласуется с прогнозами Белого дома. Активная фаза распространения коронавируса продлится до середины первого полугодия 2020 г. и, следовательно, последствия для экономики уже проявятся в статистике за март в апреле и в отчетности за первый квартал.

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ ФРС США И ДОХОДНОСТИ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ США, %



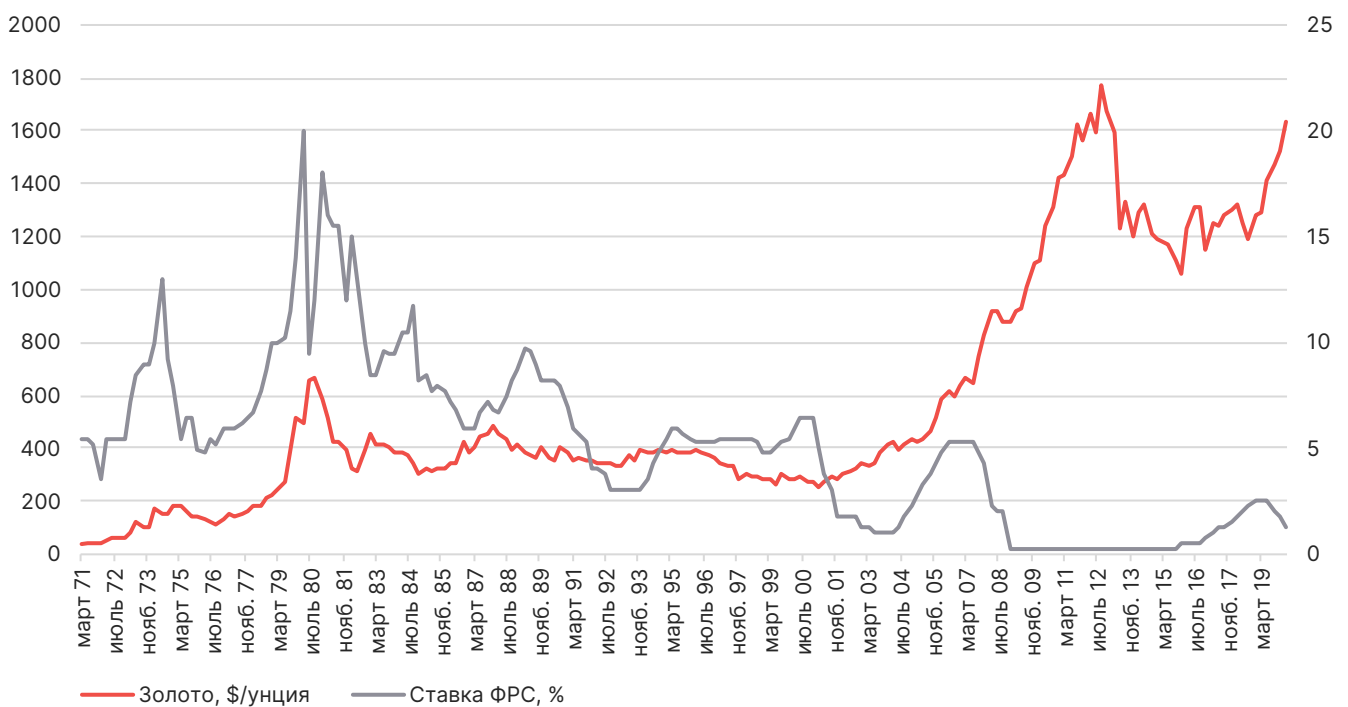
Источник: Bloomberg, ITI Capital

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ И ИНДЕКСА S&P 500



Источник: Bloomberg, ITI Capital

СНИЖЕНИЕ СТАВКИ СТИМУЛИРУЕТ СПРОС НА ЗОЛОТО



Источник: Bloomberg, ITI Capital

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Алексей Салтыков | Руководитель управления торговых операций | Alexey.Saltykov@iticapital.com

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью |

Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Кирилл Сосов | Аналитик | Kirill.Sosov@iticapital.com

Никита Косых | Аналитик | Nikita.Kosykh@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | Oleg.Makarov@iticapital.ru

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

ТЕЛЕФОН:

(495) 933–32–35 | 8 800 200–32–35

ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<http://www.iticapital.ru/>