

ТОРГОВАЯ ИДЕЯ «Абеномика: курс на ослабление йены»

Торговая идея: **покупка USD/JPY**

Дата: **14 марта 2013 г.**

Инструмент: **PROSHARES ULTRASHORT YEN (ETF)**

Биржа: **NYSE Arca**

Тикер Bloomberg: **YCS US Equity**

Тикер QUIK: **YCS_NY**

Текущее значение: **\$61,51**

Потенциал роста: **\$74,5 (20%)**

Срок удержания позиции: **весна 2014 г.**

Комментарий:

- Фонд ETF использует левверидж -2x (двойное плечо на шорт йены)
- Доходность фонда положительна при ослаблении йены против доллара США.
- Потенциал роста в 20% по YCS US Equity основан на ожидании движения USD/JPY к уровню в 105-107 (10% от текущих уровней) до весны 2014 г.
- Факторы, которые могут привести к изменению рекомендации, указаны в разделе "ключевые моменты".

Фундаментальная идея:

- Дефляция является структурной проблемой японской экономики, которая ведет к снижению уровня номинальных доходов, корпоративных прибылей и негативно сказывается на деловой активности, подавляя экономический рост. Решение проблемы дефляции и удешевление йены могут стать ключом к разрешению структурных проблем Японии.
- Избранный осенью 2012 г. премьер-министр Синдзо Абэ первым со времен Юнихиро Коидзуми (2001-2006) выразил самый решительный настрой в борьбе с дефляцией. Обозначенный Абэ экономический курс Японии получил название Абэномика.
- Премьер-министр Абэ поставил четкую задачу по выводу экономики из дефляции и корректировке чрезмерно высокого курса иены, используя (1) агрессивную монетарную политику, (2) гибкую фискальную политику, (3) стратегию роста, направленную на стимулирование инвестиций частного сектора.
- Монетарная политика Банка Японии получила обозначенные ориентиры в достижении инфляции на уровне 2% через значительное расширение балансового счета регулятора; окончательные решения по фискальной политике и стратегии роста будут приняты ближе к июню 2013 г.
- В планах кабинета Абэ значится адаптация экономических методов Такахаши 1930-х к современным экономическим условиям. Абэномика имеет как схожие черты (ослабление йены, расширение госрасходов), так и существенные различия (по уровню госдолга, методам фондирования госдолга, уровню процентных ставок) с финансовой политикой Такахаши. Рефляционная политика Такахаши 1930-х имела успех и поспособствовала началу возрождения экономики страны после длительной депрессии.

Ключевые моменты:

- 14 марта состоится первый раунд голосования по кандидатуре Харухико Курода на пост главы Центробанка, Кикио Иваты и Хироши Накасо на должности заместителей управляющего центрального банка в нижней палате парламента, подконтрольной ЛДП. 15 марта пройдет голосование в верхней палате парламента (могут быть проблемы по кандидатуре Иваты). Харухико Курода, сторонник сверхмягкой монетарной политики. Его активно поддерживает премьер-министр Абэ.
- 19 марта 2013 г. Масааки Сиракава покидает пост главы Банка Японии.
- 4 апреля 2013 г. состоится заседание Банка Японии по монетарной политике. От нового руководства регулятора важно получить подтверждение ранее озвученной приверженности к сверхмягкой политике и намерении продолжать скупку активов на баланс.
- В июне 2013 г. должны быть приняты решения по фискальной политике и стратегии роста, которые лежат в основе правительственной программы по выводу экономики из дефляции.
- В июле 2013 г. состоятся выборы в верхнюю палату парламента. Если большинство возьмут представители ЛДП, то оппозиция не сможет оказать прямого влияния на реализацию нового экономического курса Абэномики.

Сопроводительные обзоры:

- [Почему Японская экономика перестала расти? \(часть 1\)](#) (15 января 2013 г.)
- [Почему Японская экономика перестала расти? \(часть 2\)](#) (15 января 2013 г.)
- [Почему Японская экономика перестала расти? \(часть 3\)](#) (15 января 2013 г.)

Ключевыми характеристиками экономики Японии последних десятилетий являются дефляция, стагнация, делеверидж, стареющее население, слабость политической элиты и, конечно, дорогая валюта. Помимо этого страна имеет самое большое соотношение госдолга к ВВП среди развитых стран, что является поводом для многочисленных спекуляций на тему возможного дефолта третьей экономики мира.

Новая волна интереса к японской экономике обозначилась в конце 2012 г. с назначением нового старого премьер-министра Синдзо Абэ, который первым со времен Юнихиро Коидзуми (2001-2006) выразил самый решительный настрой в борьбе с дефляцией.

На ожиданиях внедрения активной рефляционной политики фондовый индекс Nikkei Average с октября 2012 г. вырос более чем на 20% до 11000 пунктов, курс национальной валюты (USD/JPY) за этот же период ослаб до 94 иен за доллар (на 20% с 78 иен за доллар).

Обозначенный Синдзо Абэ экономический курс Японии получил название Абэномика.

Говоря о потенциальной эффективности Абэномики, полезным может стать рассмотрение финансовой политики Японии 1930-х. В то время японское правительство Корекио Такахаша применило ряд экономических методов, включающих рефляционную политику, с помощью которых страна сумела успешно преодолеть последствия тяжелой депрессии 1930-х годов и встала на путь экономического возрождения.

В планах действующего министра финансов Японии Таро Асо значится адаптация методов Такахаша к современным экономическим условиям. В этом плане представляется необходимым рассмотрение сходных черт и различий между Абэномикой и финансовой политикой Такахаша. Это поможет в оценке потенциала и возможностей действующей власти в борьбе с дефляцией, в основе которой лежит ослабление курса японской иены.

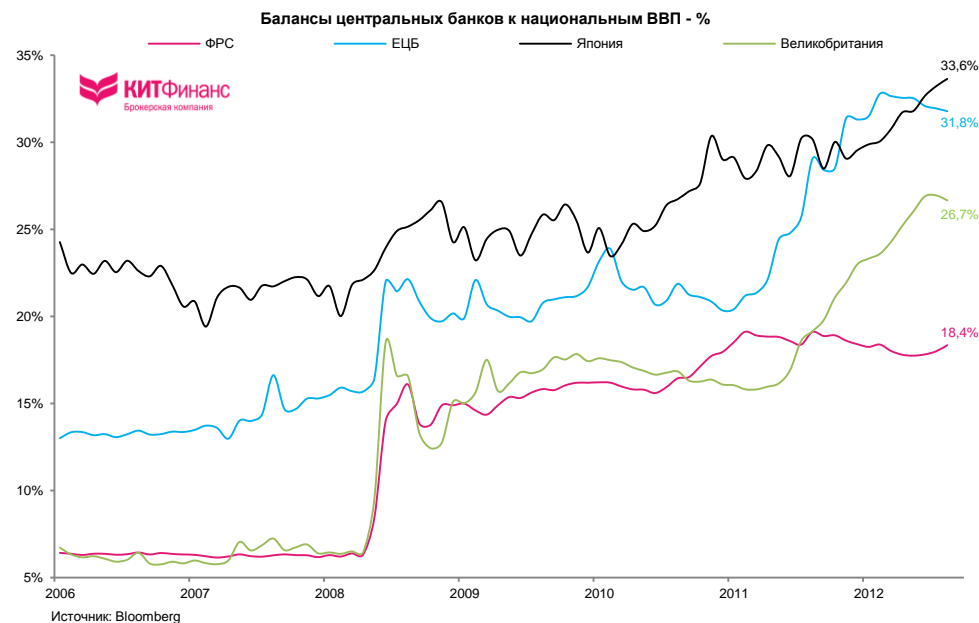
Три направления Абэномики

Премьер-министр Абэ поставил четкую задачу по выводу экономики из дефляции и корректировки чрезмерно высокого курса иены, используя **(1) агрессивную монетарную политику, (2) гибкую фискальную политику, (3) стратегию роста**, направленную на стимулирование инвестиций частного сектора:

(1) Агрессивная монетарная политика

Харукико Курода, который выдвинут премьер-министром Абэ в качестве кандидата на пост главы Банка Японии, успел отметить заявлением о том, что монетарный регулятор сделает все возможное для того, чтобы положить конец 15-летней эпохе дефляции. Напомним, что нынешний глава ЦБ Масааки Сиракава покидает свой пост 19 марта 2013 г.

Нет сомнений в том, что баланс Банка Японии ожидает значительное расширение в обозримой перспективе. Г-н Курода отметил, что неограниченная покупка активов может начаться раньше следующего года. Напомним, что на январском заседании регулятора было принято решение о ежемесячном выкупе с января 2014 гособлигации на сумму в ¥13 трлн (\$145 млрд) без ограничения сроков и увеличении инфляционного ориентира в два раза до 2%. Это значительно больше программы “open-ended” QE3 от ФРС (выкуп по \$85 млрд в месяц), т.к. ВВП Японии составляет 39% от ВВП США.



Харукико Курода заявил, что готов к быстрому наращиванию стимулирующих мер и планирует рассмотреть даже возможность покупки деривативов, сообщает агентство Bloomberg. Имеется ввиду покупка таких деривативов, как свопы. Мировые

центробанки редко покупают деривативы, т.к. их действия должны быть очень прозрачными с учетом рисков, связанных с покупкой структурированных продуктов.

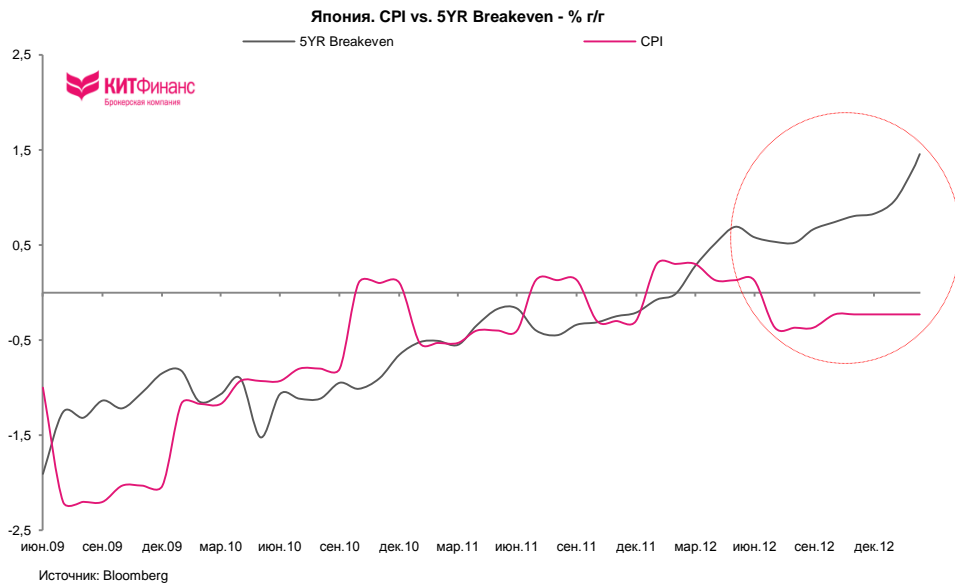
В настоящее время японский ЦБ покупает государственные облигации со сроком обращения до трех лет, а также вкладывает средства в индексные торгуемые фонды и инвестиционные трасты в сфере недвижимости за счет средств фонда, объем которого к концу 2013 г., как ожидается, составит 76 трлн иен (\$791 млрд).

Согласно ожиданиям экономистов, опрошенных Bloomberg, Банк Японии сможет достигнуть инфляционного таргета в 2% уже ко второму кварталу 2014 г., что на 200 базисных пунктов выше текущих значений.

Япония. Прогнозы по CPI, % г/г

	Кв.1'13	Кв.2'13	Кв.3'13	Кв.4'13	Кв.1'14	Кв.2'14	Кв.3'14
Медиана	-0,20	-0,10	0,30	0,40	0,40	2,50	2,10
Средняя	-0,24	-0,05	0,23	0,32	0,39	2,12	2,10
Средневзвеш. знач. Bloomberg	-0,25	-0,04	0,24	0,34	0,40	2,12	2,10
Макс.	0,20	0,50	0,80	0,90	1,10	3,00	2,10
Мин.	-0,70	-0,60	-0,40	-0,50	-0,30	0,10	2,10
Мартовский опрос	-0,20	0,00	0,30	0,40	0,50	2,50	-
Февральский опрос	-0,20	0,00	0,20	0,30	0,40	2,30	-

Источник: Bloomberg



Почему Абе решил на проведение агрессивной монетарной политики?

Во-первых, вспомним, что именно Япония стала первооткрывателем нетрадиционной монетарной политики через выкуп долгосрочных гособлигаций, именуемой quantitative easing (QE).

К началу 2000-х г. уровень процентных ставок в Японии приблизился вплотную к нулевому рубежу, но страна никак не могла побороть дефляцию, попав в “ловушку ликвидности”. Главный идеолог монетаризма Милтон Фридман выразил сомнение в возможности дальнейшего монетарного расширения через понижение процентных ставок, предложив регулятору начать скупку долгосрочных государственных облигаций и предоставлять системе деньги повышенной мощности (служащие для кредитной экспансии) до тех пор, пока закачка этими деньгами не приведет к расширению экономики.

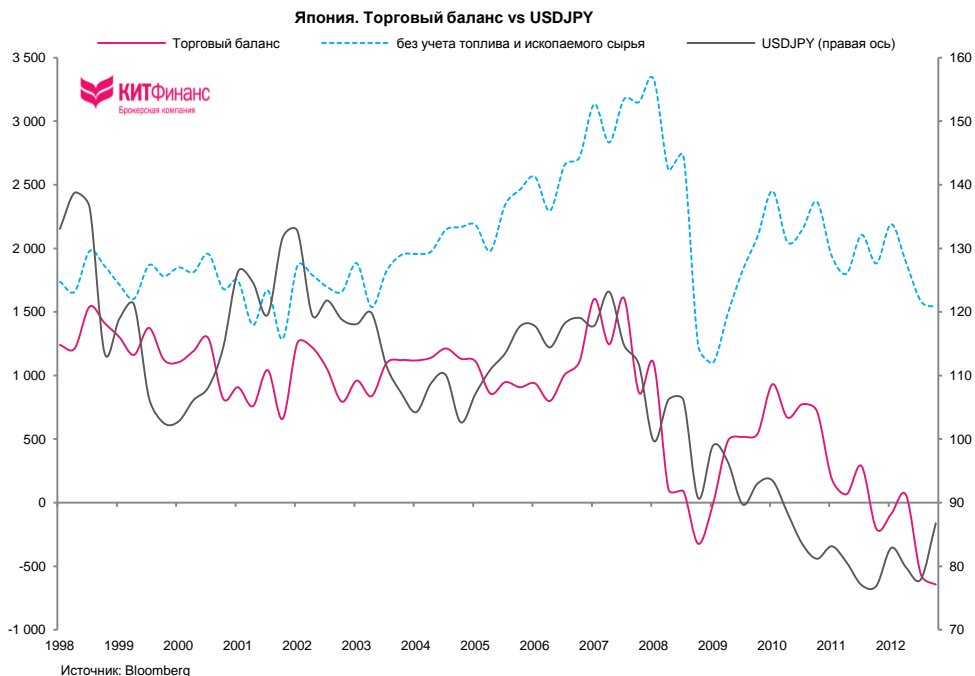


Таким образом, понятие “quantitative easing” было введено Банком Японии для описания перехода к новой политике, согласно которой регулятор смещал операционный ориентир с таргетирования уровня ставки овернайт (call rate) на установление количественных параметров размера **банковских резервов**, т.е. произвел переход к **нетрадиционной политике**.

По прошествии нескольких лет действия японского QE эффект не был очевиден, так как регулятор не смог реализовывать потенциал количественного смягчения в полном объеме, за что подвергся жесткой критике.

Положительно оценивая успехи многочисленных программ стимулирования от ФРС в борьбе с дефляцией во времена масштабного делевериджа, Банк Японии наконец решился действовать наверняка.

Во-вторых, значительное удорожание иены привело к тому, что экспортно-ориентированная страна по итогам 2011 г. впервые за последние 30 лет зафиксировала дефицит торгового баланса. Агрессивная сверхмягкая политика должна поспособствовать существенному ослаблению курса национальной валюты и восстановлению экспортного потенциала.



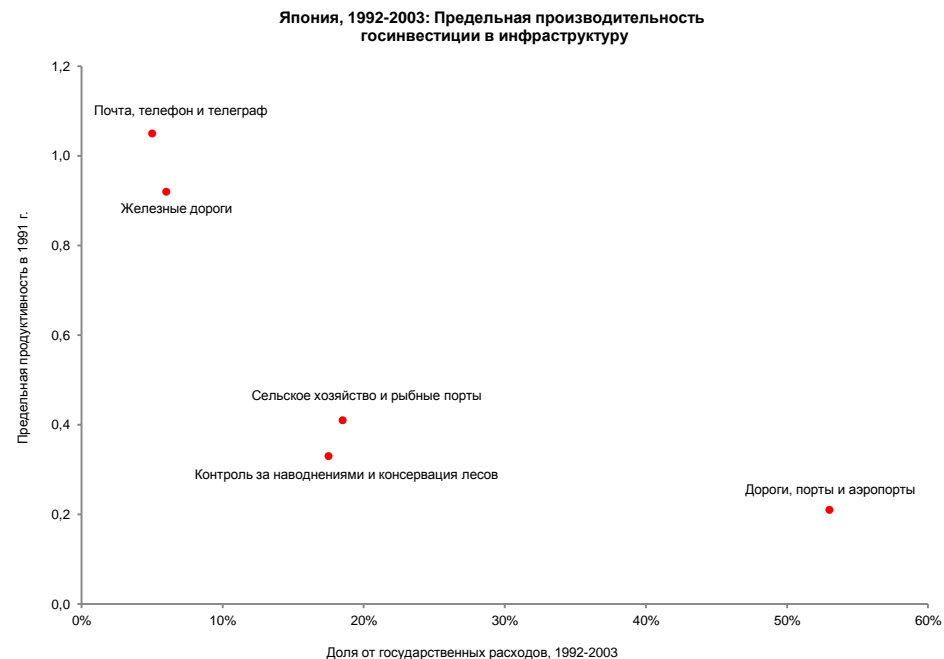
(2) Гибкая фискальная политика

По линии фискальной политики власти Японии уже сделали первые важные шаги. В первый месяц после выборов, кабинет Абе утвердил дополнительный бюджет на текущий финансовый год в размере ¥13,1 трлн иен (\$140 млрд). В феврале обе палаты японского Парламента одобрили принятие дополнительного бюджета,

ставшего вторым по размеру в истории страны после 2008 г. (в феврале 2009 г. приняли дополнительный бюджет в размере ¥14,7 трлн). Изначальный бюджет на 2012 финансовый год до поправок составлял ¥90,33 трлн (\$1,02 трлн).

В проекте бюджета на 2013 финансовый год заложено 15,6% увеличение расходов на общественные работы. В июне текущего года ожидается принятие важнейших документов и актов, которые будут лежать в основе реформирования фискальной политики на долгосрочную перспективу.

Тем не менее, история показывает, что государственные расходы далеко не всегда бывают эффективными. Дои и Ихори (2009) посчитали, что 89% от всего объема государственных расходов с 1992 по 2003 гг. (¥213 трлн) пришлось на проекты с минимальной инвестиционной эффективностью.

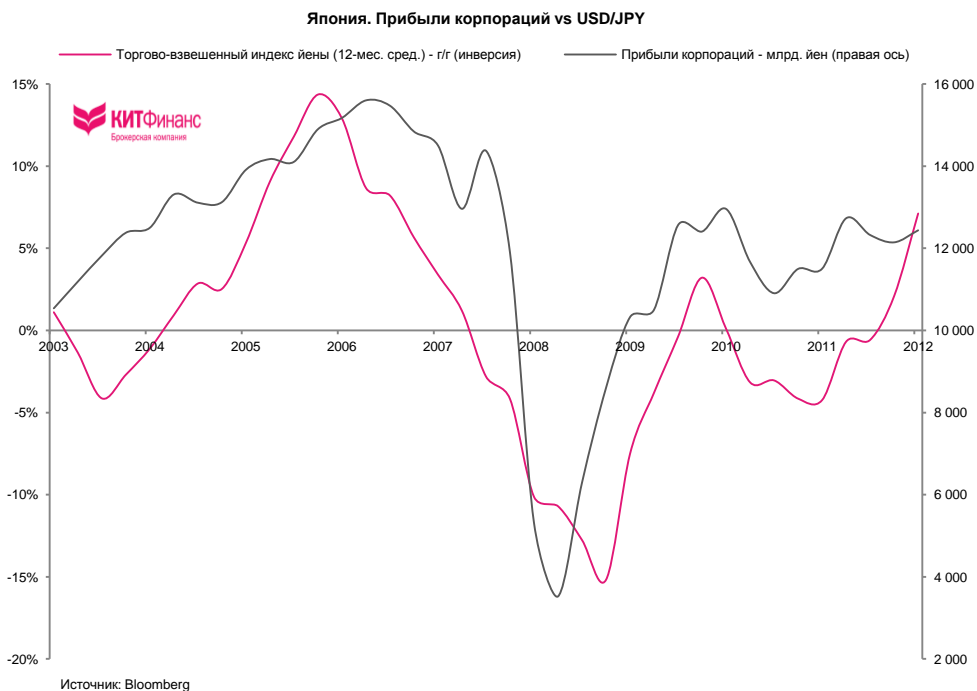


(3) Стратегия роста

Активность Правительства Абэ в реализации стратегии роста для стимулирования инвестиций частного сектора пока не значительная. Тем не менее, налоговые каникулы для инвестиции в research and development (R&D) и capex, предусмотренные в проекте налоговых реформ на 2013 финансовый год могут рассматриваться в

качестве первых важных шагов в этом направлении. Согласно ожиданиям, *полная версия проекта стратегии роста будет объявлена к июню 2013 г.*

В рамках Абеномики монетарная политика является ключевым проводником в проактивной рефляционной политике. В надежде победить дефляцию через рост инфляционных ожиданий, правительство хочет скорректировать чрезмерное укрепление иены, поднять корпоративные прибыли, увеличить уровень занятости и заработной платы. **Правительство Абэ разительно отличается от предыдущих администраций тем, что борьба с дефляцией для них является необходимым условием для начала экономического восстановления.**



Посредством фискальной политики правительство планирует напрямую создавать эффективный спрос в экономике. Через государственные расходы на общественные работы планируется перераспределить национальное благосостояние в пользу домохозяйств.

Общие черты и различия Абеномики и финансовой политики Такахаши

(1) Сходства: девальвация иены и расширение госрасходов

Первое – *ослабление иены*. Во время проведения финансовой политики Такахаши, государство отказалось от попыток возвращения к золотому стандарту, осуществив переход к управляемой валютной системе, и, на ожиданиях монетарного ослабления и инфляции, иена подешевела на 40% с 1931 по 1933 г. Экспорт начал расти в 1932 г., и в 1935 г. впервые с 1918 г. был зафиксирован профицит торгового баланса. С октября 2012 г. иена ослабла против доллара США на 20%. Абеномика нацелена на восстановление экспортно-ориентированного потенциала Японии.

Второе – *расширение государственных расходов в рамках фискальной политики*. Несмотря на то, что во времена финансовой политики Такахаши большую часть госрасходов составляли военные расходы, конечной целью все же было расширение эффективного спроса. В течение 1932-1934 гг. на военных пришлось порядка 10% всех бюджетных расходов. Прослеживается четкая историческая аналогия с расходами на общественные работы (инфраструктурные проекты), решения о которых недавно принял кабинет Абэ.

(2) Различия: уровень госдолга, методы фондирования госрасходов, уровень процентных ставок

Первое - *уровень госдолга*. Во времена экономических реформ Такахаши, государственный долг составлял около 56% ВВП, а по итогам 2012 г. фискального года долг/ВВП оценивается в 226%. Это максимальное значение среди развитых стран. В подобных условиях от Правительства не стоит ожидать значительного расширения фискальных стимулирующих программ.

Второе - *методы фондирования госрасходов*. Во времена Такахаши, избыточное фискальное стимулирование базировалось на прямой покупке государственных облигаций (JGB) Банком Японии у Правительства. В 1931 г. произошел отказ от золотого стандарта, депозитные счета банков были истощены, что создавало сложности в размещении новых выпусков JGB. Таким образом, прямой выкуп был необходим на период стабилизации банковского сектора и временном замещении выпадающего спроса на JGB. После периода прямого выкупа, Банк Японии продал более 90% гособлигаций частному сектору посредством операции на открытом рынке.

Сегодня проблем с ликвидностью у японских банков нет, а прямой выкуп JGB регулятором рассматривается как метод **монетизации госдолга** и порождает массу споров по поводу дальнейшей кредитоспособности государства.

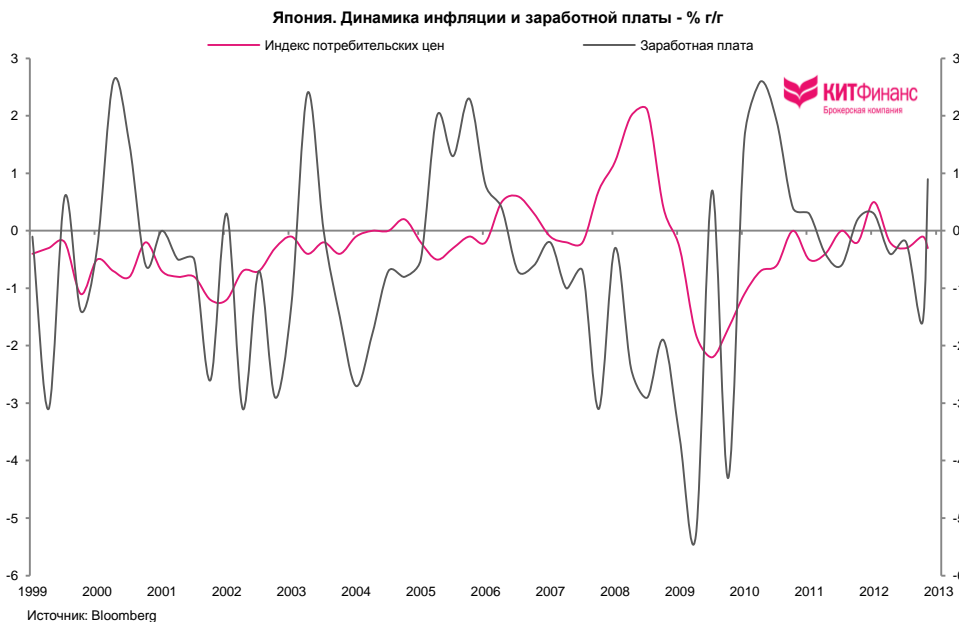
Третье отличие - *уровень процентных ставок*. С конца 1990-х уровень процентных ставок в Японии прижат к нулю, однако спрос на фондирование до сих пор остается подавленным. Это ситуация классической **“ловушки ликвидности”**, когда эластичность спроса на деньги приближается к бесконечности, и любые попытки государства стимулировать инвестиции с помощью мер денежно-кредитной политики

обречены на провал. Поэтому и был осуществлен переход к нетрадиционной политике (QE) через дополнительный выкуп финансовых активов (акции, облигации и т.п.).

С декабря 1932 г., когда Такахаша начал реализовывать свою финансовую политику, вплоть до 1936 г., когда его убили во время путча (Ни-нироку дзикэн), дисконтная ставка после четырех понижений достигла уровня в 3,65% с начальных 6,57%. Как видно, пространство для маневра еще оставалось. И в этом плане Абеномика находится в куда более сложных условиях и стимулирование экономики через понижение процентных ставок сегодня не представляется возможным.

Динамика реальных заработных плат как индикатор успеха рефляционной политики

В том случае, если монетарная политика Абеномики окажется эффективной, но темпы повышения уровень зарплат не будут опережать инфляцию, домохозяйства окажутся в ощутимом проигрыше. Подобная ситуация имела место быть во времена реализации финансовой политики Такахаша. Цены начали расти в 1932 г., в то время как номинальный средний уровень оплаты труда не менялся до 1936 г., а реальный уровень заработных плат, с поправкой на инфляцию, падал вплоть до 1937 г.



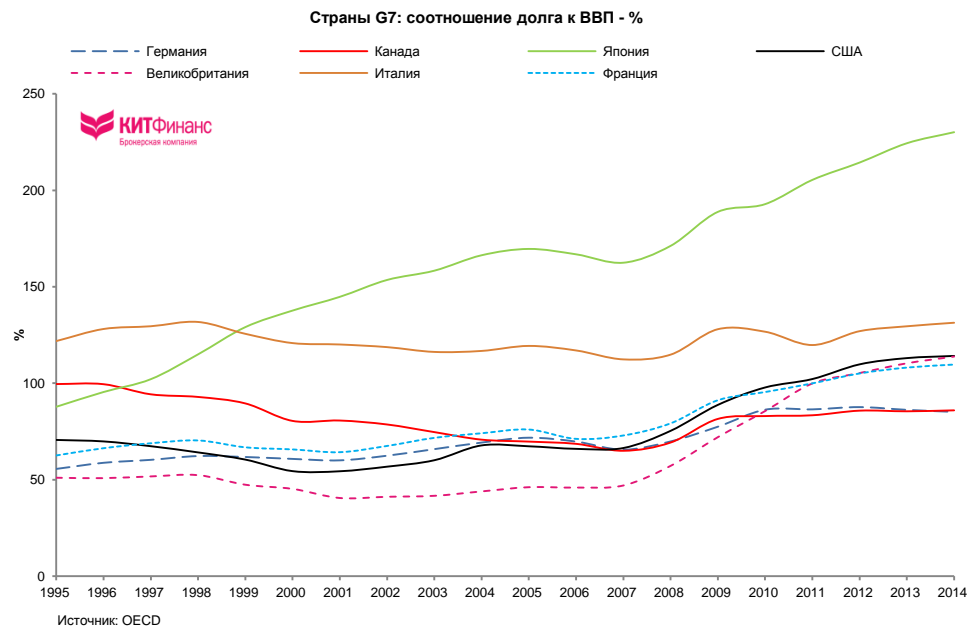
Таким образом, динамика уровня оплаты труда может стать одним из важнейших индикаторов успеха Абеномики и требует самого пристального внимания.

Вывод

Абеномика имеет как схожие черты, так и существенные различия с финансовой политикой Такахаша 1930-х, на которую ориентируются действующие власти, твердо намеренные побороть дефляцию. Риск провала Абеномики достаточно высок в условиях ловушки ликвидности и высокого уровня государственного долга. В том случае, если три ключевых направления Абеномики не смогут повысить инфляционные ожидания, третья экономика мира окажется в крайне затруднительном положении.

И если (1) монетарная политика Банка Японии уже получила обозначенные ориентиры в достижении инфляции на уровне 2% через значительное расширение балансового счета, то решения по (2) фискальной политике и (3) стратегии роста будут приняты ближе к июню 2013 г. Ждать осталось недолго.

Переход к Абеномике и агрессивной монетарной политике вызвал негодование в рядах мирового экономического сообщества, обеспокоенного возможностью резкого ускорения инфляции и повышения уровня процентных ставок, что может привести к неспособности Японии обслуживать раздутый госдолг.



Надо понимать, что основной причиной дефляции в Японии, как это ни странно, являются жесткие монетарные условия и, конечно, дорогая йена. Дефляция является **структурной проблемой** японской экономики, которая ведет к снижению уровня номинальных доходов, корпоративных прибылей и негативно сказывается на деловой активности, подавляя экономический рост. Решение проблемы дефляции и удешевление йены действительно могут стать ключом к разрешению структурных проблем Японии.

Вопрос о возможности суверенного дефолта страны, где долг публичного сектора составляет 140% ВВП (а государственный долг почти 230% ВВП), является неоднозначным. Если представить, что все держатели долга решат избавиться от JGB и получить взамен йены, то Банк Японии просто напечатает необходимое количество денежных знаков для погашения всех обязательств. Это может привести к инфляции и коллапсу валюты, но к суверенному дефолту в прямом смысле слова это не приведет. В перспективе ближайших лет ставка на дефолт Японии практического смысла иметь явно не будет.

При этом особый интерес сегодня представляет возможность спекуляции в паре USD/JPY и кросс-курсах йены.

В случае достижения поставленной Абеномикой инфляционной цели в 2%, курс USD/JPY имеет высокие шансы на достижение отметки в 105-107.

Контакты:

Санкт-Петербург: 8 (812) 457 19 19, ул. Марата, 69-71, Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»
Москва: 8 (495) 981 06 06, Пречистенская наб., 17, Бизнес-центр «Баркли Плаза»

www.brokerkf.ru, www.kfe.ee

Отдел рыночного анализа и консультаций

Архипов Андрей
a.arhipov@brokerkf.ru

Евдокиенко Василий
v.evdokienko@brokerkf.ru

Шагардин Дмитрий
d.shagardin@brokerkf.ru

Управление по работе с институциональными клиентами

Евдокимова Зоя (доб.44560)
z.evdokimova@brokerkf.ru

Иванов Дмитрий (доб. 44124)
d.ivanov@brokerkf.ru

Капустянский Владимир (доб.44563)
v.kapustyansky@brokerkf.ru

Кузнецов Игорь (доб.44145)
i.kuznetsov@brokerkf.ru

Трошин Александр (доб. 44562)
a.troshin@brokerkf.ru

Хабазова Антонина (доб.44564)
a.khabazova@brokerkf.ru

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях. Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (ООО) не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (ООО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (ООО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (ООО). КИТ Финанс (ООО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений принятых на основании данной информации. КИТ Финанс (ООО) Лиц. ФСФР России на осуществление брокерской деятельности № 078-06525-100000 от 14.10.2003.

Америка

- ✓ New York, USA
- ✓ Chicago, USA
- ✓ Toronto, Canada

Прямой электронный доступ

- LSE
- NYSE, AMEX, NASDAQ
- XETRA
- ICE
- EUREX
- EURONEXT (Paris, France)
- CME-CBOT, CME-NYMEX, CME-COMEX
- LIFFE US
- CBOE
- MICEX-RTS
- PTC FORTS
- TSX
- HKEX

Европа

- ✓ London, UK
- ✓ Frankfurt, Germany
- ✓ Paris, France
- ✓ Madrid, Spain
- ✓ Stockholm, Sweden
- ✓ Oslo, Norway
- ✓ Copenhagen, Denmark
- ✓ Zurich, Switzerland
- ✓ Warsaw, Poland
- ✓ Kiev, Ukraine

Россия

- ✓ MICEX-RTS, FORTS
- ✓ RTS STANDARD
- ✓ MICEX-RTS

Голосовой доступ

- TOKYO/OSAKA
- LME
- LSE EDX
- MADRID STOCK EXCHANGE
- NASDAQ OMX GROUP (Stockholm, Sweden)
- OBX
- NASDAQ OMXG (Copenhagen, Denmark)
- SIX
- WSE
- UKRAINE STOCK EXCHANGE

Азия

- ✓ Tokyo, Japan
- ✓ Hong Kong

О компании

- КИТ Финанс Европа – европейский лицензированный брокер *
- Дата создания: 2005 г.
- Головной офис: Таллинн (Эстония)
- Филиалы: Лондон (Великобритания); Лимассол (Кипр)
- Представительство: Санкт-Петербург (Россия)

Справочно

- Собственный капитал: более 30 млн. EUR
- Листинг-партнерство: Deutsche Boerse
- Торговый оборот: более 12 млрд. EUR **
- Более 1 000 обслуживаемых клиентов
- Аудитор компании: Dnopoly Assurance OU

Преимущества

- Единый инвестиционный счет и единый терминал
- Выгодные тарифы
- Ведение счета в различных валютах, зачисление/вывод денежных средств в валютах: RUR, USD, EUR, GBP
- Электронный документооборот: подача неторговых поручений через систему Quik; быстрая конвертация денежных средств по выгодному курсу
- Субброкерские схемы для институциональных инвесторов
- Различные варианты агентской схемы
- IT-поддержка на время работы биржевых площадок
- Индивидуальный подход к Клиенту и создание новых продуктов «под Клиента»

* Лицензия выдана Финансовой инспекцией Республики Эстония, № 32 от 20.04.2005 г.

** Совокупный оборот за 2011 г., на основании неаудированного финансового отчета