

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 Куроду на пост главы Центробанка, Кикио Иваты и Хироси 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.)

«Абеномика: курс на ослабление иены»

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.

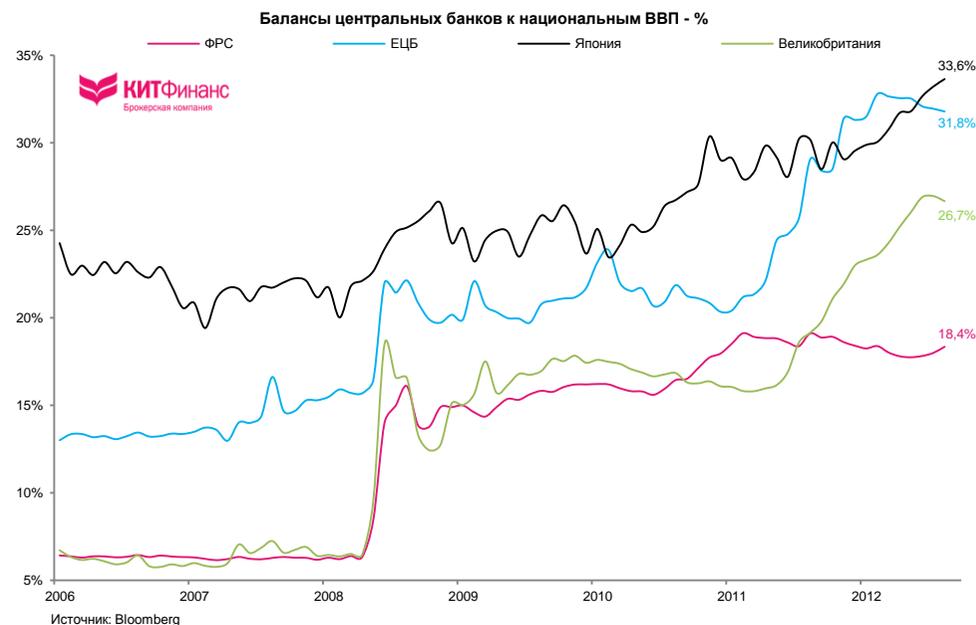
Три направления Абэномики

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.

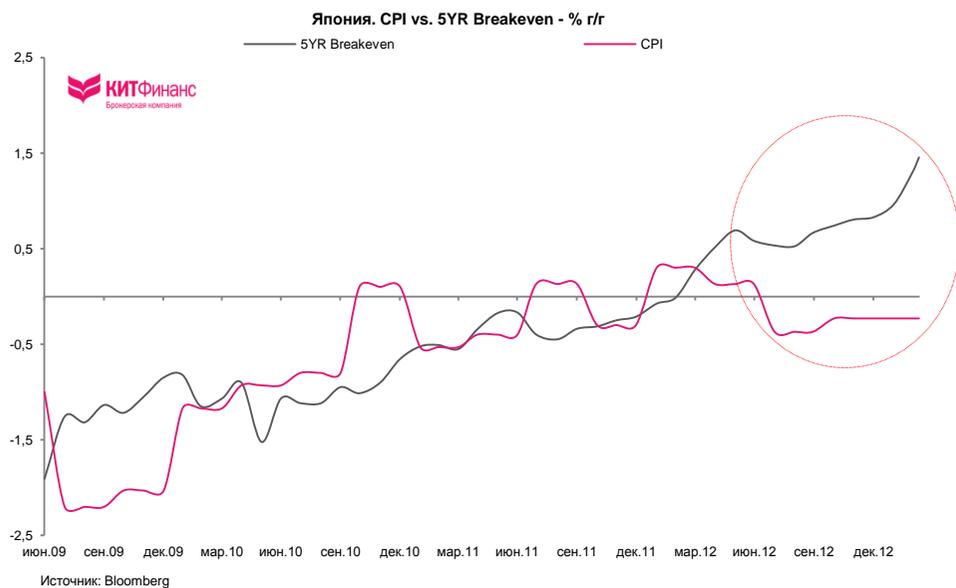
В настоящее время японский ЦБ покупает государственные облигации со сроком обращения до трех лет, а также вкладывает средства в индексные торгуемые фонды и инвестиционные трасты в сфере недвижимости за счет средств фонда, объем которого к концу 2013 г., как ожидается, составит 76 трлн иен (\$791 млрд).

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	-

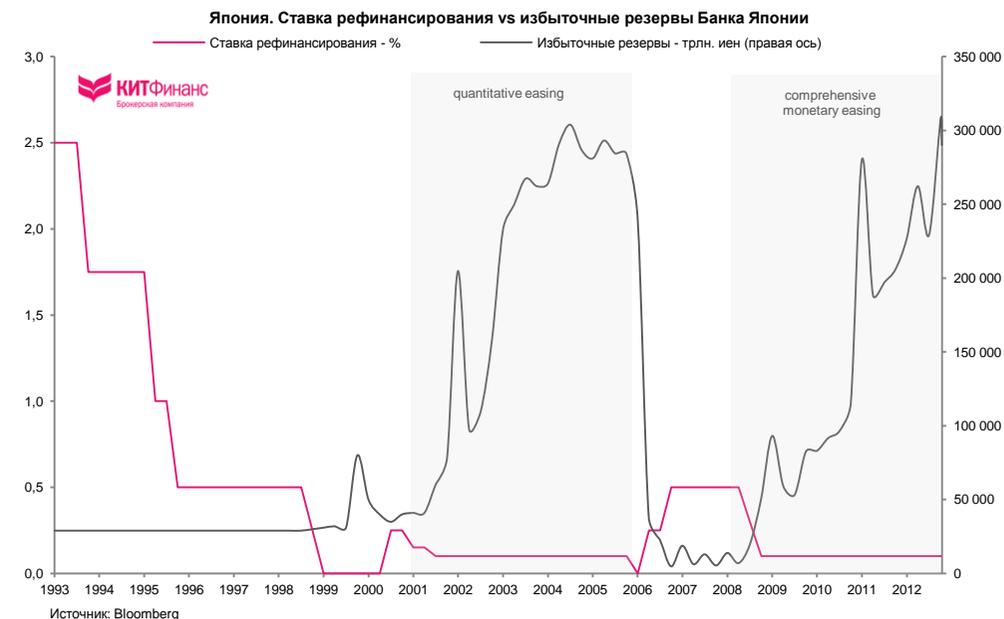
Источник: Bloomberg



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.

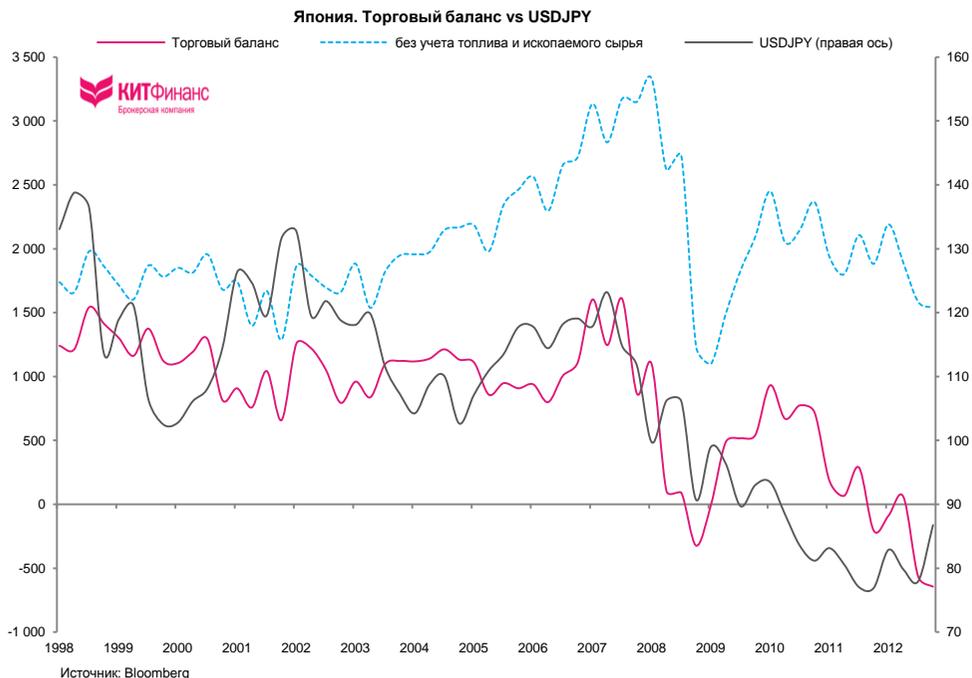


Таким образом, понятие “quantitative easing” было введено Банком Японии для описания перехода к новой политике, согласно которой регулятор смещал операционный ориентир с таргетирования уровня ставки овернайт (call rate) на установление количественных параметров размера **банковских резервов**, т.е. произвел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



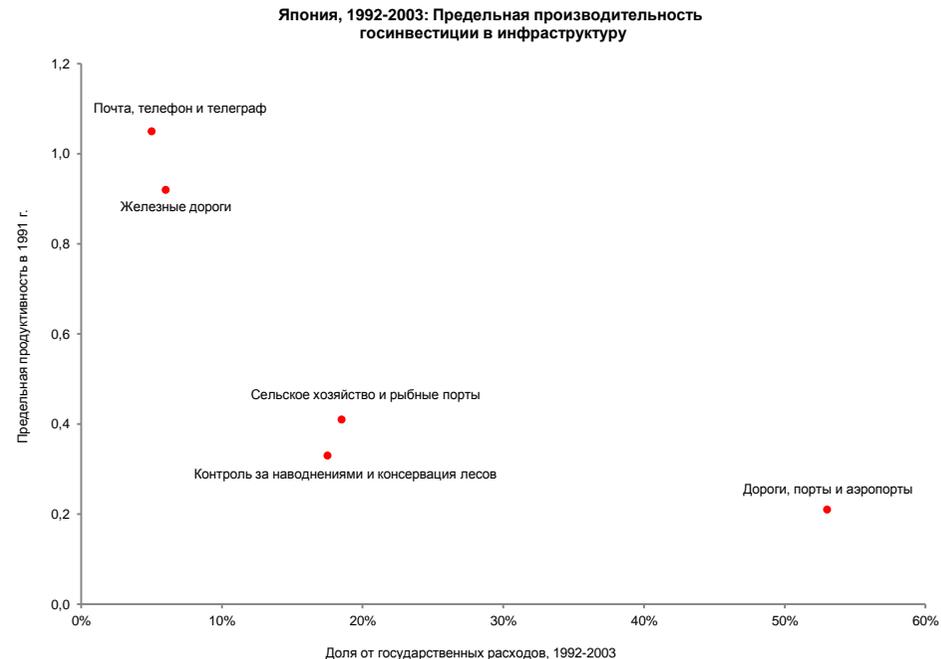
(2) Гибкая фискальная политика

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.

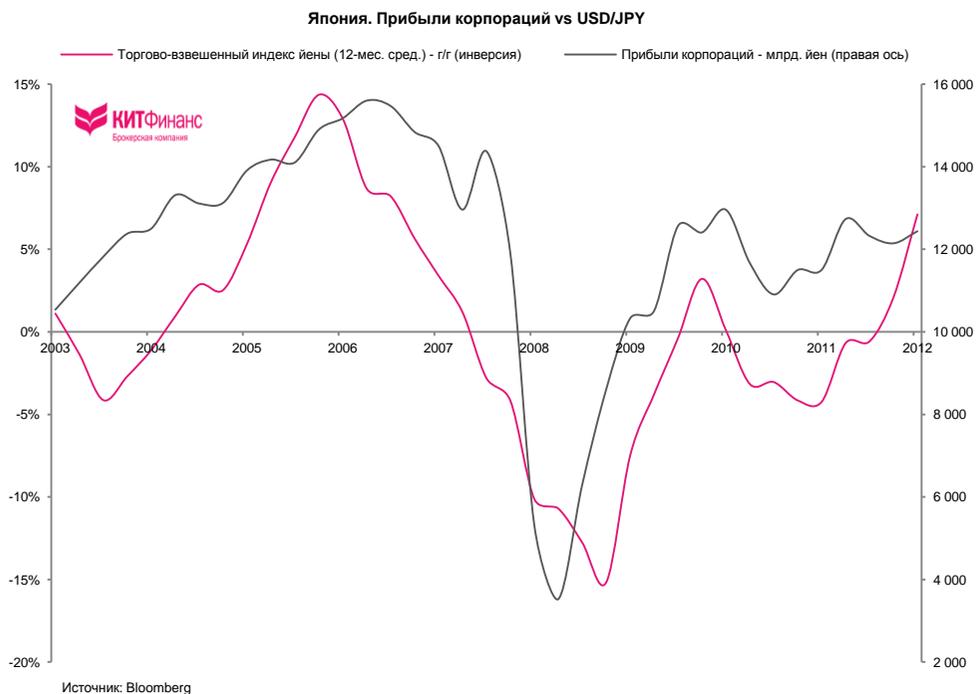


(3) Стратегия роста

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 Такахаши 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 Такахаши. 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.



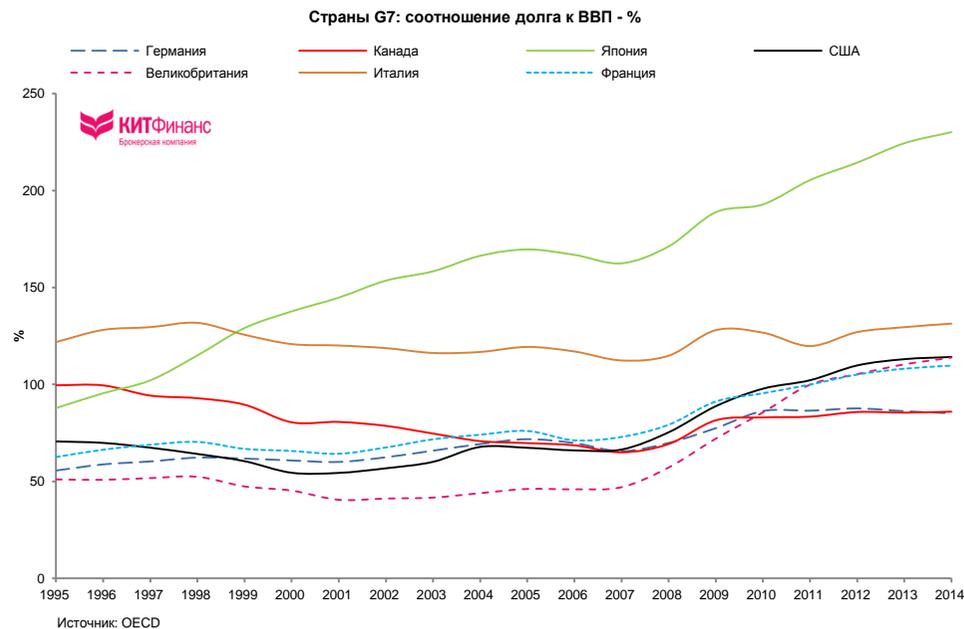
Таким образом, динамика уровня оплаты труда может стать одним из важнейших индикаторов успеха Абеномики и требует самого пристального внимания.

Вывод

Абеномика имеет как схожие черты, так и существенные различия с финансовой политикой Такахаши 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