

Банк Японии доказал, что у него еще остались «патроны».

/последствия для иены/

«...Вертолетные деньги могут оказаться ценным инструментом. В частности, привлекательной особенностью этого инструмента является то, что он работает даже тогда, когда традиционная денежно-кредитная политика является малоэффективной, а уровень гос. долга непомерно высок...»

- Бен Бернанке (2016).

Прошло уже почти 3 месяца с момента заседания Банка Японии (BoJ) в конце июля. Напомню, тогда публика ожидала запуска нового инструмента (предложенного японцам бывшим председателем ФРС) - «вертолетных денег» (helicopter money). Такая политика предполагает прямое финансирование стимулирующих фискальных программ японского правительства Банком Японии. Тем более, именно в конце июля премьер-министр Абэ объявил о новом пакете стимулирующих мер.

Однако ничего подобного не последовало. Рынок был разочарован, и весь оптимизм инвесторов (вместе с предшествовавшим заседанию ослаблением иены) испарился.

Но не стоит расстраиваться. Фактически механизм «вертолетных денег» был запущен спустя 2 месяца, на следующем заседании Банка Японии. И хотя для многих участников это не сразу стало очевидно (сентябрьское заседание BoJ также вызвало разочарование, т.к. аналитики трактовали то решение, как подготовку к постепенному сворачиванию, т.е. tapering программы, многие даже назвали это решение признанием регулятором своего поражения), последствия сентябрьского решения не стоит недооценивать.

Но обо всем по порядку.

Что произошло с иеной в этом году?

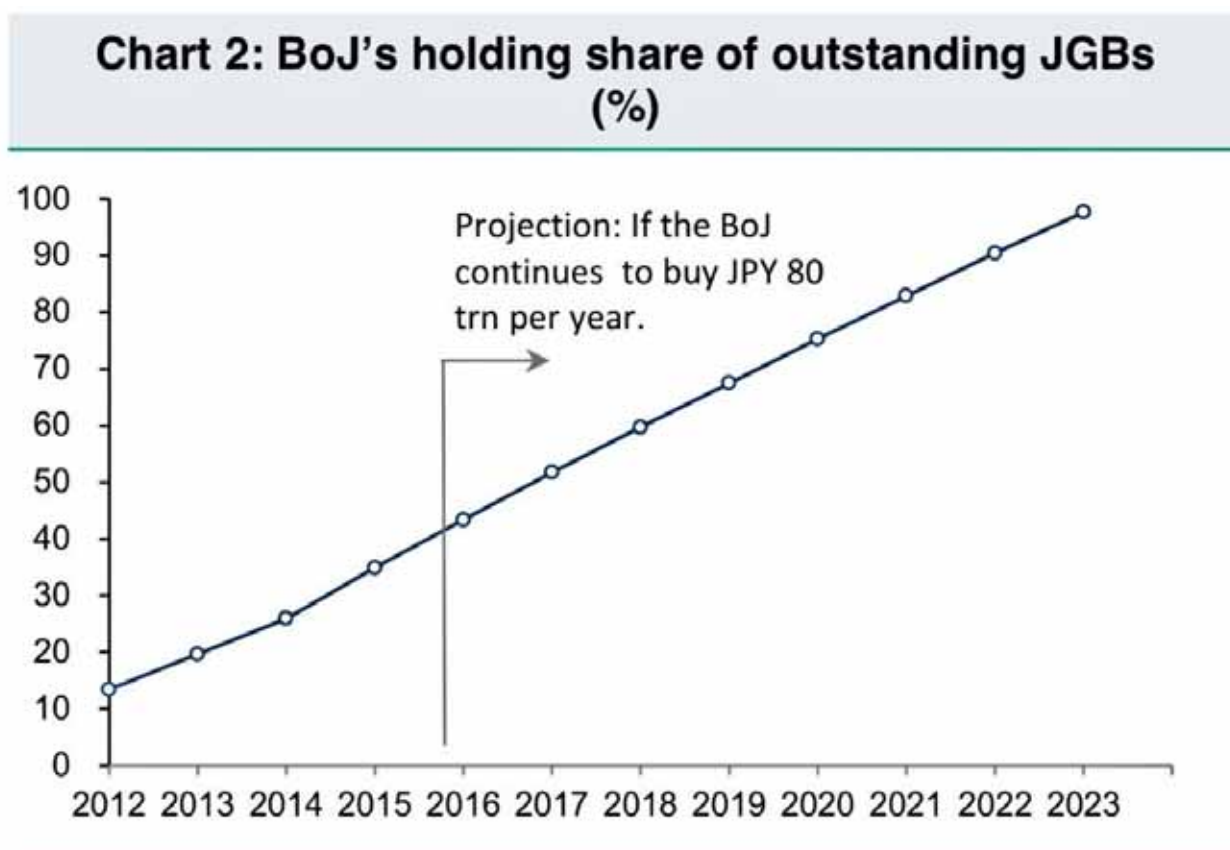
В этом году иена стала лучшей валютой в среде валют развитых стран. Укрепление иены на 20% повергло участников рынка в шок. Проблема усугубилась тем фактом, что Банк Японии оказался в ситуации, когда он фактически лишился инструментов влияния на ситуацию. Более того, после понижения депозитной ставки до -0.1% в январе, иена издевательски выросла еще сильнее и продолжала расти еще 6 месяцев.

Частично такое ралли можно объяснить падением американского доллара по всему валютному рынку в первой половине года. Но этого объяснения не достаточно для обоснования 20% укрепления.

Объяснение укрепления иены находится на поверхности.

1) Рынок понял, что банк Японии приближается к пределу своих сил. За 3 с лишним года программы QE банк купил такое кол-во бондов, что не только лишил себя возможности делать новые стимулы, но и приблизился к точке, когда покупки облигаций со скоростью 80 трлн иен в год не могли более быть устойчивыми (их нужно уменьшать).

Рис. 1. При текущих темпах покупок японский ЦБ купит весь долг страны к концу 2023 года.

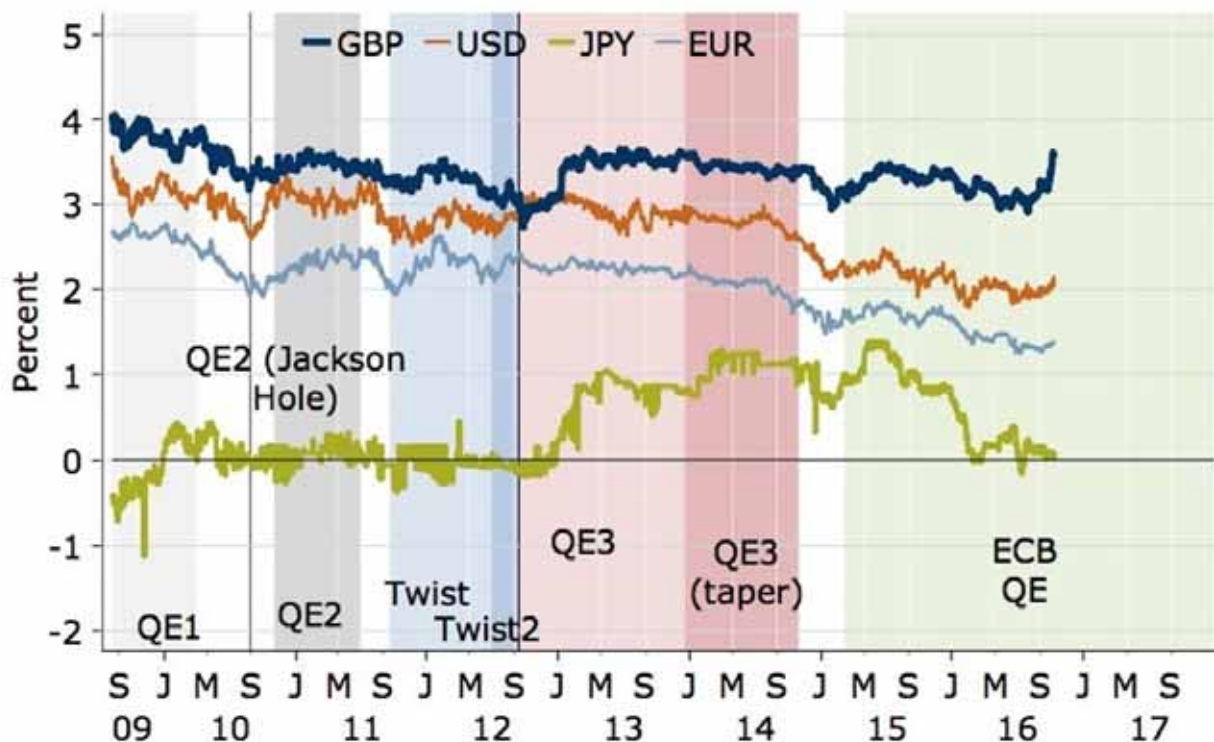


Source: BoJ, BNP Paribas

2) Рынок валют в современном мире это уже не игра на разнице номинальных процентных ставок, это игра на разнице реальных ставок. Коллапс инфляционных ожиданий в Японии привел к

удивительной ситуации, когда реальная процентная ставка (номинальная ставка на определенный период за минусом подразумеваемой инфляции на этот же период) стала одной из самых высоких в развитом в мире. И это не смотря на отрицательные номинальные ставки. Т.е. фактически, прямое ужесточение политики имело место в Японии в первой половине 2016 года, вопреки желанию регулятора.

Рис.2. Инфляционные ожидания в этом году в основных развитых странах.



В результате весь рынок стал «играть» на укрепление иены. Этот трейд стал одним из самых популярных среди Масго хедж-фондов.

Рис.3. Количество позиций на рост иены одно из максимальных в истории



Что означает принятое банком Японии в сентябре решение?

Решение Банка Японии от 21 сентября 2016 года называется Quantitative and Qualitative Easing (QQE) with yield curve control (QQE с контролем кривой доходности). Т.е. теперь Банк Японии будет не только контролировать короткие ставки, что всегда делает любой центральный банк (через учетную или депозитную ставку), но и длинные: сперва только 10-летнюю ставку на уровне около 0%.

Некоторые аналитики назвали тогда решение BoJ ходом на 2-3 шага вперед, по сравнению с политикой большинства мировых ЦБ. Я думаю, эта формулировка не отражает всей сути и преуменьшает значение этого сдвига в политике. Правильнее сказать – это решение означает движение сразу на 6-8 шагов вперед.

Зачем это нужно и каковы последствия для экономики?

Последствий много.

- 1) Фактически Банк Японии изящно снял опасения рынка, что на том или ином этапе ему придется свернуть стимулы из-за недостатка бумаг на рынке для покупки. Данное решение означает, что QQE принимает временной горизонт бесконечности (QQE infinity). Более того, банк показал, что у него есть еще инструменты для влияния на ситуацию и дальнейшего смягчения (через понижения, как краткосрочной ставки, так и долгосрочной глубже в минус). И хотя, предположение рынка о снижении объема программы верное, это не имеет большого значения, т.к. этот параметр теперь вторичен. Ключ к успешной политике – стабильность 10-летней ставки, а ключевое слово в названии политики теперь не QQE, а Yield curve control.
- 2) Решение позволит снять опасения местных банков, что отрицательные ставки будут подрывать их прибыли. Теперь BoJ не будет колебаться, когда он решит углублять свою политику отрицательных депозитных ставок, но и будет даже обязан понижать ее дальше, делая кривую доходности более наклонной (в начале этого года кривая доходности в Японии стала плоской, т.е. разница между краткосрочными и долгосрочными ставками испарилась). Плоская кривая доходности делает банковское кредитование бессмысленным, а если нет кредитования – нет роста экономики и нет роста инфляционных ожиданий.

Более того. Плоская, «измученная» покупками на дальнем конце кривая доходности делает сверхмягкую монетарную политику низкоэффективной и даже вредной, лишая регулятора возможности снижать курс валюты.

- 3) Но самое важное – ЦБ фактически пригласил свое правительство в схему «вертолетных денег». Теперь мяч на стороне мин. фин. Японии. А как еще воспринимать обещание местного ЦБ не допускать роста длинных ставок выше 0% или даже далее понижать их, и

формулировку в заявлении банка о «надеждах на синергетический эффект от действия ЦБ и правительства»? Много ли правительств в мире, которые знают, что сейчас можно занять бесплатно, но и через 10 лет этот долг будет стоить бесплатно, и его таким образом можно будет продлевать под нулевую ставку до бесконечности?

Т.е. этот долг и не долг уже, т.к. его никогда не придется гасить. Ни одно правительство в мире не имеет такого козыря в своем планировании. Более того, я думаю через некоторое количество лет мин. фин. Японии начнет выпускать бессрочные облигации с нулевым купоном. Т.к. этот инструмент не имеет смысла для любого участника рынка – то выкупать его будет только один институт – центральный банк. Такой долг никогда не будет погашен и навсегда «ляжет» на баланс центрального банка.

Каковы последствия для иены?

Банк Японии фактически переходит к новой фазе своего смягчения. От количественного смягчения он переходит к фискальному смягчению. Существенно более сильному инструменту, который требует принципиально меньшего кол-ва вливаний (эмиссии, проще говоря, печатания) ликвидности, а результат даёт значительный. Теперь средства от QQE будут пронизывать не только банковский и финансовый сектор, но и реальную экономику, с чем до этого были проблемы, т.к. большая часть денег от продажи облигаций в ходе программы количественного смягчения так и оставалась на счетах банков без попыток мигрировать в реальную экономику. Собственно говоря, огромное кол-во нигде не работающих денег на руках корпораций, банков и потребителей – самая большая проблема Японии, объясняющая все её проблемы последних 20 лет.

Теперь эта проблема частично решена, т.к. правительство может, не стесняясь, наращивать расходы через бюджетный дефицит без страха того, что через какое-либо время рост ставок приведет к существенному увеличению стоимости долга. Эта опасность полностью устранена (даже в случае роста инфляции).

Если «вертолетные деньги» хотя бы частично решат проблему низкой инфляции в Японии (сперва, через рост инфляционных ожиданий, затем последует рост фактической инфляции), то это будет понижать реальную процентную ставку. Если это наложится на рост ставок в США, то степень девальвации иены будет значительной. Пока инфляционные ожидания остаются приглушенными видимо из-за того, что рынок до конца не оценил степень фундаментального сдвига в политике регулятора.

Но скоро все изменится. В том числе от того, что цены на нефть в следующем году в результате договоренности ОПЭК будут значительно выше тех, которые мы видели в последние полтора года. Это повысит инфляцию по всему миру (включая Японию) за счет эффекта низкой базы, причем в разы (в Европе и Японии). Бюджетное стимулирование и улучшение кредитования повысят внутренний спрос. Этого коктейля будет достаточно для существенного удешевления иены в среднесрочной перспективе.

Однако этот эксперимент будет иметь и обратный эффект. Теперь Банк Японии стал еще более зависим от своих коллег из ФРС, от доходностей долгосрочных облигаций казначейства США и от американского доллара в целом.

Часть своих функций в некотором смысле Банк Японии теперь передает ФРС. Ужесточение политики ФРС (особенно если рост коротких ставок будет идти параллельно с ростом длинных) тождественно смягчению банка Японии, который в этом случае сможет выкупать больше своих облигаций, выливая на рынок больше ликвидности. Напротив, в случае значительных стрессов на рынках начнет повышаться спрос на все долгосрочные гос. облигации в мире (как на актив-убежище), что будет делать задачу японского регулятора более сложной.

Таким образом, иена становится очень чувствительна к движению доллара (профессионально говоря, иена будет валютой с повышенной «бэтой» к широкому рынку) и американских долгосрочных облигаций. Если доллар будет становиться сильнее (имеется ввиду глобально, к широкой корзине валют), иена будет падать с опережением. Скажем, евро упадет к доллару на 1%, иена упадет на 1.5%, а то и на 2%.

Более того. Все больше голосов чиновников ФРС звучат в том духе, что перед повышением ставки не плохо бы сделать кривую доходности более наклонной (то, что сейчас пытается сделать Банк Японии), т.е. поднять ставки на 10 и 30-летних облигациях, чтобы затем можно было более спокойно провести повышение коротких ставок, не нарушая наклон кривой доходности (в первой половине года с уплощением кривой доходности столкнулась и в ФРС, что делает задачу поднятия ставок более сложной).

Если это так, то падение иены выглядит еще более вероятным, причем с опережением к падению любой другой валюты из развитого мира. Пусть даже ФРС и задержит поднятие учетной (т.е. короткой) ставки, предпочтя сперва «поднять» длинные (хотя декабрьское повышение ставки не вызывает у меня сомнений).

Цели ослабления иены (куда упадет).

Можно ли сказать, что для пары доллар/иена худшее уже позади? Судя по индексу японской биржи Nikkei225, который имеет очень тесную взаимосвязь с иеной, ответ однозначный – да. Мало того, что индекс фактически перестал падать с февраля (в то время как иена укрепилась после февраля на 13%), так еще значение индекса находится на уровнях сентября 14 года, когда курс пары USD/JPY был в районе 110. Если бы внутренние японские инвесторы ощущали или еще одну волну укрепления собственной валюты, или хотя бы стабилизацию курса на текущих уровнях 100-104, стоимость местных акций должна была бы быть прилично ниже.

Куда иена может упасть? Значительно ниже текущих котировок. Для начала на уровень 108, затем выше 110. Т.е. отскок вверх по паре доллар/иена будет не менее «брутальным», чем предшествовавшая ему фаза укрепления японской валюты.

Может ли иена упасть к уровням 15 года, т.е. в диапазон 116-125? К сожалению, для этого шансов мало. У меня почти нет сомнений, что низшую точку цикла ослабления иены мы уже видели в прошлом году, и никакого возврата выше 120 ждать не приходится, т.к. те уровни были скорее искусственные и иена уже тогда не заслуживала быть столь дешевой (если бы 2 года назад BoJ не нарастил свою программу на 25%, мы бы и вовсе не увидели уровни 15 года 116-125).

Но то движение, которое мы увидим в иене в ближайшие месяцы, все равно будет заслуживать большого внимания.

Управляющий партнер

Финансовой Компании Евро Траст

Евгений Зандман