

Неопределенность в экономике США сохраняется

- **Поступающие новые фундаментальные данные по экономике США сохраняют неопределенность, из-за чего оценка ожидаемого роста ВВП в первом квартале 2019 года существенно снизилась. Целевой индекс инфляции ФРС (Personal Consumption Expenditures, PCE) в январе вырос на 0,1%, но не привел к существенному пересмотру его ожидаемого значения к концу года в 1,8%. PCE является одним из важнейших показателей, на которые ориентируется ФРС в принятии решения об уровне ключевой ставки. Нейтральным значением PCE считается 2%.**
- **Инвертирование кривой доходности американских Treasuries обозначило формальный признак, являющийся предвестником рецессии, вероятность наступления которой осенью 2020 года остается высокой. Однако, исторически, не все случаи инвертирования кривой заканчивались рецессией. На этом фоне риторика руководства ФРС США заметно смягчилась в текущем году и монетарная политика может начать меняться на более мягкую уже в этом году.**

Неопределенность в экономике США сохраняется

Американская экономика продолжает посылать противоречивые сигналы, которые вызывают справедливое сомнение в достижении целевых показателей роста. Так значение индекса инфляции Personal Consumption Expenditures (PCE) в январе выросло на 0,1% и по оценкам к концу года может достичь уровня в 1,8%. Это значение всё равно остается ниже целевого уровня для ФРС в 2%. PCE имеет явный понижающийся тренд (см. график 1), который может сохраниться и в этом году. CPI исторически имеет более высокий уровень, но также опустился ниже значения в 2%, что говорит об устойчивом негативном тренде для экономики.

Несмотря на проблемы на финансовом рынке, макроэкономические показатели экономики США остаются позитивными. По данным Bureau of Economic Analysis (BEA) роста экономики США в Q4 2018 достиг значения в 2,2% в годовом выражении, хотя по начальным оценкам рост ВВП в Q4 должен был составить 2,6%. Драйвером снижения стало уменьшение роста доходов резидентов, который в Q4 составил 1,7%, что ниже данных по Q3 в 4,3%.

На рынке недвижимости, являющемся одним из важных индикаторов состояния экономики, сохраняющаяся ставка ФРС препятствует рефинансированию кредитов на покупку домов. В декабре прошлого года строительство новых домов снизилось на 14%, хотя в январе снова выросло на 18,6%. Такой скачкообразный рост может быть отдельным проявлением волатильности на рынке недвижимости и не будет поддержан на этом уровне в течение всего года.

Потребление в США продолжает расти (см. график 2) вместе с ростом доходов домохозяйств, которые выросли в феврале на 0,4%, что несколько ниже ожидавшихся прогнозов. Меньший рост показали капитальные инвестиции компаний. В Q4 2018 государственные расходы также показали незначительное снижение. В целом дефицит бюджета США (график 3) сохраняет не критические значения, несмотря на недавнюю налоговую реформу.

Реальный ВВП вырос в 2018 году на 2,9% в основном благодаря росту личных расходов домохозяйств, росту инвестиций нерезидентов в основной капитал, росту экспорта, росту государственных и муниципальных расходов. Негативное влияние на реальный ВВП оказали снижение внутренних капитальных инвестиций, рост импорта.

После прошлогоднего снижения фондовых рынков, макроэкономические показатели в Q1 2019 могут продемонстрировать возвращение к средним значениям и стабилизации на средних исторических уровнях. В целом в 2019 году экономика США способна достичь основных целевых показателей, в том числе роста на 2-2,5%.

Chart 1. U.S. CPI (% chg), PCE Chain-type price index (% chg)

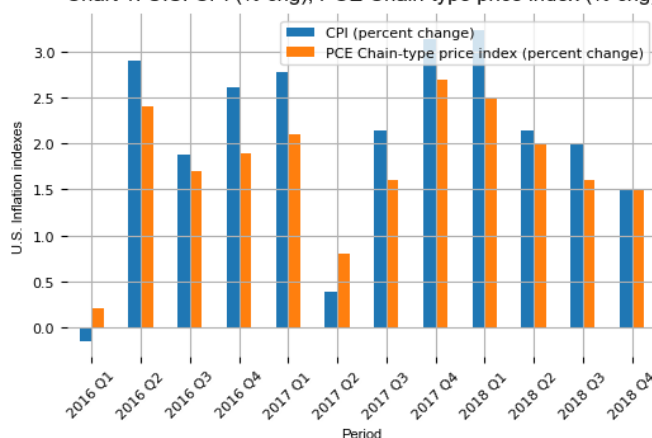
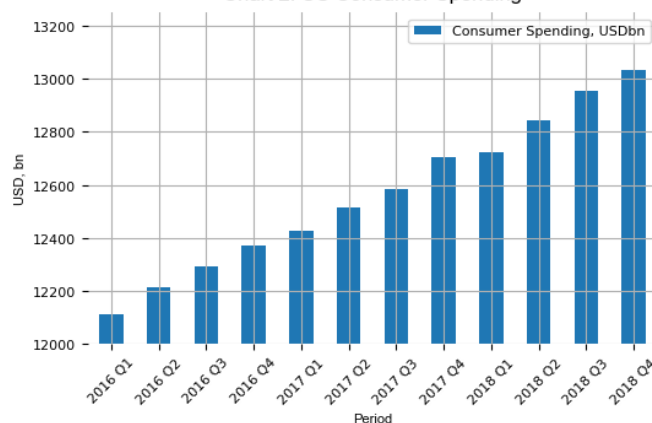


Chart 2. US Consumer Spending



Вероятность рецессии и рынок акций могут расти одновременно

Инвертирование кривой доходности 3-х месячных и 10-ти летних Treasuries согласно историческим данным, не всегда предшествует рецессии, хотя является сильным индикатором замедления роста экономики и возможной рецессии. По исследованиям банка ФРС Кливленда, по историческим данным инвертирование кривой Treasuries предшествовало рецессии в семи случаях из девяти. Высокие значения вероятности возникновения рецессии после инвертирования (около 77%) объясняются тем, что инвертирование возникает из-за определенной комбинации состояния экономики и действий монетарных властей. Сегодня состояние замедления роста экономики и действия ФРС по увеличению ключевой ставки схожи с предыдущими периодами инвертирования кривой.

Исторические данные показывают, что рост рынка акций, несмотря на инвертирование может продолжиться в краткосрочной перспективе. Рынок акций показывает рост в течение 30-ти месяцев с момента инвертирования, поэтому у инвесторов есть возможность сохранить свои позиции в американских акциях по меньшей мере до второй половины 2020 года. В то же время такая закономерность сегодня хорошо известна инвесторам и это может сделать их действия более предсказуемыми и сгладить последствия инвертирования.

Также существенное влияние на возникновение рецессии оказывают и внешние факторы, которые могут увеличить вероятность рецессии в США. Среди них низкие доходности государственных долговых инструментов Японии и Германии, замедление роста мировой экономики и Китая.

Переговоры США и Китая пока находятся на стадии завершения, но достижение новых договоренностей не вызывает сомнения, учитывая важность торговли друг с другом для обеих сторон. В целом позитив нового договора уже включен в текущие котировки рынка, которые могут поддержать позитивное настроение инвесторов.

Риторика ФРС в последнее время заметно смягчилась, даже сильнее чем ожидалось, что может служить ориентиром по дальнейшей монетарной политике. В целом до конца года можно ожидать не более одного увеличения ставки на 25 bp. Кроме этого ФРС намерен уже в сентябре закончить нормализацию своего баланса, что также будет позитивным сигналом для инвесторов (график 5).

Учитывая уже сделанные и анонсированные действия ФРС и сохраняющиеся приемлемые фундаментальные показатели экономики США, вероятность наступления рецессии в классическом виде пока сохраняется на низком уровне.

Европейская экономика без единой динамики

Европейский банк возможно не будет повышать ставки в этом году. Три вида ставок Европейского Банка - Interest Rate on the Main Refinancing Operations, Interest Rates on the Marginal Lending facility and Deposit Facility, в ближайшем будущем могут остаться без изменений на уровне 0,0%, 0,25% и -0,40% соответственно (график 6). Мягкий вариант монетарной политики пока будет сохраняться без изменений, учитывая начало нового этапа операций рефинансирования Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO III) в сентябре. ЕЦБ также может сохранить полный набор инструментов влияния на монетарную политику вплоть до марта 2021 года.

Chart 3. US Federal Deficit

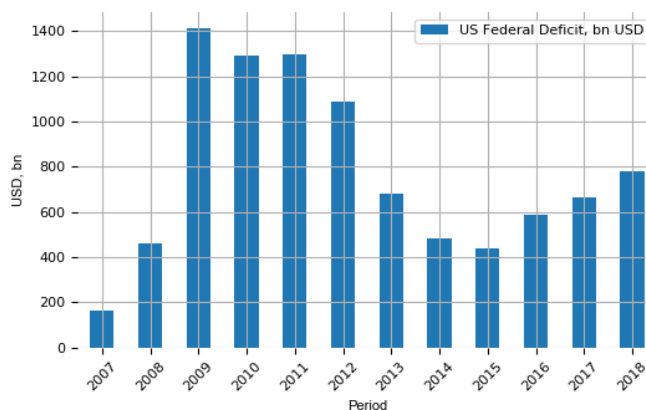
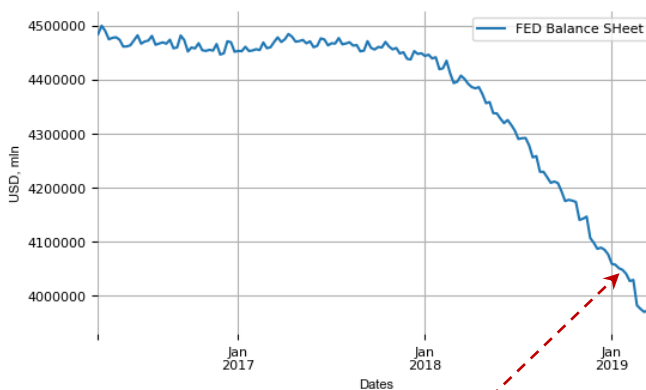


Chart 4. 10Y Treasury Yield, 10Y-3M Treasury



Treasuries 10Y-3M Spread below zero

Chart 5. All Federal Reserve Banks: Total Assets



FED Balance Sheet normalization

Европейская экономика без единой динамики (продолжение)

По заявлению главы Европейского банка Марио Драги, ЕЦБ намерен вести мониторинг банков для применения, в случае необходимости, мер поддержки рынка.

Данные европейской экономики остаются разнонаправленными. Европейский PMI в марте незначительно снизился, в основном из-за Германии, до 44,7 пунктов с предыдущего значения в 47,6.

Уровень безработицы в Германии в марте может снизиться до исторически самого низкого уровня в 4,9% со времени объединения Германии с одновременным ростом уровня доходов населения. Среди слабых сторон немецкой экономики остается инфляционное давление, которое влияет на показатели Евросоюза в целом. Французский PMI также снизился до 49,8 пунктов. Заимствование в частном секторе, напротив, выросло на 3,5%, что больше предыдущего значения в 3,2%. Французские данные по уровню потребительских расходов в феврале могут вырасти на 0,3% за счет роста потребления в энергетике и автомобилестроении. Испанская экономика может показать продолжение роста QoQ, который длится восемнадцать кварталов подряд. Рост в 4Q 2018 может составить 0,7%.

Британский Brexit продолжает оставаться одной из главных не только политических, но и экономических тем. Британский премьер-министр Тереза Мэй запросила продление даты применения статьи 50 до 30 июня, но Евросоюз оставил в силе две даты – 22 мая или 12 апреля в зависимости от принятия или не принятия парламентом Великобритании соглашения о выходе из Евросоюза.

Поэтапная стабилизация китайской экономики

Китайское правительство установило целевые показатели роста экономики на ближайшие годы в диапазоне 6-6,5% на фоне принятия мер по смягчению экономической политики, уменьшению рисков и стабилизации экономики. Принятие регулирующих мер в Китае носит осторожный и постепенный характер, учитывая размеры экономики и возможные последствия ошибочных действий. Среди недавно анонсированных мер – существенное снижение налогов (до 2% ВВП) и фискальные меры для поддержки финансирования инфраструктурных проектов. Также Китай проводит политику снижения долговой нагрузки бизнеса, которая считается одним из главных источников риска для развития экономики.

Политика властей позитивно влияет на текущие показатели экономики. Китайский непродовольственный PMI в марте может показать восстановление уровней благодаря сезонности до значения 54,8 пунктов, что существенно выше уровня в 50 пунктов. Производственный PMI также может вырасти на 1,3 пункта с февральского значения в 50,5. Инфляция пока остается слабым элементом (график 7).

Несмотря на принимаемые меры, темпы роста экономики Китая продолжают снижаться начиная с 2010 года (график 8). Кроме инфраструктурной несбалансированности, это может быть связано с исчерпанием экстенсивных возможностей экономики и переходе к новой модели технологического прогресса, как главного драйвера экономического роста, свойственного для развитых мировых экономик. В таком контексте текущее замедление роста можно рассматривать, как переходный этап к новой модели развития экономики.

Chart 6. Interest Rates, Discount Rate for Euro Area

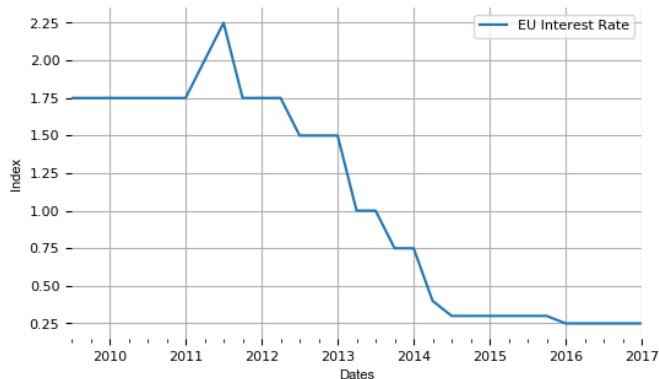


Chart 7. Consumer Price Index: All Items for China

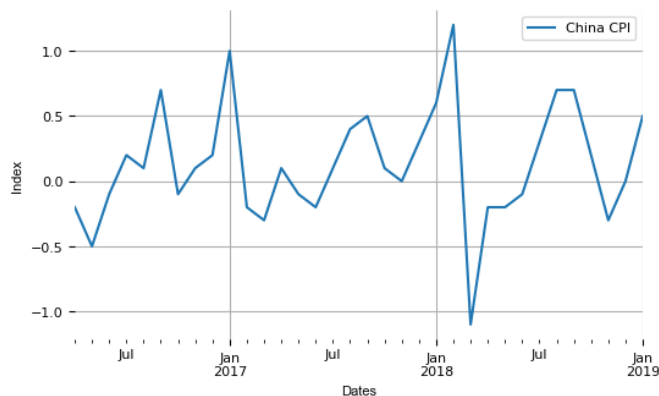
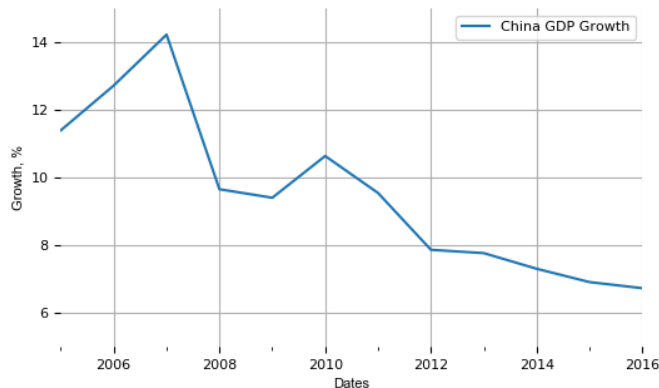


Chart 8. Constant Price Gross Domestic Product in China



Контакты

Адрес: г. Москва, Пресненская набережная, д.8 стр.1, МФК "Город Столиц", башня Москва, 4 этаж

Тел: +7 (495) 792-55-50

Эл. почта: info@univer.ru

Сайт: www.univerc.ru

Заявление об ограничении ответственности

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет. Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе. Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов. Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО «УНИВЕР Капитал». Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО «УНИВЕР Капитал» запрещено.