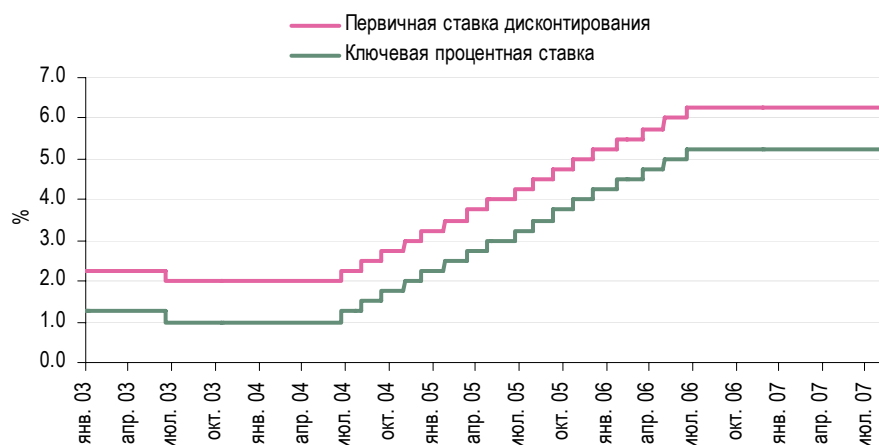


## Решение ФРС США дает финансовым рынкам надежду на восстановление

- Прошедшая неделя прошла под знаком усилившегося неприятия кредитных рисков и кризиса доверия в мировой финансовой системе, что вызвало распродажу высокодоходных активов и повсеместный рост ставок денежного рынка.
- В пятницу ФРС США, наконец, приняла решение снизить первичную ставку дисконтирования (*primary discount rate*) с 6.25% до 5.75%. Ключевая процентная ставка американской экономики была оставлена без изменений.
- В комментариях к своему решению ФРС признает, что кризис на финансовых рынках может оказать негативное влияние на темпы дальнейшего развития американской экономики.
- Принятые ФРС меры показывают, что монетарные власти США серьезно озабочены происходящим на мировых финансовых рынках и готовы оказывать поддержку в случае дальнейшего ухудшения ситуации.
- Пока рано говорить о том, что действия ФРС США приведут к полной стабилизации ситуации на рынках и значительному росту аппетита инвесторов к риску. Но судя по первой реакции, решение ФРС принесло финансовым рынкам существенное облегчение.
- На наш взгляд, даже при стабилизации ситуации на мировых финансовых рынках восстановление развивающегося рынка еврооблигаций потребует времени. Мы советуем инвесторам на первом этапе реализовывать наиболее консервативные стратегии. Мы рекомендуем покупку российского суверенного спрэда (Россия 30 – КО США), квазисуверенных валютных облигаций (Газпром 37, Транснефть 14) и обязательств эмитентов с высоким кредитным качеством (ЛУКОЙЛ 22, ТНК-ВР 16, ТНК-ВР 17).
- Быстрого восстановления рынка рублевых облигаций, скорее всего, тоже не произойдет. По нашему мнению, и на внутреннем рынке инвесторам следует быть осторожными и отдавать предпочтение прежде всего ликвидным активам, под залог которых легко привлечь рефинансирование. Среди негосударственных долговых обязательств наиболее интересные возможности предоставляют выпуски АИЖК и ФСК, больше всего пострадавшие из-за продаж на прошлой неделе.

Рисунок 1. Динамика процентных ставок ФРС США



Прошедшая неделя прошла под знаком усилившегося неприятия кредитных рисков и кризиса доверия в мировой финансовой системе, что вызвало распродажу высокодоходных активов и повсеместный рост ставок денежного рынка. Многие участники рынка, ожидавшие оперативных мер со стороны монетарных властей США, упрекали Федеральную резервную систему в медлительности и нежелании предпринимать активные действия для стабилизации ситуации. В пятницу ФРС, наконец, приняла решение снизить первичную ставку дисконтирования (*primary discount rate*) с 6.25% до 5.75%. Ключевая процентная ставка американской экономики была оставлена без изменений.

Первичная ставка дисконтирования США – ставка, по которой банки ФРС США кредитуют коммерческие банки под залог ценных бумаг. Фактически она аналогична ставке, которую использует Банк России при предоставлении рефинансирования в ходе аукционов прямого РЕПО. Ключевая процентная ставка американской экономики (*federal funds target rate*) – это ставка, по которой банки ФРС предоставляют фондирование друг другу. Ставка дисконтирования была введена девятого января 2003 г., и ее динамика до последнего времени полностью соответствовала динамике ключевой процентной ставки ФРС, превышая ее на 100 б. п. (рис. 1).

В комментариях к решению о снижении ставки дисконтирования ФРС США признает, что кризис на финансовых рынках может оказать негативное влияние на темпы дальнейшего развития американской экономики. Однако в пресс-релизе указывается, что это решение носит временный характер и может быть отменено, когда ситуация с ликвидностью нормализуется.

Последнее решение ФРС США о снижении ставки дисконтирования показывает, что монетарные власти страны серьезно озабочены происходящим на мировых финансовых рынках и готовы оказывать поддержку в случае дальнейшего ухудшения ситуации. Несмотря на то, что ключевая процентная ставка осталась неизменной (ФРС пока не проявляет готовности радикально пересмотреть политику в отношении процентных ставок), вероятность ее резкого понижения до конца года существенно возросла. В настоящее время фьючерсы на процентную ставку учитывают 70%-ную вероятность ее уменьшения на 50 б. п. на ближайшем заседании Комитета по операциям на открытых рынках 18 сентября.

Пока рано говорить о том, что действия ФРС США приведут к полной стабилизации ситуации на рынках и значительному росту аппетита инвесторов к риску. До сих пор остается неясным, насколько глубок кризис на американском рынке ипотечных ценных бумаг. Новые сообщения об убытках и замораживании средств хедж-фондов, безусловно, будут дестабилизирующим фактором. Но судя по первой реакции, решение ФРС принесло финансовым рынкам существенное облегчение. Основные европейские фондовые индексы выросли на 1.5-3.0%, американский фондовый рынок открылся резким ростом, курс доллара снизился относительно евро и фунта и укрепился против японской иены. Котировки высокодоходных облигаций также выросли, а спрэд индекса EMBI+ к базовым активам сократился на 15 б. п.

На наш взгляд, даже при нормализации ситуации на мировых финансовых рынках восстановление развивающегося рынка еврооблигаций потребует времени и будет медленным. Мы советуем инвесторам на первом этапе реализовывать наиболее консервативные стратегии. По нашему мнению, целесообразно рассмотреть возможность покупки российского суверенного спрэда (Россия 30 – КО США), который за последнюю неделю достиг двухлетнего максимума и в настоящее время составляет около 150 б. п. Интересные возможности для покупок предоставляют квазисуверенные выпуски валютных облигаций (например, Газпром 37, Транснефть 14) и долговые инструменты эмитентов с высоким кредитным рейтингом (ЛУКОЙЛ 22, ТНК-ВР 16, ТНК-ВР 17). Мы все еще не рекомендуем к покупке еврооблигации частных банков, так как в случае нового витка напряженности на финансовых рынках закрыть такие позиции будет практически невозможно в связи с полной потерей ликвидности. С другой стороны, за последние дни произошла существенная переоценка кредитных рисков, что создает возможности для приобретения банковских облигаций на первичном рынке с привлекательной доходностью.

Что касается рынка рублевых облигаций, на быстрое восстановление здесь также рассчитывать не стоит. Во-первых, иностранные участники рынка отличаются некоторой инерционностью в принятии решений, и именно этот класс инвесторов наиболее активно сокращал позиции в российских внутренних облигациях в последние дни, также закрывая позиции и в рубле. Возможно, что ставки денежного рынка будут оставаться высокими по меньшей мере до конца месяца. Во-вторых, российские инвесторы, в период развития кризиса на внешних рынках выступавшие в основном в роли продавцов, будут готовы фиксировать прибыль в случае возобновления роста котировок, что будет сдерживать повышательную динамику. Мы считаем, что на рынке рублевых облигаций инвесторам также следует сохранять осторожность, выбирая прежде всего ликвидные активы, под залог которых можно легко привлечь рефинансирование. Среди негосударственных долговых обязательств наиболее интересные возможности предоставляют выпуски АИЖК и ФСК, больше всего пострадавшие из-за продаж на прошлой неделе.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираетельно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

125009, Москва  
Вознесенский переулок, 22  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

### Аналитическое управление

#### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
Rnash@rencap.com

#### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
Aburgansky@rencap.com

#### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
Amoisseev@rencap.com

#### Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
Nzagvozdina@rencap.com

#### Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
Dnangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

#### Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
Malexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

#### Компании второго эшелона

+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
Efaritov@rencap.com

#### Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
Nzagvozdina@rencap.com  
Алексей Языков  
Иван Николаев  
Виктор Дима

#### Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
Ayazykov@rencap.com

#### Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
Rnash@rencap.com  
Томас Манди  
Oванес Оганисян

#### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
Redwards@rencap.com  
Юрий Власов

#### Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
Alandes@rencap.com  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
Aburgansky@rencap.com  
Елена Савчик  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

#### Электрэнергетика

+ 44 (20) 7367 7777  
Дерек Уивинг  
Dweaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Склиар

#### Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
Kmalofeeva@rencap.com  
Олеся Черданцева  
Игорь Лебединец

#### Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбег  
Akazbegi@rencap.com  
Дэвид Фергусон  
Иван Ким

#### Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
Kmalofeeva@rencap.com  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голеусова  
Владислав Носик

#### Редакционно-издательский отдел,

#### выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
Emalakhova@rencap.com  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

#### Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
Amoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

#### Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
Pgrishin@rencap.com  
Дмитрий Поляков  
Наргиз Садыхова

#### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
Ostepanova@rencap.com  
Юлия Попова

#### Редакционно-издательский отдел,

#### выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
Awaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилль  
Трэвис Джонс

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100