



ВНЕШНИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК Смена эпохи в ФРС США

Дата публикации

30 января 2006 г.

Алексей Моисеев

258 7946

amoisseev@rencap.com

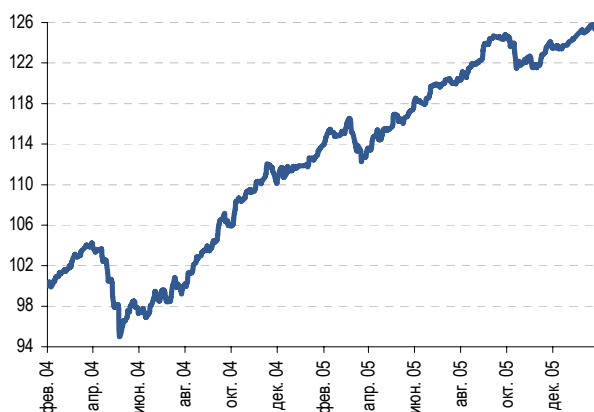
- Первого февраля к своим обязанностям приступит новый председатель ФРС США – Бен Бернанке.
- Различия в подходах к денежной политике между Б. Бернанке и А. Гринспеном существуют, но не носят принципиальный характер.
- Единственное существенное отличие заключается в том, что Б. Бернанке в большей степени является приверженцем количественной цели по инфляции.
- Основным фактором риска является сам факт смены главы ФРС США, поскольку три последних раза подряд появление нового председателя ФРС сопровождалось кризисами на рынках ценных бумаг или резким падением курса доллара США.
- Мы рекомендуем инвесторам вкладывать средства в еврооблигации с короткой дюрацией или с высокой текущей доходностью.

Ключевые показатели рынка еврооблигаций

Показатель	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 3 месяца	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
LIBOR ставка (6 мес.), %	4.78	1.7%	7.4%	22.5%	62.5%
EUBOR ставка (6 мес.), %	2.67	1.3%	12.6%	24.6%	22.2%
Доходность КО США 10	4.52	3.1%	-1.1%	6.2%	7.1%
Доходность Россия 30	5.62	0.9%	-2.2%	-2.0%	-12.1%
EMBI Спрэд	215.00	-11.9%	-16.7%	-26.4%	-41.7%
EMBI RUSSIA Спрэд	106.00	-10.2%	-10.2%	-26.9%	-49.0%
EMBI Индекс	373.57	1.8%	5.6%	8.1%	13.0%
EMBI Russia Индекс	425.98	0.3%	2.6%	3.7%	12.0%
RUB/USD	27.9910	-2.7%	-1.7%	-2.5%	-0.3%
EUR/USD	1.2229	3.1%	1.4%	1.4%	-6.2%
EUR/RUB	34.23	0.3%	-0.4%	-1.1%	-6.4%

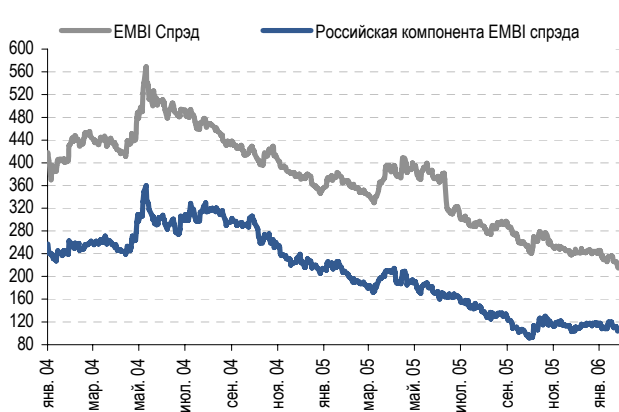
Источник: Bloomberg

Рисунок 1. Индекс РК – корпоративные еврооблигации



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Динамика спрэдов EMBI+ и EMBI+Russia



Источник: Bloomberg

Первого февраля текущего года на смену А. Гринспену, занимавшему пост председателя ФРС США более 18 лет, придет Б. Бернанке. В настоящем отчете мы не претендуем на то, чтобы спрогнозировать политику нового председателя ФРС. Мы просто попытаемся понять, как она может повлиять на российские активы, в первую очередь на российские еврооблигации и рубль.

Как было метко отмечено в редакционной статье журнала «The Economist» от 14 января 2006 г., несмотря на дифирамбы в адрес уходящего председателя ФРС США А. Гринспена, экономические проблемы, которые он оставляет своему «наследнику», очень велики. Речь идет о самом высоком уровне дефицита внешней торговли и бюджета в истории страны. С дефицитом торгового баланса легко было бы бороться при помощи повышения ставок ФРС, однако рост американской экономики во многом основан именно на накоплении этих дефицитов, которые финансируются за счет роста стоимости американских активов (в первую очередь недвижимости). Такая модель может работать только в условиях избыточного денежного предложения и, следовательно, низких процентных ставок.

Как показывает практика, смена председателя ФРС иногда сопровождается финансовыми кризисами. Например, в 1987 г. фондовый рынок США обрушился практически сразу после того, как председателем ФРС стал А. Гринспен. Ранее, после назначения на этот пост П. Волкера, произошел обвал на рынке американских облигаций, а после назначения У. Миллера – валютный кризис.

В этой связи встает вопрос, каким образом смена руководителя ФРС США может повлиять на процентные ставки долларовых активов и на курс доллара относительно мировых валют (в том числе, на курс рубля), а также на доходности КО США и российских еврооблигаций?

Портрет на фоне Гринспена

Б. Бернанке – известный экономист, а его взгляды на денежную политику и роль центрального банка хорошо известны. Мы попробуем сделать ряд предположений о том, насколько его политика будет соответствовать политике А. Гринспена.

- **Установление цели по инфляции.** А. Гринспен, хотя и был приверженцем борьбы с ростом цен, противился установлению количественной цели по инфляции. С его точки зрения, это сузило бы Центральному банку пространство для маневра. Б. Бернанке, напротив, широко известен именно как сторонник большей прозрачности политики денежных властей. Он неоднократно выступал за введение такой цели. Надо сказать, что в последнее время г-н Бернанке стал несколько более сдержанным в своей риторике по этому поводу, однако очевидно, что в среднесрочном плане количественная цель по инфляции будет установлена. Последствия такого решения, скорее всего, будут позитивны для рынков облигаций. Дело в том, что именно наличие официальной количественной цели по инфляции Банка Англии и (де-факто) ЕЦБ является одной из основных причин, объясняющих тот факт, что доходность по длинным облигациям этих стран ниже доходности американских бумаг. Иначе говоря, установка количественной цели по инфляции снижает инфляционные ожидания.
- **«Конундрум» против «глобального избытка сбережений».** Вопрос о том, почему, несмотря на значительное повышение ставки, доходности в длинном конце кривой КО США практически не выросли, давно занимает как инвесторов, так и представителей ФРС. А. Гринспен заявил в феврале прошлого года, что удовлетворительного объяснения этому явлению нет, и назвал его *conundrum* (головоломка). Примерно в то же время, Б. Бернанке, комментируя феномен устойчивого характера доходностей в длинном конце кривой, назвал это *global savings glut* (глобальный избыток сбережений). Иначе говоря, по версии Бернанке, спрос на КО США с длинной дюрацией обусловлен избыточными сбережениями во всем мире, в первую очередь в тех странах, где центральные банки искусственно занижают курс национальной валюты, таких как Китай, Япония и Россия. Из этой теории следует, что спрос на длинные КО США определяется не коммерческими, а политэкономическими соображениями и, как таковой, является неэластичным к таким факторам как уровень ставок ФРС. С точки зрения такого подхода, вполне логичным выглядит следующее рассуждение. Для реального сектора важна именно стоимость длинных денег. Соответственно, если доходности в длинном конце кривой КО США не растут, то и стоимость заимствования для корпораций в длинном сегменте тоже не

должна расти. Таким образом, риск того, что повышение процентных ставок приведет к снижению темпов роста американской экономики, оказывается минимален. Это в свою очередь приводит к тому, что при наличии инфляционной опасности (которое признают все заинтересованные стороны) у ФРС появляются все основания для дальнейшего повышения ставок. Хотя описанная здесь двухфакторная модель слишком проста и не учитывает многие ключевые аспекты (например, высокий уровень долга домашних хозяйств), ее применение увеличивает вероятность продолжения роста ставок ФРС США.

- **Все, что угодно, только не дефляция.** Известно, что А. Гринспен очень боялся дефляции. Похоже, что Б. Бернанке боится ее еще больше. Научные интересы Бернанке лежат в области изучения причин возникновения и последствий Великой депрессии. При этом одной из ключевых причин, по которой депрессия стала Великой, являлась чрезмерно жесткая денежная политика. Таким образом, можно ожидать, что при появлении риска дефляции действия ФРС по накачиванию экономики страны ликвидностью будут чрезвычайно решительными. Иначе говоря, если Б. Бернанке покажется, что надо снижать ставки, он, видимо, будет это делать без лишних колебаний.
- **Микромеры для поддержания макроэкономической стабильности.** А. Гринспен использовал для достижения целей денежной политики практически исключительно процентные ставки. В свою очередь Б. Бернанке неоднократно заявлял о том, что нельзя недооценивать действенность таких мер как, например, пруденциальный надзор. В этой связи можно предположить, что Бернанке будет использовать в денежной политике микроэкономические механизмы. Это уменьшит содержательную нагрузку процентных ставок, в результате чего, по всей вероятности, снизится их волатильность.

Очевидно, что все эти различия носят в значительной степени декоративный характер. Важно понять отношение нового председателя к «пузырям» в ценообразовании активов. Судя по высказываниям Б. Бернанке, на своем посту он не будет бороться с «пузырями» ни на рынке недвижимости, ни на рынках ценных бумаг. Таким образом, принципиально ничего в политике ФРС немедленно не изменится, а самый большой существующий на сегодня «пузырь» – рынок недвижимости США – продолжит надуваться.

Дальше будет самое интересное. Общеизвестно, что экономика США оперирует с колоссальным использованием финансового рычага – как со стороны правительства, так и со стороны частного сектора. Устойчивость этого рычага обусловлена желанием иностранного капитала его финансировать, которое, в свою очередь, основано на вере инвесторов в непоколебимость макроэкономической стабильности США. Степень этой уверенности целиком и полностью зависит от конкретных людей, управляющих экономикой страны. Ни президент Буш, ни министр финансов Сноу не могут рассматриваться как гаранты стабильности (скорее наоборот), поскольку инвесторы весьма скептически оценивают их профессиональные способности. До последнего времени рынок был полностью уверен в «матером человечестве» Гринспене. Теперь Гринспен уходит, а участники рынка не знают, как справится Б. Бернанке с ситуацией, когда возрастет риск возникновения финансового кризиса. Мы уже видели, что предыдущим председателям ФРС приходилось иметь дело с обвалом цен на тот или иной тип финансовых активов вскоре после своего назначения. Важно отметить, что такого рода опасения в финансовом секторе могут спровоцировать финансовую нестабильность даже при отсутствии фундаментальных предпосылок.

Мы обеспокоены тем, что доверие международных инвесторов к американским активам ослабнет, а волатильность на рынке КО США в предстоящие месяцы заметно возрастет. **Для сокращения связанных с этим рисков мы рекомендуем инвесторам в российские еврооблигации перейти из длинной дюрации в короткую или, по крайней мере, в бумаги с высокой текущей доходностью.**

Кроме того, валютный рынок, по всей видимости, будет характеризоваться повышенной волатильностью, и курс доллара США по отношению к ведущим мировым валютам может заметно снизиться.

Мы рекомендуем участникам рынка воздержаться от инвестиций в активы, деноминированные в долларах, и вкладывать свои средства в рублевые ценные бумаги.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чь имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «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

103009, Москва, Вознесенский переулок, 22

Тел.: 258 7777; факс: 258 7778

www.rencap.ru

РЕНЕССАНС КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Директор управления по работе с долговыми обязательствами

Алексей Сизов
258 7726
258 7946
asizov@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

amoisseev@rencap.com

Аналитика

Алексей Моисеев	amoisseev@rencap.com	258 7946
Павел Мамай	pmamai@rencap.com	258 7708
Владимир Пантюшин	vpantuyushin@rencap.com	258 7930
Эдуард Джабаров	ejabarov@rencap.com	258 7907
Петр Гришин	pgrishin@rencap.com	258 7789
Валентина Крылова	vkrylova@rencap.com	258 7968
Наргиз Садыхова	nsadykhova@rencap.com	258 4356
Олеся Черданцева	ocherdantseva@rencap.com	783 5693

Клиентские операции

Киран Доннелли	kdonnelly@rencap.com	204 4457
Александр Чекин	atchekine@rencap.com	204 4475
Михаил Зарецкий	mzaretsky@rencap.com	258 7943
Петр Кривдин	pkrivdin@rencap.com	258 7769
Денис Арцинович	dartsinovich@rencap.com	258 7985
Илья Ремизов	iremizov@rencap.com	258 4376

Торговые операции

Антон Завьялов	azavialov@rencap.com	258 7975
Сергей Петров	spetrov@rencap.com	258 7982
Александр Семенников	asemennikov@rencap.com	258 7765
Дмитрий Кузнецов	dkuznetsov@rencap.com	783 5655

Синдикация

Артур Плауде	aplaude@rencap.com	725 5218
--------------	--------------------	----------

Структурные продукты

Алистер Куксон	acookson@rencap.com	783 5658
Павел Васильев	pvasilyev@rencap.com	258 7752

Редакционно-издательский отдел

Екатерина Малахова	emalakhova@rencap.com	258 7764
Оксана Бутурлина	obuturlina@rencap.com	725 5221
Мария Дунаева	mdunaeva@rencap.com	258 7762
Станислав Захаров	szakharov@rencap.com	258 7926

Администраторы

Юлия Попова	jpopova@rencap.com	725 5216
Елена Мишина	emishina@rencap.com	258 7974

Котировки и результаты аналитических исследований компании Ренессанс Капитал можно найти на странице RENA в Bloomberg или получить, позвонив нам.

© 2006 Ренессанс Капитал. Все права защищены законодательством.

Данный отчет имеет только информационное значение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Этот материал не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Отчет основан 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 отчете, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в нем. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете или исправлять возможные неточности. Ренессанс Капитал 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.

Этот материал выпущен группой компаний Ренессанс Капитал. 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.