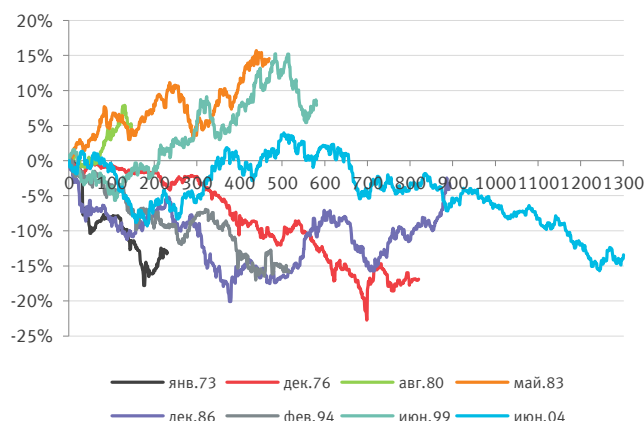
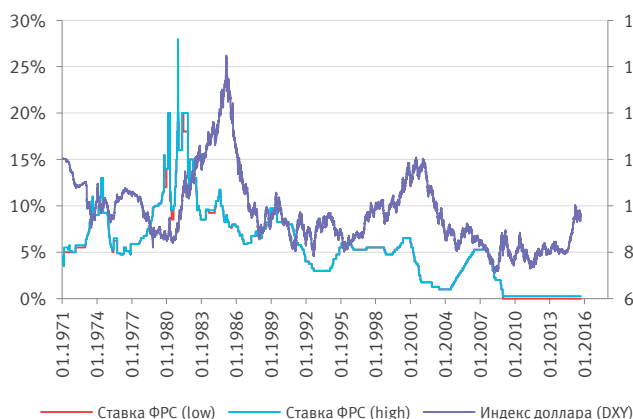


28 октября ФРС США провела очередное заседание Комитета по открытым рынкам. Коридор базовой ставки ожидаемо остался в пределах 0,0-0,25%. Но при этом Федеральный резерв дал довольно четко понять, что повышение может произойти уже на следующем заседании 16 декабря. Для нас такое заявление не стало неожиданностью – на наш взгляд, для повышения ставок в США уже довольно давно созрели условия. Так или иначе, рынки уже начали закладывать повышение ставки до конца года, и если мы не увидим на глобальных рынках резкого взлета волатильности в ближайшие месяцы, то старт цикла ужесточения денежной политики ФРС в декабре, наконец, состоится.

Между тем, ключевым моментом остается вопрос: что будет с долларом и американскими активами после старта цикла повышения ставки? В последние годы средства массовой информации приучают инвесторов к мысли, что рост ставок в США будет означать автоматическое укрепление доллара. Наши исследования показывают, что это скорее не так, а шансы доллара упасть при старте роста ставок гораздо выше, чем укрепиться. При этом слабый и затяжной рост ставок, которого сейчас ждут многие эксперты, в такой ситуации может быть худшим вариантом для американской валюты.

С фактического запуска свободного плавания курса доллара в 1971 году можно выделить 8 (или 7,5) циклов повышения базовой ставки ФРС

После запуска циклов повышения ставок индекс доллара к корзине валют основных торговых партнеров упал в 5 случаях из 8



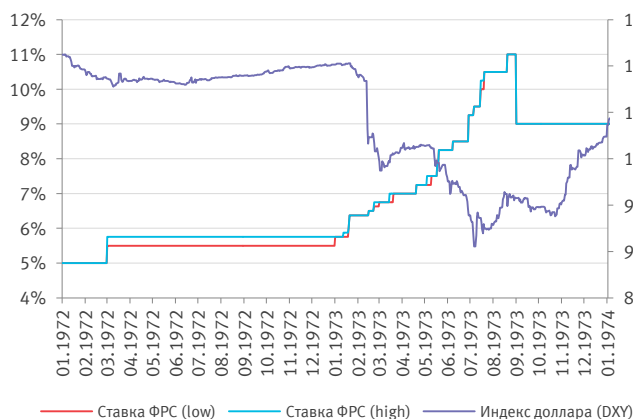
Мы проанализировали циклы роста ставок ФРС с 1971 года – момента «Никсоновского шока», краха Бреттон-Вудской денежной системы, отвязки курса доллара от золота и фактической его отправки в свободное плавание (формально новая Ямайская денежная система плавающих курсов была окончательно согласована только в 1976-1978 годах). Мы сравнили экономические условия и поведение «узкого» индекса доллара к валютам основных торговых партнеров США в моменты первого повышения ставки в каждом из циклов ужесточения денежной политики. При этом стоит иметь в виду, что 50% веса в «узком» индексе доллара составляет валютная пара EUR/USD.

Результаты анализа показывают, что после старта цикла роста ставки доллар США рос лишь в 3 случаях из 8 (а правильнее говорить даже о 2 случаях из 7).

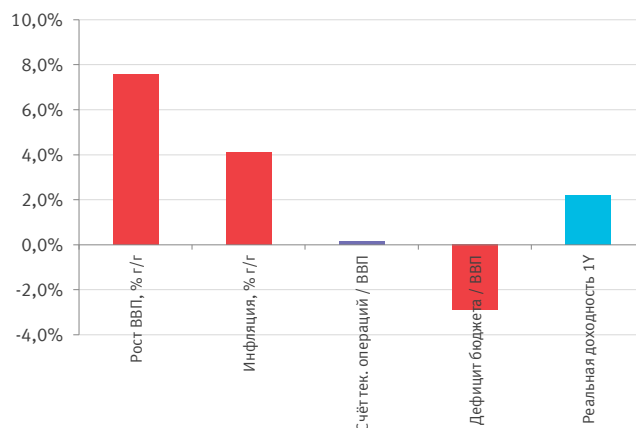
Январь 1973. Ставки – Доллар (1:0)

ФРС начала активно применять монетарное регулирование экономики процентной ставкой в конце 60-х годов, снижая применение кейнсианских методов стимулирования роста. Между тем, в январе 1973 года ФРС впервые применила повышение ставки при де-факто плавающем курсе.

На росте ставок с января 1973 года индекс доллара упал



Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 4Q1972



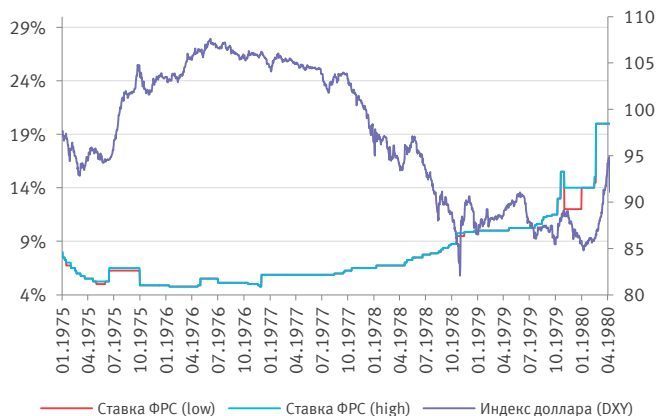
Так как денежные власти США еще не до конца согласились по принципам монетарного регулирования, сохраняя элементы «кейнсианского мышления», запуск цикла роста ставки пришелся на момент, когда экономика уже летела вверх быстрыми темпами, инфляция резко ускорялась. Одновременно с США бум роста захлестнул послевоенные рынки Западной Европы и Японию, а деколо-

низация Африки создала новые возможности для переделов на континенте. Успехи в электронике и машиностроении создавали новые возможности для роста. В таких условиях ФРС «проспала» крайне высокие темпы роста экономики и надувшийся на рынке недвижимости пузырь. Как следствие на резком ускорении инфляции центральный банк бросился вдогонку повышать базовую ставку. Это привело к обвалу доллара и росту сырьевых цен. В октябре 1973 года нефтяной кризис, спровоцированный странами ОПЕК, привел к резкому взлету цен на нефть. В результате пузырь недвижимости в США взорвался, похоронив некоторые ключевые банки, а страна погрузилась в рецессию 1974-1975 годов. Так или иначе, **в данном случае в течение всего цикла роста ставок доллар падал.**

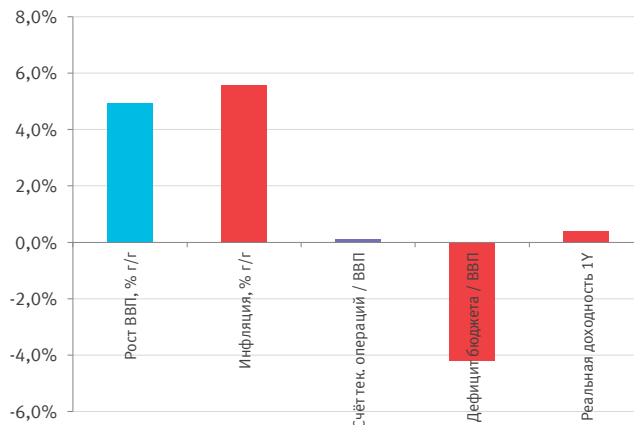
Декабрь 1976. Ставки – Доллар (2:0)

Во время рецессии 1974-1975 годов ФРС агрессивно сбрасывала процентные ставки, нащупав уровни, стимулирующие восстановление. Между тем, бурный рост мировой экономики начала 70-х сменился гораздо более скромными темпами роста в конце 70-х. Как результат экономика США начала скатываться в стагфляцию – темпы роста ВВП замедлялись при ускорении инфляции. При этом ФРС до последнего боялась поднимать ставки, опасаясь ухудшения ситуации в экономике. За счет высокой инфляции реальная доходность 1-летних обязательств Казначейства США вышла в минус. **В такой ситуации запуск цикла роста ставок и их последующий робкий подъем привел к сваливанию доллара в штопор.**

Стагфляция и робкий рост ставки привели к обвалу доллара в конце 70-х



Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 3Q1976

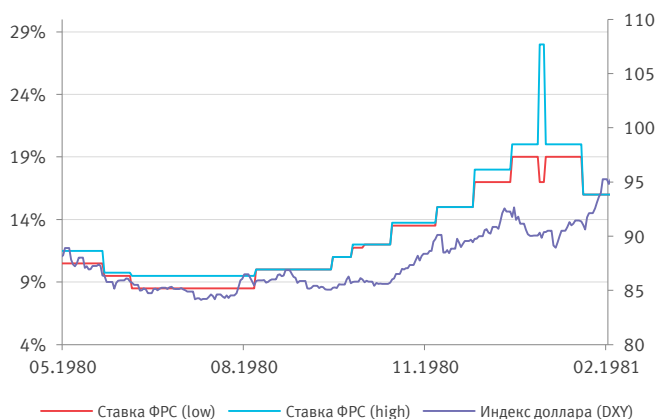


В конечном итоге инфляция в США все равно вырвалась на свободу, место нового главы ФРС в августе 1979 года занял Пол Волкер, взвинтивший ставки вверх крайне агрессивными темпами, что привело к двойной рецессии 1980-1982 годов.

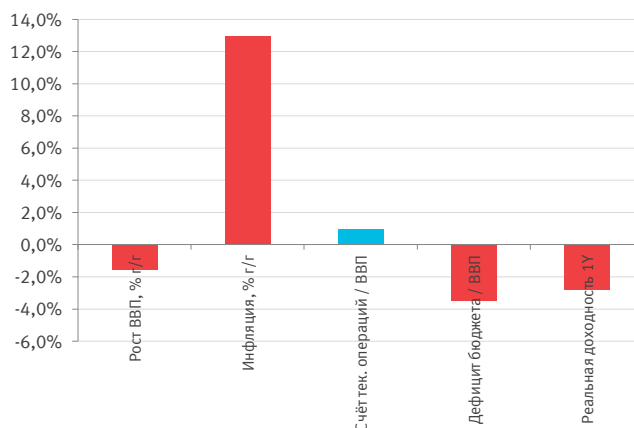
Август 1980. Ставки – Доллар (2:1)

Вряд ли стоит расценивать повышение ставок в конце 1980 года как отдельный цикл повышения. Скорее его можно расценивать как продолжение цикла повышения, начавшегося в 1976 году. Но в данном случае мы дадим фору доллару. Резкий рост ставок в конце 1979 года погрузил штаты в рецессию, для выхода из которой ФРС начала также активно сбрасывать ставку, совершив ошибку. В результате инфляция опять полетела вверх, достигнув двузначных уровней. В ситуации высокой инфляции ФРС ничего не оставалось делать, как за счет агрессивного взвинчивания ставок гасить инфляцию (верхняя граница коридора ставки доходила до 28%).

Агрессивный рост ставки в августе-декабре 1980 убил инфляцию и поднял доллар



Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 2Q1980

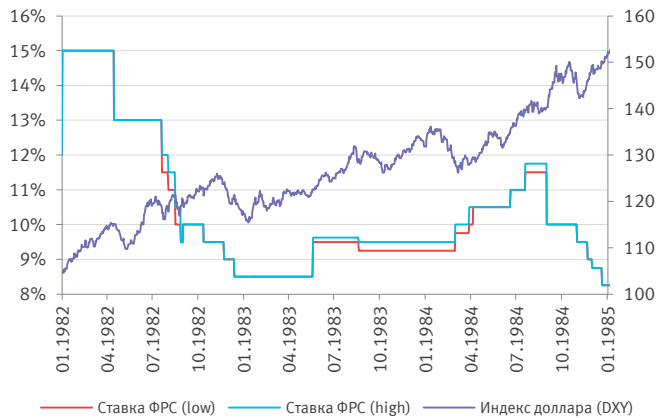


Крайне агрессивный рост базовой ставки привел к распродажам на финансовом рынке и второй волне рецессии, но в то же время обеспечил массивный приток прямых инвестиций, что резко укрепило доллар.

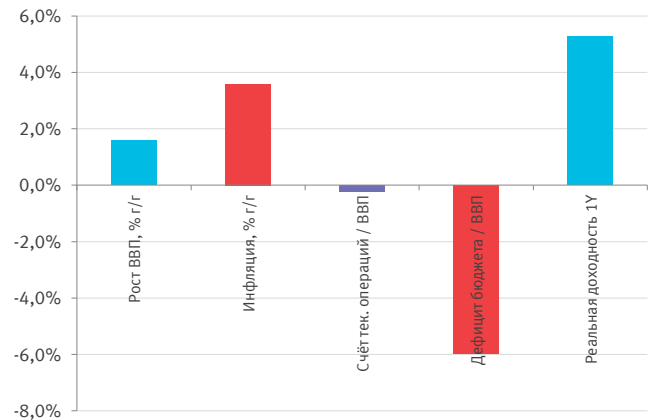
Май 1983. Ставки – Доллар (2:2)

Помня о двузначной инфляции конца 70-х и начала 80-х, ФРС сделала борьбу с ростом цен своим главным приоритетом. В результате, как только в 1983 году появились признаки к развороту инфляции снова вверх, Федеральный резерв запустил цикл роста ставок. По сути этот цикл мало, что изменил для экономики, только немного сократив темпа роста. Но для инвесторов он стал крайне выгодным – реальная доходность 1-летних векселей Казначейства США превысила 5%. **Укреплявшийся до этого 3 года доллар, продолжил свое «ралли» еще на 3 года вперед.**

Рост ставки в 1983 мало, что изменил для экономики, но привлек еще инвесторов



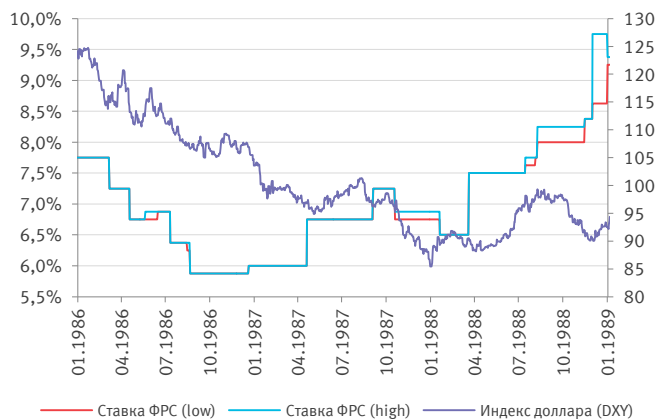
Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 1Q1983



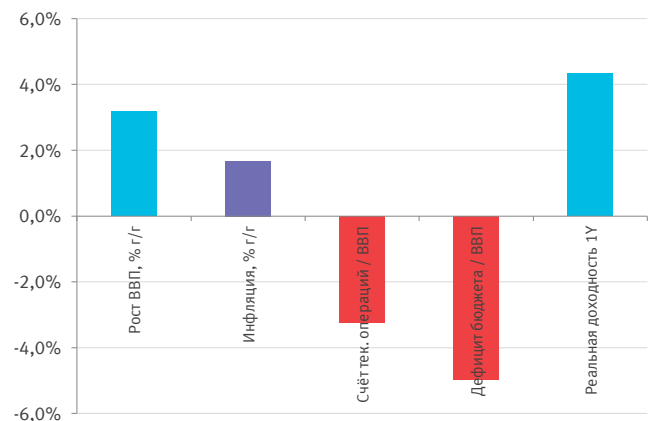
Декабрь 1986. Ставки – Доллар (3:2)

За восемь лет агрессивной антиинфляционной политики Пол Волкер добился ее снижения с 15% в 1980 году до 1% к январю 1987 года. Между тем, после заключения в сентябре 1985 года соглашения “Plaza Accord” была запущена принудительная девальвация доллара к японской иене и немецкой марке за счет интервенций на валютном рынке. **Начавшийся в декабре 1986 года рост ставок не сразу остановил падение доллара, которое продолжалось еще год.** Негативным фактором стал заметно выросший из-за сильного доллара дефицит торгового баланса (и счета текущих операций). Только после обвала фондового рынка 1987 года высокие доходности финансовых инструментов на американском рынке развернули доллар к росту.

Рост ставки в 1987-м затормозил падение доллара далеко не сразу



Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 3Q1986

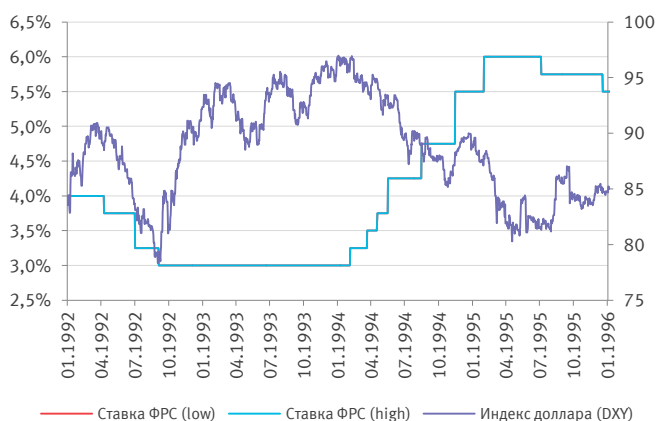


Завершение цикла роста ставок ознаменовалось кризисом ссудо-сберегательных ассоциаций в США в 1989 году, взрывом пузыря в акциях и на рынке недвижимости Японии (скажем спасибо Plaza Accord). Рецессия в Японии перекинулась и на американскую экономику в 1990-1991 годах.

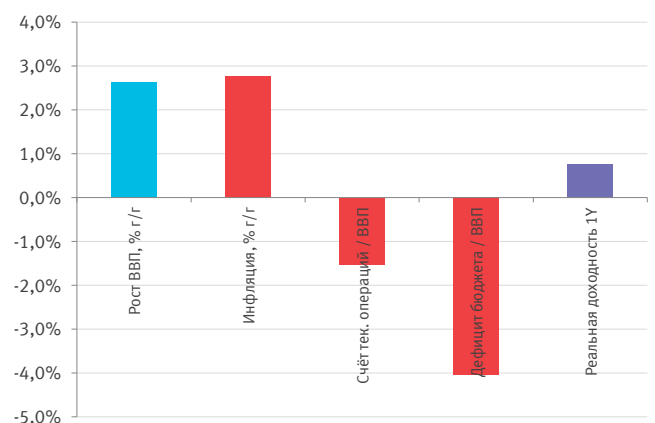
Февраль 1994. Ставки – Доллар (4:2)

Как и в 1976 году, после кризисов недвижимости в ряде крупнейших стран мира в 1994 году американская экономика демонстрировала крайне слабые показатели – заметный дефицит бюджета и счета текущих операций, слабый относительно инфляции рост ВВП. Реальные доходности гособлигаций также оставались низкими. **В такой ситуации подъем базовой ставки автоматом уронил курс доллара.**

Слабые показатели экономики уронили доллар на росте ставок в 1994-м



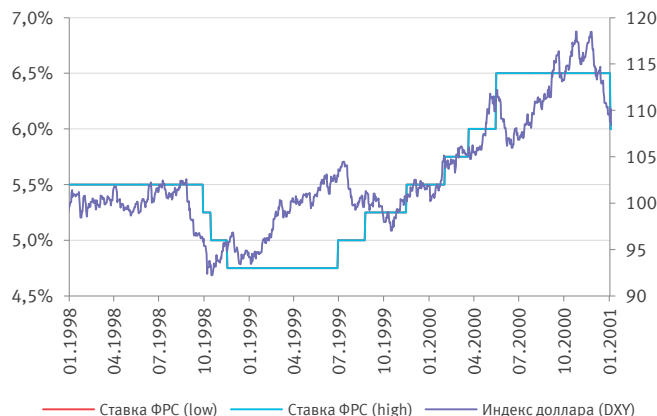
Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 4Q1993



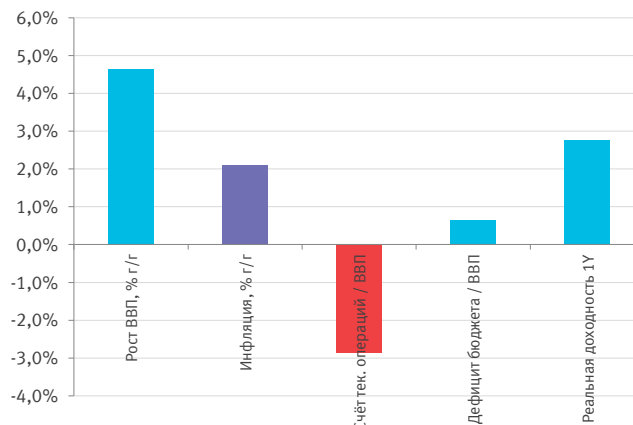
Июнь 1999. Ставки – Доллар (4:3)

Период роста курса доллара на росте базовой ставки в 1999-2000 годах оказался по-своему уникальным. Можно сказать, что для американской валюты зажглись все звезды на небе. Азиатский фондовый кризис, дефолт России, дальнейшее падение сырьевых рынков и прорывные инновации в IT-секторе привели к мощному бегству капитала в США. Американская экономика росла быстрыми темпами непрерывно 8 лет. При этом впервые за долгие годы при администрации Билла Клинтона был достигнут профицит бюджета, инфляция находилась в приемлемых пределах, а реальная доходность по гособлигациям была заметно выше 2%. В таких условиях на росте базовой ставки внешние капиталы агрессивно ринулись в США и доллар, надувая финансовые активы, и заставляя главу ФРС США Алана Гринспена говорить об «иррациональном изобилии» (irrational exuberance).

1999 год стал самым благоприятным для доллара по большинству факторов



Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 2Q1999

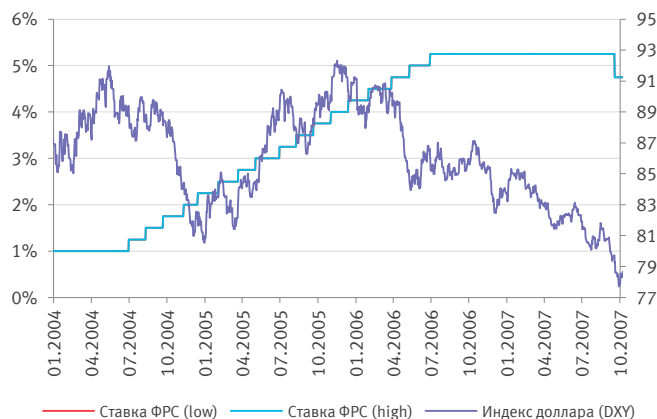


В конечном итоге это изобилие завершилось взрывом пузыря высокотехнологичных компаний NASDAQ и рецессией 2001 года.

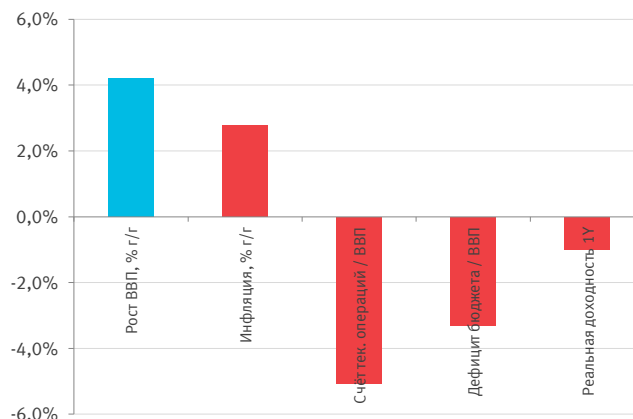
Июнь 2004. Ставки – Доллар (5:3)

Запуск последнего цикла повышения ставки, стартовавший летом 2004 года, ознаменовался падением курса доллара. Инвесторам по всему миру представляли богатые альтернативы инвестированию в США от стран единой зоны евро до развивающихся стран. Как и в начале 70-х годов, глобальная экономика в начале 2000-х годов росла крайне высокими темпами роста. При этом для новых развивающихся гигантов мировой экономики активно действовала модель развития «рост в обмен на гособлигации США». Ускоряющийся экспорт из стран BRICS в развитые страны компенсировался покупками в резервы их облигаций. Рост ставок в 2004 году привел к началу снижения цен на рынке гособлигаций США. При этом почти все факторы на этот раз стояли против доллара – сильный дефицит счета текущих операций, отрицательные реальные доходности гособлигаций, ускоряющаяся выше 2% инфляция.

Падение доллара в в цикле ставки 2004-2006



Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 2Q2014



Приток зарубежных капиталов на американский рынок недвижимости и беспорядки в Европе ненадолго улучшили ситуацию для доллара в 2005 году, но в конечном итоге все же не смогли удержать его от дальнейшего падения. В результате, как и в 1974 году, мир испытал очередной кризис глобализации и сильную рецессию 2008-2009 годов.

Промежуточные выводы

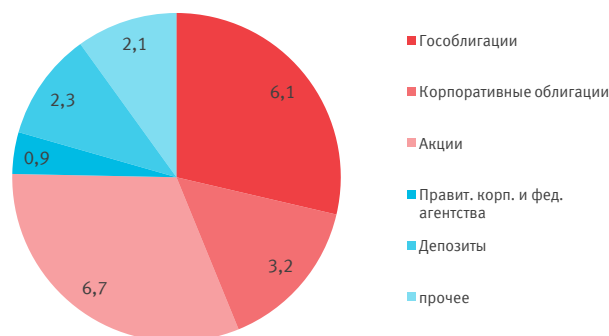
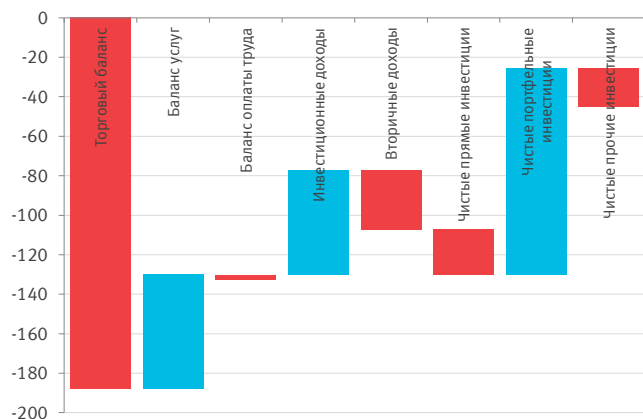
Анализ поведения индекса доллара в циклы повышения ставок ФРС показал, что в подавляющем большинстве случаев (5 из 8) курс доллара падал вслед за запуском цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Это уже опровергает популярное убеждение, тиражируемое в СМИ, что при подъеме ставок ФРС доллар должен автоматом укрепляться. При этом рост доллара был возможен лишь в случаях либо крайне резкого подъема ставки, обгоняющего темпы роста инфляции (1980 год), либо в сложившихся условиях максимального благоприятствования для портфельных инвестиций в США при отсутствии значимых альтернатив вовне (1983 год, 1999 год). Слабый же и неуверенный рост базовой ставки скорее является признаком долгосрочного негатива для доллара.

Декабрь 2015. Куда пойдет доллар?

Курс любой свободно плавающей валюты почти всегда выступает балансиrom для платежного баланса страны. Платежный баланс США традиционно отражает его потребительский и инвестиционный характер – хронический дефицит внешней торговли балансируется притоком портфельных инвестиций в страну. По сути, штаты каждый раз дают миру новые инвестиционные деньги в обмен на повышенное потребление, что позволяет вращаться всей мировой экономике. В такой ситуации приток внешних инвестиций в США является ключевым для платежного баланса и курса доллара.

Привлечение внешних портфельных инвестиций является одним из двух ключевых факторов для платежного баланса США (млрд долларов, 2-й квартал 2015)

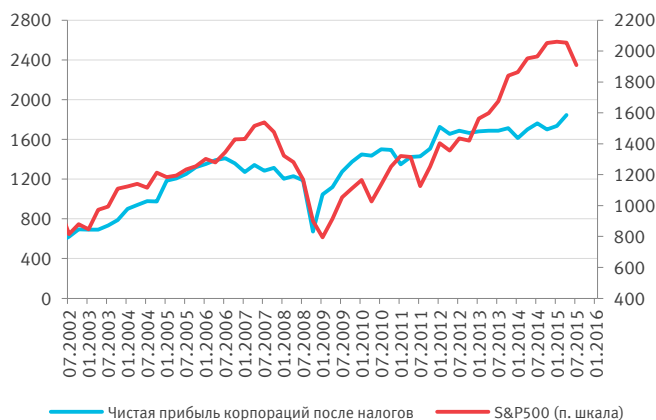
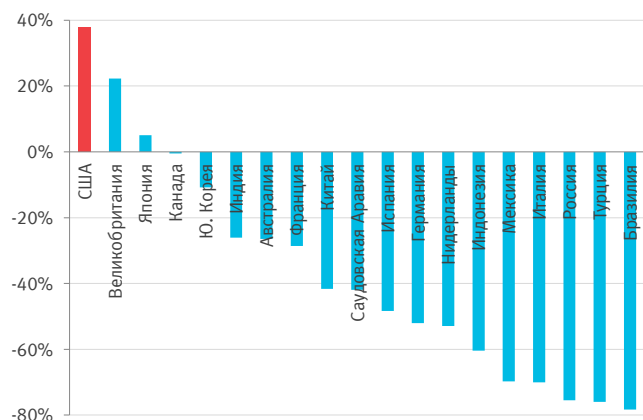
Цикл повышения ставки ФРС в той или иной мере может негативно сказаться на большинстве активов зарубежных инвесторов в США (трлн долларов)



Что же в текущей ситуации можно ожидать от внешних инвестиций в американские активы? Рост базовой ставки в США почти автоматически начнет давить на цены краткосрочных и среднесрочных гособлигаций, а с некоторым лагом и долгосрочных облигаций, что снизит привлекательность этого сектора для зарубежных инвесторов. При этом стоит отметить, что, по данным TIC (Treasury International Capital System), с 2008 по 2013 год на фоне программ количественного смягчения объем средств внешних инвесторов в обязательствах Казначейства США фактически удвоился! Это может быть признаком некоторого перегрева сектора. Что касается американского сегмента корпоративных облигаций, то зарубежные инвесторы стараются не идти в него с 2008 года, а на росте ставок он также может оказываться под давлением. Ситуация на рынке акций США, на наш взгляд, будет менее однозначной – широкая диверсификация индексов по секторам позволяет всегда находить акции, которые продолжают рост в любые моменты экономического цикла. Тем не менее, в результате QEЗ (которое, на наш взгляд, было лишним для американской экономики, но полезным для мировой) цены на американские индексы заметно оторвались вверх от фундаментальных показателей. Кроме того, львиную долю в американских индексах составляют контринфляционные бумаги – банки, IT, фармацевтика и здравоохранение, высокие технологии. Эти сектора могут оказаться в первую очередь под давлением на росте ставок.

Текущая капитализация фондового рынка США почти на 40% превышает ВВП

QEЗ привело к отрыву значений индекса S&P500 от прибылей компаний



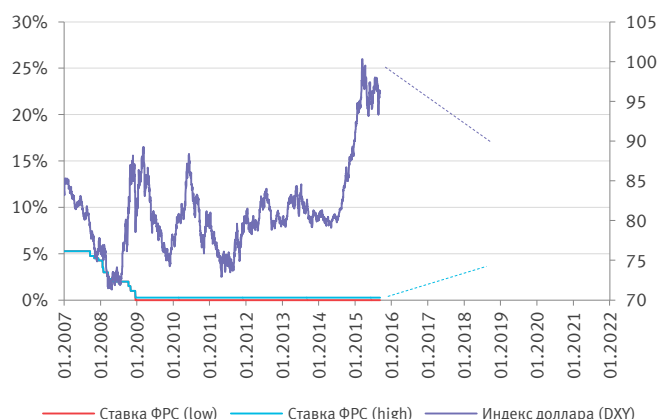
От роста ставок в США может, безусловно, выиграть проинфляционный сектор недвижимости, но в отличие от середины 2000-х годов сейчас относительно мало ликвидных инструментов для инвестиций в него. Кризис недвижимости 2007-2008 года похоронил рынок ликвидных CDO (collateralized debt obligations). По сути, здесь остаются только MBS (mortgage backed securities) – бумаги государственных ипотечных агентств. Этот сегмент может привлекать новые средства зарубежных инвесторов, но вряд ли стоит здесь ждать ажиотажа после кризиса 2007-2008. На росте ставки в США можно также ждать притока прямых зарубежных инвестиций, например, в депозиты американских банков. Но, как мы уже отмечали, для сильного притока капитала здесь потребуются резкий рост ставок, чего в ближайшие годы пока не предвидится.

Итак, можно сделать вывод, что старт цикла повышения ставки может привести к снижению интереса внешних инвесторов к американским активам. Но куда пойдут эти инвесторы? Будет ли у них реальная альтернатива американским активам? Или как в 1999 году они устроят бегство из активов со всего мира в Америку, надувая пузыри на рынках США? При внимательном рассмотрении рынков можно ответить, что этих альтернатив сейчас очень много. Дисконты по капитализации фондовых рынков крупных развитых и развивающихся стран к ВВП сейчас составляют 40-80%, в то время как в США и Великобритании капитализация рынков акций уже превышает ВВП на 20-40%. Облигации развивающихся стран показывают крайне высокие двузначные доходности, при том, что их валюты уже испытали мощные девальвации к доллару.

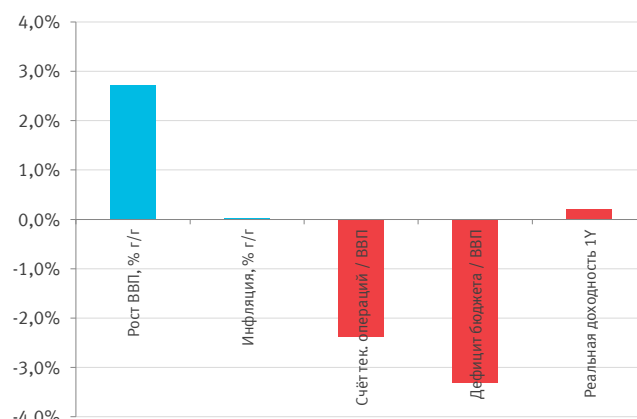
Главное противостояние в ближайшие годы может наметиться между европейскими и американскими активами. Как мы только что отметили, европейские акции сейчас торгуются с сильными дисконтами к ВВП. Американская экономика уже показывает максимально возможные темпы роста (2,5-3,0% г/г), в то время как европейская только разгоняется после рецессии. ЕЦБ стимулирует этот рост массивными денежными вливаниями. При этом запуск европейского QE в противоположность завершённому в октябре 2014 года QE ФРС США делает европейские государственные облигации главными «безрисковыми» активами. В этом уже можно было убедиться в последние месяцы – на взлёте волатильности на рынках инвесторы бежали покупать евро и золото, хотя раньше они в случаях избегания рисков (risk aversion) бежали в доллар. Рекордные профициты торгового баланса еврозоны в условиях ускоряющегося роста экономики также служат позитивом для евро. Таким образом, сейчас в пользу роста курса EUR/USD указывают сразу несколько факторов.

Бегство инвесторов в американские активы также могло бы быть спровоцировано глобальной рецессией. Но сейчас мы не видим поводов для ее наступления. Несмотря на то, что инвесторов пугают рецессией в Китае, мы видим здесь лишь проходившее 5 лет под надзором Народного Банка Китая контролируемое плавное торможение экономики. Сейчас же НБК, наоборот, переключился в режим мягкой денежной политики и у него есть масса инструментов для ускорения роста. Падение китайского фондового рынка этим летом было остановлено вливанием беспрецедентных 800 млрд долларов в фонды поддержки рынка, приняты к реализации правительственные программы развития на сотни миллиардов долларов, НБК активно снижает базовую ставку и драконовские нормы резервирования для банков. А впереди инвесторов ждёт либерализация юаня, придание ему статуса резервной валюты, развитие рынка гособлигаций Китая, что магнитом притягивает внешних инвесторов.

В текущей ситуации ожидаемый плавный рост коридора базовой ставки ФРС может привести к началу стагнации курса доллара



Показатели экономики США перед запуском цикла повышения ставки в 2Q2015: низкая инфляция пока маскирует негатив остальных показателей



Единственный фактор, который сейчас пытаются поставить в плюс доллару – низкая инфляция. Но даже при такой инфляции реальные доходности финансовых инструментов в США остаются крайне низкими и малопривлекательными. Между тем, базовая инфляция в США (Core CPI) уже находится возле 2%, а прогнозы по основной (CPI) инфляции указывают на ее возможный рост к 1,9% по итогам 2016 года.

Резюмируя все вышесказанное, можно говорить о том, что в случае поднятия базовой ставки ФРС в декабре наиболее вероятным сценарием будет начало стагнации индекса доллара в течение нескольких лет.

Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Ближайший офис: <http://www.open-broker.ru/ru/branch/>
 +7 (495) 232-99-66
 8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ
clients@open.ru

Отдел продаж г. Москва
 +7 (495) 223-02-02
 открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
salesoffice@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ**Отдел персонального
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин
 Начальник отдела

Руслан Ситдеков
 Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

Отдел анализа рынков

Константин Бушуев
 Начальник отдела, макроэкономика,
 глобальная стратегия

Алексей Павлов
 Главный аналитик, акции, облигации

Специальные проекты

Андрей Кочетков
 Пульс рынка

Оксана Лукичева
 Аналитик, товарные рынки

Игорь Калязин
 Аналитик, международные рынки

Николай Кужлев
 Аналитик, технический анализ

ОАО «БРОКЕРСКИЙ ДОМ «ОТКРЫТИЕ» © 2015

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены. ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.