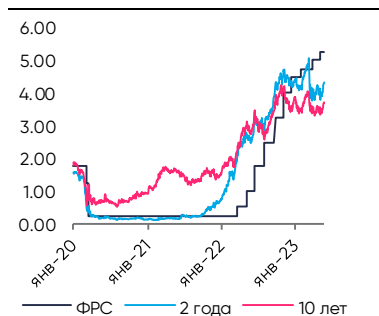


ЛОКОmotive: Дефолт в США?

Или когда потолок (госдолга) вновь трясётся

Рис 1. Ставка ФРС и US-Treasuries



Источник: Bloomberg

Рис 2. Индекс доллара DXY



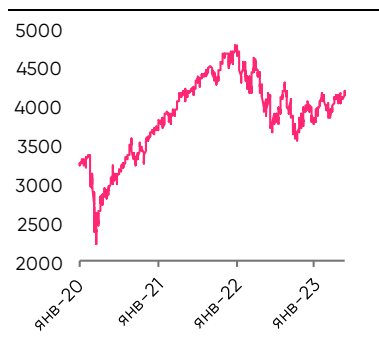
Источник: Bloomberg

Рис 3. Цены на нефть и золото



Источник: Bloomberg

Рис 4. Индекс S&P500



Источник: Bloomberg

Что случилось? Рынок обсуждает возможный (тех)дефолт в США из-за неспособности Конгресса поднять потолок по госдолгу (Палата представителей за республиканцами, а Сенат за демократами). Казначейство готовится остаться без средств 1 июня, но из-за небольшого запаса ликвидности «датой X» может стать 7-9 июня. С 1917 Конгресс голосует за повышение госдолга, необходимого для финансирования расходов, вкл. зарплаты и платежи по долгу. Часто проблем с этим не было. Но в отдельные годы (1995, 2011 и 2013) расхождения во взглядах заканчивались временной приостановкой работы правительства, а в 2011 – понижением рейтинга США и шоком для рынков.

Что можно ждать от политиков сейчас? Поляризация позиций демократов (хотят больше расходов за счет налогов) и республиканцев (требуют снижения расходов, против роста налогов) = риск дефолта. Это стало бы шоком для экономики и рынков, ускорив рецессию, поэтому политикам нужен компромисс. За последние полторы недели были и заявления о скором соглашении, и приостановка переговоров. Шансы на договоренности до «даты X» есть, но нужно быть готовым и к негативному сценарию технического дефолта, если соглашение появится после этой даты. Агентство Fitch в среду дало негативный прогноз по рейтингу США, предупредив о возможности его понижения до дефолтного по ближайшим к погашению бондам. Дефолт по коротким UST не будет означать дефолт по всему долгу, кросс-дефолт для них не предусмотрен.

Как рынки реагировали раньше? Смотрим на динамику активов за 60 дней до/после «даты X» (точка 0) относительно их значений в эту дату (в б.п. по бондам и % по другим активам, Рис. 5-12). По 2023 сравниваем 15-17 марта (60 дней до 7-9 июня) и 24 мая.

- **Госдолг.** Доходности коротких векселей (UST-Bills), которые могут быть затронуты дефолтом, обычно (и сейчас) были выше соседних бумаг по доходности (+200-400 б.п.). Спред 3-мес. векселей к ставке ФРС (как мера риска) менялся на ± 5 б.п. в 2011/2013 и $-10-30$ б.п. в 1995 на фоне снижения ставки ФРС. По более длинным бондам спреда, в основном, сужались к «дате X» на 30-80 б.п. по 2- и 10-летним бондам, и чуть больше в 2011, когда спрос на защитные активы был выше. Несмотря на угрозу техдефолта, сомнений в способности/готовности властей США платить по своим обязательствам у рынка, как можно видеть, не было. Вряд ли реакция изменится и сейчас, ведь в худшем случае будет временная приостановка выплат.
- **Доллар** всегда подтверждал свой статус защитной валюты – его индекс DXY обычно укреплялся на 1-3%, а в 2011 из-за масштабов шока рост достигал 6-7%. **Золото** как защитный актив также обычно дорожало. Лишь в 2013, когда рынки оптимистично «переварили» дискуссию по долгу, цены на золото снижались. **Нефть** реагировала по-разному, но чаще снижалась в связке с рисковыми активами.
- **Акции (S&P500)** сильно падали в 2011 (-17% с локальных пиков), в 1995 и 2013 -3-5% к «дате X» сменялось ростом по мере прояснения ситуации. Мы связываем это с относительной дешевизной рынка: -20%/-6% в 1995 и -12%/-19% в 2013 по мультипликатору P/E vs 5/10-летних средних, а в 2011 было +2%/-4% при текущих -5%/-2%. Иными словами, **американским акциям сейчас будет сложнее расти при позитивном исходе долговой истории и проще падать при негативном сценарии.**
- **Глобальные облигации**, которые мы анализировали по агрегированному индексу Bloomberg (IG бумаги во всех доступных валютах), обычно давали положительную доходность в преддверии «даты X», поскольку из-за растущей неопределенности инвесторы акциям предпочитали облигации инвестиционного рейтинга.

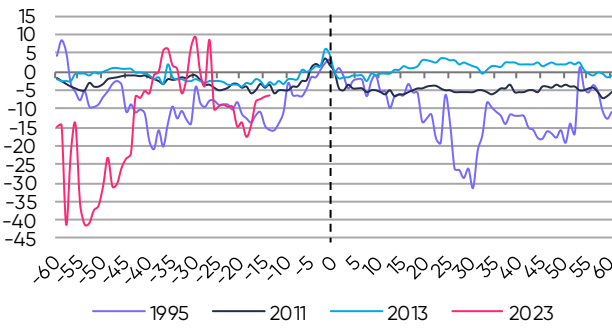
Что это значит для инвесторов? Как будет развиваться ситуация, сказать сложно. Глобально базовым остаётся сценарий договоренности о повышении лимита госдолга до 7-9 июня. В противном случае рынкам придется смириться с периодом повышенной неопределенности и волатильности. Из **акций (учитывая их дороговизну) инвесторы будут активно уходить в доллар, золото и US-Treasuries.** Но, как показывает опыт, длительного и серьезного ущерба для рынков/экономики можно будет избежать, если договоренности по лимиту долга будут достигнуты в течение недель после «даты X».

Для российского инвестора риски сейчас заметно ниже, чем раньше, ввиду изолированности нашего рынка в условиях санкций. В негативном сценарии **рубль вряд ли сильно ослабнет**, несмотря на рост доллара к основным валютам, ведь им торговать сложнее из-за инфраструктурных ограничений (корсчета). Возможное снижение нефти нивелируется бюджетным правилом, да и роль ОПЕК+ сейчас выше. В **евробондах** связи с US-Treasuries почти нет, потоки по замещающим бондам важнее. В **рублевых бондах** внешние факторы малозначимы ввиду отсутствия нерезидентов. Но в **акциях** внешний негатив может вызвать коррекцию, ведь дивиденды почти отыграны.

Дмитрий Полевой

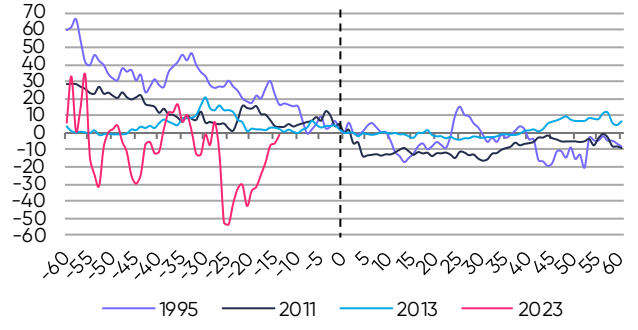
Директор по инвестициям
Москва +7 495 7395544 (доб. 5566)
dpolevoy@lockinvest.ru

Рис 5 Спред 3-мес. UST веселей к ставке ФРС (б.п.)



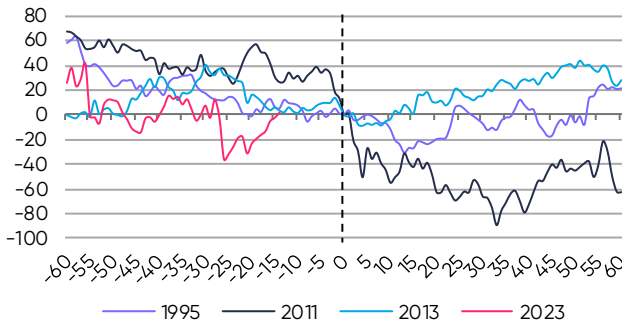
Источник: Bloomberg, оценки ЛОКО

Рис 6 Спред 2-лет. UST бондов к ставке ФРС (б.п.)



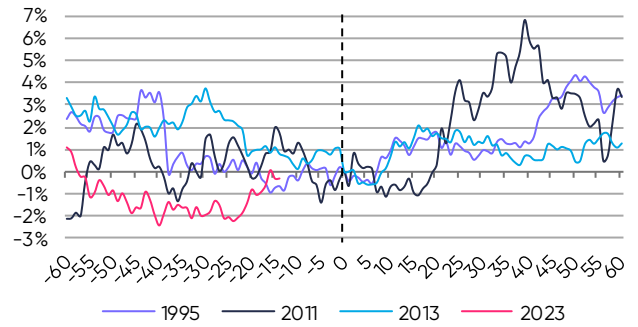
Источник: Bloomberg, оценки ЛОКО

Рис 7 Спред 10-лет. UST бондов к ставке ФРС (б.п.)



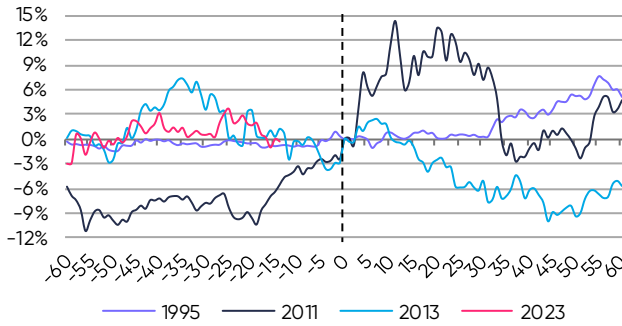
Источник: Bloomberg, оценки ЛОКО

Рис 8 Индекс доллара DXY (% отклонение)



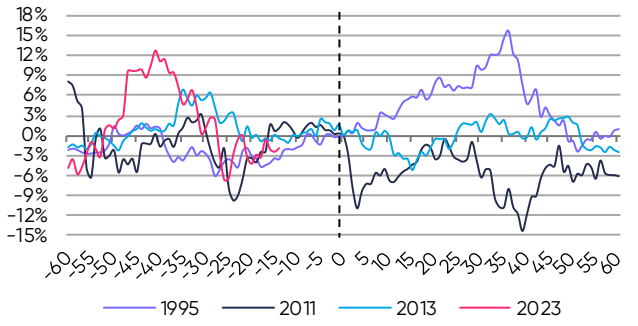
Источник: Bloomberg, оценки ЛОКО

Рис 9 Цены на золото (% отклонение)



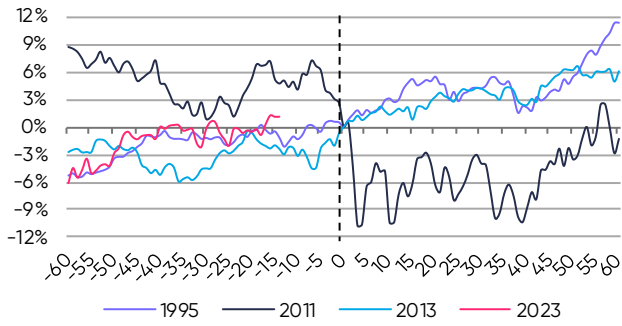
Источник: Bloomberg, оценки ЛОКО

Рис 10 Цены на нефть Brent (% отклонение)



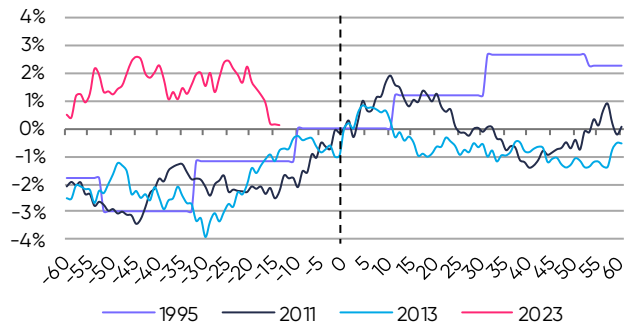
Источник: Bloomberg, оценки ЛОКО

Рис 11 Индекс S&P500 (% отклонение)



Источник: Bloomberg, оценки ЛОКО

Рис 12 Индекс полн. дох-ти глоб. бондов (% отклонение)



Источник: Bloomberg, оценки ЛОКО

Настоящий информационный материал (далее – Информационный материал/Обзор) подготовлен специалистами Управления активных операций и Аналитического департамента АО «Локо-Инвест УА» (далее – АО «Локо-Инвест УА» или Компания). Обзор предназначен для использования в качестве информации общего характера и не является прогнозом событий. Оценки, высказанные в Информационном материале, являются частным мнением сотрудников Управления активных операций и Аналитического департамента Компании.

Информационный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и упомянутые в нем финансовые инструменты либо операции, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей.

Информационный материал не является рекламой или предложением купить/продать ценные бумаги и/или другие финансовые инструменты, а содержащаяся в нем информация не является офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, финансовых инструментов или иных инвестиций.

Настоящий Обзор может быть использован только Квалифицированными инвесторами в соответствии с законодательством Российской Федерации. Обзор не адресован инвесторам, которые не являются Квалифицированными, а также инвесторам юрисдикций, чье национальное законодательство запрещает использовать Обзор.

Стоимость активов может как уменьшаться, так и увеличиваться в зависимости от ситуации на финансовых рынках. Инвестиции в ценные бумаги и/или иные финансовые инструменты связаны со значительным риском и могут оказаться неэффективными. Результаты инвестирования в прошлом не дают оснований для прогноза будущей динамики, не гарантируют будущих доходов и эффективности, а также не исключают возможной потери первоначального капитала. Вся упомянутая информация: не содержит гарантий надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов или издержек, связанных с указанными инвестициями; не является заявлением о возможных выгодах, связанных с методами управления активами. Результаты инвестирования в прошлом не определяют и не являются гарантией доходности инвестирования в будущем. Все упомянутое не является: какого-либо рода офертой, не подразумевалась в качестве оферты или приглашения делать оферты; не является прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом; не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг.

АО «Локо-Инвест УА» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в Обзоре, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Для того чтобы принять решение об осуществлении инвестиций в отдельные объекты требуется наличие существенного опыта и знаний в области финансов, позволяющих адекватно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Ни АО «Локо-Инвест УА», ни кто-либо из участников органов управления, сотрудников, представителей, аффилированных лиц Компании не несет ответственности за убытки, ущерб или иные негативные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в данном Информационном материале.

АО «Локо-Инвест УА» обращает внимание, что законодательство и нормотворчество в области финансовых инструментов быстро меняется и часто неоднозначно в интерпретации, в связи с чем не может расцениваться в качестве окончательных выводов до получения официальных разъяснений уполномоченных органов. Компания не несет ответственность за корректность трактовок и отмечает, инвестирование в финансовые инструменты сопряжено с рисками, в том числе, с правовым риском – риск возникновения расходов (убытков) вследствие неоднозначности толкования норм права. Оценки и выводы, высказанные в настоящем информационном материале, являются частным мнением специалистов Управления активных операций и Аналитического департамента и не являются официальным разъяснением Федеральных законов, законодательных проектов и иных нормативных правовых актов, и не должны расцениваться вами в качестве такого разъяснения. Последующие официальные разъяснения уполномоченных органов могут не совпадать с мнением, высказанным в настоящем информационном материале.

Содержащиеся в настоящем Обзоре суждения и информация основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако, АО «Локо-Инвест УА» не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности таких суждений и информации.

Настоящий Информационный материал не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения АО «Локо-Инвест УА».