ФРС: мы еще повоюем

Константин Васильев

ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ США ЗАКОНЧИЛА ИЮЛЬ НЕЗНАЧИТЕЛЬНЫМ РОСТОМ И ОТОРВАЛАСЬ ОТ УРОВНЯ В 3.5%. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОЖИДАНИЯ НАЧАЛИ УЛУЧШАТЬСЯ, ВОЗОБНОВИЛИСЬ ОПАСЕНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ИНФЛЯЦИИ И ОБЕСЦЕНИВАНИЯ ДОЛЛАРА. В РЕЗУЛЬТАТЕ ИНВЕСТОРЫ НА ВРЕМЯ РЕШИЛИ ВЫЙТИ ИЗ БАЗОВЫХ АКТИВОВ. ВМЕСТЕ С РОСТОМ СКЛОННОСТИ К РИСКУ РАСТЕТ И ИНТЕРЕС К РАЗВИВАЮЩИМСЯ РЫНКАМ.

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Доходность десятилетних американских облигаций второй месяц подряд замерла около уровня в 3.5%. С небольшими колебаниями в течение июля вся кривая доходностей США практически не сдвинулась с занятых позиций, лишь на 10 б.п. выросла доходность по шести- и 12-месячным векселям. Доходность облигаций Германии снизилась в среднем на 10–15 б.п., по облигациям Великобритании изменилась разнонаправленно — двух- и десятилетние ноты снизились на 10 б.п., пяти- и 30-летние бонды выросли на аналогичную цифру. Основные мировые ЦБ в июле ставки не меняли.

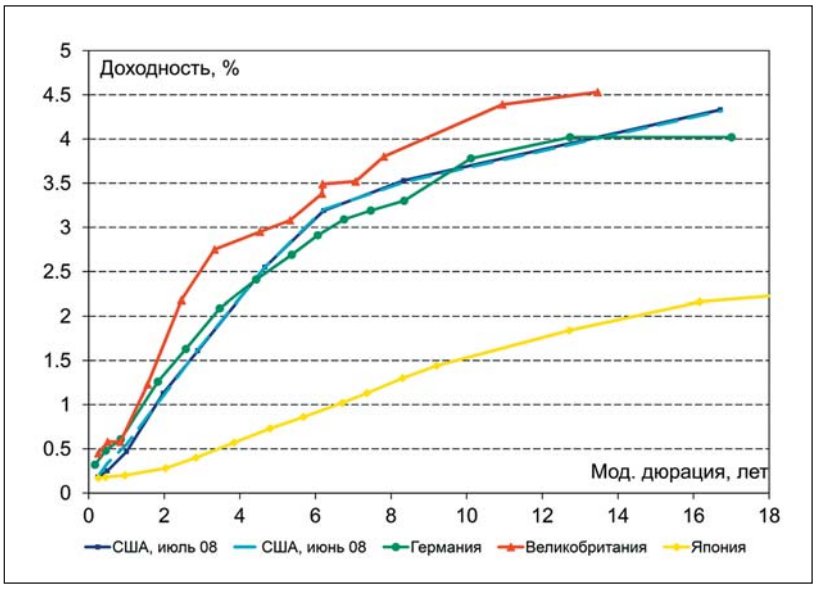
Впервые за 20 с лишним лет трехмесячный долларовый LIBOR опустился ниже 0.5%. Как сообщает Bloomberg, трехмесячный LIBOR используется для определения ставок для финансовых услуг на общую сумму свыше $360 трлн, в том числе стоимости ипотеки и корпоративных кредитов. Спред LIBOR-OIS, разница между ставками по долларовым кредитам на три месяца и индексными свопами овернайт (показатель дефицита ликвидности на рынках МБК), почти не изменился и составил 31 б.п., до кризиса данный показатель составлял 11 б.п.

Американская экономика демонстрирует признаки улучшения (например, реальный ВВП во втором квартале снизился лишь на 1% в годовом исчислении, тогда как в первом квартале этот показатель составил 6.4%), однако потребуются дополнительные меры для закрепления достигнутого, заявил в интервью телекомпании ABC министр финансов США Тимоти Гайтнер. Среди таких мер он назвал продолжение оказания помощи безработным, а также возможное повышение налогов, сообщило ИТАР-ТАСС. Вместе с тем он указал на необходимость снижения дефицита бюджета, который уже превысил $1 трлн.

За последние месяцы правительство США разместило рекордный объем гособлигаций для покрытия дефицита бюджета и финансирования программ поддержки экономики. В прошлом месяце объем новых краткосрочных бумаг, проданных Министерством финансов, составил $200 млрд. Ожидается, что в четвертом квартале правительство достигнет потолка по госдолгу, который определен на уровне $12.1 трлн, но, очевидно, в очередной раз будет поднят.

Растущий уровень безработицы как одно из глобальных последствий кризиса стал также новой реальностью и головной болью глав государственных служб. Так, безработица в США будет оставаться высокой даже при возобновлении экономического роста в течение нескольких ближайших месяцев, заявил глава ФРС Бен Бернанке. Он считает, что американский центробанк сделал все возможное для вывода экономики из кризиса. При этом глава ФРС отметил, что для сохранения стабильного уровня безработицы требуется рост ВВП приблизительно в 2.5% в годовом исчислении. Согласно последним прогнозам центробанка, на этот уровень роста американская экономика не сможет выйти во втором полугодии 2009 года. Последние официальные данные, как сообщает Reuters, свидетельствуют о том, что уровень безработицы в США составляет невиданные с 1983 года 9.5%. Между тем, экономический подъем будет сдерживать слабость рынка труда. История предыдущих спадов, пишет журнал BusinessWeek, показывает, что рост ВВП начинался всегда раньше роста

Кривые доходности США, Японии, Германии и Великобритании



занятости. В ходе спадов 1981–1982 и 1990–1991 годов занятость достигла низшей точки лишь три квартала спустя. А после спада 2001 года на то, чтобы остановить сокращение числа рабочих мест, понадобилось уже семь кварталов. По мнению министра финансов США Тимоти Гайтнера, безработица в Штатах может достичь пика во второй половине 2010 года. Вероятно, потребуется дополнительное увеличение пособий по безработице.

Но проблемой номер один для США по-прежнему остается инфляция. Инвесторы стали распродавать гособлигации после того, как Министерство труда США сообщило о том, что индекс потребительских цен (CPI) вырос в прошлом месяце на 0.7%, в основном в связи со скачком цен на бензин. Рост индекса оказался самым значительным за последние 11 месяцев, обогнав прогнозы аналитиков, ожидавших значение в 0.6%. Федеральная резервная система США может приступить к повышению ключевой процентной ставки даже при высоком уровне безработицы с тем, чтобы предотвратить бесконтрольное усиление ценового давления, заявил глава ФРБ Филадельфии Чарльз Плоссер. Пристальное внимание к инфляции необходимо для США, чтобы не потерять главного спонсора их государственных расходов — Китай. Обесценивание доллара беспокоит Китай, который имеет в своих резервах облигации Минфина США на сумму более $800 млрд. Общие валютные резервы Китая достигли сейчас $2.13 трлн. Центробанк Китая в квартальном докладе предупредил, что нынешняя монетарная политика ведущих западных стран по борьбе с финансовым кризисом за счет увеличения не обеспеченной резервами денежной массы способна вызвать мощную инфляцию и привести к сильным колебаниям валютных курсов: «Неспособность сохранить контроль над денежной массой вызывает беспокойство». Как отмечает ИТАР-ТАСС, в последние месяцы Пекин неоднократно призывал Вашингтон сделать все для сохранения стабильного курса доллара и не допустить его обесценивания в результате роста инфляции.

Минфину США приходится реагировать на подобные заявления. Финансовое ведомство, увеличившее в прошлом году госдолг до рекордного, собирается разместить в третьем квартале госбумаги на $406 млрд, то есть на $109 млрд меньше, чем было запланировано ранее, пишет The Wall Street Journal. По расчетам министерства, к концу сентября запас денежных средств составит $270 млрд. Такое решение Минфина США частично связано с тем, что банки вернули государству миллиарды долларов, полученные в рамках Troubled Asset Relief Program, в более сжатые сроки. Финкомпании, включая Goldman Sachs и Morgan Chase, выплатили государству более $70 млрд. В июле-сентябре 2008 года Минфин привлек $530 млрд для последующего вливания ликвидности в экономику страны, однако сейчас появились признаки стабилизации и столь значительные суммы не потребуются, ожидают аналитики. Бернанке уверен, что у ФРС достаточно эффективных инструментов монетарной политики, чтобы предотвратить инфляционный скачок. Председатель ФРС перечислил меры, которые могут быть применены для вывода ликвидности: увеличение процентов по остаткам на счетах банков в ФРС; проведение сделок РЕПО посредством продажи ценных бумаг из своего портфеля на рынке с условием обратного выкупа в будущем; прямая продажа долгосрочных облигаций на рынке.

На фоне событий в США не менее пристальное внимание аналитиков приковано к ситуации в Китае, который называют основным локомотивом, способным вытянуть мировую экономику из кризиса. Как передает Синьхуа, по данным Государственного статистического управления КНР, экономика Китая начинает демонстрировать признаки оздоровления, однако по-прежнему находится в «критической фазе» и продолжает испытывать влияние негативных факторов, как внешних, так и внутренних. Из-за негативного влияния мирового финансового кризиса в первом квартале 2009 года в Китае были зафиксированы самые низкие за последние 10 лет темпы роста ВВП — 6.1%, что на 4.5% ниже показателя за аналогичный период прошлого года. Однако во втором квартале появились признаки улучшения. Рост ВВП за этот период достиг 7.9%. В ноябре прошлого года правительство Китая приняло пакет антикризисных мер на сумму 4 трлн юаней ($585 млрд), который рассчитан на ближайшие два года. Власти страны надеются крупными инвестициями поддержать экономический рост, направляя большие средства на «социально значимые проекты», а также стимулирование внутреннего спроса. Сейчас специалисты сходятся во мнении, что КНР сыграет главную роль в двух ключевых направлениях: она обеспечит на мировых рынках расширенный спрос на сырьевые товары, включая нефть, а также продолжит кредитование американской экономики.

Спекуляции относительно «второй волны кризиса» пока не исчезли, эксперты рынка под разным углом смотрят на глобальные проблемы.

Мировая экономика оказалась перед угрозой второй волны финансового кризиса — массового невозврата кредитов как со стороны потребителей, так и многочисленных предприятий и компаний, включая крупнейшие из них, предупредил глава Deutsche Bank Йозеф Аккерман. «Нынешний кризис состоит из серии землетрясений с меняющимися эпицентрами. Следующая волна потрясений — просроченные займы. Те банки, которые до сих пор достаточно хорошо противодействовали нынешнему кризису, будут затронуты новыми трудностями», — сказал г-н Аккерман, отметив, что «мировой финансовый кризис еще не закончился».

ЕБРР выделяет конкретный проблемный регион — Восточную Европу. Рост объема необеспеченных обязательств компаний и корпоративных дефолтов в Восточной Европе способен спровоцировать вторую волну финансового кризиса и полностью дестабилизировать банковскую систему, считает президент ЕБРР Томас Мироу. По подсчетам банка, уровень необеспеченных обязательств в Восточной Европе удвоился с июня 2008 года до марта 2009 года: в Латвии он вырос в три раза, в России и Казахстане — в 2.4 раза, в Эстонии — в 2.6 раза. Обострение ситуации с корпоративными долгами в Восточной Европе ударит по банкам Западной. Самый крупный кредитор Восточной Европы — австрийские банки, предоставившие региону $187 млрд. В ближайшие месяцы вместе с появлением «зеленых ростков» в промышленности мы «увидим эффект бумеранга в финансовой сфере», отмечает старший экономист ЕБРР Ральф де Хаас. Но Восточная Европа не исключение, отмечает Хаас. Уровень корпоративных долгов развивающихся рынков превышает $535 млрд.

КОНЪЮНКТУРА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Несмотря на стабильность базовых активов, развивающиеся рынки показали уверенный рост на фоне увеличения склонности к риску международных инвесторов. Спред по индексу EMBI+ снизился за месяц на существенные 57 пунктов до 389. Наиболее значительно сузились спреды по высокорискованным бумагам Украины и Эквадора. Меньше всего (около 15 б.п.) снижение спредов заметно в России и ключевых рынках Латинской Америки.

В июле все индикаторы склонности к риску показали снижение: TED-Спред (между 3m LIBOR и 3m UST) снизился еще на 10 пунктов до 30 б.п., спред индекса дефолтных свопов iTRAXX Crossover резко упал на 100 пунктов до 612, индекс CDX.EM снизился на 60 пунктов до 326. Индекс волатильности VIX Index по индексу S&P500 закрепился в июле на среднем уровне 25% против 30% в июне. На фоне снижения доллара к основным валютам цены на золото выросли на $20 до $760 за унцию, нефть вышла из уровня в $70 и на начало августа уже достигает $75.

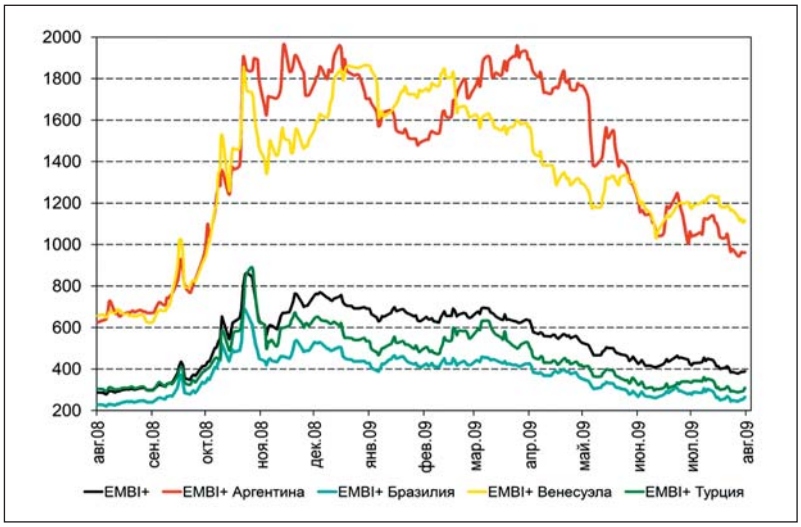
Эмитенты не стали долго ждать и оперативно отреагировали на запросы инвесторов — объем новых эмиссий еврооблигаций развивающихся рынков в июле составил $28 млрд против $7.1 млрд в июне. В июле только суверены заняли $8.8 млрд: Польша (A-/A2/A-), Перу (Ba1/BBB-/ BBB-) и Бразилия (Ba1/BBB-/ BBB-) доразместили прошлые выпуски на $3 млрд под 6.375%, 7.35% и 7.13% соответственно. С новыми эмиссиями вышли следующие страны:

- Филиппины (B1/BB-/ BB), $750 млн, 20.01.2020, 6.50%, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank;
- Венгрия (Baa1/ BBB-/BBB), 1 млрд евро, 28.07.2014, 6.75%, Citigroup, ING;
- Индонезия (Ba3/BB-/ BB), 35 млрд иен, 29.07.2019, 2.73%, DAIWA SMBC, NOMURA, MITSUBISHI SECURITIES.

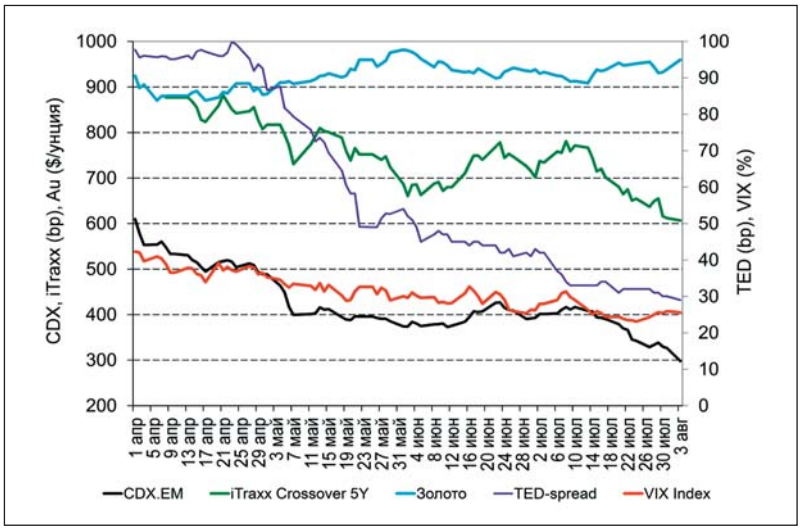
Всего с начала года эмитенты развивающихся рынков заняли уже более $90 млрд через еврооблигации. Совокупный выпуск долговых инструментов в странах emerging markets с начала этого года составляет $352 млрд, по данным Thomson Reuters, что на 45% превышает показатель за аналогичный период 2007 года (до начала финансового кризиса). В июле объем размещений составил $60 млрд.

Что удивительно, крупнейшим эмитентом долговых инструментов на местном рынке в июле стал Китай. Минфин Китая разместил в прошлом месяце новый выпуск десятилетних государственных облигаций на сумму в 26 млрд юаней, или $3.8 млрд.

Спреды EMBI+ Emerging Markets



Индикаторы склонности к риску



Нынешняя успешная эмиссия последовала после того, как Минфину не удалось в июле полностью распродать три выпуска более коротких по срокам погашения облигаций. Доходность по десятилетним облигациям составила 3.48%, спрос превысил предложение в 1.9 раз.

Интерес к развивающимся рынкам объясняется в частности тем, что доходность суверенных облигаций emerging markets примерно на 2 п.п. выше, чем у бондов американских компаний с рейтингом уровня A. «Хотя спреды облигаций emerging markets сокращались, они по-прежнему достаточно хорошо оценены по сравнению с компаниями из развитых стран, с более хорошими базовыми факторами во многих случаях», — отмечает IFX глава отдела синдикации долга HSBC Брайан Паско. «С точки зрения инвесторов, имеет смысл купить облигации emerging markets в качестве страховки, — полагает аналитик emerging markets BNP Paribas Шайин Валли. — С того момента как G20 обязалась выделить дополнительные средства Международному валютному фонду в апреле (лидеры G20 одобрили увеличение ресурсов МВФ на $500 млрд до $750 млрд), стало очевидно, что правительства не позволят странам emerging markets допустить дефолт. А таких гарантий у корпоративного долга США нет».