# Пик ПРОЙДЕН

*Константин Васильев*

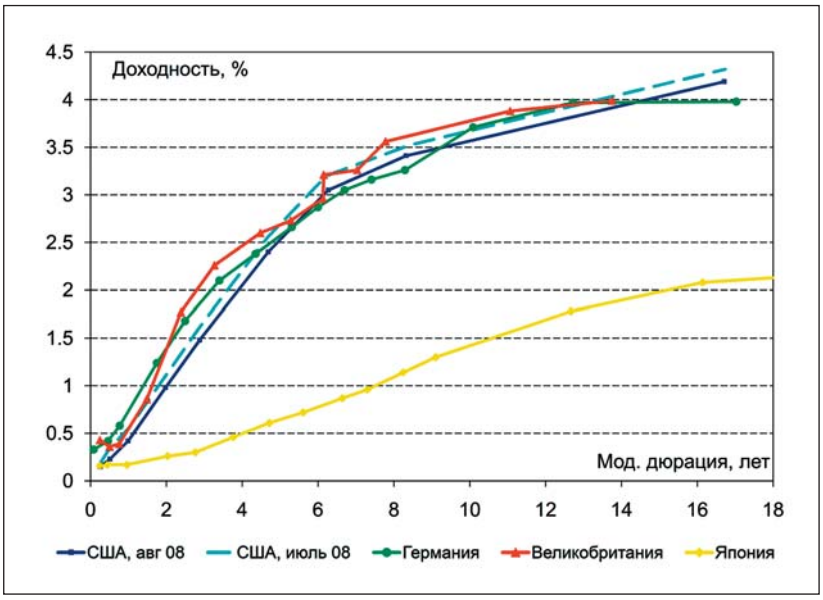
**В АВГУСТЕ ДОХОДНОСТЬ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ США НАЧАЛА ПОКАЗЫВАТЬ ТЕНДЕНЦИЮ К СНИЖЕНИЮ. ВЕСЬ МЕСЯЦ РЫНОК АКТИВНО ОБСУЖДАЛ ИДЕЮ О ВОЗМОЖНОМ ОКОНЧАНИИ КРИЗИСА, ВИДИМО, СТРЕМЯСЬ БЛАГОПОЛУЧНО ПЕРЕЖИТЬ ПЕРИОД ОТПУСКОВ. НО, НЕСМОТРЯ НИ НА ЧТО, ОПТИМИЗМ ИНВЕСТОРОВ ДЕЙСТВИТЕЛЬНО РАСТЕТ, ЧТО ИГРАЕТ ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ РОЛЬ ДЛЯ ВСЕХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ ДАЖЕ ПРИ УСЛОВИИ, ЧТО БЫСТРОГО ВОЗВРАЩЕНИЯ К ЭКОНОМИЧЕСКОМУ РОСТУ НЕ ПРЕДВИДИТСЯ.**

## МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Доходность десятилетних американских облигаций в августе после двух месяцев колебаний около уровня в 3.5% наметила тенденцию к снижению — вся кривая снизилась в среднем на 15 б.п. Чуть значительней снизилась доходность облигаций Германии — на 20–25 б.п., по Великобритании снижение оказалось значительнее — на 40–50 б.п. После изменений, произошедших в августе, три кривые доходностей ключевых мировых долговых рынков теперь практически совпадают. По мнению аналитиков, в долгосрочной перспективе существуют опасения относительно инфляции из-за роста предложения на рынке госдолга, что связано с беспрецедентными расходами на стимулирование экономики. Тем не менее, эти опасения пока, видимо, отложены, так как аукционы по размещению новых казначейских облигаций в последнее время получают хороший отклик инвесторов.

Основные мировые ЦБ в августе ставки не меняли. Как сообщает Financial Times, центробанки ряда западных стран рассматривают возможность введения отрицательной учетной ставки по национальным валютам с тем, чтобы вынудить коммерческие банки расширить кредитование реальной экономики. В июле Центробанк Швеции стал первым, кто ввел отрицательную ставку по вкладам в кроне (-0.25%). Сейчас власти других государств изучают последствия этого шага для шведской экономики. Банк Англии также рассматривает вариант дальнейшего снижения учетной ставки вплоть до отрицательных показателей. Это вызвано тем, что крупнейшие британские банки, получая от Банка Англии под низкие проценты фактически неограниченное количество кредитов, не предоставляют эти финансовые средства предприятиям и компаниям в качестве долгосрочных заемных средств. Вместо этого они депонируют деньги на счетах в Центробанке. В результате введения отрицательной ставки держать частным банкам свои средства в качестве депозитов в Центробанке становится невыгодным.

*Кривые доходности США, Японии, Германии и Великобритании*



«Пик финансового и экономического кризиса пройден», — высказался председатель Еврогруппы, премьер-министр Люксембурга Жан-Клод Юнкер на встрече министров финансов ЕС. В то же время, по его словам, «еще не пришло время отказываться от планов по государственной поддержке экономики». По его мнению, экономика будет нуждаться в бюджетных деньгах как минимум до конца 2010 года. Громкая фраза Жана-Клода Юнкера резюмировала многочисленные позитивные высказывания, звучавшие на рынке в августе.

По данным Европейской комиссии, сводный индекс делового и потребительского доверия к экономике еврозоны вырос в августе до максимального уровня с октября 2008 года и достиг 80.6 пункта. В июле значение индикатора составляло 76 пунктов. Также, по результатам опроса управляющих активами, проведенного компанией Banc of America Securities — Merrill Lynch, инвесторы еще ни разу за последние шесть лет не были настроены столь оптимистично в отношении перспектив мировой экономики, как сейчас. Как передает ИТАР-ТАСС со ссылкой на интернет-сайт MarketWatch Inc., в опросе приняли участие 204 менеджера, управляющих активами на общую сумму $554 млрд. 75% опрошенных считают, что в следующие 12 месяцев мировая экономика укрепится, а 70% ожидают роста прибылей корпораций. В прошлом месяце так считало чуть больше половины управляющих активами. Самой привлекательной сферой вложения капиталов являются акции компаний, занятых в сфере высоких технологий, затем следуют ценные бумаги промышленных предприятий и сырьевых компаний. Еще ниже оказались банки, что отражает сохраняющуюся озабоченность менеджеров положением дел в финансовой сфере. При этом инвесторы явно отдают предпочтение в этом отношении странам с переходной экономикой. Несколько поубавился их оптимизм относительно Китая, но возрос по отношению к России.

Большинство ведущих американских экономистов считают, что рецессия уже завершилась или завершится в августе. Согласно опросу The Wall Street Journal, экономисты предсказывают начало оживления американской экономики на фоне признаков восстановления производства в США, передает IFX-News. Из 47 опрошенных аналитиков 27 сказали, что рецессия в США уже завершилась, 11 ожидают ее завершения в текущем месяце или в сентябре. Вероятность второй волны спада в 2010 году составляет, по их мнению, около 20%. Экономисты прогнозируют рост ВВП в третьем квартале на 2.4%. В 2010 году ВВП США увеличится, по мнению экономистов, на 2.8% после сокращения в этом году на 0.8%. Американский ВВП снизился за прошедший квартал на 1% в годовом исчислении после обвала на 6.1% в первом квартале. В текущем квартале, считают экономисты, на экономике положительно скажется необходимость пополнения запасов, а также действие программы по субсидированию покупки новых автомашин cash for clunkers («наличные за автохлам»). Несколько больше оптимизма появилось у экономистов и в отношении рынка труда, после того как в июле статистика зафиксировала снижение безработицы в США. Хотя аналитики по-прежнему ожидают роста безработицы к декабрю до 9.9% (в июле ожидалось 10%), прогнозы сокращения числа рабочих мест в ближайшие месяцы скорректированы в сторону улучшения. Средние прогнозы цен на нефть также повысились на фоне ожиданий роста спроса: в течение 2010 года средняя цена нефти будет превышать, согласно консенсусу, $70 за баррель, в декабре будущего года она будет выше $73.

Настроения участников рынка разделяет и МВФ: «Мировая экономика встала на путь оздоровления, но сохранить темпы роста можно будет только при условии, что США сфокусируются на большем экспорте товаров, а азиатский рынок — на импорте». Потребительская активность Соединенных Штатов, являющихся главной движущей силой спроса в мире, по словам экспертов МВФ, еще не скоро выйдет на прежний уровень, так как населению потребуется длительное время, чтобы оправиться от потерь триллионов долларов в результате падения ипотечного и фондового рынков. Прежде фонд относил восстановление мировой экономики на 2010 год, а в начале августа даже указывал, что для начала роста понадобятся дополнительные антикризисные меры. Корректировку собственного прогноза МВФ сделал после того, как о выходе из рецессии объявили правительства Германии (+0.3% ВВП во II квартале), Франции (+0.3%) и Японии (+0.9%).

Однако есть и более сдержанные оценки происходящего в мировой экономике: о возможности второй волны кризиса предупредил министр экономики Германии Карл-Теодор цу Гуттенберг: он попросил инвесторов не придавать излишне большого значения данным, сигнализирующим о восстановлении экономики Германии. Условия в кредитной сфере вновь ухудшатся в начале 2010 года, полагает цу Гуттенберг.

«Это двуглавая рецессия, сейчас мы видим только временное улучшение, — считает руководитель аналитического отдела Сбербанка Николай Кащеев. — Правительства используют те же самые методы увеличения финансового плеча для выхода из рецессии, которые и привели к кризису. Идет возвращение к модели 2006 года: чрезмерная ликвидность, безумное развитие деривативных рынков, надувание благосостояния и частного спроса через кредитные ресурсы и в итоге — новый кризис. Как только антикризисные программы будут свернуты, правительства получат тот же букет проблем, что и в начале кризиса».

Между тем, процесс выхода из кризиса дорого обходится всем: кризис обошелся правительствам «двадцатки» в $10 трлн, посчитали в МВФ, из них $9.2 трлн приходится на развитые страны. Следствием этого станет резкий рост госдолга и расходов на его обслуживание. Согласно прогнозу Бюджетного управления Конгресса (CBO) США, дефицит бюджета страны в 2009 финансовом году, который завершится 30 сентября, составит $1.6 трлн, или 11.2% ВВП. Это самый большой дефицит со времен окончания Второй мировой войны. В 2010 году ожидается бюджетный дефицит в размере $1.4 трлн. При этом CBO не ожидает уменьшения дефицита ниже $500 млрд в ближайшие 10 лет. Государственные расходы в этом году увеличатся на 24% — это рекордное повышение с 1952 года. В то же время доходы упадут на 17%, что станет самым значительным сокращением с 1932 года. Государство тратит на 84% больше, чем получает, подсчитал миллиардер Уоррен Баффетт. А долги домохозяйств составляют 130% их располагаемого дохода, сообщает профессор Гарвардского университета Нил Фергюсон. По прогнозам МВФ, 14% потребительских

кредитов, общий объем которых достигает $1.91 трлн, грозит дефолт. Не лучше обстоят дела и с государственными финансами: по оценкам конгресса США, чистый госдолг может вырасти с 41% до 88% ВВП к 2020 году, в этом году он составит 54% ВВП.

Администрация США решила начать работу по сокращению столь огромного дефицита на $260 млрд до $1.58 трлн в 2009 финансовом году. Согласно первоначальным расчетам, за первый год президентства Обамы дефицит бюджета должен был вырасти на рекордную величину: на $1.38 трлн до $1.84 трлн (12.9% ВВП), сообщает газета «Ведомости». За первые девять месяцев финансового года он составил $1.09 трлн и продолжил расти: в июле казна США оказалась в минусе на $180.7 млрд против $102.8 млрд в июне. Прогноз дефицита может быть снижен, так как американское правительство заложило в бюджете слишком высокий объем средств на поддержку финансового сектора.

В то же время, министр финансов США Тимоти Гайтнер обратился к законодателям с просьбой как можно быстрее принять законопроект, поднимающий потолок государственного долга страны. Сейчас он закреплен законом на уровне $12.1 трлн, отмечает ИТАР-ТАСС. Министр в очередной раз указал, что федеральное правительство достигнет потолка госдолга в начале октября 2009 года и может оказаться в состоянии технического дефолта по своим обязательствам. Ожидается, что в текущем финансовом году, который завершится 30 сентября, правительство США продаст облигаций, чтобы изыскать средства на реализацию антикризисных программ, ведение войны в Афганистане и Ираке и другую деятельность, на общую сумму $2 трлн, а в 2010 году — еще на $1.6 трлн. Крупнейшим кредитором Америки является Китай. Он приобрел больше всего гособлигаций США — на $776.4 млрд. За ним следует Япония с $711.8 млрд. В первую десятку также вошли Великобритания ($214 млрд); группа из 15 стран – экспортеров нефти, включая Саудовскую Аравию и Венесуэлу ($191 млрд); группа стран Карибского бассейна ($189.7 млрд), Бразилия ($139.8 млрд), Россия ($119.9 млрд), Люксембург ($104.2 млрд), Гонконг ($99.8 млрд) и Тайвань ($77 млрд). Помимо государств, американские казначейские бумаги покупают иностранные юридические и физические лица, равно как и отечественные компании, фонды и частные лица.

Такого долгового бремени у США еще не было, подчеркивает Баффетт: «Судьба доллара в руках конгресса. Раскручивание долгового маховика может нанести сокрушительный удар по американской национальной валюте, и как только восстановление наберет обороты, законодатели должны положить конец наращиванию госдолга, иначе это приведет к гиперинфляции. Но Вашингтон не готов пока поддержать призыв ряда европейских столиц уже сейчас постепенно прекращать использовать чрезвычайные меры, которые были выработаны, чтобы не допустить развития глобального экономического кризиса по катастрофическому сценарию.

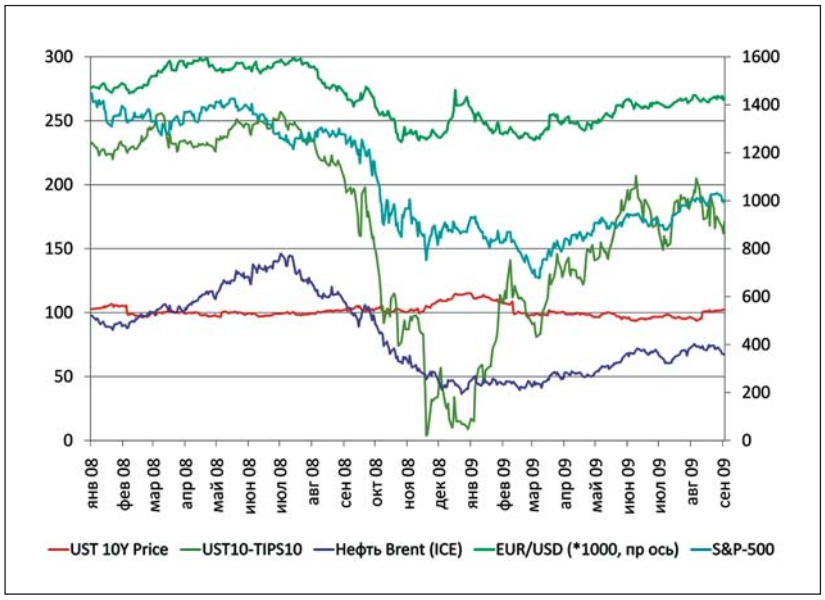
Солидарно с американскими властями и правительство Великобритании. Англия поставила цель добиться увеличения на $75 млрд, до $175 млрд, совместного взноса стран Евросоюза в специальный стабилизационный фонд МВФ размером $500 млрд. В результате ЕС обеспечит дополнительное антикризисное финансирование МВФ на сумму 125 млрд евро. Китай подписал с МВФ соглашение о приобретении у Фонда облигаций на $50 млрд. В конце мая о готовности вложить в облигации МВФ до $10 млрд объявила Россия. Японские власти намерены учредить в 2010 году свой инвестиционный фонд на сумму свыше 100 млрд иен (более $1 млрд по текущему курсу) в целях содействия развитию инфраструктуры в Азиатском регионе.

В конце августа — начале сентября гособлигации США росли, а доходность снижалась. Это связано с опасениями инвесторов по поводу того, что рост рынка акций приблизительно на 50% за последние полгода необоснован, учитывая сложности, все еще существующие в экономике, особенно в отношении занятости. Отчет ADP по безработице в частном секторе увеличил опасения относительно того, что число ищущих работу будет продолжать оказывать давление на потребительские расходы и задерживать восстановление экономики. Августовское сокращение (298 тыс.) оказалось самым низким с сентября 2008 года, однако аналитики ожидали, что цифра окажется еще ниже.

В то же время, рынок акций в начале и середине августе демонстрировал рост, чему способствовали новые экономические данные и продление полномочий Бена Бернанке на посту главы ФРС. По данным Conference Board, индекс потребительского доверия вырос в августе до 54.1, превысив ожидания экономистов, предрекавших рост индекса до 48 пунктов. Цены на жилье выросли за три месяца на 2.9% по данным на 30 июля, согласно последнему отчету S&P/Case-Shiller, что является первым квартальным увеличением цен за три года.

В США впервые за полтора года отмечен рост активности в производственном секторе, что, как отмечают эксперты,

*Ключевые мировые индикаторы*

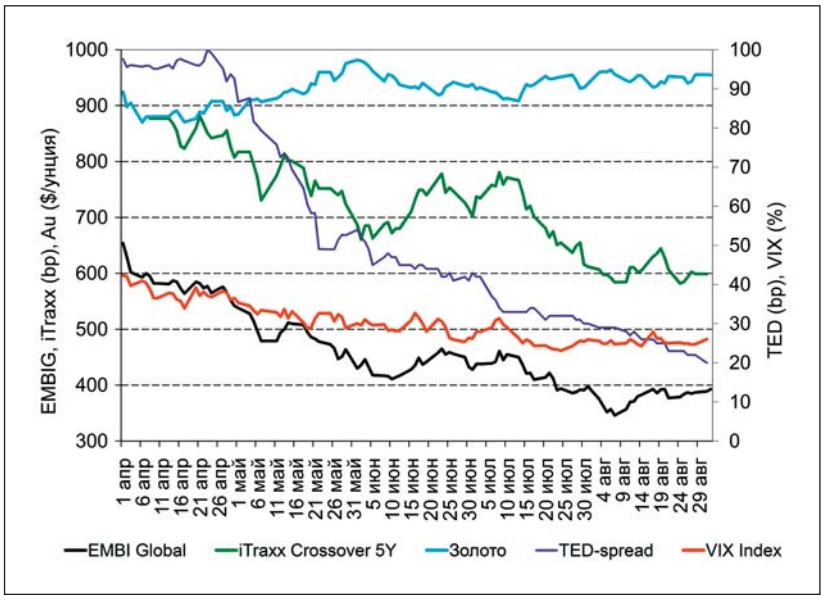


может свидетельствовать о начале выхода экономики из кризиса. Согласно обнародованным данным Института управления снабжением, индекс производственной активности в США вырос в августе этого года до 52.9 пункта, тогда как в июле составлял 48.9 пункта. Такой большой рост стал неожиданностью для специалистов, которые предсказывали повышение индекса в августе лишь до 50.5 пункта. Темпы сокращения американской экономики во втором квартале 2009 года оказались лучше прогнозов экспертов. Как отмечается в опубликованном докладе министерства торговли США, падение ВВП за этот период в годовом исчислении составило 1%, в то время как независимые аналитики обещали сокращение не менее 1.5%.

Положительные новости поступают и из финансового сектора. За два года с начала финансового кризиса ФРС США получила прибыль в размере $14 млрд от антикризисных кредитных программ, в рамках которых миллиарды долларов были направлены на повышение ликвидности финансовой системы страны, сообщает газета Financial Times. Согласно внутренней оценке ведомства, прибыль образовалась за счет разницы между объемом полученных ФРС комиссий и процентов по выданным кредитам ($19 млрд) и прибыли, которую банк мог бы получить, если бы инвестировал аналогичный объем средств в трехмесячные облигации Казначейства США ($5 млрд), начиная с августа 2007 года. По другим подсчетам, как сообщает газета «Коммерсант», правительство США выручило только от прошлогодней программы предоставления экстренной помощи американским банкам $4 млрд. По данным The New York Times, правительство получило эту прибыль после того, как десять крупнейших банков в начале июня выкупили у государства свои привилегированные акции на общую сумму 68 млрд. Впрочем, исследователи подчеркивают, что на попечении государства остается еще довольно много проблемных активов, чтобы можно было делать окончательные выводы о том, насколько прибыльной для США оказалась программа оказания госпомощи своим корпорациям, куда входят Fannie Mae, Freddie Mac (проблемные ипотечные активы агентств хотят выделить в «плохой банк»), AIG и General Motors. Правительство США выделило на выкуп обесцененных активов девяти крупнейших финансовых организаций $175 млрд в 2008 году, что вызвало недовольство и протесты американцев.

Восьмерка крупнейших банков США, получавших правительственную помощь в течение 2008/09 финансового года, полностью выплатила свои годовые обязательства перед государством, сумма которых составила $4 млрд, пишет американская газета New York Times. В частности, инвестиционный банк Goldman Sachs выплатил $1.4 млрд, Morgan Stanley — $1.3 млрд, American Express — $414 млн. Кроме того, правительство также получило $334 млн от Northen Trust, Bank of New York Mellon (BNYM), State Street, U.S. Bancorp и BB&T.

*Индикаторы склонности к риску*




Однако и потери банковской системы США остаются существенными: уже 81 коммерческий банк закрылся в текущем году в США. По мнению специалистов, нынешний год в США не переживут еще многие банки. Для некоторых единственным выходом станет слияние. Причинами закрытия чаще всего становятся массовые невозвраты ипотечных и потребительских кредитов, в том числе из-за роста уровня безработицы. Оказавшиеся без работы люди просто не в состоянии платить по кредитам.

В то же время, и дефолты по корпоративным облигациям в мировой экономике достигли рекордной суммы в $463 млрд. Как сообщает FT со ссылкой на рейтинговое агентство S&P, в таком объеме за первые шесть месяцев нынешнего года 201 компания объявила дефолт по своим корпоративным облигациям. Однако, как отмечают специалисты, в последние месяцы размеры и частота корпоративных дефолтов в мировой экономике начали снижаться. Между тем, на финансовых рынках сохраняется устойчивый спрос на корпоративные облигации, так как они имеют в нынешней экономической фазе более высокую доходность, нежели иные виды ценных бумаг. Так, за первое полугодие текущего года компании выпустили своих облигаций на сумму в $1.1 трлн. Это является абсолютным рекордным показателем в истории мировой экономики. Ужесточение условий кредитования вынудило многие компании обратиться к другим источникам финансирования, размещение бондов пользуется все большей популярностью, пишет газета The Wall Street Journal.

Несмотря на ряд негативных факторов, оптимизм инвесторов все же растет, что подтверждают и переподписка на новые эмиссии с развивающихся рынков, и индикаторы склонности к риску, которые хоть и не такими темпами, как в предыдущем месяце, но все-таки продолжают снижаться. Спред по индексу EMBI+ снизился за месяц на 12 пунктов до 377. TED-спред (между 3m LIBOR и 3m UST) и спред индекса дефолтных свопов iTRAXX Crossover снизились на 10 пунктов до 20 б.п. и 612 пунктов соответственно, индекс CDX.EM снизился на 7 пунктов до 326. Индекс волатильности VIX Index по индексу S&P500 закрепился на среднем уровне 26%, сам индекс S&P500 вырос на 33 пункта.