Дилемма ФРС

Константин Васильев

В СЕНТЯБРЕ ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ США СНИЗИЛАСЬ НА ФОНЕ ОПАСЕНИЙ ОТНОСИТЕЛЬНО РАСТУЩЕЙ БЕЗРАБОТИЦЫ И МЕДЛЕННОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ ЭКОНОМИКИ. ЭТО ЗАСТАВЛЯЕТ ФРС ДЕРЖАТЬ СТАВКУ ОКОЛО НУЛЯ, НО МАСШТАБНЫЕ ИСКУССТВЕННЫЕ ВЛИВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ МОГУТ ВОСКРЕСИТЬ СТАРОГО ВРАГА — ИНФЛЯЦИЮ, ВСТАЮЩУЮ НА ПУТИ НЕОГРАНИЧЕННОЙ ЭМИССИИ ДОЛГА.

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

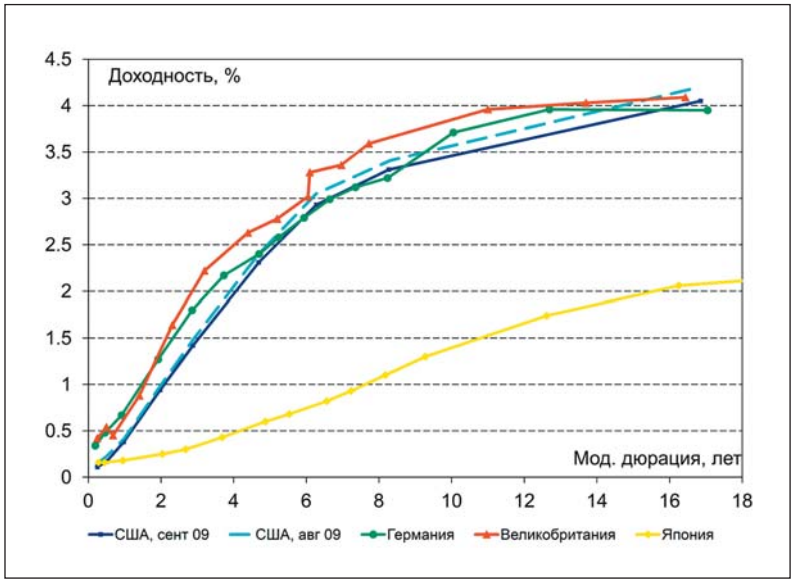
Доходность по десятилетним американским облигациям по итогам сентября впервые за три месяца наметила небольшую, но уже заметную тенденцию к снижению, оторвавшись от колебаний вокруг 3.5% и составив на конец месяца 3.3%. В начале октября тенденция сохранилась, и индикативные облигации показали уже 3.15%. Спред между 30-летними бондами и двухлетними нотами снизился на 10 пунктов до 310, спред между UST и TIPS вырос на 10 б.п. до 178 пунктов.

Вышедшие в конце сентября отчеты напугали инвесторов, обеспокоенных состоянием экономики, что привело к падению рынка акций и росту интереса к облигациям. Институт управления поставками сообщил о том, что индекс производственной активности США в сентябре понизился до 52.6 с 52.9 в августе. Данная цифра оказалась значительно ниже прогнозов аналитиков. Министерство труда также опубликовало еженедельный отчет по новым заявкам на пособие по безработице, число которых неожиданно выросло до 551 000 после трех недель снижения данного показателя. Уровень безработицы вырос до 9.8%, что соответствует ожиданиям рынка. Согласно обнародованному докладу, в сентябре было ликвидировано 263 тыс. рабочих мест, а в целом с декабря 2007 года, с началом рецессии в экономике, — 7.2 млн мест. Работы сейчас не имеют 15.1 млн американцев. Безработица является одной из важнейших причин для беспокойства на рынке в период рецессии.

Сдерживающим фактором для цен на казначейские облигации по-прежнему являются еженедельные крупномасштабные аукционы (более $70 млрд), направленные на финансирование огромного дефицита бюджета, и выкуп облигаций. В рамках программы по выкупу гособлигаций, которая началась 25 марта и должна завершиться в октябре, Федеральный резерв к настоящему времени приобрел госбумаги на общую сумму $283 млрд (95% от программы). Американский ЦБ купил облигации пяти из восьми выпусков, допущенных к участию в этом раунде выкупа, с погашением в период с февраля 2021 года по август 2022 года. Доходность десятилетних US Treasuries составляла 3.45% по сравнению с 2.46% 18 марта, когда было объявлено о программе выкупа долгосрочных гособлигаций. Годовой дефицит бюджета США составил по итогам августа $1.38 трлн, сообщило американское министерство финансов, в августе дефицит составил $111.4 млрд; это значительно меньшая сумма, чем прогнозировали эксперты — $152 млрд.

Облигации на других ключевых рынках также показали сдержанную динамику: доходность облигаций Германии и Японии снизилась на длинном конце кривой на 5–10 б.п., по облигациям Великобритании — выросла на аналогичную цифру. Индикативные ставки LIBOR и EURIBOR снизились на 10 б.п. до 0.3% и 1% соответственно. Основные мировые ЦБ в сентябре ставки не меняли.

Кривые доходности США, Японии, Германии и Великобритании



Федеральная резервная система США 24 сентября оставила без изменения учетную ставку межбанковского кредита. Согласно опубликованному решению, этот показатель по-прежнему составляет от 0 до 0.25%. При этом руководители ФРС заявили о том, что американская экономика находится в стадии восстановления после кризиса. «Информация, полученная со времени последнего собрания ФРС в августе, позволяет предположить, что экономическая активность возрастает после спада», — говорится в заявлении, опубликованном по итогам заседания комитета по операциям на открытом рынке ФРС. Конгресс США, по мнению экс-главы ФРС Алана Гринспена, будет всеми силами бороться за сохранение нулевой процентной ставки на фоне рекордного роста безработицы, в то время как ФРС необходимо будет повышать ее, чтобы добиться ценовой стабильности. Однако если этого вовремя не сделать, инфляция в стране значительно ускорится, сказал Гринспен. По его словам, это «утопит» рынок долгосрочных облигаций. К Гринспену присоединился член правления ФРС Кевин Уорш, заявив, что регулятор может оказаться вынужден поднимать ставки, чтобы удержать инфляцию под контролем. В августе инфляция в США составила 0.4%. По прогнозам Goldman Sachs, дефляция в 1.6% в III квартале сменится ростом цен в 1% в IV квартале.

Рост инфляции в США не выгоден никому, и в первую очередь — инвесторам. Министр финансов Японии Хирохиса Фудзии пообещал вмешаться в ситуацию на валютном рынке страны в случае дальнейшего ослабления американского доллара. Курс доллара накануне упал в Токио до самого низкого уровня с 27 января этого года и приблизился к отметке 88 иен за доллар. По мнению аналитиков, главная причина слабости американской валюты — низкие банковские ставки в США и ожидания экспертов, что ФРС «будет поддерживать мягкие льготные условия кредита достаточно длительный период». Глава Европейского центрального банка Жан-Клод Трише также высказался в поддержку сильного доллара. Тем не менее, с минувшего февраля доллар обесценился на 15% по отношению к евро, что, по мнению специалистов, затрудняет процесс выхода стран зоны единой валюты Евросоюза из нынешнего кризиса. При этом эксперты ЕЦБ не исключают дальнейшего падения обменного курса доллара. Выступление Трише совпало с заявлением главы Всемирного банка Роберта Зеллика о том, что доллару как мировой резервной валюте будет брошен вызов, так как нынешний кризис «изменяет геометрию мировой экономики». При этом Зеллик заметил, что сейчас происходит «перестройка» Бреттон-Вудской системы, которая основывалась на безоговорочном лидерстве доллара в мировой экономике и финансовой системе.

Состояние экономики США пока не достигло точки подлинного восстановления от последствий глобального кризиса, считает министр финансов Тимоти Гайтнер. «Я бы сказал, что восстановления еще нет. Под восстановлением мы подразумеваем ситуацию, при которой люди снова трудятся, могут снова обрести занятость, предприниматели опять инвестируют. Мы еще до этого не дошли», — отметил глава Минфина. Он также считает преждевременным говорить о сроках прекращения правительственной программы оказания кредитной помощи финансовым учреждениям страны.

С другой стороны, аналитики, опрошенные The Wall Street Journal, повысили прогноз роста экономики США в III квартале до 3%. Ранее, месяц назад, экономисты ожидали роста на 2.4%, а в июне — лишь на 0.6%. По прогнозам аналитиков, в IV квартале этого года американская экономика вырастет на 2.5%. В 2010 году ВВП США увеличится, по мнению экономистов, на 2.8% после сокращения в этом году на 0.7%. Большинство аналитиков, участвовавших в опросе, считает, что рецессия в США уже завершилась. Глава ЕЦБ Жан-Клод Трише, напротив, считает, что пока рано говорить завершении кризиса и на данном этапе не время отзывать меры поддержки экономики. Согласно прогнозу ЕЦБ, ВВП еврозоны в 2010 году вырастет на 0.2%, в 2009 году экономика региона сократится на 4.1%.

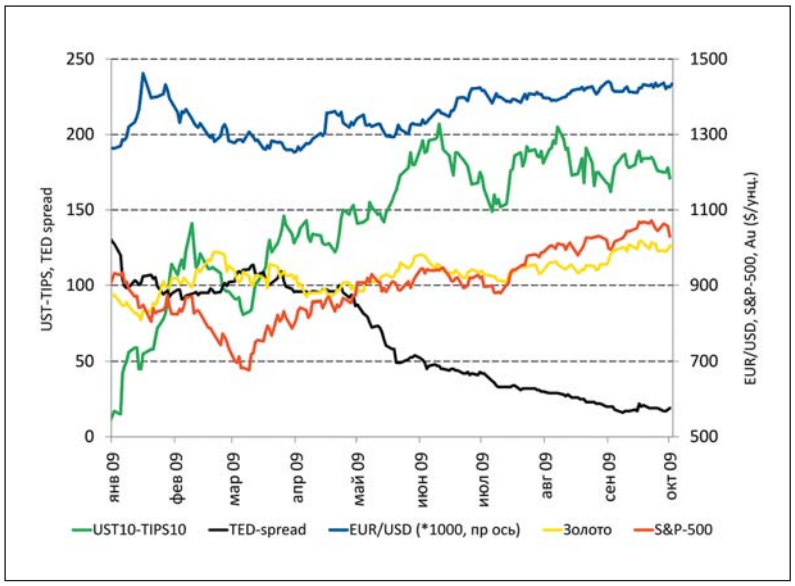
Тем не менее, ФРС США объявила о сокращении некоторых программ кредитования, введенных ею в экстренном порядке в условиях кризиса, мотивировав свое решение «продолжающимся улучшением» ситуации на финансовых рынках, сообщает агентство Bloomberg. В частности, американский ЦБ сократит объем средств, которые будут предлагаться банкам на очередных аукционах в рамках программы краткосрочного финансирования (term auction facility, TAF) в октябре до $50 млрд с $75 млрд. Срок, на который будут предоставляться средства, уменьшится с 84 дней до 70 дней. ФРС также сократит в октябре объем кредитования облигациями (term securities lending facility, TSLF) с $75 млрд до $50 млрд. В дальнейшем предполагается уменьшить объем до $25 млрд. Объявленные меры представляют собой дальнейшее сворачивание программ экстренного финансирования, разработанных Центробанком для подержания финансовых компаний и экономики в целом в разгар кризиса. ФРС впервые сократила объемы TAF и TSLF в июле. В то же время, общие потери частных финансовых организаций в США по линии предоставления крупных кредитов (не менее $20 млн) составили рекордно высокие $53.3 млрд в текущем году. В прошлом году данный показатель достигал лишь $2.6 млрд, в 2002 году — $19.1 млрд.

СКЛОННОСТЬ К РИСКУ

Несмотря на макроэкономические проблемы США и рост привлекательности базовых активов, склонность к риску продолжает расти. По итогам месяца спред по индексу EMBI+ снизился еще на 50 пунктов до 327, индекс CDX. EM снизился на 40 пунктов, спред индекса дефолтных свопов iTRAXX Crossover сократился более чем на 100 пунктов до 490. Таким образом, спреды доходности между облигациями Emerging Markets и бондами развитых стран сократились до уровня, предшествовавшего коллапсу инвестбанка Lehman Brothers Holdings Inc. TED-Спред (между 3m LIBOR и 3m UST) остался на уровне около 20 б.п., цены на золото держатся в районе 1000$/унция, S&P-500 вырос за месяц на 36 пунктов.

Дополнительно отметим следующую тенденцию: американские ПИФы переводят деньги из активов с низкой доходностью в корпоративные облигации, пишет газета Financial Times. Вместе с тем, неопределенность на фондовом рынке по-прежнему удерживает инвесторов от значительных вложений в акции США, хотя многие из них все же соблазнились потенциально высокой прибылью на рынках акций Emerging Markets, передает

Ключевые мировые индикаторы



ИНТЕРФАКС-АФИ. В текущем году инвесторы вывели $350 млрд из фондов денежного рынка, по данным Lipper FMI Americas. Отток превысил годовые показатели последних лет, хотя до конца 2009 года еще осталось более 3 месяцев. Совокупные активы инвестфондов оцениваются на уровне $3.4 трлн. Рекордный приток средств зафиксирован в инвестфондах, вкладывающих средства в налогооблагаемые активы с фиксированной доходностью (гособлигации, ипотечные бумаги, корпоративные бонды) и муниципальные облигации, по инвестициям в которые в США предлагаются налоговые льготы. Чистый приток инвестиций в первую группу фондов составил $199 млрд, во вторую — $55 млрд. От перераспределения инвестиционных потоков с денежно-кредитных рынков в другие активы больше всего выиграл сектор облигаций корпораций с инвестиционными рейтингами, чистый приток средств в который составил $121.5 млрд с начала 2009 года. Предыдущий рекорд за полный год был более чем в полтора раза меньше — $77.1 млрд, по данным Lipper FMI. С начала года инвесторы изъяли из фондов акций США $6.3 млрд. Отток средств в фондах, инвестирующих на международном рынке акций (80% вложений за пределами США), превысил $20 млрд — в основном сократились инвестиции в развитые страны, так как фонды акций Emerging Markets зафиксировали чистый прирост на $15.3 млрд.

ПОСЛЕДСТВИЯ КРИЗИСА

По оценке Международного валютного фонда, общемировой ущерб от экономического кризиса, который понесли банки и другие финансовые структуры, составил $3.4 трлн, сообщил директор Международного валютного фонда (МВФ) по денежным рынкам и рынкам капитала Хосе Виналс. Как передает ИТАР-ТАСС, в отчете МВФ отмечается, что полгода назад общий ущерб от кризиса прогнозировался на уровне $4 трлн. По мнению Фонда, мировая экономика восстанавливается быстрее, чем прогнозировалось, хотя все еще существует необходимость продолжать стимуляционные меры, которые предпринимают правительства ряда стран. Виналс указал, что, несмотря на повышение показателей роста мировой экономики, эксперты МВФ по-прежнему предусматривают в своих выкладках увеличение общих потерь от кризиса на $1.5 трлн. В отчете отмечается, что Франция, Германия и Япония уже вышли из периода рецессии благодаря согласованным действиям правительств и центробанков. МВФ также считает, что экономика США к концу текущего года начнет расти до 1.5% в 2010 году, однако тяжелые условия кредитования потребителей и предприятий снизят темпы восстановления американской экономической системы в целом.

По другой оценке, крупнейшие экономики мира (без учета развивающихся стран) потратили на борьбу с глобальным кризисом $10 трлн, или в среднем по $10 тыс. на каждого своего гражданина. Об этом сообщает BBC News, подсчитавшее глобальные антикризисные траты на основе данных МВФ. Так, развитые страны уже выделили финансовому сектору $9.2 трлн, а развивающиеся — $1.6 трлн. На данный момент наибольшие расходы взяли на себя Великобритания и США, потратившие в среднем по 30 тыс. фунтов стерлингов и $10 тыс. соответственно на каждого своего гражданина. Антикризисные расходы Великобритании составили 94% ВВП страны, а США — 25%. По оценке BBC News, мировая экономика в 2009 году сократится на 2.3%, или на $1 трлн. В то же время, объем списаний активов мировым финансовым сектором достиг $4 трлн, из которых две трети пришлось на крупнейшие банки, такие как Citigroup и Royal Bank of Scotland. При этом $1.8 трлн, или половина указанной суммы списаний, пришлось на облигации, обеспеченные ипотечными кредитами. Европейские банки также могут столкнуться с потерями в размере 400 млрд евро в текущем году. Такие результаты показали стресс-тесты финансовых организаций Европы, сообщили представители Евросоюза.

С начала кризиса МВФ открыл несколько кредитных линий для государств, наиболее пострадавших от кризиса, включая Белоруссию, Украину, Латвию, Исландию, Венгрию и некоторые другие. Международный валютный фонд намерен изменить монетарную и фискальную политику в ближайшие два-три года. Об этом сообщил его директор-распорядитель Доминик Стросс-Кан: «Кризис не завершился, мы увидим, когда надо будет внедрять новую стратегию».

Пик дефолтов МВФ обещает в конце 2009 – начале 2010 года на уровне корпораций и домохозяйств. Безработица подстегнет рост дефолтов в портфеле потребкредитов, отмечает фонд. По данным Bloomberg, общий уровень долгов потребителей США составляет $2.5 трлн. Корпорациям потребуется рефинансировать валютные долги размером в $400 млрд в ближайшие два года, подсчитал МВФ. Будет ухудшаться ситуация и с государственными и муниципальными финансами, отмечает Джон Чамберс из Standard & Poor's: уровень госдолгов развивающихся рынков вырастет более чем на 5% к 2011 году. Но массовых суверенных дефолтов аналитики не ожидают.