Июнь принес новые неприятности для ФРС, в дополнение к европейскому долговому кризису, разразившемуся в мае. Вышедшие в июне данные о состоянии американского рынка труда оказались хуже ожиданий, данные о рынке жилья были и вовсе мрачными, а ценовые индикаторы носили дезинфляционный характер. Как следствие, картина экономического оживления в США стала менее убедительной, а ожидаемые сроки повышения ставки по федеральным фондам отодвинулись вдаль.

ФРС В РЕЖИМЕ damage control

Елена ЗОТОВА,
независимый обозреватель

Естественно, что перед очередным заседанием комитета ФРС (FOMC), состоявшимся 22–23 июня, финансовые рынки не волновались из-за базовой ставки. Вместо этого в финансовом сообществе обсуждался вопрос о том, не появятся ли в заявлении ФРС алармистские ноты.

FOMC выпустил по итогам заседания относительно спокойное заявление. Изменения, сделанные в тексте по сравнению с апрельским коммюнике, просто отразили новые экономические данные, которые появились в июне. В заявлении от 28 апреля говорилось, что экономическая активность в США продолжает «укрепляться и ситуация на рынке труда начинает улучшаться». Действительно, перед апрельским заседанием FOMC у руководства ФРС имелись данные отчета о занятости за март, показавшие ускорение роста числа рабочих мест в частном секторе американской экономики. Позднее, когда министерство труда США уточнило цифры за прошедшие месяцы, оказалось, что в марте число рабочих мест в частном секторе выросло на 158 тыс. по сравнению с 62 тыс. в феврале и 16 тыс. в январе. Данные за апрель, вышедшие в мае, были еще лучше: прирост числа рабочих мест в частном секторе составил 218 тыс. Однако перед июньским заседанием FOMC картина была испорчена отчетом о занятости за май. Оказалось, что в мае количество рабочих мест в частном секторе увеличилось только на 41 тыс. «Ситуация на рынке труда улучшается постепенным образом», — прокомментировал FOMC в заявлении от 22–23 июня, отметив, что «экономическое оживление продолжается» и «потребительские расходы увеличиваются».

Характеристика ситуации в корпоративном секторе, которую FOMC дал в июне, была почти такой же, как в апреле, с некоторым улучшением. Согласно июньскому заявлению комитета ФРС, «корпоративные расходы на оборудование и программное обеспечение растут значительными темпами; однако инвестиции в здания и сооружения остаются слабыми, и работодатели не склонны увеличивать численность персонала». В апреле про инвестиции в здания и сооружения было сказано, что они уменьшаются.

Описание ситуации в жилищном секторе, напротив, ухудшилось. В апреле оно звучало так: «Активность нового жилищного строительства несколько повысилась, но осталась на депрессивном уровне». В июньском заявлении был зафиксирован только «депрессивный уровень», без повышения. Еще бы: согласно данным министерства торговли, опубликованным в середине июня, уровень нового жилищного строительства в Аме-

рике упал в мае на 10% по сравнению с апрелем, до пятимесячного минимума. 30 апреля истек срок действия правительственной программы, по которой американцы, покупавшие жилье впервые, могли получить налоговый кредит на его покупку. Окончание действия программы немедленно отразилось в на показателях жилищного строительства и продаж домов. На вторичном рынке продажи понизились в мае на 2.2% относительно апреля, а на первичном рынке обрушились на 32.7% до минимального уровня за всю историю регистрации данных, начавшуюся в 1963 году.

Как и в своем апрельском коммюнике, в июньском заявлении FOMC указал, что «объем банковского кредитования продолжает уменьшаться». Но ситуация на финансовых рынках, которая раньше оказывала «поддержку экономическому росту», ухудшилась к июньскому заседанию FOMC. В заявлении от 23 июня комитет ФРС констатировал: «Финансовые условия стали менее поддерживающими для экономического роста, что в основном отражает события за рубежом». Иллюстрацией для данного тезиса служат, в частности, неблагоприятные изменения ставок LIBOR, произошедшие в связи с европейским кризисом. Ставка LIBOR по трехмесячным кредитам в долларах, которая в конце апреля составляла 0.27–0.28%, в мае выросла до 0.54%. Индекс Standard & Poor's 500, главный индикатор американского рынка акций, в мае упал на 8.4%. Непосредственно перед июньским заседанием комитета ФРС S&P 500 находился чуть выше значения при закрытии в мае, но ситуация на фондовых биржах была неустойчивой. Позднее, за неделю, оставшуюся до конца июня после заседания FOMC, американский рынок акций понес крупные потери.

Наконец, в июньском заявлении комитету ФРС пришлось отметить нежелательные изменения в ценовой сфере. «Базовая инфляция имеет тенденцию к снижению», — указали руководители ФРС, опасающиеся дезинфляционных процессов. В середине июня были опубликованы майские данные об оптовой и розничной инфляции в США. Core PPI, индекс цен производителей без учета цен на энергоносители и пищевые продукты, повысился в мае на 1.3% относительно того же месяца 2009 года. Core CPI, базовый индекс потребительских цен, повысился за год на 0.9%. Такой же годовой прирост Core CPI был зафиксирован и в апреле; это самый низкий показатель за период с 1966 года.

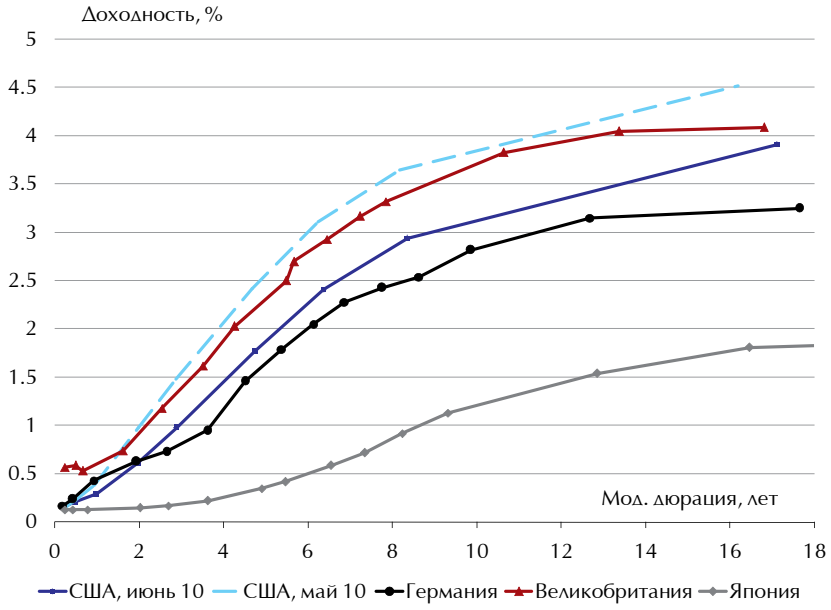


Рисунок 1

Индикативные кривые доходности

На следующий день после выхода данных о потребительских ценах, 18 июня, экономисты JP Morgan пересмотрели свой прогноз по срокам первого повышения ставки ФРС в текущем цикле: ожидаемый срок сдвинулся со второго квартала на четвертый квартал 2011 года. По словам экономистов JP Morgan, главной причиной для изменения прогноза стали дезинфляционные явления.

Для экономистов ряда других финансовых компаний, входящих, как и JP Morgan, в группу первичных дилеров по казначейским облигациям США, поводом для пересмотра прогнозов стал долговой кризис в Европе. Некоторые первичные дилеры еще в мае сдвинули свои ожидания относительно первого повышения ставки ФРС на более отдаленный срок. В июне об изменении прогнозов сообщили экономисты Barclays Capital, Credit Suisse, Deutsche Bank и UBS. Так, в Barclays и UBS ранее полагали, что ФРС приступит к повышению ставки в сентябре 2010 года. В июне экономисты UBS перенесли этот срок на январь 2011 года, а экономисты Barclays — на апрель 2011 года. Экономисты Credit Suisse тоже «перезаложились» с текущего года на следующий. В Deutsche Bank изменение прогноза было менее радикальным: с третьего квартала 2010 года на четвертый квартал этого же года.

Ожидания Deutsche Bank резко расходятся с прогнозом Goldman Sachs, где считали и считают, что ФРС приступит к повышению ставки не ранее 2012 года. Экономисты Goldman Sachs еще в декабре дали прогноз, предполагающий, что ФРС не будет повышать ставку в 2010 и 2011 году. С тех пор их взгля-

«НЕСМОТРЯ НА МАЙСКИЕ ПОТРЯСЕНИЯ, ВЫЗВАННЫЕ ЕВРОПЕЙСКИМ КРИЗИСОМ, В НАЧАЛЕ ИЮНЯ ПРЕЗИДЕНТ ФРБ В КАНЗАС-СИТИ ТОМАС ХЕНИГ ВЫСКАЗАЛ МНЕНИЕ, ЧТО КОМИТЕТУ ФРС К КОНЦУ ЛЕТА (СЕНТЯБРЬ В АМЕРИКЕ) СЛЕДУЕТ ПОВЫСИТЬ БАЗОВУЮ СТАВКУ ДО 1%, ПОСЛЕ ЧЕГО СДЕЛАТЬ ПАУЗУ, ОЦЕНИТЬ ОБСТАНОВКУ И, ЕСЛИ ОЖИВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ НЕ ЗАМЕДЛИТСЯ, «ДОВОЛЬНО БЫСТРО» ПОВЫСИТЬ СТАВКУ ДО 3%»

ды только укрепились. Главный экономист по США в Goldman Sachs Ян Хатциус подтвердил в июне, что не ожидает повышения ставки до 2012 года, поскольку и инфляция, и безработица в стране будут, вероятно, еще долго оставаться значительно хуже целевых уровней ФРС. В комментариях от 7 июня Хатциус сказал, что в ближайшие шесть-девять месяцев более вероятным будет не повышение ставки, а возобновление политики количественного смягчения, хотя прогнозы Goldman Sachs в рамках базового сценария не предполагают возвращения к такой политике.

Большие перемены на рынках и в умах не изменили взглядов самого убежденного «ястреба» ФРС, президента ФРБ в Канзас-сити Томаса Хенига. Несмотря на майские потрясения, вызванные европейским кризисом, в начале июня Хениг высказал мнение, что комитету ФРС к концу лета (сентябрь в Америке) следует повысить базовую ставку до 1%, после чего сделать паузу, оценить обстановку и, если оживление экономики не замедлится, «довольно быстро» повысить ставку до 3%. На заседании FOMC 22–23 июня Хениг в очередной раз выступил диссидентом и проголосовал против того, чтобы в заявлении комитета содержалось обещание удерживать базовую ставку на «чрезвычайно низких уровнях в течение длительного периода».

Между тем, динамика рынка казначейских обязательств США в июне однозначно указывала на то, что его участники не видят никакого ужесточения монетарной политики ФРС в очень долгой перспективе. Доходность десятилетних казначейских нот упала к концу июня до уровней ниже 3%, что произошло впервые после апреля 2009 года. Доходность двухлетних казначейских бумаг опустилась к концу июня до рекордно низких значений вблизи 0.6%. В финансовом сообществе пошли разговоры о том, что рынок UST предсказывает повторную рецессию.

Судя по динамике рынка казначейских обязательств и рынков акций в последние месяцы, инвесторы не уверены в перспективах экономики США. Пессимисты предвидят новый спад, оптимисты надеются на лучшее, но опасаются замедления темпов роста американской экономики. По данным Bank of America Merrill Lynch, в первой половине 2010 года казначейские облигации принесли доход в размере 5.8%. За тот же период глобальный фондовый индекс MSCI World упал на 10.4%. Индекс S&P 500, который в апреле достиг 19-месячного максимума при закрытии на отметке 1217.28, к концу июня упал от с этого уровня на 15.3%. По итогам первого полугодия S&P 500 опустился на 7.6%.

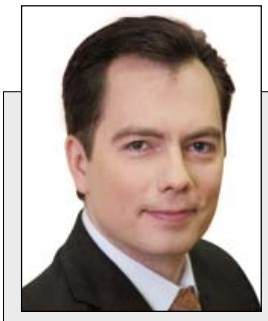
Руководители ФРС, выступавшие в июне с речами, были сдержанны в заявлениях о европейском кризисе и волнениях на финансовых рынках. Тон был задан председателем ФРС, который 9 июня выступил с докладом в бюджетном комитете Палаты представителей. «Хотя недавнее падение акций и ослабление экономических перспектив в Европе оставит некоторый отпечаток на американской экономике, компенсирующие факторы включают понижение процентных ставок по казначейским облигациям и ипотечным кредитам, а также более низкие цены на нефть и некоторые другие сырьевые товары, которые торгуются на глобальном рынке», — заявил Бен Бернанке в докладе. Отвечая на вопросы конгрессменов об экономике и возможности повторной рецессии, Бернанке сказал, что, на его взгляд, «в экономическом оживлении произошел важный переход от состояния, поддерживаемого в основном динамикой складских запасов и фискальной политикой, к активности, стимулируемой в большей степени частным конечным спросом». «Безусловно, повторную рецессию никогда нельзя полностью исключить, но в настоящий момент наши ожидания состоят в том, что экономика продолжит расти в этом году примерно на 3–4%», — заявил Бернанке.

> «СУДЯ ПО ДИНАМИКЕ РЫНКА КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И РЫНКОВ АКЦИЙ В ПОСЛЕДНИЕ МЕСЯЦЫ, ИНВЕСТОРЫ НЕ УВЕРЕНЫ В ПЕРСПЕКТИВАХ ЭКОНОМИКИ США»

На момент его выступления 9 июня было известно, что, по предварительным подсчетам, ВВП США вырос за первый квартал на 3% в годовом исчислении. В конце июня министерство торговли представило уточненные данные, показавшие, что ВВП увеличился в первом квартале на 2.7%. Главными драйверами экономики явились потребительские расходы, которые повысились на 3% (+3.5% по предварительным данным), корпоративные инвестиции в оборудование и программное обеспечение (+11.4%), а также складские запасы, увеличение которых внесло 1.88 п.п. в показатель роста ВВП. Несколько показателей, включая инвестиции в жилищное строительство, негативно отразились на ВВП. Рост экспорта был значительным (+11.3%), но по темпам он отстал от роста импорта (+15.8%).

Во втором квартале, судя по данным розничной торговли, расходы американских потребителей были более вялыми, чем в первом квартале. Возможно, в этом проявилось завершение программы поддержки безработных, являвшейся частью пакета фискальных стимулов, который был одобрен Конгрессом в феврале 2009 года. Программа, предусматривавшая увеличение периода выплаты пособия по безработице, закрылась 2 июня.

Поскольку экономическое оживление в США привело лишь к ограниченному прогрессу в частном сегменте рынка труда, то главной опорой американской экономики остается производственный сектор, с которого и началось повышение деловой активности после глубокого спада. Судя по заявлениям американских компаний, работающих в машиностроении, приборостроении и индустрии высоких технологий, во втором квартале дела у них шли прекрасно. Если их квартальные отчеты и, главное, прогнозы, воодушевят рынок акций, риски для экономического роста ослабнут. В противном случае волатильность финансовых рынков подточит деловую уверенность, что негативно скажется на инвестициях, занятости и экономической активности в целом.



Дмитрий ВЛАСОВ,
начальник отдела торговли
долговыми инструментами, ФЦ «Инфина»

Основными темами для обсуждения на внешних рынках в июне были долговые проблемы Европы, отказ Китая от фиксированного обменного курса юаня к доллару, возвращение к политике управляемого плавающего курса и заседание ФРС США 23–24 июня.

Начнем с последнего. Решением Комитета по открытым рынкам ФРС США стало оставить ставку федеральных фондов без изменения. ФРС считает, что на низких уровнях они будут на протяжении длительного периода времени. Сам тон комментария навел многих участников на мысли о том, что этот период может продлиться аж до 2012 года, что стало одной из причин снижения стоимости доллара на валютном рынке, в частности по отношению к евро. Хочу обратить внимание на комментарии экс-председателя ФРС Алан Гринспена: Америка может вскоре столкнуться со значительным ростом стоимости привлечения денежных средств, поскольку возможности заимствования по текущим низким ставкам будут исчерпаны. Представления об огромной кредитоспособности США ошибочны.

На фоне необходимости Минфина США привлечь более $160 млрд (чистое привлечение — $78 млрд) не исключаю, что будет разыграна какая-то негативная «история» — либо с участием Испании, которой требуются 27 млрд евро для погашения долгов в июле, либо связанная, к примеру, с вопросом регулирования рынков. Интересно, какой фактор будет сильнее — необходимость привлечь очередную порцию долга США или догма о ревальвации юаня.

Однако ближайший сосед США по континенту, Канада, первым из стран G7 ужесточил денежно-кредитную политику, повысив ключевую ставку на четверть процентного пункта. На прежнем уровне (0.25% годовых) канадская ставка находилась с июля 2007 года. Согласно заявлению ЦБ Канады, повышение ставки сохраняет политику центробанка стимулирующей и согласуется с ожидаемым увеличением инфляции до 2% с учетом роста потребительских расходов и неопределенности в отношении восстановления мировой экономики.

Экономика Канады по сравнению с другими странами «большой семерки» была затронута кризисом в меньшей степени и сейчас показывает относительно неплохие финансовые результаты: в первом квартале рост ВВП в Канаде составил 6.1% в годовом исчислении и стал максимальным с 2000 года. Инфляция составляет чуть меньше 2%, безработица — порядка 8%.

В июне Центральный банк Китая объявил, что отказывается от фиксированного обменного курса юаня к доллару на уровне 6.83 и возвращается к политике управляемого плавающего курса, который применялся до июля 2008 года. Это означает, что юаню будет позволено укрепиться по отношению к доллару США, причем достаточно ощутимо: предел укрепления составляет 21% в течение трех лет. В качестве обоснования своего решения ЦБ Китая назвал переориентацию с экспорта на внутренний спрос. Такое решение однозначно позитивно скажется на компаниях, экспортирующих товары в Китай либо конкурирующих с ним на национальных рынках. Неудивительно, что оно было положительно воспринято инвесторами и выразилось в росте как фондовых индексов, так и цен на нефть почти до $78.5 за баррель WTI.

Негативным проявлением такого решения является снижение в будущем спроса на казначейские облигации со стороны Китая, который, напомним, является их основным покупателем. Подобные ожидания не преминули сказаться на котировках US Treasuries, которые и без того находились под давлением возросшего аппетита к риску. Доходность UST10 выросла до 2.28%, UST30 — до 4.19%.

Еще одним негативным проявлением станет снижение спроса со стороны Китая на европейские долговые обязательства. И хотя роль Китая как держателя европейского долга не столь значительна, как в случае с американскими казначейскими облигациями, в перспективе это ухудшит возможности европейских правительств рефинансировать собственные долги. Вопрос в том, смогут ли европейские экономики компенсировать сокращение числа возможностей рефинансирования долга дополнительными доходами за счет увеличения налоговых поступлений.

Основные опасения, как и прежде, внушают рынку долговые трудности ряда европейских стран, несмотря на то что европейские правительства предпринимают активные действия для решения этих проблем. Министры финансов Евросоюза на заседании, прошедшем в Люксембурге, поддержали идею введения налога на европейские банки, но пока не достигли согласия по вопросу о том, как должны использоваться данные средства. Важным событием прошедшего заседания стало окончательное согласование деталей финансового механизма помощи европейским странам, попавшим в «долговую яму». Антикризисный фонд объемом 750 млрд евро будет создан на три года в качестве отдельного юрлица, акционерами фонда станут правительства 16 стран в соответствии с их долей в капитале Европейского центрального банка. При необходимости фонд сможет размещать облигации под правительственные гарантии стран – участников фонда, что должно обеспечить этим бумагам наивысший кредитный рейтинг. В целом приходится констатировать, что пока инвесторы не очень оценили предпринимаемые попытки европейских правительств по стабилизации экономической ситуации в Европе. Возможно, это связано с тем, что масштаб европейских долговых проблем еще не полностью проявился.

В июне прошло несколько размещений облигаций Испании. Суверенный заемщик разместил бумаги на срок 10 и 30 лет общим объемом 3.5 млрд евро. Книга заявок на испанские бонды была переподписана даже несмотря на то, что доходность новой порции госдолга оказалась несколько выше, чем в марте и мае. В последнее время Испания привлекает к себе все больше внимания в связи с возросшими опасениями относительно кредитоспособности стран еврозоны. В частности, некоторые эксперты говорят о высокой вероятности повторения «греческого сценария» в этой южноевропейской стране. Поначалу Греция тоже занимала по высоким уровням, а потом интерес к этим рискам пропал вовсе!

В июне произошел ряд политических отставок. В начале июня произошла отставка президента Германии Х. Келлера. И хотя причины его ухода не связаны напрямую с экономической ситуацией в стране, это говорит о некоторой политической нестабильности в крупнейшей европейской экономике.

2 июня утром премьер-министр Японии Юкио Хатояма официально объявил о том, что уходит в отставку в связи с потерей доверия избирателей: его рейтинг за девять месяцев снизился с 70% до 20%. Премьер-министру не удалось сдержать свое предвыборное обещание переместить военную базу США с острова Окинава (один из наиболее значительных американских военных объектов в Тихоокеанском регионе из размещенных за пределами США).

Не осталась в стороне и Австралия. Премьер-министр страны Кевин Радд объявил об уходе со своего поста. По мнению аналитиков, популярность К. Радда существенно сократилась в последние месяцы на фоне перестановок среди оппозиционных лидеров Австралии и недовольства населения политикой лейбористов. Так, жители Зеленого континента с изрядной долей недовольства восприняли намерения К. Радда увеличить налоги на деятельность горнодобывающих предприятий, играющих существенную роль в австралийской экономике, а также проекты организации торговли квотами на выброс парниковых газов по примеру европейского рынка.