Мировое экономическое восстановление идет ни шатко ни валко: где-то подросло, где-то упало. Америка готовится к замедлению экономического роста, предсказанному ФРС. В Европе чувствуется продолжающееся экономическое расслоение между центром и периферией. Хотя, судя по реакции финансовых рынков на проблемы Ирландии, находящаяся в центре Европы Бельгия рискует тоже оказаться на периферии. Япония идет по пути США и печатает деньги в надежде сбить курс иены и подбодрить экономику. Эйфория от горячих денег на долговом рынке Emerging Markets продолжалась до середины ноября. Суверены и корпоративные заемщики, особенно банки, спешили рефинансировать долг под рекордно низкий процент, пока не грянет. И вот началось: повышение ставок, понижение рейтингов, вооруженный конфликт между Южной и Северной Кореей спровоцировали очередное бегство инвесторов от риска.

Смутные СОМНЕНИЯ

Юрий ПАВЛОВ,
Алина КАРЛИЦКАЯ

США

Весь ноябрь Бен Бернанке оправдывался за QE2. После вала критики от официальных лиц стран Азии, Латинской Америки и Европы главу ФРС ждала порция негатива от соотечественников. Опубликованные протоколы ноябрьского заседания FOMC показали, что Томас Хёниг уже не единственный «ястреб», и все больше голосующих членов комитета по открытым рынкам сомневаются в правильности выбранного пути.

В США вышла уточненная статистика по ВВП за третий квартал. Этот показатель вырос на 2.5%, что на 0.5% выше, чем изначально прогнозировалось. Отмечается, что основными факторами роста стали экспорт и слегка увеличившаяся покупательная активность населения. Напомним, за второй квартал рост составил 1.7%. Товарно-материальные запасы в оптовой торговле выросли в сентябре на 1.5% — это в два раза больше прогноза.

Доходы американцев, согласно официальной статистике, увеличились в октябре на 0.5% по сравнению с сентябрем. Расходы — на 0.4%. Официальный рост потребительских цен за октябрь составил 0.2%. Это немного, но вот продовольствие растет. Согласно тому же отчету, продовольствие подорожало на 5.6% к октябрю 2009 года, продовольственные полуфабрикаты — на 8.7%, а продовольственное сырье и корма — на 21.7%.

Норма сбережений снова выросла в октябре, достигнув 5.7%. Это ниже максимума 2010 года в 6.3%, достигнутого в июне, но гораздо выше уровней, наблюдавшихся до официального начала рецессии в конце 2007 года. Заказы на товары длительного пользования в США в октябре продемонстрировали самое сильное падение, рухнув за неполных два года на 3.3% до $196.05 млрд. Новые заказы на капитальные необоронные товары без учета воздушных судов, которые являются барометром капитальных расходов компаний, также резко упали, на 4.5%.

ФРС ожидает, что темпы экономического роста в следующем году замедлятся, при этом безработица останется на неблагоприятно высоком уровне, а инфляция — на тревожно низком. Согласно опубликованным протоколам, валовой внутренний продукт в 2011 году, как ожидается, вырастет на 3–3.6% против роста примерно 2.5% в текущем году. В

июньском прогнозе ожидался рост ВВП в следующем году на 3.5–4.2%.

Официальный уровень безработицы в октябре остался в целом прежним — 9.6%. Количество потерявших работу выросло в октябре на 76 тыс. до 14 млн 843 тыс.

Рынок жилья продолжает проседать. Согласно FHFA, цены в сентябре снизились на 0.7%. За год снижение составило 3.4%. Продажи на вторичном рынке упали на 2.2%, а на первичном — на 8.1%. В итоге темп годового сокращения составил 29.1%.

Доходности американских казначейских облигаций росли в течение месяца. Ценовой индекс, объединяющий всю линейку сроков казначейских облигаций и рассчитываемый Bank of America Merrill Lynch, потерял с начала месяца 0.74%.

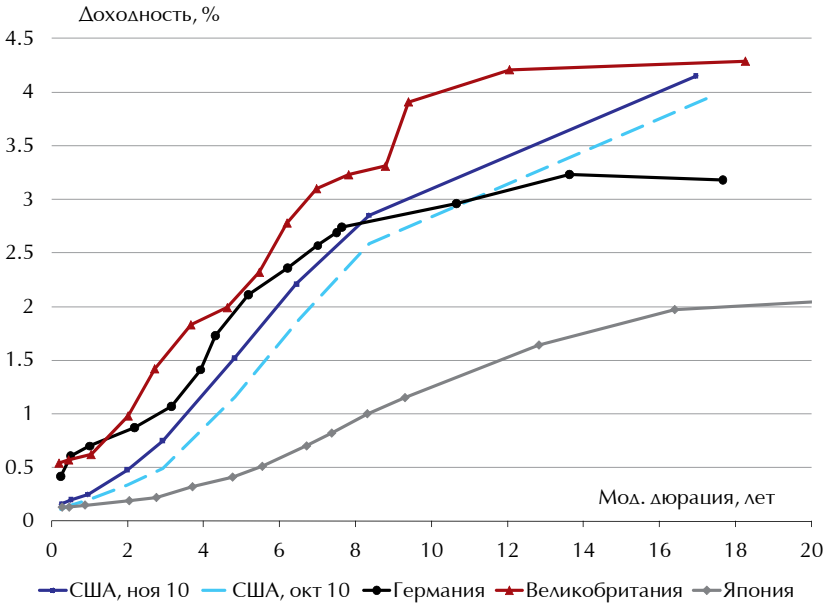


Рисунок 1

Индикативные кривые доходности

ЕВРОПА

Ноябрь запомнится новой волной опасений за будущее еврозоны. На этот раз на место Греции, чьи проблемы никуда не делись, заступила Ирландия. После непродолжительных «колебаний» она все-таки приняла 85 млрд евро в качестве помощи от Евросоюза и МВФ. И при этом еще выторговала себе право не повышать налог на прибыль корпораций, который в свое время переманил в страну штаб-квартиры многих корпораций. Германия скрепя сердце пожертвовала 12 млрд евро, ведь обязательства Ирландии перед немецкими банками в десять раз больше. Возмущение немцев растет. Идея единой европейской валюты обходится немцам все дороже.

На фоне европейских страхов евро потерял за ноябрь 6.5% стоимости, пробив в последний день месяца психологический рубеж в $1.30. И несмотря на то что Германия как главный экспортер Европы больше всех выигрывает от падения курса евро, дальнейшее распространение паники может обернуться серьезными проблемами и для нее самой. В ходе последнего размещения ее десятилетних облигаций наблюдался недостаток спроса.

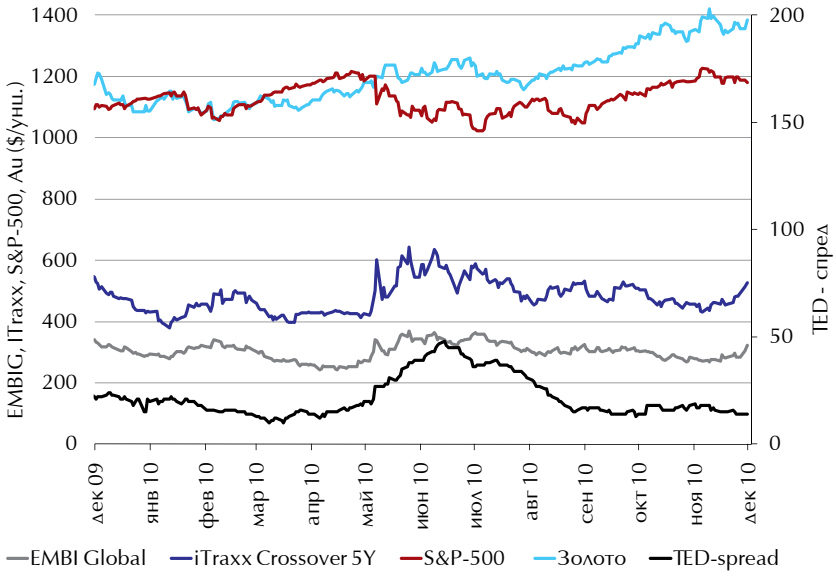
А пока паника продолжается. Инвесторы избавляются от облигаций Испании, Португалии и Италии, а их спреды к немецким облигациям бьют все рекорды. Дело уже не ограничивается странами PIIGS. Эксперты заговорили о проблемах Бельгии и даже Франции. Растущее недоверие угрожает планам по привлечению капитала европейскими странами в следующем году. По данным The Wall Street Journal, до 2013 года Ирландия, Португалия, Испания и Италия планируют выпустить облигаций на 900 млрд евро. Из этой суммы 500 млрд евро приходится на Италию.

S&P грозит пересмотреть рейтинг Португалии. Ранее это же агентство понизило суверенный рейтинг Ирландии с AA- до A.

Банковское кредитование в еврозоне в октябре снова выросло, тем не менее, в целом его динамика оставалась неравномерной. Согласно данным, представленным ЕЦБ, кредитование домохозяйств в октябре выросло на 1.4% по сравнению с тем же периодом предыдущего года против роста на 1.2% в сентябре. Зато недавний робкий рост кредитования компаний в октябре застопорился. Кредитование нефинансовых компаний снизилось на 13 млрд евро после роста на 18 млрд евро в сентябре, по пересмотренным данным. В результате годовые темпы снижения кредитования не изменились и составили 0.6%.

Рисунок 2

Ключевые мировые индикаторы



Согласно данным Eurostat, безработица в еврозоне в октябре выросла несмотря на то, что она мало изменилась в крупных ведущих странах региона, подчеркнув растущее расхождение в состоянии экономик периферийных и основных стран. Уровень безработицы в октябре составил 10.1% против 10% в сентябре. В Ирландии (14.1%), Испании (20.7%), Германии (6.7%) уровень безработицы не изменился. Зато он сильно подскочил в Италии — до 8.6% против 8.3% в сентябре. Во Франции, наоборот, наблюдалось снижение безработицы на 0.01% по сравнению с прошлым месяцем. В целом в ЕС безработица в октябре осталась на прежнем уровне — 9.6% по сравнению с сентябрем, в то время как число безработных незначительно выросло — на 84 000 до 23.151 млн человек.

Потребительская инфляция в 16 странах еврозоны в ноябре оставалась без изменений. По данным Eurostat, индекс потребительских цен в еврозоне в ноябре вырос на 1.9% по сравнению с тем же периодом предыдущего года, но не изменился по сравнению с ростом цен в октябре. Индекс потребительских цен Германии оказался выше прогноза и вырос на 1.5%, а в Испании и Бельгии рост цен в ноябре замедлился по отношению к октябрю. Разница в темпах роста цен может усилиться в следующем году, поскольку вступят в полную силу национальные бюджеты жесткой экономии, которые понизят цены в некоторых регионах сильнее, чем в других.

Промышленные заказы в 16 странах еврозоны в сентябре сократились на 3.8% по сравнению с августом, подтверждая замедление темпов роста в третьем квартале и сигнализируя о низкой активности в начале четвертого квартала. Промышленные заказы в Германии, где в последние месяцы сообщали об улучшении ситуации в промышленном производстве, в сентябре упали на 3.5% по сравнению с августом, во Франции количество заказов сократилось на 1.6%.

Британский Комитет по бюджетной дисциплине (Office for budget discipline) предоставил свой прогноз экономического развития, который получился довольно мрачным. Согласно расчетам ведомства, Великобритания сможет окончательно побороть последствия кризиса лишь через семь лет. Безработица в следующем году вырастет и стабильно будет держаться выше 1 млн человек до 2015 года. Цены на жилье упадут на 3.1% в 2011 году. Доходы населения расти не будут. Число занятых в государственном секторе сократится на 330 000 человек к 2014–2015 годам. Это, правда, немного лучше прежнего прогноза, согласно которому сокращение должно было затронуть 490 000 человек. Однако в отчете сказано, что, если правительство продолжит практику уменьшения государственных расходов, то еще 80 000 служащих потеряют работу в 2011 году.

По данным Hometrack, цены на жилье в Великобритании в октябре упали четвертый месяц подряд, при этом падение было самым сильным с января 2009 года: на 0.9% по сравнению с предыдущим месяцем и на 0.1% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Прогноз по отчету неблагоприятный — цены будут снижаться и дальше, так как на рынке выставлено на продажу слишком много жилья.

Рост активности в производственном секторе Великобритании в октябре ускорился впервые с марта, получив поддержку от резкого роста экспортных заказов. Согласно отчетам Markit и Chartered Institute of Purchasing and Supply, индекс менеджеров по снабжению для производственной сферы в октябре вырос до 54.9 против 53.5 в сентябре. Розничные продажи в Великобритании в ноябре резко увеличились за счет предрождественских продаж. Ежемесячный индекс розничных продаж в ноябре вырос до +43 против +36 в октябре. Хотя главным фактором, скорее всего, является предстоящее в новом году повышение НДС до 20%.

АЗИЯ

Самый высокий за 15.5 лет курс иены давит на экономику Японии, которая и так пробуксовывает. В результате, банк Японии в ноябре тоже прибегнул к «QE2», выделив 5 трлн иен на экстренную скупку государственных облигаций и других ценных бумаг в интересах стимулирования экономики.

Кроме того, японский банк также постановил сохранить прежнюю ставку краткосрочного кредита. С 5 октября она установлена в коридоре 0–0.1%. С учетом ранее выделенных средств банк потратит на покупку гособлигаций и других ценных бумаг в общей сложности до 35 трлн иен — более $435 млрд. Заказы на строительство в Японии упали в октябре на 5.6% по сравнению с прошлым годом. Промышленное производство за тот же месяц сократилось на 1.8% по сравнению с сентябрем, а безработица выросла на 0.1% — до 5.1%. Положительное сальдо внешней торговли в октябре оказалось меньше прогнозировавшегося: 821.9 млрд иен против 865.5 млрд иен. По сравнению с октябрем 2009 года экспорт в Европу упал на 1.9%, зато на 11.3% вырос экспорт в Азию. Но в целом темпы роста экспорта замедляются. Деловая активность в сфере услуг в сентябре ушла в минус на 0.9%.

Опасаясь инфляционных рисков, а также чрезмерного укрепления национальных валют, угрожающего конкурентоспособности производителей, монетарные власти стран с развивающейся экономикой стали принимать меры против притока горячих денег. Бразилия в октябре несколько раз повышала налог на иностранные инвестиции в инструменты с фиксированной доходностью. Со следующего года 14% будет вычитаться в Южной Корее из доходов от вложений в облигации, полученных с 12 ноября 2010 года. Корея к тому же повысила базовую ставку на 0.25% до 2.50%. Индия со 2 ноября повысила на те же 0.25% (до 6.25%) ставку РЕПО. Тайвань ввел ограничения на вложения в гособлигации иностранными институциональными инвесторами и намеревается ввести налог на иностранный капитал, не направляемый в рынок акций.

Китай никак не поддается на уговоры США ревальвировать юань. Напротив, регулятор КНР со второй половины ноября осуществлял валютные интервенции, продавая юань и скупив более $19.2 млрд. Кроме того, Народный банк КНР дважды за месяц повышал на 0.5% требования к резервам для коммерческих банков — с 16 ноября и с 29 ноября. Последнее повышение базовой однолетней кредитной ставки китайского центробанка произошло 19 октября, когда она была увеличена на 0.25% до 5.56%. Не исключено дальнейшее повышение Китаем ставок для укрощения инфляции.

ВВП Китая за три квартала 2010 года вырос на 10.6% год к году, на 2.5% больше, чем год назад. На 17.5%

выросла тяжелая промышленность, на 13.6% — легкая. Высокий потребительский спрос обеспечил рост розничных продаж на 18.3%. Экспорт вырос на 34%. Все свидетельствует о перегреве экономики. Поквартальный рост ВВП понемногу замедляется (11.9%, 10.3% и 9.6% в первом, втором и третьем квартале этого года соответственно), хотя Китай и остается самой быстрорастущей экономикой мира. По официальным данным, годовой рост потребительских цен в Китае составил в октябре 4.4% (максимальное значение за последние два года). При этом, по оценкам экспертов, показатели могут быть занижены в полтора-два раза.

На втором месте по темпам роста находится Индия. ВВП Индии в третьем квартале увеличился на 8.9% год к году, как и во втором квартале. Даже рост субсидий на удобрения и нефть не помешал сократить дефицит бюджета в этом году до 5.5% ВВП. Рост доходов и потребительского спроса разогнал инфляцию — ее темпы в годовом выражении уже в два раза превышают целевой уровень 4–5% и находятся на отметке около 10%, выше инфляция среди стран G20 только у Аргентины.

ВВП Южной Кореи вырос за третий квартал на 4.5% к прошлому году по сравнению с 7.2% во втором квартале. Из-за военного конфликта с Северной Кореей, вероятнее всего, стоимость фондирования и соответственно базовая ставка будут расти.

Квартальное замедление темпов роста наблюдается и в Таиланде, Филиппинах, Малайзии.

В ноябре были повышены суверенные рейтинги целого ряда развивающихся стран. Отчеты рейтинговых агентств по странам EM отражают улучшение показателей долговой нагрузки, сбалансированность потока ликвидности и умеренные риски дефолта.

В начале месяца на глобальных долговых рынках царил энтузиазм. Инвесторы спешили вместе с сохраняющейся высокой доходностью получить более чем приемлемый на фоне кризиса «развитых» рынков уровень риска. Заемщики стремились успеть рефинансировать долг под более низкий процент, ведь слухи об очередном цикле повышения ставок могут скоро стать реальностью.

Особенно активными на рынке внешнего долга в ноябре были страны Ближнего Востока. В прошлом месяце еврободы разместили Иордания, Ливан, а также ряд квазисуверенных компаний из Катара, Абу-Даби, Саудовской Аравии, Омана.

Страна	Агентство	Дата	Рейтинговое событие	Предыдущий рейтинг	Новый рейтинг
Аруба	S&P	02.11.2010	Понижение прогноза	A-/стабильный	A-/негативный
Венгрия	S&P	03.11.2010	Подтверждение рейтинга	BBB-/негативный	BBB-/негативный
Эквадор	Fitch	05.11.2010	Повышение рейтинга	CCC	B-/стабильный
Китай	Moody's	11.11.2010	Повышение рейтинга	A1/позитивный	Aa3/позитивный
Гонконг	Moody's	10.11.2010	Повышение рейтинга	Aa2/позитивный	Aa1/позитивный
Сербия	Fitch	11.11.2010	Повышение прогноза	BB-/негативный	BB-/стабильный
Корея	Fitch	11.11.2010	Подтверждение рейтинга	A+/стабильный	A+/стабильный
Филиппины	S&P	12.11.2010	Повышение рейтинга	BB-/стабильный	BB/стабильный
Кения	S&P	19.11.2010	Повышение рейтинга	B/позитивный	B+/стабильный
Абу-Даби	S&P	22.11.2010	Подтверждение рейтинга	AA/стабильный	AA/стабильный
Монголия	Fitch	23.11.2010	Повышение рейтинга	B/стабильный	B+/стабильный
Гонконг	Fitch	25.11.2010	Повышение рейтинга	AA/стабильный	AA+/стабильный

Таблица 1

Рейтинговые действия по странам Emerging Markets

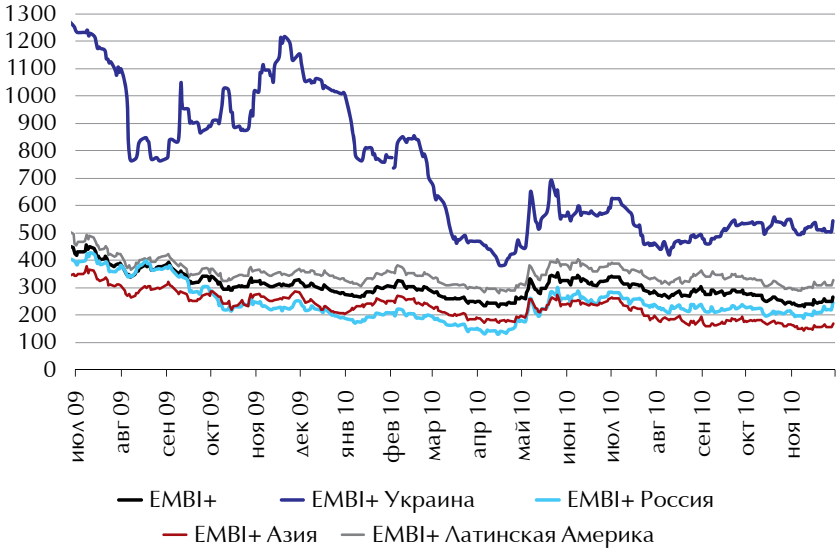
Для сделок ноября характерна диверсификация валютных рисков. Примечательны два выпуска эмирата Рас-Аль-Хайма в японских иенах (2030 и 2040), позволившие увеличить дюрацию долгового портфеля эмирата. Перу доразместило $1500 млн в бумагах с погашением в 2020 году, номинированных в перуанских солах (PEN), а также порадовало пенсионные фонды длинной дюрацией, выпустив еврободы с погашением в 2050 году. Предыдущая долгосрочная бумага из Латинской Америки — столетняя облигация Мексики, выпущенная в октябре.

Турция с премией доразместила бонды на 500 млн евро с погашением в 2020 году.

Как в Латинской Америке, так и в Азии корпоративный сектор активно привлекал финансирование под более выгодный процент, а банки увеличи-

Рисунок 3

Спреды EMBI+ Emerging Markets



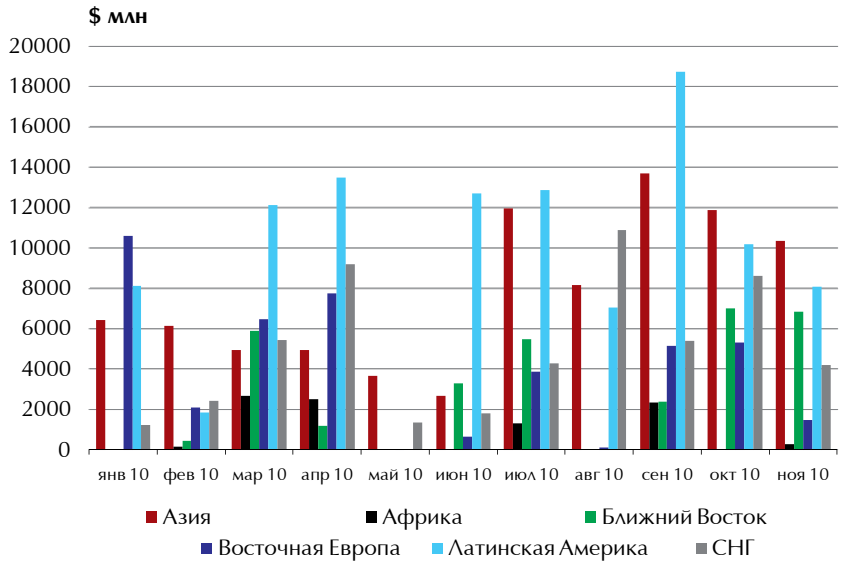


Рисунок 4

Объемы новых выпусков еврооблигаций EM по месяцам

вали дополнительный капитал. Banco Votorantim (Бразилия) и Banco Santander Chile успели занять по 250 млн швейцарских франков (на три года и пять лет соответственно). Commercial Bank of Qatar привлек 275 млн в той же валюте на пять лет. Itau Unibanco (Бразилия) занял на международных рынках 500 млн в национальной валюте (бразильских реалах), как и бразильское подразделение пивного гиганта Anheuser-Buch InBev, который разместил бумаги на 750 млн. Оба займа рассчитаны на пять лет. Индийская металлургическая компания Arcelor Mittal в целях рефинансирования долга привлекла на европейских рынках 1 млрд евро до 2017 года, индийский же банк State Bank of India под конец раздачи отхватил транш поменьше — 750 млн евро на пять лет.

Однако эйфория от горячих денег уже к середине ноября сменилась на долговом рынке оцепенением. В конце месяца спред EMBI+ серьезно отскочил вверх до 266 пунктов после сокращения до 232 пунктов в первой половине ноября. Этот индикатор риска вложений в облигации Emerging Markets отрисовал пессимистичный настрой участников долгового рынка на фоне событий в Корее и кредитного кризиса в еврозоне, а также из-за введения налоговых мер против притока горячих денег. В результате, заемщики отложили планируемые эмиссии до лучших времен. После 22 ноября не было замечено ни одной сделки.

Нефть марки Brent, начав месяц с $85 за баррель, подскочила почти до $90 на фоне решения ФРС напечатать еще $600 млрд, а потом с отскоками опускалась и завершила месяц практически там же, где и начала — в районе $86.

QE2 помогло золоту установить новый исторический максимум в ноябре и добраться до $1421 за унцию, чтобы к концу месяца вернуться в район $1380.

Индекс волатильности VIX прыгал весь месяц с 21 пункта до 22 к середине ноября, затем вниз до 18, и закончил месяц на значении в 23.54 на фоне растущих тревог за Европу.

Согласно еженедельным данным EPFR Global, 24 ноября впервые за 26 недель был отмечен отток капитала из фондов облигаций Emerging Markets в размере $485 млн. Напротив, приток в фонды акций Emerging Markets за ту же неделю составил $2.4 млрд, $84.3 млрд — с начала года, превысив показатель за весь прошлый год.

До начала нового года остается один месяц, и похоже, что неопределенность и тревоги не останутся в 2010 году. Политические и экономические условия кардинально меняются. Не поддававшаяся прежде сомнению эффективность печатания денег теперь уже не рассматривается как панацея даже в США. Внутри Германии крепнет мнение, что помогать неэффективным странам становится слишком дорого. Китай пытается сбить жар инфляции, ставя под угрозу экономики экспортноориентированных стран региона.

Таблица 2

Новые выпуски суверенных еврооблигаций Emerging Markets

Страна	Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги эмиссии (M/S&P/F)	Букраннеры
Турция	Турция, 2020-2 (допэмиссия)	08.11.2010	18.05.2020	500	EUR	5.125%	Ba2/BB/BB+	BNP Paribas, Deutsche Bank, HSBC
Иордания	Иордания, 2015	10.11.2010	12.11.2015	750	USD	3.875%	Ba2/BB/	Arab Bank, Credit Suisse, HSBC, JP Morgan
Ливан	Ливан, 2018-3	09.11.2010	12.11.2018	500	USD	5.150%	B1/B/B	Bank of Beirut, Credit Suisse
Ливан	Ливан, 2022	09.11.2010	04.10.2022	225	USD	6.100%	B1/B/B	Bank of Beirut, Credit Suisse
Перу	Перу, 2020, PEN (допэмиссия)	10.11.2010	12.08.2020	4196	PEN	7.840%	Baa3/BBB-/BBB-	Bank of America Merrill Lynch, Morgan Stanley, Scotia Capital (соорганизатор)
Перу	Перу, 2050	10.11.2010	15.11.2050	1000	USD	5.625%	Baa3/BBB-/BBB-	Bank of America Merrill Lynch, Morgan Stanley, Scotia Capital (соорганизатор)
Рас-Аль-Хайма	Рас-Аль-Хайма, 2030, JPY	04.11.2010	08.11.2030	5000	JPY	3.580%	-/A/A	RBS
Рас-Аль-Хайма	Рас-Аль-Хайма, 2040, JPY	04.11.2010	08.11.2040	10000	JPY	3.770%	-/A/A	RBS
	Итого, $ млн	**4840**						