Весной этого года о своем уходе объявил один из легендарных инвесторов Карл Айкан. Вроде бы ничего странного: пора на отдых. Если бы не ключевой момент в прощальном письме инвесторам: «Учитывая стремительный рост рынка в течение последних двух лет и постоянные опасения за стабильность дальнейшего экономического развития в совокупности с политической нестабильностью на Ближнем Востоке, я не хочу быть ответственным перед клиентами за еще один биржевой кризис». Рынок быстро прокомментировал: «Стар, устал…»

Фундаментальный провал

Егор СУСИН,
руководитель аналитического отдела, компания «Альпари»

В конце июля поступила еще одна новость: Джордж Сорос объявил о закрытии своего инвестиционного фонда, отказавшись от управления привлеченными средствами. Мы снова нашли подобающее объяснение: новые правила регулирования. Все хорошо, если бы не высказывание самого Сороса той же весной: «Я считаю нынешнюю ситуацию намного затруднительней и намного менее предсказуемой, чем я считал во время апогея финансового кризиса».

Сорос и Айкан — инвесторы своей эпохи, они работали по-разному. Первый сделал имя на игре против Банка Англии, второй — на поглощениях (его смело можно называть рейдером). Но их эпоха характеризовалась одним крайне важным фактором: устойчивостью фундамента, которым являлась экономика США, ее финансовая система, священная корова — рынок американского госдолга. Основа, позволяющая инвестору чувствовать себя уверенно в любой ситуации и всегда предоставлявшая ему безопасный актив в сложной ситуации.

Этот безрисковый актив, который всегда выступал стабилизирующей составляющей мировой финансовой системы, на глазах рассыпается в песок. В 2008 году правительства смогли не допустить коллапса финансовой системы, но цена этого спасения оказывается слишком высокой: долговые проблемы были перемещены с балансов частного сектора на баланс правительств, доверие к которым до последнего времени было выше. Кризис финансового рынка, случившийся в 2008 году, стал не только результатом низкого качества регулирования финансовой системы, но также являлся отражением структурных проблем в мировой экономике. И эти проблемы в реальности были проигнорированы: дисбаланс текущего счета и дисбаланс распределения доходов в США. Для того чтобы в системе появился долг, кто-то должен сконцентрировать соответствующий объем доходов. В то же время расслоение в доходах американских домохозяйств достигло уровней, предшествующих Великой депрессии 30-х годов. Невозможно сформировать чрезмерные долги без чрезмерной концентрации доходов. Понимание этого простого факта должно было трансформироваться в соответствующую государственную политику, чего не было сделано.

Вместо этого правительство США просто стало гарантом, трансфертным центром, перераспределяющим избыточные доходы и накопления в пользу нуждающихся американцев, оказавшихся без кредитов и доходов. Делевереджинг в частном секторе компенсировался резким ростом дефици-

та бюджета и долга правительства. Если бы мы говорили о циклическом кризисе, такая политика была бы вполне приемлема. В итоге за 2008–2011 гг. власти США создают около $6 трлн нового госдолга, в то время как ситуация в частной экономике по-прежнему остается крайне сложной. Рынок жилья находится на дне уже три года: закладки новых домов составляют 25% докризисного максимума, продажи новых домов — 22% от докризисного максимума. Реальные цены на дома упали на 40%, количество домовладельцев сократилось до 65.9% от общего количества домохозяйств (уровень конца 1990-х). Рынок труда потерял в кризис 8.7 млн рабочих мест, а восстановление происходит крайне медленно: за это время крупные компании создали всего 104 тыс. рабочих мест. Рисунок 1 хорошо иллюстрирует ситуацию на рынке труда США. На нем видно, как менялась зарплата в частном секторе на душу населения и сколько рабочих мест нужно создать, чтобы вернуться к среднему за десятилетие докризисному (1997–2006 гг.) уровню занятости — 63.3% от гражданского населения. Реальные заработки упали в кризис на 10.4%, сейчас они ниже докризисного максимума на 9.8% и продолжают снижаться. Чтобы вернуться на докризисные уровни занятости, США нужно создать 12.34 млн рабочих мест (без учета фактора потенциального роста населения). Провал на рынке труда смело компенсируется бюджетными расходами, надувая номинальный ВВП, но не приводя к реальному улучшению ситуации. Стоило правительству немного замедлить темпы наращивания госрасходов, и экономка снова на грани рецессии, а долг уже подобрался к 100% ВВП.

Крайне плачевное положение домохозяйств тем не менее сопровождается весьма комфортным положением компаний как реального, так и финансового сектора. Компании существенно сократили численность персонала и экономят на оплате труда, что на фоне государственной поддержки потребления провоцирует рост прибылей. Но эти прибыли фактически направляются не в инвестиции, так как перспективы роста потребления крайне туманны, а в накопление наличности. Еще более позитивно обстоят дела у финансовых институтов: благодаря политике нулевых ставок ФРС стоимость ресурсов для банков тотально снизилась и составляет около 1% в год. За последние четыре квартала процентные расходы американских банков достигли всего лишь $102 млрд против $378 млрд в 2007 году, а процентные доходы составили $530 млрд против $736 млрд в 2007 году. Все это на фоне сокращения кредита и роста депозитов на 15%. Как тут не радоваться жизни, когда 4/5 дохода от кредитной ставки остается в банках?

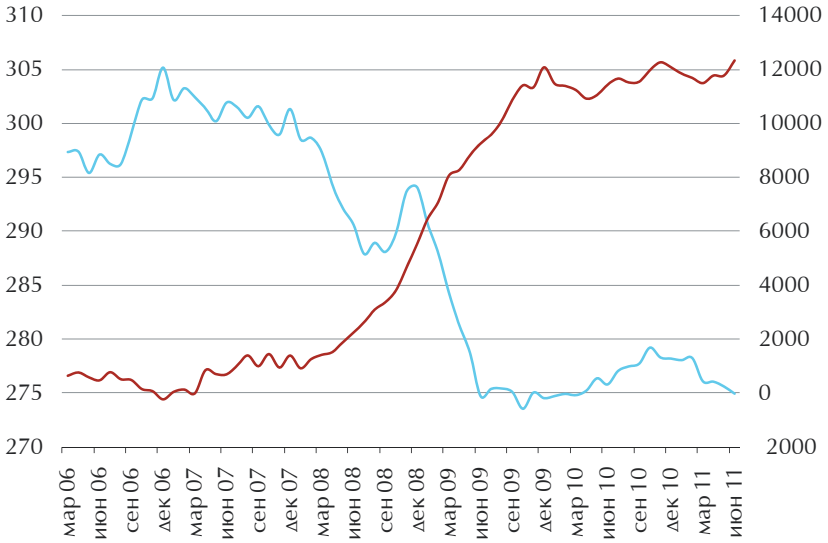

Рисунок 1

Недельный заработок в частном секторе США с поправкой на инфляцию в пересчете на душу населения, $

Фактически мы находимся в ситуации, когда экономика поставлена в сильнейшую зависимость от бюджетных расходов правительства. В то же время действия регуляторов в последние годы провоцируют еще большее реальное расслоение, сместив доходы в пользу владельцев активов. Последние решения ФРС только ухудшили положение, рост цен подорвал и без того слабые бюджеты домохозяйств. Конечно, сейчас правительство США компенсирует части населения потери за счет различных льгот, пособий и выплат, но стоит перекрыть этот источник — и США снова скатятся в рецессию. Текущий долг огромен, а в перспективе — выход на пенсию послевоенного поколения беби-бумеров, что существенно добавит расходов правительству США. При этом уже в текущем году долг федерального правительства, штатов и муниципалитетов должен добраться до 120% ВВП, долг федерального правительства по плану достигнет 100% ВВП. Эти проблемы США нужно решать в срочном порядке.

Есть те, кто по-прежнему говорит о низких ставках и отсутствии проблем с долгом. Да, сейчас Минфин США действительно платит по своим долгам в совокупности около 3% ВВП ($430–450 млрд в текущем финансовом году). Но и ипотечные должники платили исправно, пока ФРС была вынуждена не повысить ставки в 2004–2005 годах. Доля долгосрочного долга в структуре общей задолженности США растет сейчас быстрыми

«СОРОС И АЙКАН — ИНВЕСТОРЫ СВОЕЙ ЭПОХИ, ОНИ РАБОТАЛИ ПО-РАЗНОМУ. НО ИХ ЭПОХА ХАРАКТЕРИЗОВАЛАСЬ ОДНИМ КРАЙНЕ ВАЖНЫМ ФАКТОРОМ: УСТОЙЧИВОСТЬЮ ФУНДАМЕНТА, КОТОРЫМ ЯВЛЯЛАСЬ ЭКОНОМИКА США»

темпами. А контролировать долгосрочные ставки столь же эффективно, как краткосрочные, власти США и ФРС не в состоянии.

В основе нынешнего политического кризиса — тупик, в котором оказалась экономика США. Обама и демократы безустанно подкармливают безработных. В итоге застойная безработица выросла до рекордных уровней. Вместо того чтобы искать работу (в том числе снижая зарплатные запросы), американцы сидят на пособии, получают отсрочки по ипотечному кредиту, льготы по страховке и т. д., теряя квалификацию. Республиканцы воюют против повышения налогов на богатых, рассказывая о том, как инвестиции будут создавать рабочие места: налогов нет уже давно, но проблема в том, что и инвестиций не заметно. В них просто нет экономического смысла: когда домохозяйства не готовы и не могут тратить и наращивать доходы и расходы, инвестировать бессмысленно.

В ближайшие год-полтора сохраняется риск понижения рейтинга США и постепенного ухудшения бюджетной ситуации на фоне накала предвыборных баталий и сокращения экономики. Мы увидели, чего стоит политическая стабильность США, поняли это и инвесторы, до сих пор считавшие рынок американского госдолга безусловно надежным. Проблема в том, что альтернатив у них не так уж много, вернее, их практически нет, так как вся мировая финансовая архитектура простроена на долларовой основе.

> «РЫНОК АМЕРИКАНСКОГО ГОСДОЛГА, ЭТОТ БЕЗРИСКОВЫЙ АКТИВ, КОТОРЫЙ ВСЕГДА ВЫСТУПАЛ СТАБИЛИЗИРУЮЩЕЙ СОСТАВЛЯЮЩЕЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ, НА ГЛАЗАХ РАССЫПАЕТСЯ В ПЕСОК»

Если окончательное решение по повышению лимита госдолга все же принять не удастся, мы увидим резкое сокращение государственных расходов США (переход с дефицитного бюджета на бездефицитный), уменьшение предложения гособлигации на рынке. Это нанесет удар по потребительскому сектору, как следствие — вызовет резкое падение всех связанных с ним активов (акций, корпоративных долгов, ресурсов) и ставок на рынке госдолга США вкупе с ростом доллара. Если принятие решения по бюджету и повышению лимита госдолга будет принято с задержкой, вырастут краткосрочные ставки на долговом рынке США и снизятся долгосрочные. Это при условии, что Минфин все же не объявит дефолт по долгам. Если это произойдет, финансовая система может просто рассыпаться как карточный домик. Как бы ни развивались события в ближайшее время, надо понимать, что мы уже пришли к новому этапу, который можно охарактеризовать как кризис государственного долга, а это подразумевает жесткие и непопулярные политические решения. Если они не будут приняты, нас ждет очень жесткая посадка.

FIXED INCOME CONFERENCE
CBONDS RUSSIA & CIS 2011

2-я ежегодная конференция
CBONDS RUSSIA & CIS FIXED INCOME CONFERENCE
15—16 сентября 2011 года, Лондон

Организатор: Cbonds congress
Генеральные спонсоры: Промсвязьбанк МЫ С ВАМИ; МЕТРОПОЛЬ инвестиционная финансовая компания
Официальный партнер: UFS INVESTMENT COMPANY
Спонсор: THOMSON REUTERS

Подтвержденные докладчики:
Жозе-Луис Гавиао, руководитель отдела рынков долгового капитала и структурного финансирования, Visor Capital
Сергей Гречишкин, управляющий партнер, Alcantara Asset Management
Петр Кадыш, руководитель управления анализа долговых инструментов и деривативов, ИФК «МЕТРОПОЛЬ»
Александр Кудрин, руководитель группы анализа рынка долговых обязательств, ИК «Тройка Диалог»
Нил Маккиннон, специалист по мировой макроэкономике и стратегии, «ВТБ Капитал»
Сергей Муханов, директор департамента международных и фондовых операций, Альфа-Банк
Максим Орешкин, руководитель аналитического департамента, Credit Agricole CIB
Ерлан Сыздыков, управляющий фондом, Pioneer Asset Management S. A.
Ларс Фишер, директор, глава подразделения по долговым рынкам, СНГ, Восточная Европа и северные страны, Barclays Capital
Традиционно во второй день состоятся встречи с эмитентами

Участники:
Ожидаемое количество участников — 200 человек.
В прошлом году приняло участие 170 человек, в том числе представители таких институциональных инвесторов, как Alcantara Asset Management, Argo Capital Management, Ashmore Investment Management, Blackfish Capital, Black River Asset Managment, BlueCrest Capital Management, Fabien Pictet & Partners, Fidelity Investments International, Finasta Asset Management, Investec Asset Management, Nikolaus & Co, PineBridge Investments, Pioneer Investment Management, Record Currency Management, Valormen Investment Management.

Подробности: www.cbonds-congress.com

на правах рекламы