Штормовая погода, наблюдавшаяся на финансовых рынках в августе, в сентябре превратилась в жестокую бурю. Эскалация греческого долгового кризиса и слабые данные с американского рынка труда резко усилили страхи инвесторов в отношении угрозы дефолта Греции и рецессии в мировой экономике.

Сентябрь кошмаров

Елена ЗОТОВА,
независимый обозреватель

> В СЕНТЯБРЕ В ФИНАНСОВОМ СООБЩЕСТВЕ ЕВРОПЫ ЗАГОВОРИЛИ О НЕОБХОДИМОСТИ БОЛЕЕ РАДИКАЛЬНЫХ ДЕЙСТВИЙ ДЛЯ ВЫХОДА ИЗ ГРЕЧЕСКОГО КРИЗИСА. В ЗАЯВЛЕНИЯХ ФИНАНСИСТОВ ЗАЗВУЧАЛА ИДЕЯ ОБ «УПОРЯДОЧЕННОМ ДЕФОЛТЕ» ГРЕЦИИ СО СПИСАНИЕМ 50% ЕЕ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

ДВОЙНОЙ УДАР

Сентябрьские потрясения на финансовых рынках начались после выхода в США отчета о занятости за август и провала переговоров между греческим правительством и международными организациями, ответственными за финансовую помощь Афинам. Переговоры велись о предоставлении Греции очередного транша кредита, выделенного ей Европейским союзом и МВФ в мае 2010 года на условиях радикального сокращения бюджетного дефицита. Однако меры, предпринятые Грецией для сокращения государственных расходов, не привели к значимому улучшению параметров ее бюджета. Не увидев прогресса, так называемая «тройка», то есть группа представителей МВФ, Европейской комиссии и ЕЦБ, прервала переговоры с греками 2 сентября.

В тот же день инвесторы получили тревожную новость с американского рынка труда. Отчет о занятости в США показал, что в августе в американской экономике не было создано (в нетто-исчислении) ни одного рабочего места. Биржи восприняли эти данные как сигнал надвигающейся рецессии. Итогом событий 2 сентября стал обвал мировых фондовых индексов и цен на нефть.

«Застойные» данные с американского рынка труда добавили актуальности планам Барака Обамы выступить с инициативой по улучшению ситуации с занятостью. 8 сентября президент США представил законопроект стоимостью $447 млрд, предусматривающий стимулы для создания рабочих мест. Говоря о стоимости законопроекта, Обама подчеркнул, что предлагаемые им бюджетные расходы и налоговые льготы будет уравновешены сокращением государственных затрат по другим направлениям. Экономисты положительно оценили законопроект Обамы, но на рынки его предложения не произвели впечатления.

ГРЕЧЕСКИЙ ТУПИК

Неудача Греции с получением очередного транша стабилизационного кредита создала угрозу дефолта страны в самой ближайшей перспективе. Более того, эта неудача развеяла надежды на то, что Европа сможет найти долгосрочное решение греческих проблем и обойтись при этом малыми потерями. Меры жесткой бюджетной экономии, принятые Грецией в 2010 году и в первой половине 2011 года, сократили ее расходы, но при этом углубили экономический спад в стране и ухудшили ее финансовое положение. В результате рынки прониклись пессимизмом относительно усилий по спасению страны. Пессимизм распространился и на новую программу помощи Афинам, которая была согласована на саммите ЕС в июле. В рамках июльских договоренностей Европейский союз и МВФ обещали Греции кредит в размере 109 млрд евро в дополнение к старому кредиту в 110 млрд евро. Кроме того, в новую программу помощи Греции включили важный пункт об участии в ней европейских коммерческих банков, которые, по замыслу, должны согласиться на обмен, ролл-овер или льготный выкуп имеющихся в их портфелях греческих долговых бумаг. Июльские расчеты Института международных финансов

(IIF), представляющего более 400 финансовых компаний, предполагали, что потери европейских банков по указанной программе составят около 21% от основной суммы греческого долга в их портфелях.

В сентябре в финансовом сообществе Европы заговорили о необходимости более радикальных действий для выхода из греческого кризиса. В заявлениях финансистов зазвучала идея об «упорядоченном дефолте» Греции со списанием 50% ее долговых обязательств. Однако канцлер Германии Ангела Меркель, лидер ведущей европейской экономической державы, идею дефолта отвергла. Выступая 22 сентября на встрече с товарищами по партии, Меркель заявила, что не считает дефолт Греции приемлемой опцией, поскольку он может вызвать эффект домино в отношении других европейских стран, имеющих проблемы на долговом рынке.

На этом суровом фоне проходила в сентябре ратификация плана по расширению полномочий Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF). План был разработан в июле одновременно с новой программой помощи Греции и подлежал ратификации в парламентах 17 стран еврозоны. Европейские лидеры включили в этот план такие меры, как предоставление фонду, объем которого составляет 440 млрд евро, права выделять «упреждающие» кредиты странам еврозоны с долговыми проблемами, покупать облигации проблемных стран на вторичном рынке и помогать в рекапитализации европейских банков. В большинстве стран еврозоны ратификация плана усиления EFSF проходила спокойно, однако финансовые рынки волновались из-за строптивых парламентариев в Финляндии и Германии. На проходивших в сентябре выборах в местные законодательные органы в Германии партия Ангелы Меркель потерпела поражение в важных округах, что вызвало на рынках тревогу относительно прочности ее позиций в немецком парламенте. Голосование в Бундестаге по вопросу EFSF было назначено на 29 сентября, и практически весь сентябрь неопределенность в отношении исхода этого голосования вызывала беспокойство в инвестиционной среде. К счастью, и немецкий, и финский парламенты поддержали предложенные пакеты мер.

Однако ратификация плана по EFSF была лишь одной из многих проблем, будораживших финансовые рынки в сентябре. Большое волнение на сентябрьских торгах вызвали сомнения инвесторов в устойчивости французских банков, имеющих значительные объемы греческих долгов в своих портфелях. 14 сентября рейтинговое агентство Moody's понизило кредитные рейтинги Societe Generale и Credit Agricole, исходя из оценки их вероятных потерь по греческим долгам. Рейтинг крупнейшего французского банка BNP Paribas остался без изменения, но Moody's заявило, что может понизить его в недалеком будущем в зависимости от ситуации с фондированием для европейских банков. Moody's указало, что трудности с банковским фондированием, наблюдаемые на европейских рынках капитала, могут также привести к дальнейшему понижению рейтингов Societe Generale и Credit Agricole. Акции французских банков, обвалившись в августе, в сентябре продолжили падение. Наибольшие потери выпали на долю Societe Generale. По итогам третьего квартала акции этого банка упали на 51%.

Угроза дефолта Греции настолько ухудшила условия на банковских рынках капитала, что для некоторых европейских банков стало невозможно получить кредит более чем на несколько дней. В ответ на эту проблему ЕЦБ объявил 15 сентября, что до конца текущего года он проведет три операции по предоставлению банкам трехмесячных долларовых кредитов. ФРС откроет своп-линии с ЕЦБ и центральными банками Великобритании, Швейцарии и Японии для обеспечения их долларовой ликвидностью.

Правительство Греции, между тем, продолжило борьбу за сокращение

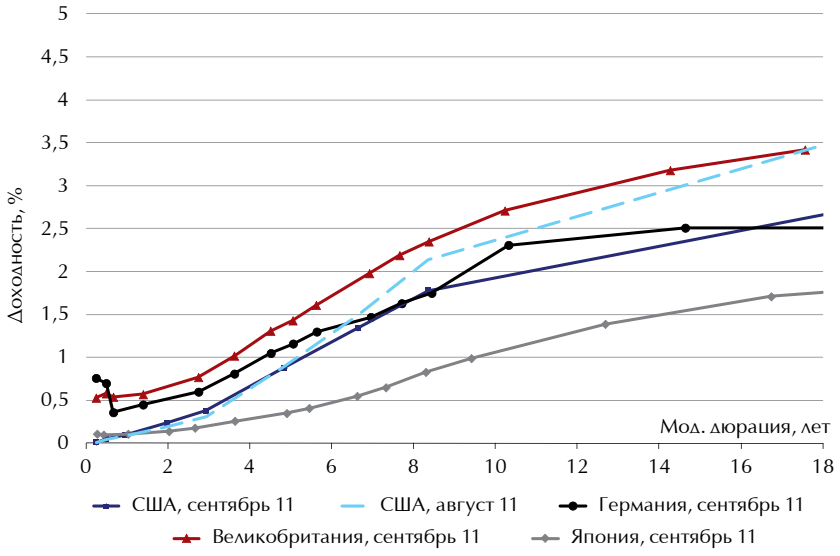


Рисунок 1

Индикативные кривые доходности

20 СЕНТЯБРЯ РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО STANDARD & POOR'S ПОНИЗИЛО КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ ИТАЛИИ С A+ ДО A, УКАЗАВ НА СЛАБОСТЬ РОСТА ИТАЛЬЯНСКОЙ ЭКОНОМИКИ, НЕУСТОЙЧИВОСТЬ ПРАВИТЕЛЬСТВА СИЛЬВИО БЕРЛУСКОНИ

бюджетного дефицита. 21 сентября, несмотря на яростные протесты населения, правительство объявило о планах дальнейшего уменьшения пенсий, сокращения численности занятых в государственном секторе и повышения налога на недвижимость. 27 сентября греческий парламент проголосовал за новый налог. К началу октября в Афины вернулись представители «тройки», чтобы ознакомиться с обновленными фискальными планами Греции. Однако к этому времени греческое правительство уже подсчитало, что даже с дополнительными мерами ему не достичь бюджетных целей на этот год: дефицит бюджета в 2011 году составит 8.5% от ВВП, тогда как программа помощи от ЕС и МВФ предполагает 7.5%. Зато бюджетные перспективы Греции на 2012 год оказались менее плачевными. В абсолютных цифрах дефицит будет соответствовать плану, хотя в процентном выражении он несколько превысит цель ввиду дальнейшего спада в греческой экономике. По расчетам, завершенным к началу октября, в 2012 году дефицит бюджета Греции составит 6.8% от ВВП против запланированных 6.5%. ВВП уменьшится на 2.5% после падения на 5.5% в 2011 году.

> ПОТЕРИ ПО ИТОГАМ СЕНТЯБРЯ ПОНЕСЛИ НЕ ТОЛЬКО РИСКОВЫЕ АКТИВЫ, НО И ЗОЛОТО, КОТОРОЕ В ПРЕДЫДУЩИЕ МЕСЯЦЫ СТРЕМИТЕЛЬНО РОСЛО В ЦЕНЕ НА ФОНЕ ПРОБЛЕМ В США И ЕВРОПЕ

ИТАЛИЯ БЕЗ «ПЛЮСА»

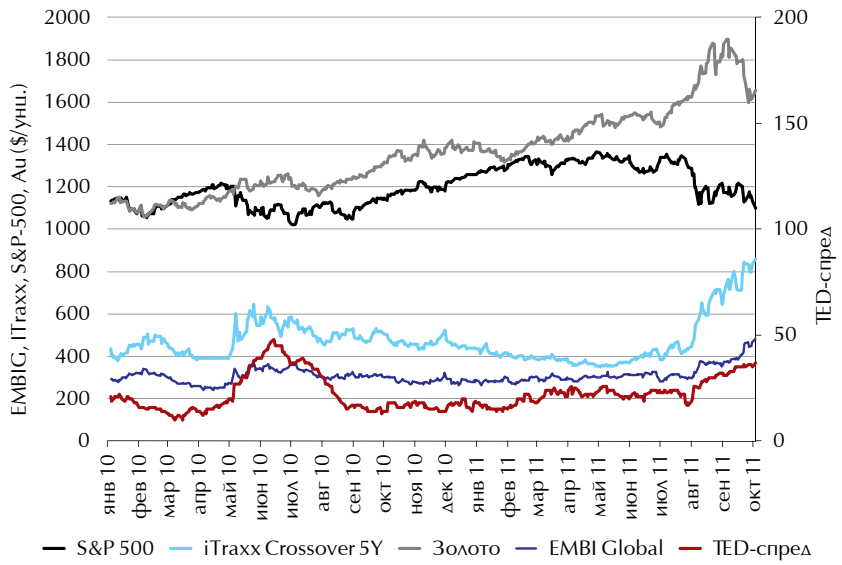
Напряжение ощущалось и вокруг долговых проблем Италии, хотя начало сентября было относительно спокойным для этого суверенного заемщика. Благодаря тому что с 8 августа ЕЦБ стал покупать на вторичном рынке итальянские долговые бумаги, их доходность понизилась. На аукционе в конце августа Италия разместила свои десятилетние облигации с доходностью 5.22% против 5.77% на аукционе в конце июля. На торгах в начале августа, до того как ЕЦБ стал покупать эти бумаги, их доходность превысила уровень 6%, опасный для стран еврозоны. В начале сентября итальянские десятилетки торговались с доходностью в диапазоне 5.20–5.30%. Однако нервная обстановка на рынках, связанная с угрозой дефолта Греции и его предполагаемыми тяжелыми последствиями, негативно отразилась на итальянском долге. К середине сентября доходность десятилетних облигаций Италии повысилась до 5.70%. 20 сентября рейтинговое агентство Standard & Poor's понизило кредитный рейтинг Италии с A+ до A, указав, что слабость роста итальянской экономики, неустойчивость правительства Сильвио Берлускони и политические разногласия в парламенте затруднят достижение бюджетных параметров, необходимых для улучшения финансового положения страны. На очередном аукционе, состоявшемся 29 сентября, десятилетние облигации Италии были размещены с доходностью 5.86%.

ЕВРОПА И РЫНКИ

Мировые финансовые рынки остро реагировали на все перипетии долгового кризиса на европейском континенте. Фондовые и сырьевые рынки падали в ответ на тревожные новости из Европы и поднимались при появлении успокаивающих сообщений. Например, фондовые индексы и цены на нефть резко выросли 7 сентября, когда Конституционный суд Германии отклонил иски, в которых требовалось признать незаконным участие страны в европейском стабилизационном фонде. (Однако суд вынес решение, которое усложнило процедуру для реализации возможных дальнейших антикризисных действий немецкого правительства.) Периодические отскоки в стоимости рисковых активов помогли ограничить потери на фондовых и нефтяных площадках в первые три недели сентября.

Естественной жертвой кризиса в еврозоне стала единая европейская валюта. За первые три недели сентября, в период перед очередным заседанием комитета ФРС (FOMC), евро значительно сдал позиции относительно доллара. Если при закрытии торгов в августе евро стоил $1.4366, то 20 сентября, накануне выхода заявления FOMC, евро торговался на уровне $1.3690. На этом

Рисунок 2
Ключевые мировые индикаторы



его падение не остановилось. При закрытии торгов 30 сентября евро стоил $1.3388.

Более спокойными для евро были в сентябре торги в паре со швейцарским франком — но только благодаря вмешательству Швейцарского национального банка (SNB). После того как в августе курс евро упал до 1.00750 франка, что стало его историческим минимумом, SNB понизил свою ключевую ставку и вбросил большой объем франков в банковскую систему Швейцарии. Евро немного укрепился в паре с франком, но тот все равно остался очень сильным. В сентябре, в попытке поддержать швейцарский экспорт, SNB прибегнул к более решительным мерам. 6 сентября банк объявил, что устанавливает нижний предел для курса евро к швейцарской валюте на уровне 1.20 франка.

ОПЕРАЦИЯ «ТВИСТ»

20–21 сентября состоялось очередное заседание FOMC. Экономисты ожидали, что FOMC примет решение об увеличении в портфеле ФРС объема долгосрочных казначейских облигаций за счет сокращения объема краткосрочных. В 1960-е годы ФРС уже проводила подобное замещение; в финансовом сообществе оно получило название операции «Твист».

Ожидания экономистов оправдались. В заявлении от 21 сентября FOMC сообщил, что в период до конца июня 2012 года он собирается приобрести долгосрочные Treasuries на сумму $400 млрд и продать краткосрочные бумаги казначейства на ту же сумму. «Эта программа должна оказать понижательное давление на ставки долгосрочного кредита и способствовать смягчению финансовых условий в целом», — указал FOMC в заявлении.

Решение о замещении краткосрочных бумаг долгосрочными было принято не единогласно. Как и на августовском заседании FOMC, когда он пообещал удерживать базовую ставку на чрезвычайно низких уровнях «как минимум до середины 2013 года», трое членов комитета проголосовали против решения большинства. Диссиденты были все те же: Ричард Фишер, Нарайана Кочерлакота и Чарльз Плоссер, президенты федеральных резервных банков в Далласе, Миннеаполисе и Филадельфии соответственно.

В своем заявлении от 21 сентября FOMC указал, что экономический рост в США остается вялым и сохраняется «слабость» на американском рынке труда. Комитет отметил, что продолжает ожидать некоторого повышения экономической активности в ближайшие кварталы, но полагает, что уровень безработицы в США не понизится существенным образом в скором будущем. «Более того, — заявил FOMC, — имеются значительные риски ухудшения экономической перспективы, включая напряженность на глобальных финансовых рынках».

РЫНОК АКЦИЙ И НЕФТЬ

Фондовые биржи США отреагировали на заявление FOMC резким падением. По итогам торгов 21 сентября главный индекс американского рынка акций Standard & Poor's 500 рухнул на 2.94%. Обвал продолжился на следующий день: 22 сентября S&P 500 упал на 3.19%. Индекс FTSEurofirst 300, отслеживающий котировки акций 300 крупнейших компаний Западной Европы, обвалился 22 сентября на 4.7%. Котировки нефтяных фьючерсов в Лондоне и Нью-Йорке потеряли в ту сессию около $5 за баррель.

Поскольку решение об операции «Твист» широко ожидалось, то реакция фондовых рынков на заявление FOMC выглядела чрезмерно драматичной. Возможно, инвесторы надеялись перед заседанием, что ФРС все-таки решится на радикальные меры и объявит о третьей эмиссионной программе (QE3). Может быть, инвесторов напугали слова FOMC о «значительных рисках», но на фоне сентябрьских событий эти слова вряд ли стали большим откровением.

В последующие три сессии фондовые биржи США и Европы отыграли часть потерь, чему способствовали заявления представителей ЕЦБ о возможной активизации его антикризисных мер и успешное голосование в Бундестаге по вопросу о расширении полномочий EFSF.

Однако в последний день сентябрьских торгов фондовые рынки снова понизились, увеличив свои потери по итогам месяца. За сентябрь S&P 500 упал на 7.1%, индекс FTSEurofirst 300 опустился на 4.5% (в августе европейский индекс обвалился на 10.6%, а S&P 500 — на 5.7%).

Цены на нефть марки Brent упали по итогам сентября на 10.6%, до $102.76; цены на нефть WTI потеряли за месяц 10.8%, опустившись до $79.20.

ЗОЛОТО

Потери по итогам сентября понесли не только рисковые активы, но и золото, которое в предыдущие месяцы стремительно росло в цене на фоне проблем в США и Европе. В июле цены на золото на спот-рынке поднялись на 8%, с $1500 до $1624 за тройскую унцию. В августе золотые котировки взлетели на 12% до $1824. По ходу сессии 6 сентября цены на золото установили новые рекорды — $1920.30 на спот-рынке и $1923.70 на фьючерсных торгах. Но затем рынок золота стало лихорадить, и к концу сентября его цена опустились до уровня $1620. По итогам месяца золото подешевело на 11%.

Пытаясь объяснить этот феномен, аналитики предположили, что инвесторов подтолкнула к продажам золота необходимость покрытия потерь по другим активам. Слухи о ликвидации позиций по золоту некими хедж-фондами дали дополнительный стимул для продаж. Кроме того, привлекательность золота могла поблекнуть ввиду укрепления доллара и повышения требований к гарантийным депозитам по фьючерсных позициям по золоту на бирже COMEX. Требования были повышены 23 сентября после того, как золото резко обвалилось на слухах о ликвидации позиций хедж-фондами.

TREASURIES

На подъеме в сентябре находился рынок долгосрочных казначейских облигаций США. Роль Treasuries как надежного актива в смутные времена и запланированная ФРС операция «Твист» обеспечили рост стоимости долгосрочных американских госбумаг. С конца августа к закрытию торгов в сентябре доходность десятилетних казначейских нот упала с 2.24% до 1.91%, а доходность тридцатилетних казначейских облигаций понизилась с 3.56% до 2.90%.