По динамике мировых финансовых рынков ноябрь 2011 года является коктейлем из двух предыдущих месяцев: «медвежий» сентябрь был смешан с «бычьим» октябрем и хорошенько взболтан.

Смешать и взболтать

Елена ЗОТОВА,
независимый обозреватель

«ЕВРОПЕЙСКИЙ ФОНД ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ (EFSF) СЛИШКОМ МАЛ, ЧТОБЫ «ЗАСТРАХОВАТЬ» ТЯЖЕЛОВЕСОВ ИЗ ГРУППЫ PIIGS — ИТАЛИЮ И ИСПАНИЮ»

БИТВА ЗА ИТАЛИЮ

Если бы торги в ноябре закончились 25 числа, то его итоги были бы негативны для рынков рисковых активов. План европейских лидеров по преодолению долгового кризиса в еврозоне, принятый в конце октября, не решил поставленной задачи, хотя и явил собой важный шаг на пути к решению. В частности, план предусматривал облегчение долгового бремени для Греции. Новое правительство в Афинах, сформированное в начале ноября, занялось переговорами с европейскими банками о списании половины суверенных греческих долгов. Греция как средоточие долгового кризиса отодвинулась на задний план, но только для того, чтобы освободить место для Италии. То, что план еврозоны, представленный обществу 27 октября, оказался недостаточной антикризисной мерой, стало ясно уже на следующий день после его обнародования и триумфального приема на фондовых рынках. На аукционе 28 октября десятилетние государственные облигации Италии были размещены с доходностью 6.06% по сравнению с 5.86% на аналогичном аукционе в конце сентября. Недоверие участников долгового рынка к Италии привело к углублению правительственного кризиса в стране, который, в свою очередь, еще более усугубил ее долговые проблемы. В первых числах ноября доходность итальянских десятилеток приблизилась к 6.5%. Правительство Сильвио Берлускони, находившееся в шатком положении, окончательно лишилось поддержки. 8 ноября доходность итальянских десятилетних госбумаг подскочила к 7.5%, что вызвало ужас на фондовых биржах. Опыт слабейших членов группы PIIGS — Греции, Ирландии, Португалии — показал, что для этих стран повышение доходности госбумаг до уровней выше 7% означало потерю доступа к долговым рынкам и необходимость обращения за международной финансовой помощью. В случае Италии, которой уже в период по апрель 2012 года предстоит рефинансирование долгов приблизительно на 200 млрд евро, обеспечить адекватную помощь было бы очень трудно.

Европейский фонд финансовой стабильности (EFSF) слишком мал, чтобы «застраховать» тяжеловесов из группы PIIGS — Италию и Испанию. Созданный в объеме 440 млрд евро, фонд уже потратил значительную часть своих средств на помощь Греции, Ирландии и Португалии. По словам Жана-Клода Юнкера, председателя Еврогруппы, то есть совета министров финансов еврозоны, в распоряжении EFSF осталось около 250 млрд евро. Чтобы иметь возможность поддержать Италию и Испанию как заемщиков, европейские лидеры включили в антикризисный план от 27 октября пункт об увеличении фонда до 1 трлн евро за счет привлечения сторонних инвестиций. Однако отсутствие ясности с источниками инвестиций явилось слабой стороной плана. В ноябре Италия осталась без внешней защиты перед лицом кризиса.

Отчаянные усилия итальянского истеблишмента спасти положение позволили сформировать новое правительство во главе с бывшим членом Европейской комиссии Марио Мон-

ти. Правительство Монти оперативно разработало программу реформ налоговой и пенсионной систем и трудового законодательства. Программа получила одобрение парламента Италии, а сам Монти в качестве премьер-министра оказался в фаворе у итальянцев. Согласно опросам, в ноябре уровень его поддержки в стране составлял 70–75%.

Однако смена правительства Италии и активность ее нового премьер-министра мало повлияли на позиции страны как заемщика. В лучшие дни ноября доходность десятилетних итальянских госбумаг опускалась до уровней 6.6–6.8%, в худшие — возвращалась к значениям выше 7%. В опасной зоне выше 6% оказалась и доходность испанских облигаций. Европейскому центральному банку, который с августа стал покупать долгосрочные итальянские и испанские госбумаги на вторичном рынке, не удалось удержать их доходность на уровнях ниже 6%. Небольшие объемы покупки, на которые решился ЕЦБ, произвели ограниченный эффект.

Надежды финансистов и политиков на антикризисный план, разработанный в октябре, быстро развеялись. Недоверие инвесторов к еврозоне усилилось. В середине ноября существенно повысилась доходность обязательств Франции — страны с первоклассным кредитным рейтингом AAA. Доходность десятилетних французских облигаций подскочила до уровня 3.7%. В октябре этот показатель колебался у значения 3.1%. Спред между доходностью французских бумаг и эталонных немецких бундов расширился до 190 б.п. Рейтинговое агентство Moody's предупредило 21 ноября, что повышение стоимости заимствования для Франции и ухудшение прогноза по экономическому росту в стране может негативно повлиять на перспективу ее кредитного рейтинга.

А 23 ноября произошло событие, вызвавшее шок в финансовом сообществе: на аукционе по размещению десятилетних облигаций Германии на сумму 6 млрд евро заявки покрыли всего лишь 65% предложенного объема. Оставшуюся часть пришлось выкупать Бундесбанку. Доходность десятилетних бундов, которая в середине ноября находилась вблизи 1.8%, в последовавшие за аукционом дни поднялась до уровней 2.2–2.3%. Потрясенные аукционом комментаторы сначала заговорили о катастрофе и об утрате бундами их статуса надежного актива, но позднее сошлись на том, что низкий спрос на бунды отразил не проблему их статуса, а проблему цены. В условиях бушующего в еврозоне кризиса даже облигации Германии показались инвесторам слишком дорогими.

Несмотря на неудачный аукцион, канцлер Германии Ангела Меркель, выступая 23 ноября в Бундестаге, подтвердила свою негативную позицию в отношении двух популярных идей по обузданию долгового кризиса. Одна из них предполагает выпуск единых облигаций еврозоны, а другая — усиление антикризисной роли ЕЦБ в ущерб его антиинфляционному мандату, вплоть до проведения эмиссионной политики по модели количественного смягчения ФРС.

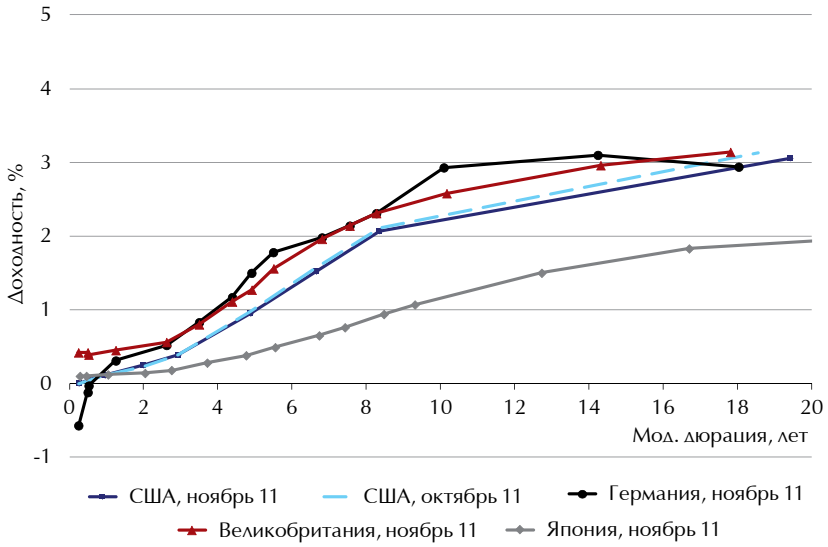
ПОТЕРИ И ДОСТИЖЕНИЯ

Мировые фондовые рынки реагировали обвалами на скачки доходностей в еврозоне, предостережение Moody's в адрес Франции и заявление Fitch о рисках, создаваемых европейским кризисом для банков США. По итогам торгов с 1 по 25 ноября главный индекс американского фондового рынка Standard & Poor's 500 упал на 7.6%, несмотря на подъемы в отдельные счастливые дни. Потери понесли рынки и других рисковых активов. Примкнувшее к ним золото подешевело за это время на 2.4%. Однако в последние три дня минувшего месяца, в период с 28 по 30 ноября, рисковым активам улыбнулась удача. 28 ноября итальянская газета La Stampa сообщила, что Италия ведет переговоры с МВФ о предоставлении ей кредита в размере 600 млрд

«УТОЧНЕННЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ РОСТА АМЕРИКАНСКОГО ВВП ЗА ТРЕТИЙ КВАРТАЛ СОСТАВИЛ 2.0% В ГОДОВОМ ИСЧИСЛЕНИИ, ЧТО БЫЛО ЗАМЕТНО НИЖЕ ПЕРВОНАЧАЛЬНОЙ ЦИФРЫ, РАВНЯВШЕЙСЯ 2.5%.»

Рисунок 1

Индикативные кривые доходности



евро. Итальянское правительство и МВФ выступили с опровержением, но биржи все равно оживились. В придачу, инвесторы положительно восприняли сообщение о том, что Германия и Франция работают над планом по установлению контроля над бюджетами стран – членов еврозоны.

Напротив, неприятная новость — об ухудшении перспективы кредитного рейтинга США агентством Fitch — не вызвала реакции на рынках. Fitch изменило перспективу американского рейтинга на негативную после того, как специальный комитет Конгресса признал, что не смог выполнить свою задачу, а именно разработать предложение по сокращению бюджетного дефицита США как минимум на $1.2 трлн в ближайшие десять лет. В результате в силу вступило положение закона, принятого Конгрессом в начале августа, согласно которому с января 2013 года произойдет автоматическое сокращение всех расходных бюджетных статей, включая социальные и оборонные, на общую сумму в $1.2 трлн за десять лет. Провал работы специального комитета Конгресса был обусловлен непримиримыми противоречиями в позициях республиканцев и демократов по вопросу о методах сокращения бюджетного дефицита — за счет уменьшения расходов или повышения налогов. В конце июля – начале августа, когда было необходимо увеличить лимит государственного долга США, политические расхождения между республиканцами и демократами чуть не довели страну до дефолта. Достигнутый тогда компромисс не удовлетворил агентство Standard & Poor's, которое в начале августа понизило кредитный рейтинг США с AAA до AA+. Фиаско специального комитета Конгресса не повлияло на рейтинги США от S&P и Moody's. Оба агентства заявили, что поскольку бюджетные расходы будут все равно сокращены на запланированную сумму, установленные ими кредитные рейтинги остаются в силе. Что касается перспектив рейтингов США от S&P и Moody's, то они и так были негативными.

На торгах 30 ноября фондовые рынки пришли в эйфорию от заявления ФРС, ЕЦБ и центральных банков Англии, Швейцарии, Канады и Японии о скоординированных мерах, направленных на предотвращение дефицита ликвидности в мировой финансовой системе, который мог бы возникнуть как следствие европейского долгового кризиса. Центральные банки приняли решение понизить процентные ставки по существующим долларовым своп-линиям на 50 б.п. и продлить срок действия этих линий до 1 февраля 2013 года. Кроме того, регуляторы решили создать на тот же срок двусторонние своп-программы для облегчения частным банкам доступа к ликвидности в нужной для них валюте.

Фондовым биржам понравились и другие новости последнего ноябрьского дня. Народный банк Китая объявил 30 ноября о понижении нормы резервирования для коммерческих банков на 50 б.п. Для крупнейших китайских банков норма резервирования понизилась с 21.50% до 21.00%. За период с осени 2010 года Народный банк повысил норму резервирования девять раз, каждый раз на 50 б.п. Как и повышение базовых процентных ставок, которое Народный банк Китая произвел пять раз с октября 2010 года, увеличение нормы резервирования для коммерческих банков было направлено на сдерживание инфляции в стране и обуздание ажиотажа на рынке недвижимости.

> «23 НОЯБРЯ ПРОИЗОШЛО СОБЫТИЕ, ВЫЗВАВШЕЕ ШОК В ФИНАНСОВОМ СООБЩЕСТВЕ: НА АУКЦИОНЕ ПО РАЗМЕЩЕНИЮ ДЕСЯТИЛЕТНИХ ОБЛИГАЦИЙ ГЕРМАНИИ НА СУММУ 6 МЛРД ЕВРО ЗАЯВКИ ПОКРЫЛИ ВСЕГО ЛИШЬ 65% ПРЕДЛОЖЕННОГО ОБЪЕМА»

В Европе 30 ноября также было сделано несколько важных заявлений, связанных с саммитом Евросоюза 9 декабря. В частности, они касались совместного плана Германии и Франции выступить на саммите с предложением о фискальном соглашении в еврозоне, жестко обязывающем его участников соблюдать строгие правила в отношении бюджета и долга. Польша, председательствующая в настоящее время в Евросоюзе, заявила, что министры финансов стран ЕС связывают с фискальным соглашением ожидания более решительных антикризисных действий ЕЦБ. Между тем, министры финансов стран ЕС, совещавшиеся 29–30 ноября, договорились о том, что необходимо усилить роль МВФ в деле преодоления долгового кризиса и увеличить его ресурсы.

На торгах 30 ноября паньевропейский фондовый индекс FTSEurofirst 300 вырос на 3.6%, американские фондовые индексы подскочили более чем на 4%. Ралли последних дней ноября позволило рисковым активам либо существенно сократить потери, либо выйти в плюс к закрытию ноябрьских торгов. FTSEurofirst 300 понизился по итогам минувшего месяца на 1.4%, S&P 500 — на 0.5%. Цены на золото повысились по итогам ноября на 1.35%. Нефть марки Brent, которая за период с 1 по 25 ноября подешевела на 2.9%, по итогам месяца повысилась в цене на 0.09%. Цены на нефть WTI выросли за ноябрь на 7.7%.

СПАД В МИРОВОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

Опубликованные 1 декабря индексы PMI для обрабатывающей промышленности показали, что в большинстве стран G20 в этой отрасли произошел спад активности. В Китае промышленный индекс PMI, рассчитываемый при поддержке банка HSBC, упал с 51.0 в октябре до 47.7 в ноябре; официальный промышленный индекс PMI опустился с 50.4 до 49.0. По всей видимости, на активность в обрабатывающем секторе Китая негативно повлияла жесткая политика Народного банка, которая проводилась с осени 2010 года, и европейский кризис. Евросоюз является крупнейшим рынком для китайских компаний.

Промышленный индекс PMI для еврозоны понизился с 47.1 в октяб-

ре до 46.4 в ноябре. Индекс находится ниже значения 50 начиная с августа. В Германии промышленный индекс PMI опустился ниже 50 в октябре, когда он составил 49.1. В ноябре его значение понизилось до 47.9.

Из стран G20 значения индексов PMI для обрабатывающей промышленности выше 50 были зафиксированы в ноябре в США (индекс ISM), Канаде, Индии, России и Турции.

АМЕРИКАНСКАЯ ЭКОНОМИКА РАСТЕТ

Индекс ISM для обрабатывающей промышленности США повысился с 50.8 в октябре до 52.7 в ноябре. Составляющая индекса, отражающая объем новых заказов, выросла с 52.4 до 56.7.

Продажи автомашин в США, как показали опубликованные 1 декабря данные автомобильных компаний, увеличились в ноябре на 14% по сравнению с тем же месяцем 2010 года. Продажи в годовом исчислении с сезонной поправкой (SAAR) составили в ноябре 13.6 млн автомашин. Показатель SAAR превысил уровень 13 млн третий месяц подряд. В октябре он составил 13.3 млн, в сентябре — 13.1 млн. Уровень продаж существенно повысился по сравнению с маем и июнем, когда показатель SAAR был равен 11.80 млн и 11.45 млн соответственно. Провал продаж в мае и июне был связан с дефицитом автомашин, обусловленным последствиями катастрофического стихийного бедствия в Японии, которые выразились, в частности, в приостановке заводов японских автомобильных компаний и производителей комплектующих для мировой автомобильной промышленности. Осеннее оживление продаж было связано не только с нормализацией поставок автомашин на рынок, но и с фактором долговременно отложенного спроса. Из-за недавней рецессии в США и вялости восстановления экономической активности многие американцы со старыми машинами не могли позволить себе приобрести новый автомобиль в течение нескольких лет. В результате средний возраст автомашин в эксплуатации в США составил к настоящему времени рекордные 10.6 года.

Уточненный показатель роста американского ВВП за третий квартал, опубликованной в конце ноября, составил 2.0% в годовом исчислении, что было заметно ниже первоначальной цифры, равнявшейся 2.5%. Однако при ближайшем рассмотрении отчета о ВВП оказалось, что произошедшее изменение было в основном связано с пересмотром данных о складских запасах американских компаний. Согласно результатам пересмотра, в третьем квартале складские запасы не увеличились, как считалось ранее, а уменьшились. Уменьшение запасов отняло от показателя прироста ВВП за отчетный квартал 1.55 п.п. По первоначальным подсчетам, эффект от изменения запасов выражался в «отъеме» от показателя роста ВВП 1.08 п.п. Уменьшение складских запасов в третьем квартале может стать фактором роста производства в четвертом квартале и/или в первом квартале нового года.

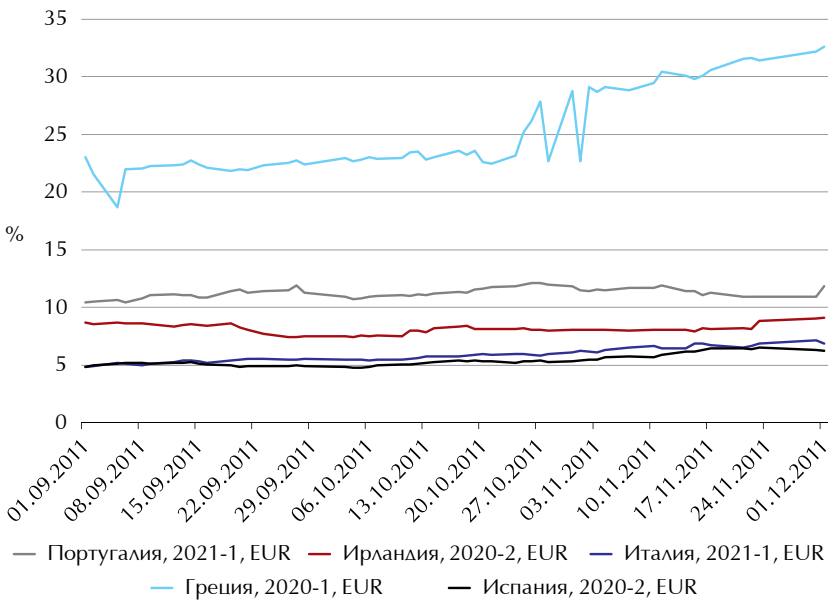
Отчет о занятости за ноябрь, опубликованный 2 декабря, был неплохим, но в то же время далеко не блестящим. Согласно данным опроса компаний-работодателей, число рабочих мест в американской экономике увеличилось в ноябре на 120 тыс., в частном секторе — на 140 тыс. Однако значительная часть прироста, 49.8 тыс., пришлась на розничную торговлю. Средняя почасовая оплата труда в экономике понизилась на 2 цента до $23.18.

Уровень безработицы неожиданно упал с 9.0% в октябре до 8.6% в ноябре, что было бы замечательно, если бы это падение было связано только с увеличением занятости. Однако падение уровня безработицы в ноябре произошло как за счет роста числа занятых, так и за счет уменьшения численности трудовых ресурсов. Согласно данным опроса населения, по которым подсчитывается уровень безработицы, в ноябре количество занятых увеличилось на 278 тыс., а численность трудовых

«БЕРНАНКЕ СКАЗАЛ НЕСКОЛЬКО РАЗ, ЧТО ФРС ГОТОВА К ДАЛЬНЕЙШЕМУ СМЯГЧЕНИЮ СВОЕЙ ПОЛИТИКИ ЗА СЧЕТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ КОММУНИКАТИВНЫХ СРЕДСТВ ИЛИ ПОКУПКИ MBS И TREASURIES, НО ВСЯКИЙ РАЗ ДОБАВЛЯЛ, ЧТО РЕШЕНИЕ О НОВОМ СМЯГЧЕНИИ БУДЕТ ЗАВИСЕТЬ ОТ «УСЛОВИЙ»»

Рисунок 1

Доходность к погашению десятилетних облигаций стран PIIGS



ресурсов уменьшилась на 315 тыс. При этом количество безработных сократилось на 594 тыс. То есть приблизительно 278 тыс. безработных нашли работу, а примерно 315 тыс. безработных прекратили ее поиски и выбыли из состава трудовых ресурсов. Если бы эти 315 тыс. человек остались в трудовых ресурсах в категории безработных, то уровень безработицы в США составил бы в ноябре 8.8%.

ПОЛИТИКА ФРС

В 20-х числах ноября информационное агентство Bloomberg провело опрос экономистов банковских компаний, составляющих группу первичных дилеров по казначейским облигациям США. Их спросили, ожидают ли они, что ФРС приступит к реализации новой программы количественного смягчения (QE3). 16 респондентов из 21 ответили утвердительно. В основном, начало реализации QE3 ожидается в первой половине 2012 года. Прогнозы по объему программы концентрируются в диапазоне $500–800 млрд.

Однако надо отметить, что председатель ФРС Бен Бернанке на своей пресс-конференции, состоявшейся 2 ноября после очередного заседания комитета ФРС (FOMC), не выразил энтузиазма в отношении дополнительных мер монетарной политики, которые, по мнению присутствовавших журналистов, следовало бы принять ввиду высокого уровня безработицы и вялых темпов экономического роста в США. Бернанке сказал несколько раз, что ФРС готова к дальнейшему смягчению своей политики за счет использования коммуникативных средств или покупки MBS и Treasuries, но всякий раз добавлял, что решение о новом смягчении будет зависеть от «условий». Отвечая на один из вопросов, Бернанке пояснил, что при рассмотрении новых шагов по смягчению монетарной политики комитет ФРС будет учитывать эффективность этих шагов, связанные с ними риски и их возможные негативные стороны.

По всей вероятности, у Бернанке, который определяет решения FOMC, не будет сомнений в необходимости QE3 в трех случаях: 1) если кризис в еврозоне вызовет катастрофические потрясения на рынках; 2) если уровень безработицы в США пойдет вверх, на уровни выше 9%; 3) если возникнет угроза дефляции, как в третьем квартале 2010 года.

AU И QE3

По-видимому, действие или бездействие ФРС в вопросе о QE3 повлияет на цены на золото в следующем году. Если ожидания большинства первичных дилеров по казначейским облигациям США оправдаются и ФРС объявит о QE3, золото получит мощный стимул к росту. Если QE3 не будет, перспектива для золота окажется более тусклой. В последние месяцы — в сентябре, октябре и ноябре — роль золота как актива была противоречивой. В основном, его котировки изменялись в такт с ценами рисковых активов. По мнению аналитиков, нетрадиционное поведение золота отразило действия тех инвесторов, которым пришлось продавать драгоценный металл, чтобы получить средства для покрытия потерь по другим активам, таким как акции или сырье. Кроме того, на состояние рынка золота могло повлиять снижение спроса на золотые украшения в Индии. Эта страна является крупнейшим покупателем золота в мире. Однако минувшей осенью жители Индии купили меньше золотых украшений, чем в тот же период прошлого года, поскольку для многих из них цены на золото стали слишком высокими.

В то же время, золото не утратило статус надежной гавани для инвестиционных вложений, свидетельством чего стал приток денежных средств в фонды ETF, инвестирующие в золотые слитки. По подсчетам Bloomberg, за первые три недели ноября вес «золотых» фондов ETF увеличился на 79.5 тонн и к 23 ноября достиг рекордного значения 2350.8 тонны.

Коньюнктуру рынка золота улучшает начавшееся понижение процентных ставок центральных банков в разных странах. Чем ниже ставки, тем комфортнее чувствуют себя инвесторы в золото, не приносящее процентного дохода. В начале ноября свою ключевую ставку понизил ЕЦБ. С конца августа ставки были понижены в Бразилии, Австралии, Дании, Израиле, Индонезии и ряде других стран. Китай, как было сказано ранее, 30 ноября понизил норму рефинансирования для коммерческих банков. Поскольку экономический рост в Китае замедлился, а инфляция прошла пиковые значения, экономисты ожидают, что Народный банк продолжит снижение нормы резервирования и в обозримой перспективе приступит к понижению процентных ставок.

НЕФТЬ

Значительный рост цен на нефть WTI в ноябре был связан с объявлением плана о реверсе нефтепровода Seaway с целью разгрузки нефтяных хранилищ в Кушинге, пункте поставки нефти по фьючерсным контрактам на бирже NYMEX. Предполагается, что работа Seaway в реверсном режиме начнется во втором квартале 2012 года.

Кроме того, на котировки нефти WTI положительно повлияло сокращение товарных запасов дистиллятов в США. В конце ноября запасы дистиллятов оказались вблизи нижней границы среднего сезонного диапазона. С приближением зимы, когда в северо-восточном регионе США для обогрева помещений будет активно использоваться топочный мазут, скудость запасов дистиллятов является аргументом для «быков» на рынке нефти WTI. Благодаря планируемому реверсу Seaway и зимнему фактору цены на WTI выросли за минувший месяц с $93.19 до $100.36 за баррель.

Рынок нефти Brent реагировал в ноябре на события в еврозоне и на успехи Ливии в восстановлении нефтедобычи после войны. К концу месяца производство нефти в этой стране достигло 750 тыс. баррелей в день. До возвращения на довоенный уровень добычи, 1.6 млн баррелей нефти в день, Ливии еще далеко, но по сравнению с практически нулевым производством нефти во время войны прогресс оказался внушительным.

При закрытии ноябрьских торгов Brent стоила $110.52 за баррель. С учетом огромной значимости того сценария, по которому будет развиваться ситуация в еврозоне, ближайшая перспектива для котировок Brent, как и для других рисковых активов, определится в Европе.