В сентябре ЕЦБ и ФРС осчастливили финансовое сообщество, объявив о программах неограниченной покупки активов. Единственное, чего финансистам не хватило для полного счастья в прошедшем месяце, так это бэйлаута Испании, без которого невозможен запуск программы ЕЦБ.

На свете счастье есть?

Елена ЗОТОВА,
независимый
обозреватель

«ПОЯВЛЕНИЕ НА СВЕТ ПРОГРАММЫ ОМТ КАРДИНАЛЬНО ИЗМЕНИЛО ОТНОШЕНИЕ ИНВЕСТОРОВ К ВЕРОЯТНОМУ БЭЙЛАУТУ ИСПАНИИ. СТРАХ СМЕНИЛСЯ НЕТЕРПЕЛИВЫМ ОЖИДАНИЕМ, КОГДА ЖЕ НАКОНЕЦ МАДРИД ОБРАТИТСЯ В ЕВРОПЕЙСКИЕ ФОНДЫ ЗА ПОЛНОМАСШТАБНОЙ ФИНАНСОВОЙ ПОМОЩЬЮ»

МАРИО-ВОЛШЕБНИК

Президент ЕЦБ Марио Драги выполнил свое обещание от 2 августа, предполагавшее, что его ведомство в короткие сроки разработает план покупки облигаций проблемных стран еврозоны с целью снижения стоимости их заимствований. На пресс-конференции 6 сентября, состоявшейся после очередного заседания совета ЕЦБ, Драги представил план общественности. Согласно сделанному им заявлению ЕЦБ готов покупать на вторичном рынке неограниченные объемы облигаций стран, оказавшихся в состоянии бюджетно-долгового кризиса, при условии что эти страны обратятся за помощью в европейские фонды финансовой стабильности и будут выполнять бюджетные требования, сопряженные с предоставлением помощи. В рамках указанной программы, названной Outright Monetary Transactions («Прямые монетарные транзакции»), сокращенно ОМТ , будет вестись покупка однолетних-трехлетних облигаций, а также долгосрочных облигаций, до погашения которых останется не более трех лет. Глава ЕЦБ отметил, что покупки будут стерилизоваться и влияние ОМТ на денежную массу будет, таким образом, нейтральным.

Объясняя суть ОМТ, Драги заявил, что программа позволит ЕЦБ устранить «перекосы на рынках правительственных облигаций, которые проистекают, в частности, из необоснованных страхов инвесторов по поводу обратимости проекта евро». По его убеждению, «при надлежащих условиях» ОМТ станет инструментом, который защитит Европу от «деструктивных сценариев». Взяв обязательства по защите евро, Драги призвал политиков в еврозоне решительно продвигаться вперед в деле фискальной консолидации, структурных реформ, повышения конкурентоспособности и институционального строительства.

Один из 23 членов управляющего совета ЕЦБ проголосовал против программы ОМТ. Президент Бундесбанка Йенс Вайдеманн заявил, что покупка государственных облигаций «равносильна финансированию правительств путем печатания банкнот».

Что касается рынков, они встретили программу ОМТ восторженно. Панъевропейский фондовый индекс FTSEurofirst 300 и главный индекс американского рынка акций Standard & Poor's 500 выросли 6 сентября более чем на два процента. Доходность десятилетних облигаций Испании упала в тот день на 0.39 п.п., до 6.10%. По сравнению с июлем, когда испанские «десятилетки» торговались с доходностью существенно выше 7%, прогресс был впечатляющим. На торгах 25 июля доходность этих бумаг достигла 7.75%. Бэйлаут Испании по «деструктивному сценарию» становился реальной угрозой. 26 июля Марио Драги заявил, что в рамках своего мандата «ЕЦБ готов сделать все, что необходимо, чтобы сохранить евро». После чего на заседании совета ЕЦБ от 2 августа было принято решение о разработке программы ОМТ.

Доходность десятилетних облигаций Италии, товарища Испании по несчастью, в июле достигала 6.70%. К сентябрьскому заседанию совета ЕЦБ этот показатель опустился более чем на процентный пункт. По итогам торгов 6 сентября доходность десятилетних бумаг Италии понизилась на 0.22 п.п., до 5.30%. На аукционе 27

сентября итальянские «десятилетки» были размещены с доходностью 5.24% по сравнению с 5.82% на аукционе 30 августа, 5.96% на аукционе 30 июля и 6.19% на аукционе 28 июня.

Появление на свет программы OMT кардинально изменило отношение инвесторов к вероятному бэйлауту Испании. Страх сменился нетерпеливым ожиданием, когда же наконец Мадрид обратится в европейские фонды за полномасштабной финансовой помощью. Инвесторы прождали весь сентябрь. Ожидание было нервным, поскольку в Испании этот период выдался очень неспокойным. Испанцы массово и бурно протестовали против правительственных мер жесткой экономии, а самая сильная экономически испанская провинция, Каталония, потребовала от властей в Мадриде предоставить ей более значительную налоговую автономию. Правительство отказалось идти на уступки, после чего президент Каталонии Артур Мас назначил на 25 ноября досрочные парламентские выборы в провинции и референдум о независимости. Согласно сентябрьским опросам более половины жителей Каталонии поддерживают идею независимости от Испании. Ожидается, что на выборах в ноябре партия Маса получит абсолютное большинство в парламенте и каталонцы выскажутся за независимость. Правда, эксперты не видят реальной возможности отделения Каталонии от Испании. Правительство в Мадриде уже объявило референдум неконституционным. В любом случае, политическая нестабильность в королевстве не прибавила инвесторам уверенности в том, что испанское правительство способно справиться с кризисом. Но даже на этом неблагоприятном фоне доходность облигаций Испании не повысилась относительно уровня, до которого она упала 6 сентября, после объявления Марио Драги о программе OMT.

27 сентября испанское правительство представило бюджет на 2013 год, предусматривающий дальнейшее сокращение государственных расходов и повышение налогов. За счет запланированных мер дефицит бюджета должен уменьшиться на 13 млрд евро, до 4.5% от ВВП. Кроме того, правительство сообщило, что подготовило 43 законопроекта, направленных на реформирование испанской экономики. Инвесторы восприняли действия Мадрида как прелюдию к обращению Испании в европейские фонды за помощью. На торгах 27 сентября доходность десятилетних испанских облигаций понизилась на 0.12 п.п., до 5.96%. На следующий день было объявлено, что, согласно выводам независимого аудита, для рекапитализации испанских банков потребуется 59.3 млрд евро. Цифра оказалась существенно меньше 100 млрд евро, в которые нужды испанских банков оценивались в июне. В итоге, десятилетние бумаги Испании завершили сентябрьские торги с доходностью 5.94%.

QE FOREVER

ФРС в монетарных подвигах намного превзошла ЕЦБ. По итогам заседания 12–13 сентября комитет ФРС (FOMC) объявил о запуске новой программы количественного смягчения. Как сказано в заявлении FOMC от 13 сентября, его тревожит, что «без дополнительного смягчения монетарной политики экономический рост может быть недостаточно сильным, чтобы обеспечивать устойчивое улучшение условий на рынке труда». Новая программа предусматривает покупку ипотечных облигаций, гарантированных ипотечными агентствами, в объеме $40 млрд в месяц. В силе остаются и инициированные ранее программы реинвестирования доходов от погашения ипотечных бумаг и замены краткосрочных Treasuries долгосрочными (TWIST). Согласно заявлению FOMC в результате реализации всех программ объем долгосрочных бумаг в портфеле ФРС будет увеличиваться на $85 млрд в месяц в период до конца текущего года, то есть до запланированного срока завершения программы TWIST. Действия ФРС позволят оказать понижательное давление на долгосрочные процентные ставки в США, поддержать ипотечный рынок и сделать более благоприятными финансовые условия в целом, говорится в заявлении FOMC.

«Если ситуация на рынке труда не будет существенно улучшаться, то комитет будет продолжать покупку ипотечных облигаций, предпримет дополнительную покупку активов и применит другие средства монетарной политики, пока таковое улучшение не будет достигнуто, в контексте ценовой стабильности», — сказано далее в заявлении FOMC. Комитет полагает, «что чрезвычайно мягкая монетарная политика будет оставаться надлежащей в течение длительного времени после того, как экономика укрепится». «В частности, — указал FOMC, — в настоящее время комитет ожидает, что чрезвычайно низкий уровень базовой ставки будет оставаться в силе по меньшей мере до середины 2015 года». В предыдущих заявлениях FOMC говорилось, что ставка будет удерживаться на чрезвычайно низком уровне до конца 2014 года.

Взяв в расчет новую программу количественного смягчения, ФРС оперативно улучшила свои прогнозы по безработице в США. Одновременно с заявлением FOMC были опубликованы очередные прогнозы руководства ФРС по основным параметрам американской экономики на период 2012–2015 годов. Прогноз по уровню безработицы в 2013 году изменился мало по сравнению с предыдущей оценкой, сделанной в июне, но прогноз на 2014 год улучшился с 7.0–7.7% до 6.7–7.3%. В 2015 году, согласно прогнозу ФРС, уровень безработицы составит 6.0–6.8%, а в долгосрочной перспективе понизится до 5.2-6.0%.

Перед сентябрьским заседанием FOMC финансисты высоко оценивали вероятность запуска новой программы количественного смягчения, поскольку вышедший 7 сентября отчет о занятости в США за август оказался слабым. Количество рабочих мест в американской экономике увеличилось в августе только на 96 тыс. Понижение уровня безработицы с 8.3% до 8.1% произошло за счет отказа большого числа безработных от поисков работы. Кроме того, в августе уменьшились показатели оплаты труда.

В конце августа председатель ФРБ в Атланте Джеймс Локхарт заявил журналистам, что FOMC легко принял бы решение о новой программе количественного смягчения в том случае, если бы показатель роста числа рабочих мест в американской экономике устойчиво находился на уровнях ниже 100 тыс. в месяц. С выходом августовского отчета оказалось, что рост числа рабочих мест в США был ниже 100 тыс. за четыре из последних пяти месяцев. В апреле он составил 68 тыс., в мае — 87 тыс., в июне — 45 тыс. Исключением стал июль, когда количество рабочих мест выросло на 141 тыс., но с усреднением показателей за июнь и июль это исключение теряло значимость.

Таким образом, с учетом логики ФРС ее решение о новом QE само по себе не стало неожиданностью для финансового сообщества. Однако отсутствие предельного срока для завершения новой программы и готовность ФРС

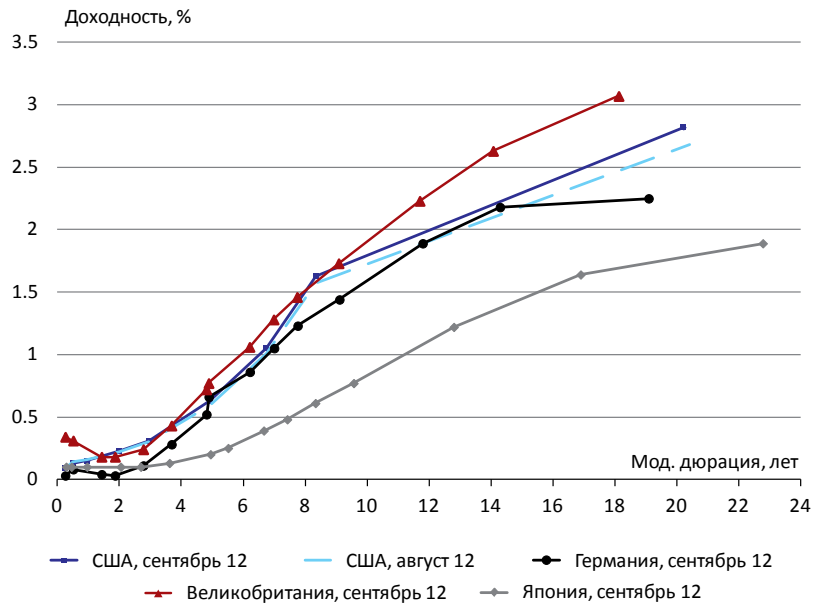


Рисунок 1

Индикативные кривые доходности

наращивать покупку активов при неудовлетворительном прогрессе на рынке труда поразили финансистов. Новую программу ФРС назвали исторической и беспрецедентной. Наравне с аббревиатурой QE3 появилось обозначение QE Infinity, то есть QE-бесконечность.

Кроме того, многие комментаторы отметили, что, поставив длительность и объем новой программы покупки активов в зависимость от улучшения условий на рынке труда, ФРС «креативно» поступила со своим двойным мандатом, предписывающим ей сбалансированное достижение целей устойчиво максимальной занятости и ценовой стабильности. То есть ФРС отдала явное предпочтение цели максимальной занятости. В настоящее время основные показатели инфляции в США находятся ниже целевого уровня в 2% и инфляционные ожидания стабильны. Однако критиков QE тревожит риск эскалации инфляции в долгосрочной перспективе, создаваемый увеличивающимся объемом баланса ФРС. Кроме того, противники QE опасаются, что у ФРС могут возникнуть большие трудности, когда настанет необходимость выхода из беспрецедентно мягкой монетарной политики. Как сказал CEO управляющей компании Pimco Мохамед Эль-Эриан в интервью CNBC, «это касается всех центральных банков — ЕЦБ, ФРС, Банка Японии, Банка Англии». «Мы так глубоко зашли на неведомую территорию, так глубоко погрузились в экспериментальный режим, что мы не знаем, какие будут последствия, — сказал Эль-Эриан. — Тем, кто придет после, придется разбираться с этим безобразием».

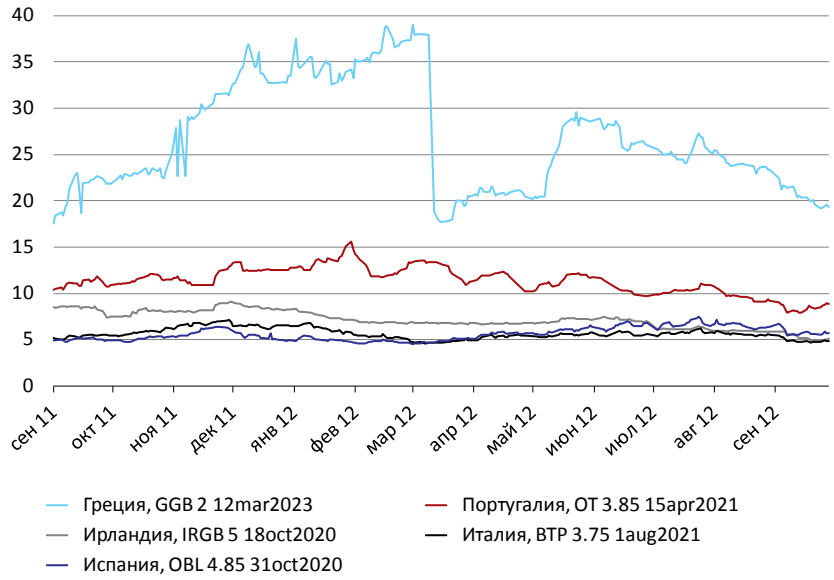
Дав старт QE Infinity, ФРС, по сути, сделала то, к чему призывал ее президент ФРБ в Чикаго Чарльз Эванс. С прошлого года Эванс твердил, что ФРС следует проводить покупку активов, пока уровень безработицы не опустится до 7% или пока уровень инфляции не повысится до 3%. Неограниченный срок действия QE3, зависящий от «улучшения условий на рынке труда», практически это и означает, только без конкретных цифр.

В конце сентября Эванс выступал на конференции, и журналисты решили уточнить, как, по его мнению, будет выглядеть улучшение на рынке труда. Эванс ответил, что хорошим маркером улучшения был бы устойчивый прирост числа рабочих мест на 200–250 тыс. в месяц на протяжении двух кварталов.

Против QE3 на сентябрьском заседании FOMC проголосовал президент ФРБ в Ричмонде Джеффри Лэкер, единственный «ястреб» в составе руководства ФРС, имеющий право голоса в текущем году. В последующие после заседания дни с критикой QE3 выступили Чарльз Плоссер, Ричард Фишер и Джеймс Буллард, президенты ФРБ в Филадельфии, Далласе и Сент-Луисе соответственно. Все они заявили о рисках, связанных с раздуванием баланса ФРС, и сказали, что голосовали бы против новой программы покупки активов, если бы имели право голоса в этом году.

Рисунок 2

Доходность к погашению десятилетних облигаций стран GIIPS, % годовых



АМЕРИКАНСКАЯ ЭКОНОМИКА

Помимо высокого уровня безработицы и вялого прироста числа рабочих мест в апреле-августе, «голуби» и центристы в составе руководства ФРС имели, возможно, и другие аргументы для принятия решения о QE3. В последние месяцы значительно ухудшилась ситуация в производственном секторе США, который был лидером роста при восстановлении американской экономики после недавней

рецессии. В июне, июле и августе производственный индекс ISM был ниже 50, что указывало на снижение активности в промышленности США.

Правда, в последние месяцы появились признаки улучшения в жилищном секторе — в виде роста продаж жилья и повышения цен. Но с учетом глубокого спада на рынке жилья, произошедшего в 2008–2009 годах, уровень продаж остался низким, несмотря на рост. Соответственно, жилищный сектор еще не созрел для роли экономического лидера.

Впрочем, данные о продажах жилья за август показали значительное повышение цен, которое может свидетельствовать о важном сдвиге к лучшему в показателях спроса. На вторичном рынке цены выросли в августе на 9.5% по сравнению с тем же месяцем прошлого года. На первичном рынке цены подскочили на 11.2% относительно июля и на 17% относительно августа прошлого года.

Экономические данные в США за сентябрь, вышедшие в первые дни октября, были, безусловно, лучше, чем можно было ожидать от экономики, которую ФРС сочла необходимым поддержать стимулирующей программой с неограниченным сроком действия.

Промышленный индекс ISM повысился в сентябре до 51.5 против 49.6 в августе. Составляющая индекса, отражающая динамику новых заказов в промышленности, выросла с 47.1 до 52.3. Индекс ISM для сектора услуг повысился с 53.7 до 55.1. Кроме того, в США продолжился и даже усилился рост продаж автомашин. По данным автомобильных компаний, обработанных корпорацией Autodata, продажи легковых автомашин, внедорожников и пикапов в годовом исчислении с сезонной поправкой (показатель SAAR) составили в сентябре 14.96 млн единиц. Это было на 3% выше, чем в августе, и на 14% выше, чем в сентябре 2011 года. За первые девять месяцев текущего года средний показатель SAAR составил 14.25 млн в месяц. Таким образом, уровень сентябрьских продаж был заметно выше, чем в предыдущие месяцы. Правда, в отличие от предыдущих месяцев львиная доля прироста продаж досталась японским автомобильным компаниям, а не американским. В любом случае, высокий показатель продаж автомашин в сентябре не свидетельствовал о депрессивном состоянии духа американских потребителей.

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА И ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

Благодаря действиям ФРС и ЕЦБ фондовые рынки относительно спокойно пережили непростой сентябрь. По итогам месяца европейский индекс FTSEurofirst 300 повысился на 0.4%, а индекс S&P 500 вырос на 2.4%, хотя на фондовый рынок в этот период давили многие негативные факторы, включая незатихающий греческий кризис, напряженную геополитическую обстановку и удручающие экономические новости из Китая. В частности, инвесторов расстроили данные о китайской внешней торговле. Объем импорта в Китай упал в августе на 2.6% по сравнению с тем же месяцем прошлого года, объем китайского экспорта увеличился на 2.7%, значительно замедлившись по историческим меркам. Объем промышленного производства в Китае увеличился в августе на 8.9% относительно того же месяца прошлого года, что стало самым низким приростом с мая 2009 года. Единственная обнадеживающая для инвесторов новость, поступившая из Пекина, состояла в том, что китайское правительство одобрило 60 проектов по развитию инфраструктуры в стране общей стоимостью $157 млрд.

Главной же неприятностью для фондовых рынков США и Европы стали массовые предупреждения корпораций об ухудшении их финансовых показателей за третий квартал относительно сделанных ранее прогнозов. В обычной ситуации такие предупреждения привели бы к падению фондовых котировок, но в минувшем сентябре фондовые биржи устояли. Как отметил экономист Майкл Вудфорд, теоретик количественного смягчения «до победного конца», новая программа ФРС «делает плохие новости менее дестабилизирующими».

ЗОЛОТО И НЕФТЬ

Очевидным бенефициаром QE3 стал рынок золота. В сентябре цены на золото на спот-рынке выросли на 4.9% — с $1687.60 до $1770 за тройскую унцию. По данным Reuters, во второй половине сентября вложения в фонды ETF, инвестирующие в золотые слитки, достигли рекордной величины.

В отличие от цен на золото, цены на нефть в сентябре упали, несмотря на QE3. Падение началось 17 сентября, когда нефтяные котировки обвалились в ходе торгов на пять долларов в течение трех минут. По итогам сессии 17 сентября цены на нефть в Лондоне и Нью-Йорке упали более чем на два доллара. Аналитики объяснили стремительный обвал цен продажей большого пакета нефтяных фьючерсов крупным хедж-фондом. Эта продажа вызвала немедленный отклик торговых роботов, в результате чего нефтяные биржи захлестнул вал продаж. В качестве возможного повода для первоначального сброса нефтяных фьючерсов, приведшего к массовым продажам, аналитики назвали слухи о намерениях администрации США высвободить часть стратегических нефтяных резервов. Известно, что американская администрация рассматривала вопрос о высвобождении некоторого объема нефти из стратегических резервов, когда цены на нефть поднялись в связи с санкциями Евросоюза и США против Ирана.

Впрочем, продажи нефтяных фьючерсов, котировки которых выросли в августе более чем на 9%, могли быть спровоцированы неуверенностью инвесторов в перспективах рынка нефти. Так, в сентябре ОПЕК представила прогноз, согласно которому в 2013 году мировой спрос на нефть увеличится на 810 тыс. баррелей в день, или на 0.91%, до 89.6 млн баррелей в день. Однако ОПЕК предостерегла, что риски, присутствующие в мировой экономике, могут привести к снижению спроса на 20% относительно данного прогноза.

По итогам сентябрьских торгов цены на нефть марки Brent понизились на 1.9%, до $112.39 за баррель, а цены на американскую нефть WTI упали на 4.4%, до $92.19. Поскольку лидером роста по потреблению нефти в мире является Китай, то, вероятно, добрую службу нефтяным «быкам» могли бы сослужить действия китайских властей по стимулированию экономики. Народный банк Китая в текущем году сократил норму резервирования для коммерческих банков и в июне и июле понизил свои базовые ставки. Однако, судя по китайским экономическим показателям последнего времени, предпринятые меры не произвели значимого стимулирующего эффекта. В частности, индексы PMI для китайской промышленности остались в сентябре ниже значения 50, а индекс PMI для китайского сектора услуг понизился до 53.7 против 56.3 в августе. Очередная серия слабых данных из Китая увеличила вероятность дальнейшего смягчения политики центрального банка страны.