Николай КАЩЕЕВ,
директор аналитического
департамента, Промсвязьбанк

Готовимся к новым кризисам, дефолтам и обвалам на рынках: о чем нужно знать

Сегодня данные по рынку корпоративных облигаций в Европе и других странах представляют собой довольно странную картину для тех, кто полагает, что развитие рынка корпоративных облигационных заимствований (выраженное в данном случае в глубине рынка) должно свидетельствовать о процветании экономики. Как бы не так...

Несмотря на существенный рост глубины корпоративного FI-рынка с предкризисных времен, например, во Франции, Финляндии, Великобритании и тем более Греции, этим странам похвастаться бурным восстановлением экономики вряд ли можно.

Таблица 1
Объем рынка корпоративных облигаций / ВВП, %

Страна	Объем рынка корп. облигаций / ВВП, %			Реальный ВВП, средний за периоды		
	2004	2007	2013	01-04	05-07	10-14
Германия	89	88	58	0.5	2.7	2.0
Франция	65	79	88	1.7	2.1	1.0
Финляндия	41	49	62	2.5	4.0	0.5
Испания	43	97	101	3.2	3.7	–0.3
Польша	7	8	15	3.0	5.5	3.0
Греция	3	10	37	4.5	3.8	–4.5
Великобритания	102	128	139	2.9	3.1	1.6
Португалия	37	49	100	0.8	1.5	–0.6
США	129	148	126	2.3	2.6	2.2
Турция	0	0	4	3.8	6.7	5.4
Россия	5	11	14	6.1	7.7	2.7

Источник: IOSCO

* Пиковые 2008 и 2009 годы исключены из усреднения

При этом в Германии, где корпорации показали серьезный делеверидж на облигационном рынке, как и в США, а также в Турции, где рынок корпоративных заимствований, мягко говоря, несущественный (4% ВВП), дела обстоят не так плохо.

Резкий рост глубины рынка в Греции связан с жестким падением ВВП в этой стране, скажете вы. И снова нет! В 2004 году, задолго до кризиса, объем рынка корпоративных облигаций там составлял около $7 млрд, в 2007-м — $30 млрд, а в 2013-м — $89 млрд — рост в 12 раз, несмотря ни на что. За это же время объем корпоративных облигаций в обращении в мире вырос всего-то на 56%, с $31 до $49 трлн, из которых примерно половина, как несложно догадаться, приходилась на США. Глубина российского рынка возросла без малого в три раза, но реальный ВВП РФ жил своей жизнью. Впрочем, мы знаем,

что является драйвером для российской экономики и почему он перестал работать.

Значит ли это и в прочих случаях, что реальные драйверы экономики никак не связаны с корпоративным привлечением капитала? Или для развитых рынков наступает период насыщения, о котором мы когда-то говорили: он таков, что однажды дальнейшее увеличение кредита не дает прежнего роста ВВП? Такой период наступил и для Китая: увеличение объема (официального) кредита в экономике на $1 уже в 2013 году соответствовало росту номинального ВВП на 70 центов (а для Гонконга — и того менее). Это выглядит логичным: значительная часть кредитования используется для рефинансирования, причем как основной части кредита, так и процентов по нему, часть идет на международные рынки и тому подобное.

Страны PIIGS, похоже, в большей степени нуждались в делеверидже, чем в наращивании кредита. Хотя и произошло обратное.

Мы раньше отмечали, что, например, доходность по государственным облигациям Италии (или Испании, Португалии и других стран) на уровне 7% (как было в 2012 году) означает, что для дальнейшего функционирования экономики (без наращивания госдолга) доходы бюджета данной страны должны расти в номинальном выражении на 7% каждый год (при неизменных расходах). При хорошем раскладе и росте экономики на 3.5% (реальный ВВП) плюс инфляция на уровне, скажем, 2.5%, номинальный рост ВВП составит 6%. Значит, еще на 1% надо урезать расходы бюджета либо добиться ускорения инфляции. Подобный сценарий маловероятен. Таким образом, 7% по облигациям — неподъемный процент для такой категории стран, и ЕЦБ ничего не оставалось, как снизить его. И только неликвидные греческие бумаги торгуются сегодня по 20%, а в минимуме были 4%.

В 2009 году все началось с того, что бюджетный дефицит Греции «внезапно» оказался на уровне около 13% ВВП, по отношению к ВВП вдвое выше максимального лимита по пакту о создании еврозоны, Маастрихтскому договору. Евростат поправил: не 12.7%, а 13.6% ВВП.

В Испании — 11% ВВП, что стало понятно в 2010 году. Впрочем, Испания и Португалия начали меры жесткой экономии, а Греция, после трех попыток разработать такие меры, попросила кредит в $45 млрд. Ирландия в 2010 году взяла 85 млрд евро от разных кредиторов, включая МВФ. В 2011 году 78 млрд евро взяла Португалия.

ЕЦБ в 2010 году начал выкуп облигаций. Его действия были направлены исключительно на поддержание рынка облигаций кризисных стран, так как деньги, которые он использовал для выкупа, тут же стерилизовались. Тогда же был создан фонд, известный как EFSF, задачей которого было выдавать кредиты затронутым странам и их банковским системам. Для «подкормки» кризисных стран был также создан «механизм» EFSM, который от своего имени занимал деньги на рынке. Нюансы, согласно которым он был создан в параллель с EFSF, уже, конечно, забылись.

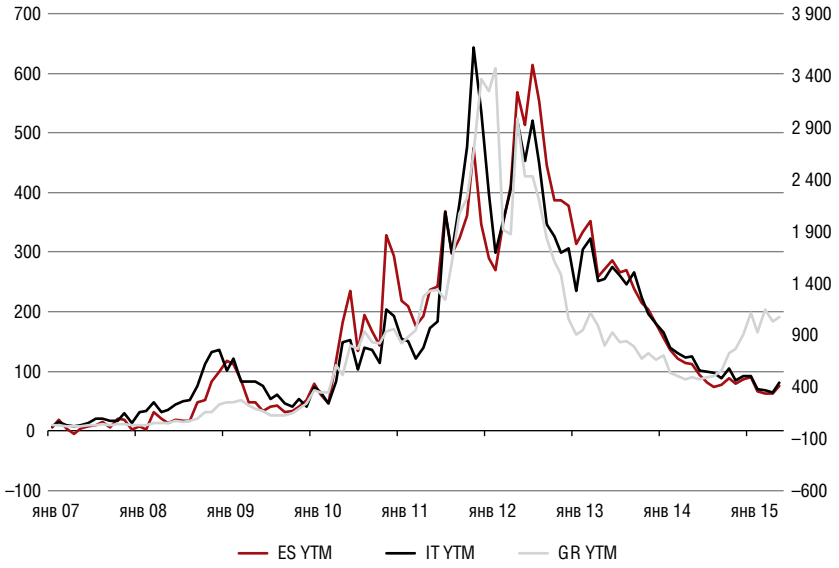


Рисунок 1
Спреды облигаций Испании, Италии 5 лет (ЛО), Греции 10 лет (ПО) к Bunds, б.п.

К вящему удивлению, на этом фоне ЕЦБ в 2011 году дважды поднял базовую ставку в начале и середине года. Она достигла 1.5% в июле, что являло собой резкий контраст с политикой монетарных властей США.

В то же время решено было создать ESM — постоянно действующий фонд на пожарные случаи объемом до 500 млрд евро, причем сроки его запуска переносились то вперед, то назад. Несомненно, анонс создания еще не вполне продуманного ESM носил психологический характер, как и увеличение лимита первого из этих фондов — EFSF до 1 трлн евро. Европейский театр антикризисных действий представлял собой нечто вроде хаоса.

В 2011-м пошел и первый дефолт Греции в виде добровольной реструктуризации долга по бондам в виде списания 50%. Причем Германия некоторое время оппонировала этому событию, но «евробюрократы» как-то ее дожали.

И тут Венгрия попросила кредит! Началась долгая история переговоров, потому что МВФ не хотел давать Венгрии деньги из-за несоответствия ее экономической политики утвержденным критериям.

Наконец-то в ЕЦБ пришел руководить «голдманит» М. Драги, который в два приема снизил базовую ставку в еврозоне до 1%. Все

В ТАКОМ СТРАННОМ МИРЕ ВСЕ ВОЗМОЖНОСТИ ЗАРАБОТКА СВОДЯТСЯ ЛИБО К ВОПРОСУ ОБЪЕМА ИНВЕСТИЦИЙ, ЛИБО ВЗЯТИЮ БОЛЬШОГО РИСКА

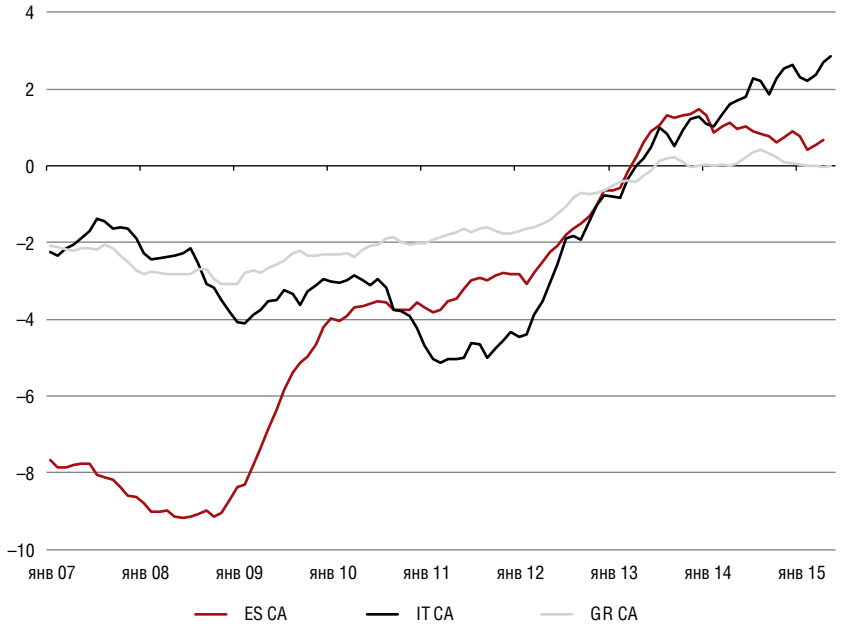


Рисунок 2
Баланс гос. бюджета Испании, Италии и Греции, % ВВП, СС 12 мес.

слегка выдохнули. И затем, в декабре ЕЦБ скопировал — с важными особенностями, правда — политику QE в виде LTRO. В ходе QE ФРС давала деньги в систему «навсегда», покупая бумаги у банков и предполагая стерилизовать эмиссию рыночными методами, LTRO предполагалось на срок три года (до новшеств Драги — три месяца), это был кредит под залог госбумаг стран — членов EMU.

Многие хорошо помнят этот момент: в самом конце 2011 года, когда, казалось, катастрофа в EMU неизбежна, Драги выдал более чем пятистам европейским банкам сперва 490 млрд евро, а в марте 2012-го — 530 млрд уже восьмистам банкам. Собственно, тут кампания была в основном сделана. Правда, ЕЦБ пришлось в начале 2012 года покупать итальянские и испанские бонды на фоне резкого роста ставок (те самые 7%). Тут и частные кредиторы согласились списать греческих долгов примерно на 54% от номинала.

Чтобы окончательно добить прежнюю избыточную и не очень уместную монетарную строгость, ЕЦБ уронил ставку до 0.75% в 2012 году, снизил ставки по своим депозитам и начал программу OMT по безлимитному стерилизованному выкупу облигаций кризисных стран, которые официально попросят кредитов, однако на определенных условиях для их правительств и бюджетов. Ну и наконец, ESM с лимитом кредитования 500 млрд евро был запущен и мог теперь рекапитализировать банки, 6 тыс. из которых перешли под постоянный надзор ЕЦБ.

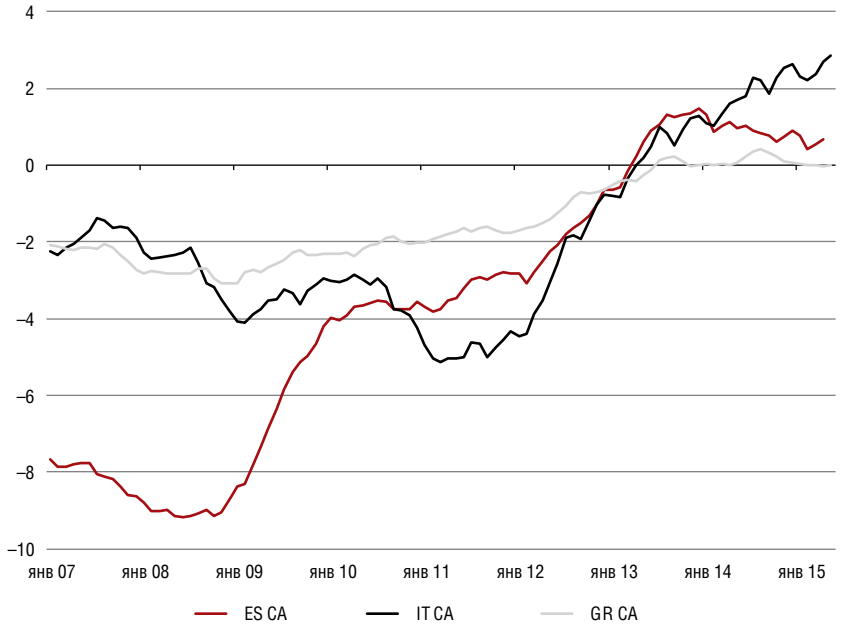
Несмотря на то что Moody's понизил рейтинг Франции, предпринятые в 2011–2012 годы меры успокоили рынки. Доходность гособлигаций Испании и Италии составляет сегодня менее 1% годовых, доходность по коротким бенчмаркам — отрицательная (после двух снижений ставки ЕЦБ в 2013 году), а случай Греции является вполне изолированным.

Европейский случай — почти полностью про госфинансы, как следует из вышеизложенного. А что в целом? Долги частного сектора в еврозоне примерно поровну поделены между классическим кредитом и корпоративными облигациями, достигая 11–12 трлн в долларовом выражении (10–11 трлн евро), и примерно столько же составляет суммарный госдолг. Объем рынка корпоративных облигаций в США составляет свыше $20 трлн.

И что было в период кризиса? Общий объем спасательных кредитов, выданных на страновом уровне в ЕС, — 458 млрд евро (госдолг некоторых стран, стало быть, увеличился на эту сумму). В 2007 году долг государств еврозоны составлял всего около $8 трлн против почти $12 трлн сейчас. Списанию во время кризиса подвергся только греческий долг на сумму около $100 млрд.

В ходе этого же кризиса, но только в первую его, «ипотечную», фазу, в 2009 году, уровень дефолтов по корпоративным бондам спекулятивного уровня достиг максимума в США (12%) и Европе (10%). В 2011–2012 годы, во время второго дна еврокризиса, колебался уже ниже 3%, а сейчас всего около 2% в СА и, после всплеска в 2013 году выше 3%, снова резко упал в ЕЗ, опять ниже среднего за 5 лет. Что это значило? Облигации высокой доходности (HY, от рейтинга B и ниже) — это примерно 14% всего американского

Рисунок 3
Баланс счета текущих операций Испании, Италии и Греции, % ВВП, СС 12 мес.



рынка корпоративных облигаций. Следовательно, в 2009 году дефолт по HY-облигациям затронул активы объемом $350 млрд по номиналу! И это без учета традиционных кредитов. Следовательно, для EMU эта сумма составляла примерно $150 млрд, также без учета традиционных кредитов.

Составляют ли столь громадные рынки проблему для экономики, или это — удобный рычаг для кризисного (и иного) управления? Если судить по Великой депрессии и неприятностям в США середины 1980-х годов, когда разыгрывалась репетиция ипотечного кризиса, сопоставляя их с 2001–2003 годами (крах доткомов) и 2008–2009 годами (Великая рецессия), то большие финансовые рынки — это мощный рычаг и демпфер для того, чтобы более-менее успешно вывести ситуацию из тупика: энергичных действий ЕЦБ при руководстве М. Драги было достаточно, чтобы привести рынки в чувство.

Тем не менее невозможно не заметить и того факта, что сами по себе эти рынки являются «дорогим удовольствием» для экономики. После того как мировая финансовая система, в первую очередь американская, в тех самых 1980-х годах прошла через второй период либерализации с момента отмены Бреттон-Вудских соглашений, освободившей эмиссию денег центробанками от сдерживающих ее якорей, макроэкономическая волатильность в мире усилилась. Это связано в том числе с резко возросшей легкостью привлечения капитала, что позволило «освобожденным от пут» банкам и так называемой теневой банковской системе (различным фондам, SPV, SIV и прочее) наращивать активы без особых сдержек и противовесов. Если лет 25 назад совокупный вклад в ВВП США финансового сектора, страхового бизнеса и бизнеса, связанного с торговлей недвижимостью, который сейчас сплошь носит финансовый характер, составлял около 9%, то сейчас он приблизился к 20%. Тот же биткойн является, по сути, символом эпохи, когда любая химера может стать активом, если уже не центральные банки, не правительства, а просто люди в разных частях света сочтут возможным — даже безо всяких официальных обязательств — считать ее за своеобразные ракушки каури, реликтовые деньги на островах южной части Тихого океана.

Коль скоро теперь кризис приходит из разросшейся финансовой сферы, а прочие рынки начинают все больше подчиняться ей, то соблазн удерживать эту сферу в состоянии сжатой пружины очень велик: весь мир сегодня привык к нулевым ставкам и с волнением ожидает, когда тепличные условия закончатся. При этом жизнь постоянно подкидывает то тут, то там оправдания тому, чтобы оставлять рынки по макушку в деньгах: то второе дно кризиса в еврозоне, то сдувание китайского пузыря. В результате привычные до самого конца 1990-х стратегии уступают место все более рискованным: люди готовы всерьез играть в биткойн, в краудфандинг, и если бы кризис 2008 года не случился, то что-то подобное непременно надо было бы придумать. Хотя вряд ли: что-то подобное обязано было происходить.

В течение последних пяти кварталов каждая пятая компания из состава индекса S&P500 сокращала объем выпущенных акций на 4% год к году, сообщает Business Insider. Это — обратный выкуп. Нулевые и очень низкие ставки побуждают компании выкупать свои акции у акционеров, так как лучше платить фиксированные проценты по низкодоходным обязательствам, чем дивиденды. Вдобавок выкуп улучшает EPS, оставляя рынку акций стимул к его бесконечному росту.

Неужели мы вступили в эпоху бесконечных околонулевых ставок, тем более что рост производительности труда, в частности в самом финансовом секторе, и глобализация обеспечивают стабильную необычайно низкую инфляцию? В таком странном мире все возможности заработка (для пенсионных фондов, например) сводятся либо к вопросу объема инвестиций — чем больше, тем лучше, либо взятию большого риска: то есть при инвестициях в очень смелые новации или при игре в финансовые пузыри.

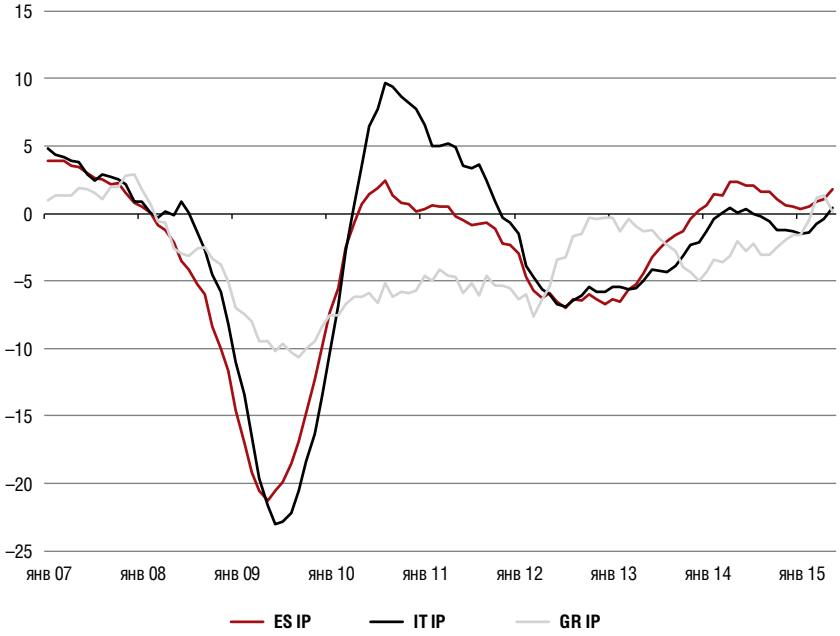


Рисунок 4
Выпуск промышленной продукции Испании, Италии и Греции, % год к году, СС 12 мес.

Условные обозначения:
ES — Испания, IT — Италия, GR — Греция
YTM — спред облигаций 5 лет (Греция — 10 лет) к Bunds (б.п.), GBAL — баланс госбюджета (%ВВП), CA — счет текущих операций (% ВВП), IP — выпуск промышленной продукции год к году (% изм.)