

30 сентября – 13 октября. Мировая политика, экономика и рынки.

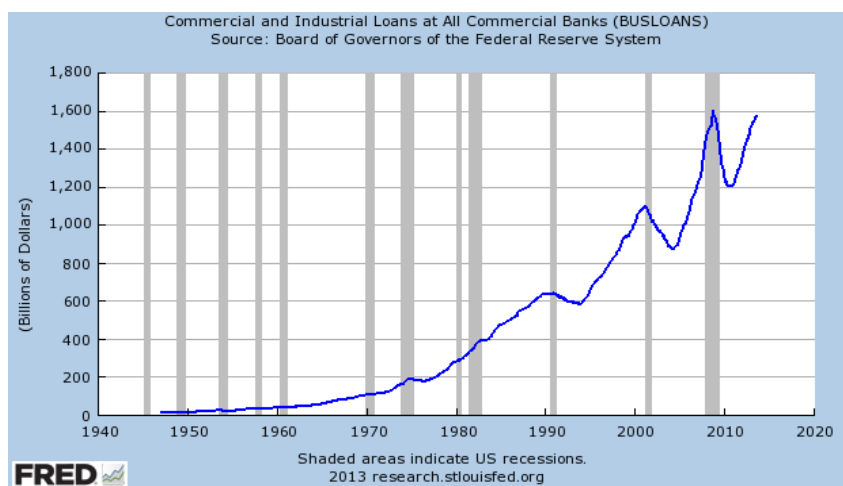
После парламентских выборов в Германии, где сейчас идут трудные переговоры о создании новой правительственной коалиции (появление правительства в стране ожидается не ранее середины ноября), весь финансово-экономический мир полностью переключил внимание на США, где началось очередное острейшее политическое сражение по вопросам бюджета и потолка государственного долга. Никто не хочет верить в возможность суверенного дефолта США. Однако широкая общественность серьезно недооценивает складывающуюся ситуацию в ряде важнейших аспектов. То, что может произойти в результате пока еще гипотетического дефолта – это второй вопроса. Первый – то, что уже происходит в конкретных существующих условиях развития американской экономики и финансовой системы. А происходящее никакого оптимизма не вызывает.

Для того, чтобы более полно оценить проблему, необходимо вернуться почти на месяц назад, к «неожиданному» решению ФРС США не начинать ограничение покупок государственных ценных бумаг как меры по «стимулированию» экономики. Это решение также с полным основанием можно считать крайне недооцененным даже в экономических кругах.

Прежде всего следует отметить, что сам термин «стимулирование» экономики с использованием различных инструментов денежно-кредитной политики заставляет задумываться о двух принципиальных вопросах. Первый – это возможность радикальной концептуальной ошибочности действий ФРС и непонимании некоторых особенностей функционирования финансовых рынков, в чем иногда обвиняли Бернанке, а теперь, в еще большей степени обвиняют его будущую преемницу – Йеллен. Второй – это возможность того, что ФРС совместно с Белым домом сознательно используют ложный термин для успокаивающего воздействия на широкую общественность, тогда как истинные цели решений ФРС сознательно не рекламируются.

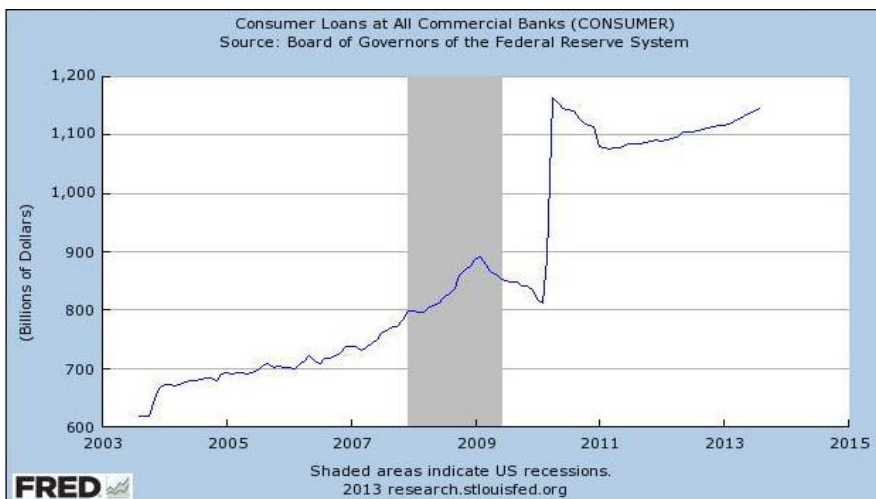
Действительно, то, что происходит в реальности – это монетизация государственного долга и накачка денежной ликвидностью финансовой системы страны. Это помогает ее капитализировать, поддерживать ее устойчивость в условиях опасных и все более усиливающихся дисбалансов в системе, которые могут привести к ее разрушению в результате любого значимого кредитного события внутри США либо за их пределами. А то, что не происходит, да и не могло происходить – это расшивка фактически замороженного с 2009 года рынка ипотечного и межбанковского кредитования, которые находятся практически в замороженном состоянии. И то и другое является важным условием реального стимулирования производственной активности и, соответственно, роста занятости, что ФРС на словах декларирует как одну из главных целей своей политики. Следует помнить: ФРС и администрация считают исключительно важной задачей «восстановление» рынка жилья до докризисного уровня (жилищное строительство – один из основных компонентов ВВП США). Но фактически это означало бы не более, чем повторное раздувание пузыря на этом рынке, который привел к катастрофе 2008 г. Тем более, что уровень благосостояния большинства населения страны падает.

Вот как выглядит диаграмма **коммерческого и промышленного кредитования всеми коммерческими банками США**:



Объем всего рынка на сентябрь 2013 г. – 1,575,871 миллиардов долларов.

Основную часть рынка составляет **потребительское** кредитование, которое после кризиса раздулось до невероятных масштабов (примерно 1,150 триллиона долларов):

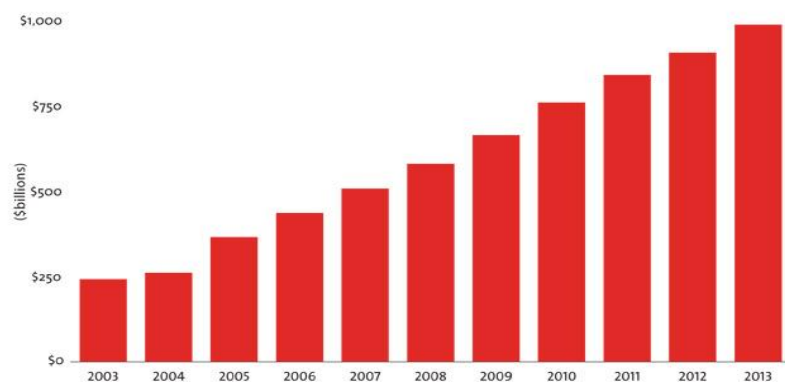


Не удивительно: доходы 93% американского населения после кризиса снизились, люди вынуждены больше брать в долг для оплаты текущих расходов на потребительские нужды.

Примерно половина из 1,150 триллиона долларов потребительских кредитов, выданных коммерческими банками, приходится на студенческие кредиты - 540 миллиардов (всего студенты на оплату обучения получили 1 триллион долларов в виде кредитов, но 460 миллиардов приходится на госкредиты). Это отнюдь не кредитование в интересах реальной экономики.

Оставшиеся 610 миллиардов – это в основном карточные кредиты потребителей. (Автокредиты – примерно 800 миллиардов – приходятся на дилеров, которые продают автомобили в рассрочку.)

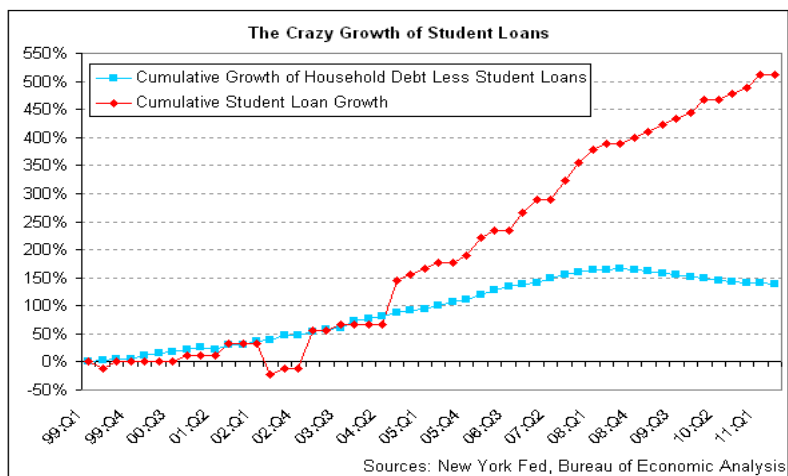
Нельзя не привести диаграмму динамики студенческих долгов:



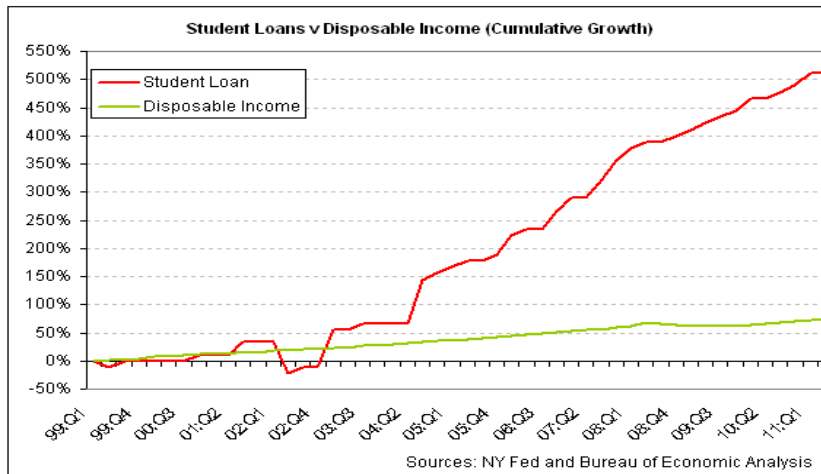
Source: Federal Reserve Bank of New York

Оплата 11% этих кредитов просрочена на 90 дней и более.

Студенческие долги, в сравнении с общим долгом домохозяйств (без студенческих долгов):



Динамика роста студенческих долгов в сравнении с располагаемыми доходами:



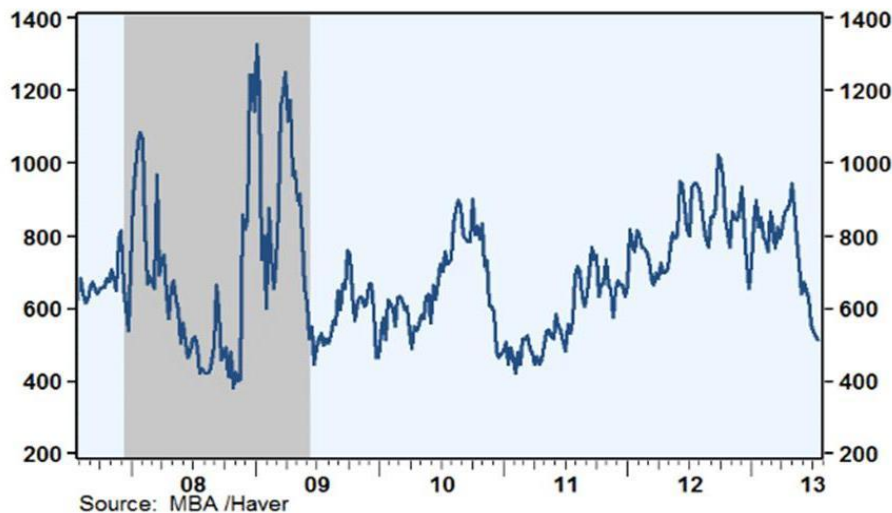
Ипотечное кредитование.

Хотя оно (7 триллионов долларов) в основном осуществляется ставшими государственными ипотечными агентствами, строительство жилья – это одна из важнейших составляющих ВВП страны. То, что ипотечный рынок находится в коме, видно всем, кто предметно занимается этими проблемами. В этой связи стоит еще раз привести две диаграммы.

Так выглядит динамика **всех** заявок на ипотечные кредиты:

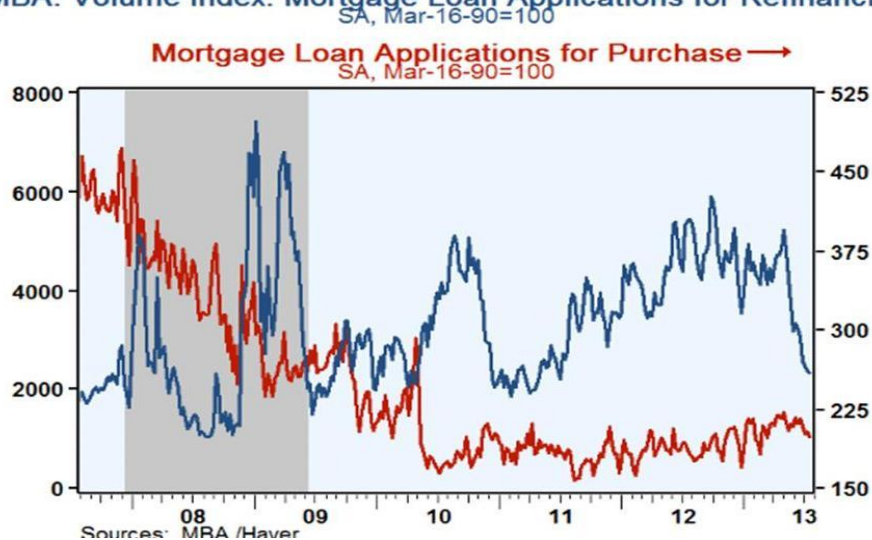
MBA: Market Volume Index: All Mortgage Loan Applications

SA, Mar-16-90=100



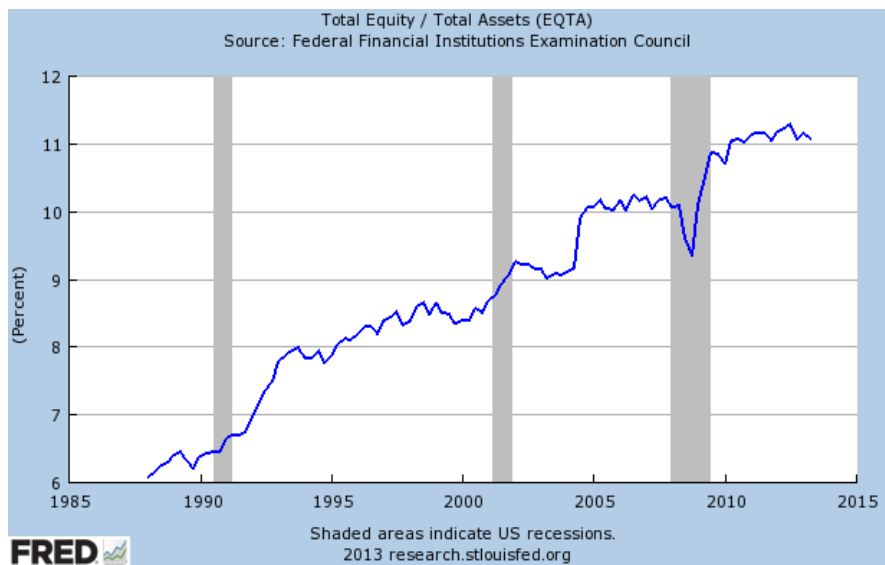
А так выглядит динамика заявок на ипотеку для **покупки** домов (а не для рефинансирования ранее взятых кредитов), в сравнении с общим числом заявок:

MBA: Volume Index: Mortgage Loan Applications for Refinancing



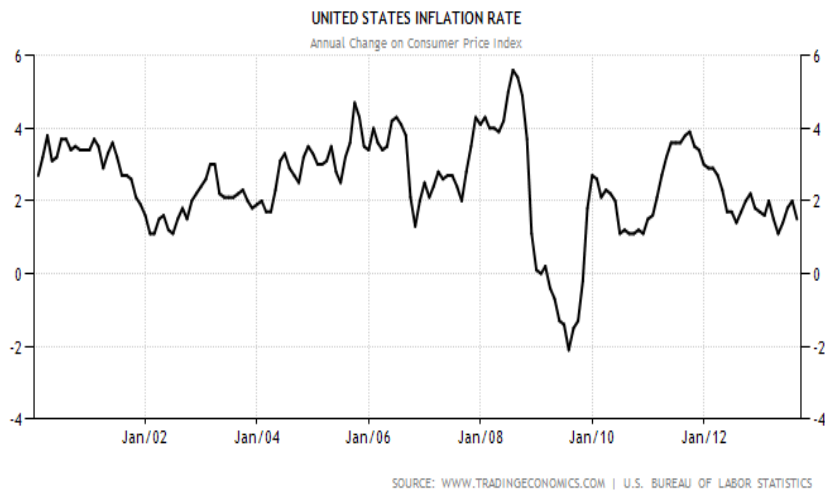
Из этой диаграммы следует (весьма важно), что кредитование для **покупки** домов находится на уровне ниже 2009 года. Рост общего числа заявок с 2009 по начало 2013 г. говорит лишь о том, что потребители стремились рефинансировать ранее полученные кредиты. Так что эта составляющая ВВП крайне мала, и это одна из главных причин заторможенности экономики в целом. (Еще более важно отметить, что весь рост экономики в докризисный период основывался на раздувании рынка жилья, то есть вся экономика по сути представляла собой пузырь, а в результате кризиса «сдулась» до реального уровня. Теперь же эти пузыри ФРС и администрация вновь пытаются надуть.)

Зато вот так выглядит динамика состояния банковского сектора (все собственные активы - капитализация):



Собственно, здесь и комментировать нечего – это и есть главный результат деятельности ФРС.

Об уровне инфляции, которую ФРС хотела бы довести хотя бы до 2%. И здесь ФРС здесь в своих усилиях потерпела полный провал:



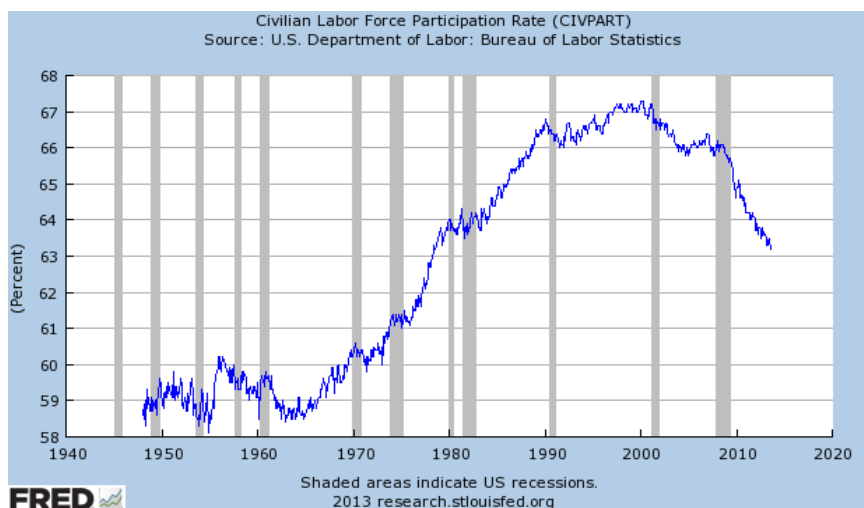
Что касается рынка межбанковских кредитов, то его динамика выглядит так:



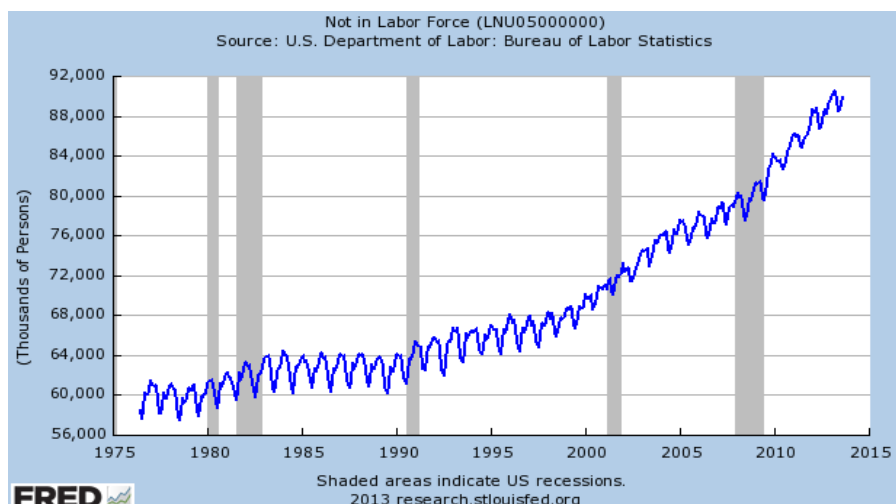
С полным основанием можно считать, что этого рынка в США практически нет.

Так что о каком-либо «стимулировании» экономики Федеральной резервной системой говорить не приходится.

И в отношении безработицы, которая формально сокращается, не все так просто, как это может показаться на первый взгляд, если руководствоваться только лишь данными о ее общем уровне или – тем более – о динамике первичных заявок на получение пособия по безработице. Бернанке в выступлении по итогам последнего заседания комитета по открытому рынку был вынужден признать, что «уровень безработицы не в полной мере отражает ситуацию на рынке труда», нужно также обращать внимание на тенденцию с числом трудоспособных граждан, занятых в процессе производства товаров и услуг. А оно с 2000 года стабильно падает, и выглядит это так:



И динамика количества населения, не входящего в состав трудоспособного:



На данный момент это 90 миллионов человек.

Возникает вопрос, почему ФРС в этой ситуации вообще запланировала было приступить к ограничению покупок казначейских облигаций как нетрадиционной меры «стимулирования экономики».

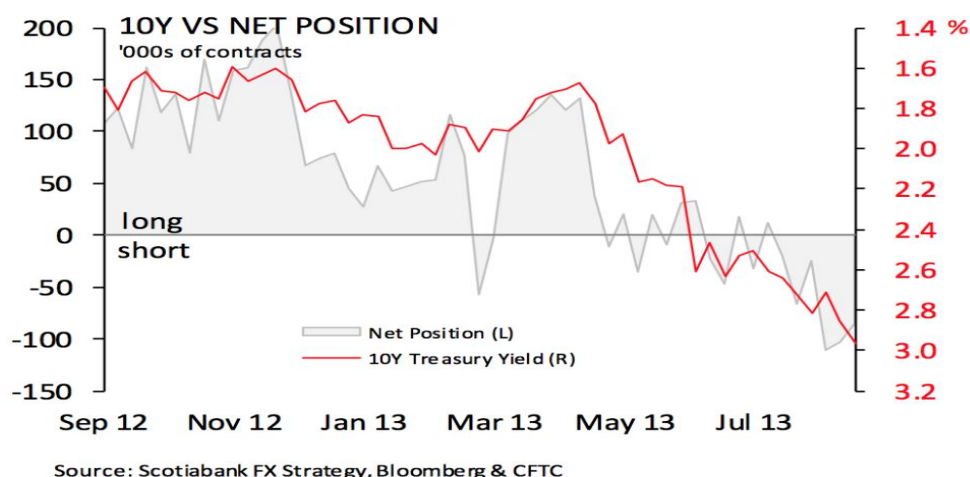
Бывший (в течение многих лет) президент Национального бюро экономических исследований, известный экономист, профессор Гарвардского университета Мартин Фельдштейн предложил три возможных варианта: 1. ФРС в действительности не собиралась этого делать, а лишь хотела увидеть реакцию рынка на такое намерение; 2. заметно ухудшились показатели развития экономики; 3. инвесторы начали слишком резко выходить из казначейских облигаций, т.е. начался непереносимый рост ставок (доходности) по этим бумагам.

Последнее предположение является наиболее близким к истине, с оговоркой, что сам по себе рост доходности по казначейским облигациям еще мало что говорит. Проблема в том, что, по аналогии с камнем, брошенным в воду с последующими кругами, одно лишь намерение ФРС начать сокращение покупок казначейских облигаций вызвало некую цепную реакцию в едином взаимосвязанном многокомпонентном организме, который из себя представляет валютно-финансовая система, включая рынки финансовых инструментов. А эта система и без того крайне разбалансирована, и ситуация могла быстро перерасти в кризисную.

Не углубляясь в излишние детали этих процессов на финансовом рынке, отметим главное.

Еще в конце 2012 г., когда некоторые участники рынка начали пропагандировать идею о «великом перетоке» средств из казначейских облигаций в другие активы, в первую очередь акции, ряд инвесторов поддался таким «предупреждениям», и они стали постепенно выходить из государственных долговых бумаг. Тогда ничто не говорило о том, что ФРС обратило на этот факт хоть какое-то внимание.

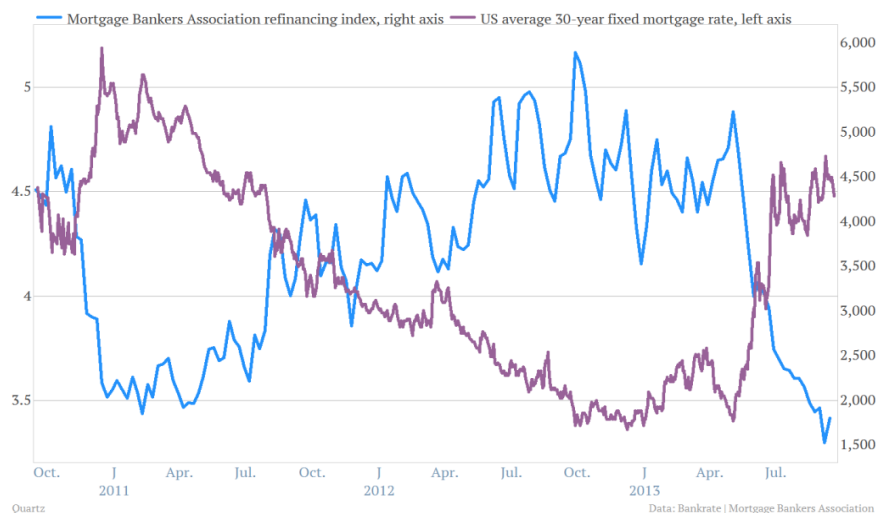
В начале мая 2013 г. этот процесс резко ускорился:



Однако Бернанке и теперь оставил это без внимания и объявил в июне о намерении приступить к ограничению покупок казначейских облигаций.

В процесс продажи бумаг включилось большее число инвесторов, многие из которых просто следуют за действиями ФРС.

Начавшаяся распродажа казначейских облигаций и рост процентных ставок по ним (3% рассматривался как критический уровень, за которым мог последовать обвал) немедленно привели к росту процентных ставок по ряду других финансовых инструментов, в частности, что особенно важно, ставок по 30-летним ипотечным кредитам. Они взлетели с менее 3,5% до почти 4,7%. Это, в свою очередь, привело буквально к обвалу заявок на получение кредитов по рефинансированию полученных ранее ипотечных займов:



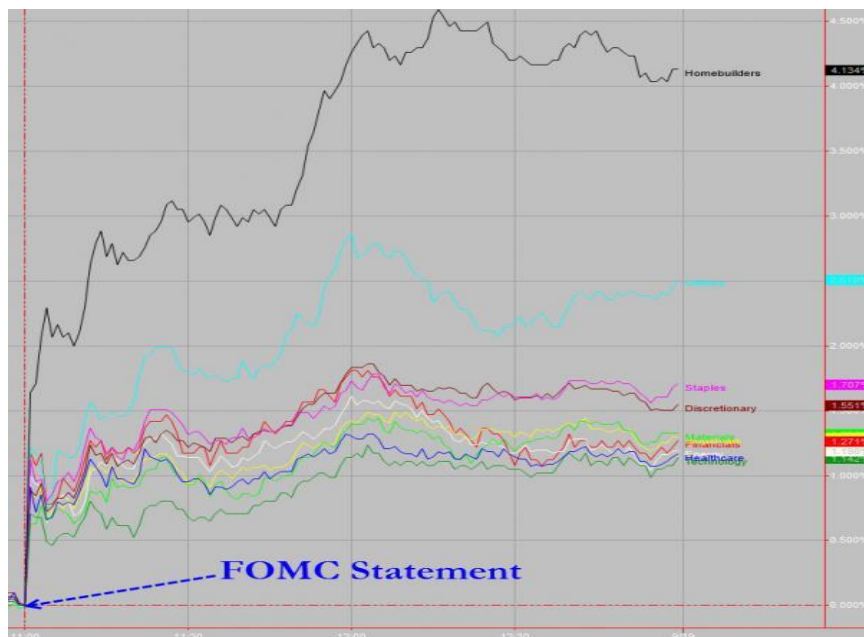
Если бы этот процесс продолжился, то остатки рынка ипотечного жилья могли развалиться, что вызвало бы крайне последствия для экономики. То же самое происходило со ставками по другим видам потребительских кредитов, в том числе карточным.

Именно так работает рынок, и ФРС, возможно, полностью этого не понимает. Это в лучшем случае. В худшем – Бернанке начал играть на стороне одной из заинтересованных групп инвесторов (не поэтому ли Обама довольно неожиданно, по крайней мере, весьма несвоевременно решил его заменить, хотя вполне мог оставить на третий срок).

Так или иначе, нет никаких сомнений, что большинство голосующих членов комитета по открытому рынку ФРС испугались открывшейся перспективы развития событий в финансовой сфере. А ухудшение экономических показателей – вполне реальное – было уже совершенно вторичным явлением и больше использовалось как предлог для оправдания принятого решения.

Кроме того, и это мало кто заметил, оно состоялось вскоре после того, как президент Обама провел совещание с главами всех ведущих экономических ведомств, куда был приглашен и Бернанке. На этом совещании явно обсуждался вопрос о предстоящих неизбежных баталиях в конгрессе по вопросам бюджета и потолка государственного долга. Администрации было ясно, что столкновение будет крайне жестким, рынки будут нервничать, и даже незначительное сворачивание программы «количественного смягчения» будет еще больше дестабилизировать финансовые рынки.

Решение ФРС фондовый рынок все равно дестабилизировало (в другую сторону) – резко выросли биржевые индексы, цены на золото и серебро, медь. И, что примечательно, акции строительных компаний. Строители далеко обогнали все остальные сектора:



Золото (фьючерс):



Индекс S&P (фьючерс):



Была исправлена и ситуация с казначейскими облигациями, а соответственно, и с процентными ставками по потребительским, в том числе ипотечным кредитам. Затем широкий рынок в целом сбалансировался, но покупки государственных долговых бумаг продолжились.

В такой обстановке страна и подошла к очередному политическому столкновению в Вашингтоне по вопросам бюджета и потолка государственного долга.

Хорошо известное развитие этих событий недооценивается также как и обстоятельства решения ФРС. Кто-то необдуманно называет происходящее спектаклем, кто-то не видит ничего существенного ни в «закрытии» правительственных ведомств, ни даже в дефолте, если таковой вдруг случится. Причины таких весьма поверхностных и непрофессиональных суждений просты: лишь участники рынка (и то не во всех его сегментах) видят уже происходящее. И даже таковые не понимают всех возможных последствий худшего варианта развития событий.

Вот некоторые материальные, а не умозрительные последствия всего лишь опасений по поводу складывающейся ситуации.

Профессиональные участники (такие как JP Morgan, Fidelity) начали заранее выходить из казначейских бумаг с ближайшими датами погашения, в том числе иностранные держатели. Японские инвесторы продали за неделю гособлигаций, в основном американских, на сумму 22,8 млрд. долларов – третий рекордный объем продаж за всю историю. Китайские дилеры начали продавать клиентам казначейские облигации США с дисконтом, ужесточая маржинальные требования.

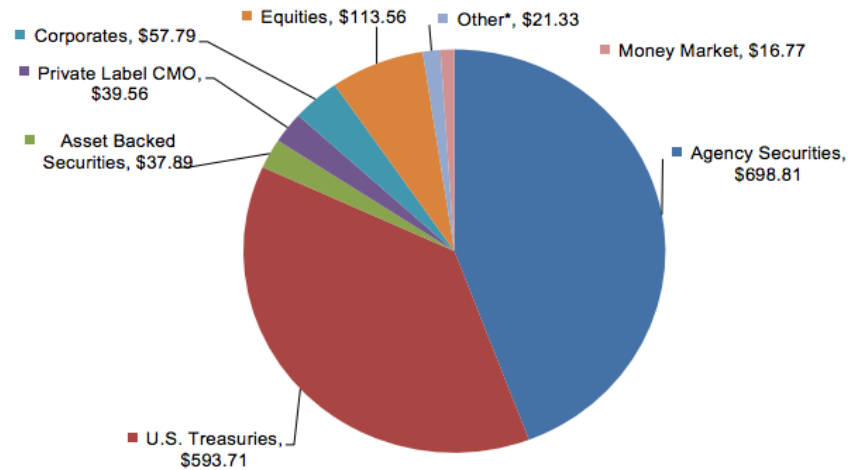
Вот график процентной ставки по облигациям с погашением 24 октября:



Не все в кругах широкой общественности знают, что казначейские облигации США являются основным залоговым инструментом в мировой финансовой системе, т.е. влияющий на весь мировой кредитный рынок. Не только официальный, но и теневой, разросшийся до колоссальных масштабов. Он оценивается в 70 триллионов долларов. Любое кредитное событие здесь может взорвать всю мировую финансовую систему.

Вот как выглядит состав залоговых инструментов только на американском рынке РЕПО. Облигации федерального казначейства США на нем занимают второе место (\$593,71 миллиарда долларов). На первом – другие государственные бумаги – федеральных агентств (\$698,81 млрд.). С большим отрывом идут другие ликвидные ценные бумаги, в том числе корпоративные облигации:

Exhibit 2: Collateral in Tri-Party Repo Market
(\$ in billions)

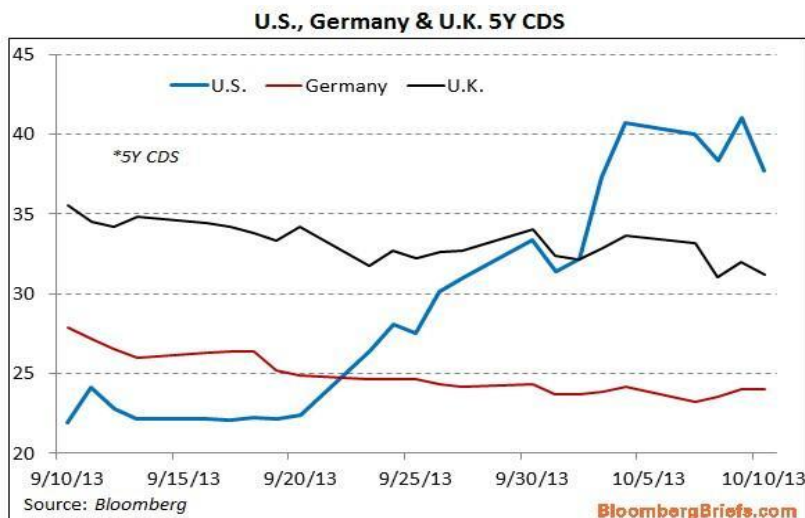


Соответственно, до рекордного уровня за пять месяцев выросли ставки по операциям РЕПО на ночь со стандартным залогом – с 0,15% до 0,27%. Также заметно выросли ставки по 2, 3, 5 и 7-летним РЕПО.

Самое неприятное, это то, что данные события совпали с развитием кризиса залоговой ликвидности в мировой системе в связи с повышением требований к качеству банковского капитала. Ряд участников рынка считают, что даже безотносительно американских событий, это – бомба с работающим таймером, так же, как это было накануне развития кризиса в 2008 году.

До рекордных уровней выросли процентные ставки по месячным платежам по некоторым кредитным картам.

Также до рекордных уровней выросла стоимость свопов по кредитным дефолтам на США на год – на 90 базисных пунктов. Это самый высокий уровень с марта 2009 г. Данный сегмент рынка не значительный, малоликвидный (что касается страхования риска суверенного дефолта США). Но это важный индикатор степени нервозности финансового рынка в целом и возможных его действий при дальнейшем неблагоприятном развитии событий. Вот диаграмма, показывающая динамику пятилетних свопов для США, Германии и Англии:



Коротко говоря, опасность в том, что сложнейшая, перенапряженная, разбалансированная мировая финансовая система может взорваться из-за любого неосторожного действия в этой сфере, а всех угроз предусмотреть невозможно. Ни один из участников не понимает всех нюансов и аспектов работы этой системы. Не случайно Бернанке на слушаниях в конгрессе недавно сказал, например, что «никто не понимает цен на золото, и я также на это не претендую». Мнений, правда, - любых – высказывается абсолютно по всем вопросам неизменно много.

Конечно, есть у подавляющего большинства широкой общественности свое мнение и в отношении потолка госдолга: мол, договорятся в последний момент. Это мнение основано на аналогии с предыдущим случаем.

Здесь, однако, следует учитывать: что именно следует понимать под «последним моментом» никто до конца не уверен. Многие считают, что это – 17 октября, о чем ранее предупредило федеральное казначейство. На это ориентируется и значительная часть инвесторов. Если договоренности не будет до 17 октября включительно, на рынках начнется паника со всеми вытекающими последствиями. Однако в конгрессе многие исходят из того, что реальная дата, когда у казначейства закончатся все средства, наступит «лишь» где-то между 22 октября и 1 ноября. А когда точно – вообще никто не знает. Во-первых, нет точных данных о поступлении налоговых платежей (они могут прийти с разницей в несколько дней). Во-вторых, в связи с «закрытием» правительства, не работает часть госслужащих и соответствующих систем, что может оказать свое влияние. Например, на днях произошел масштабный сбой в системе учета дотаций на продукты питания, и пользователи соответствующих карт не могли их отоварить. Система полностью не восстановлена до сих пор.

Широкий рынок в конце прошедшей недели нацелился именно на скорое достижение договоренности и стал пребывать в эйфорическом настроении. А в субботу и воскресенье выяснилось, что на одном направлении переговоры провалились (по линии палаты представителей), а в сенате возникли свои трудности. Палата вновь соберется лишь вечером в понедельник. Внутри республиканской партии возникли острые противоречия – между крайне правыми и умеренными, с одной стороны, а также между членами палаты представителей и сенаторами. А демократы, со своей стороны, ужесточили свою позицию практически по всем наиболее важным компонентам спора.

Фьючерсный рынок на открытии среагировал соответственно: фьючерс на индекс S&P, в частности, открылся с гэпом вниз почти на 18 пунктов.

Что же касается возможных последствий дефолта США, если бы он состоялся, то, как выразился глава JPMorgan Chase Джейми Даймон в ответ на вопрос о том, что случится, если он произойдет, «вам об этом лучше не знать». «Возможно, - сказал банкир, - что вы даже не можете представить, каким образом это разорвет мировую экономику. Вы не знаете, каким разрушительным будет эффект для финансовых инструментов. Финансовые рынки самые неустойчивые рынки в мире, они - как кролики. И чем ближе к событию, тем больше будет паники».

Алексей Букин

© 2013 ЗАО «ИК «Диалар Инвест»