

Распродажа долгового рынка как ожидание нисходящего тренда глобальной экономики

© 2018 Киевич Александр Владимирович

доктор экономических наук, профессор кафедры экономики

и финансов предприятий и отраслей

Международный банковский институт

190000, г. Санкт-Петербург, Невский пр-т, д. 60

© 2018 Кивачук Василий Сазонович

кандидат экономических наук, доцент

© 2018 Четырбок Наталья Петровна

кандидат экономических наук, доцент

Брестский государственный технический университет

224017, Республика Беларусь, г. Брест, ул. Московская, д. 267

E-mail: a.v.kievich@yandex.ru, kivachuk_v@mail.ru, natabrest@rambler.ru

Анализируется политика США по поддержанию оптимальной доходности американских казначейских облигаций (трежерис), которая определяет динамику доллара на мировом рынке; подчеркивается, что в январе-феврале 2018 г. произошла раскорреляция между индексом доллара и доходностью облигаций, это означает очередной отток из американских активов, следовательно, бегство из доллара и серьезные негативные последствия для мировой экономики.

Ключевые слова: мировая экономика, фондовые индексы, долгового рынка облигаций, курс валют, глобальный кризис.

Уже можно констатировать, что мир стоит на пороге новой серии грандиозных экономических потрясений и начавшийся 2018-й может стать годом очередного финансового кризиса. Экономисты не первый год предсказывают его, и это не удивительно, ведь американские и другие фондовые индексы уже девять лет росли практически без коррекции. Пока нет четкой уверенности, откуда вылетит “черный лебедь” на этот раз, но известно, что цикличность американских, а вместе с ними и глобальных рынков укладывается примерно в десятилетний отрезок¹.

Ничего хорошего от 2018 г. не ждет и Международный валютный фонд. Прогнозы специалистов организации на редкость пессимистичны. Во-первых, в МВФ обращают внимание на продолжающееся замедление развития китайской экономики. Во-вторых, эффект от налоговой реформы Д. Трампа будет краткосрочным: после истечения срока налоговых льгот (2-3 года) рост экономики США замедлится, а госдолг в результате реформы значительно вырастет. В-третьих, разочарование жителей большинства стран от политических элит может привести к приходу к власти радикалов и даже к установлению авторитарных режимов. А это, в свою очередь, приведет к разбалансировке мировой экономичес-

кой системы, замедлению реформ и торможению международной интеграции.

А пока что основные СМИ и широкая либеральная общественность склонны предполагать, что каждый день приближает нас к светлому будущему, так как по итогам прошлого года глобальный ВВП увеличился на 3,7 %. Индексы на фондовых биржах росли колоссальными темпами (в развитых странах прирост составил 20,1 %, в развивающихся - 34,3 %)².

Все же многие независимые аналитики сосредоточены на анализе отдельных странностей, лежащих в основе нашего мира и всех кризисных факторов, о которых среднестатистические люди склонны не задумываться. Учитывая, что каждый сектор нашей системы опирается на раздутые финансовые пузыри, остается задать один вопрос: когда очередной геополитический или экономический шок приведет к тому, что весь карточный домик надутых за последнее время пузырей рухнет³.

Здесь отметим, что по итогам января 2018 г. фондовые индексы по всему миру уже понесли серьезные потери. Например, один из старейших индексов - американский Dow Jones понес едва ли не самые сильные потери с 2008 г. Индекс широкого рынка S&P 500 также начал ускоренное падение. В абсолютных значениях

фондовый рынок США показал сразу несколько антирекордов. В понедельник, 5 февраля, и во вторник, 6 февраля, индекс Dow Jones показал 1-е и 2-е по величине однодневные падения в пунктах, соответственно, за последние два года⁴. Учитывая тот факт, что до этого американские фондовые индексы так сильно уже очень давно не падали, за ними пошли вниз и остальные фондовые индикаторы мира.

Что еще символично, официальное вступление в должность Джерома Пауэлла на пост главы Федеральной резервной системы США 6 февраля 2018 г. ознаменовалось рекордным однодневным падением фондового индекса Dow Jones Industrial Average. По итогам торгов индекс Dow Jones потерял 4,6 %, составив 24345,75 пункта, S&P 500 - 4,1 %, опустившись до 2648,96 пункта, Nasdaq - 3,78 % - до 6967,53 пункта. Таким образом, индексы Dow Jones и S&P 500 нивелировали весь рост за 2018 г.⁵

Стоит также добавить, что за прошедшую неделю февраля в США произошла очередная краткосрочная остановка работы федерального правительства (*federal government shutdown*). А с начала 2018 г. shutdown произошел дважды за 2 недели (*впервые в истории страны*) из-за споров в Конгрессе США по поводу нового бюджета, предусматривающего рост расходов и повышение госдолга.

Если присмотреться к происходящему в США, то волатильность (*от латинского volatilis*

- *летучий, мимолетный*) усиливается по всему спектру: рост госдолга, дефицита бюджета США, процентных ставок, обострение противостояния внутри политического истеблишмента, поляризация политических настроений внутри страны, а также ухудшение отношений с прежними союзниками (*во многом из-за роста протекционизма*), что на текущем этапе становится нормой для США.

Безусловно, все указанное очень сильно влияет на ситуацию на долговом рынке. К слову, именно от рынка облигаций зависит сегодня судьба рынка акций. Другой вопрос, что сейчас, когда акции уже начали дешеветь, рынок долга также почему-то находится под давлением (*нет покупок казначейских облигаций*), что, определенно, должно настораживать. Так, например, доходности десятилетних американских казначейских облигаций (*трежерис*) США торгуются уже на отметке 2,868 % (см. рис. 1)⁶.

И на сегодня из трех крупнейших долговых рынков относительное спокойствие сохраняется только на рынке Японии, но лишь благодаря ЦБ страны, который в начале февраля 2018 г. заявил о неограниченных покупках для удержания доходностей ниже 0,1 %. Конечно, в любой момент все может измениться, однако есть вероятность того, что начинается настоящий обвал.

Важно отметить, что инвесторы почти всегда оказываются не готовы к тому, что именно в данный момент происходит сильное снижение



Рис. 1. Доходность десятилетних трежерис США

или какой-то актив показывает новые рекорды. Проблема, видимо, в психологии: если, например, американские и другие индексы уже много лет непрерывно росли, человеческий мозг оказывается не готов к обвалу.

Сейчас также очень странным выглядит тот факт, что даже на фоне начавшегося обвала на рынке акций покупок в облигациях не видно. Падает в цене и долговой сегмент, и фондовый, т.е. деньги просто выходят с рынка. Обычно на практике такое не происходит. Есть понятие безрисковой премии, которая заложена почти во все инвестиционные модели. Этой безрисковой премией до сих пор считаются долговые обязательства США. Если доходность безрисковой ставки сопоставима или превышает дивидендную доходность фондовых активов, инвесторы переключаются в облигации, а акции соответственно падают. Сейчас этого нет. Посмотрим, возможно, мы становимся свидетелями какого-то сильного движения. Впрочем, нельзя исключать, что это всего лишь эмоции, которые совсем скоро исчезнут.

Все же отметим, что исторически одной из основных составляющих, определяющих динамику доллара на мировом рынке, была доходность американских казначейских облигаций (трежерис). Если доходность шла вверх, то это, по меньшей мере, поддерживало американскую валюту или укрепляло ее.

Однако с начала текущего 2018 г. указанная зависимость перестала работать. Доходность 10-летних казначейских облигаций поднялась за январь с 2,4 до 2,85, а индекс доллара только за месяц потерял больше 4 %, снизившись с 93 пунктов до 88,87. Пока очевидно, что падение доллара продолжается со скоростью, которую не видели с 2003 г. Данная тенденция очень странная по ряду причин: наиболее заметным фактом является то, что индекс доллара игнорирует политические шаги ФРС по повышению процентных ставок и снижению его баланса. В нормальных экономических условиях это должно было спровоцировать скачок доллара, а не его падение.

Ко всему прочему, в 2018 г. ФРС США при новом главе Джероме Пауэлле проведет очень агрессивные меры по ужесточению фискальной политики, включая повышение процентных ставок во имя смягчения падения доллара. Если это произойдет, безумный пузырь фондового рынка, который уже почувствовал угрозу, ощутит серьезный удар и в других регионах. Однако даже такой шаг не смог остановить падение доллара. Возможно, что это может быть и первый этап стагфляционного кризиса, о котором ряд

независимых аналитиков предупреждали в течение многих последних лет.

Что еще более любопытно, так это реакция рынка на сильные макроэкономические данные из США, а таких в январе 2018 г. было немало. Сразу после выхода данных, где, например, цифры по рынку труда оказались намного лучше ожиданий (**плюс 234 тыс. рабочих мест в январе**), доллар сразу же начинает набирать вес против основных валют, но уже через 20-30 мин рост заканчивается и рынок идет в проверенном за последние недели направлении, т.е. доллар слабеет⁸. Только более агрессивное заявление ФРС США после заседания в среду 31 января 2018 г. и почти 90%-ная вероятность повышения ставки в марте немного укрепили американскую валюту.

Очевидно, что сейчас на рынке начали доминировать какие-то другие зависимости. Собственно, единственным серьезным событием в начале января 2018 г., которое сломало все корреляции, стал слух о якобы отказе Китая покупать в свои резервы казначейские облигации США и даже о возможном сокращении своего портфеля от трежерис. Слухи не опровергли и не подтвердили. Но именно сразу после этого курс единой европейской валюты, который долго находился в диапазоне 1,17-1,21, решительно прорвал верхний уровень, потянув за собой весь индекс (**доля евро в индексе доллара - 57 %**), и вышел к важному психологическому уровню выше 1,25.

Вероятно, что ослаблению доллара способствовали и невнятные заявления о новой валютной политике США, сделанные руководителем казначейства С. Мнучина, но после решительного заявления уже в Давосе Д. Трампа, что в интересах США только сильный доллар и доллар будет укрепляться в долгосрочной перспективе, рынок немного успокоился.

Итак, скорее всего, слабость доллара в январе-феврале 2018 г. обусловили, во-первых, китайские, а может, и чьи-то другие операции по диверсификации резервов (**последняя статистика Казначейства США показала, что китайцы действительно в ноябре уменьшили долю трежерис на балансе на 13 млрд долл.**). Во-вторых, фактор дефицита торгового баланса, который продолжает в США увеличиваться (**по данным за ноябрь, дефицит вырос до 71 млрд долл.**). В-третьих, сохраняющаяся неясность относительно того, какой политики придерживаются США - сильного или слабого доллара.

Но все же главная тема - это уход от американских облигаций (трежерис). Поэтому в январе и произошла раскорреляция между индексом доллара и доходностью облигаций, так как рост

доходности для игроков означал очередной отток из американских активов, а значит, бегство из доллара.

Еще один фактор, стимулирующий продажи трежерис, - это налоговая реформа Д. Трампа, инфраструктурные инвестиции и, как следствие, рост объема заимствований Минфина США на рынке. Они уже объявили, что увеличат размещение трежерис в I квартале на 40 млрд долл., и это произойдет впервые с 2009 г. Естественно, в результате расширения предложения цены на облигации продолжат падать. Например, доходность по 10-летним трежерис уже дошла до 2,85 и дальнейший ее рост может спровоцировать и дополнительный отток средств из американских акций.

Собственно, коррекция на рынке акций в США, как мы отмечали выше, уже началась. Тут следует учитывать, что доля кэша на балансах фондов сейчас находится на историческом минимуме. Другой вопрос заключается в том, что произойдет, если акции и облигации упадут, а доллар не вырастет. Это будет реальный кризис, который объяснит не только недавнее предложение криптовалют, но и подтвердит тот факт, что дни доллара в качестве главной резервной валюты в мире сочтены.

Все же инвесторам постоянно приходится отвлекаться от фондового рынка, особенно сейчас, чтобы понять, что происходит с государственными облигациями - другой важной частью их портфеля. Доходность в этом году пока растет, но Билл Гросс, один из гуру сектора, считает, что и здесь "бычий" рынок, стартовавший еще в начале 1980-х гг., завершился⁹.

Отметим, что на сегодня все же существует глубокая неудовлетворенность доходностью в 2%, поскольку считается уже недостаточным вознаграждением. В старой поговорке о британских инвесторах говорится, что "Джон Булл готов смириться со всем, кроме 2%". Многие аналитики также разделяют пессимизм Б. Гросса по поводу государственных облигаций: 83% управляющих фондами, опрошенных Bank of America Merrill Lynch, уверены, что облигации переоценены, при этом 59% долю имеют ниже обычного в этом классе активов¹⁰. И подобный широко распространенный пессимизм обычно является обратным индикатором. Если у всех небольшой объем, то кто будет продавать?

Многие уже давно опасаются последствий освобождения баланса центральных банков от приобретенных облигаций, общая сумма которых достигает триллионов долларов. Эти опасения помогают объяснить, почему центральные банки так осторожны с изменениями в политике

(еще в 2013 г. ФРС начала сокращать покупку облигаций. И хотя ФРС США, в конце концов, перестала их покупать, ЕЦБ и Банк Японии продолжают это делать). Вот еще одна из причин для распродажи облигаций - опасения по поводу возможных действий этих двух центральных банков. ЕЦБ уже снизил ежемесячную покупку облигаций с 60 млрд евро до 30 млрд евро и в случае укрепления экономики еврозоны может вообще прекратить ее в сентябре. Банк Японии также сократил объем приобретаемых облигаций, хотя пока не ясно, является ли это сокращение постоянным.

Дополнительным поводом для беспокойства является Китай, который может уменьшить покупку американских казначейских облигаций *(они покупаются не для QE, а из-за того, что Китаю необходимо что-то делать со своими валютными резервами)*.

Все же пока что существует четкая связь между всеми указанными опасениями и оптимизмом по поводу глобальной экономики, который ведет к росту фондового рынка. В быстрорастущей экономике инвесторы предпочитают иметь акции, а не облигации. Кроме того, быстрорастущая экономика нуждается в меньшей помощи государства. Позитивным моментом может быть и то, что центральные банки, наконец-то, смогут переложить ответственность за рост на плечи правительства и корпоративного сектора. Все это создает хороший повод для движения доходности облигаций вверх, но ненамного. Для того чтобы повышение было значительным, требуется возвращение инфляции, которую все еще трудно увидеть.

Здесь также стоит напомнить, что всего несколько недель назад некоторые независимые аналитики были обеспокоены тем, что выравненная кривая доходности указывает на замедление экономики. Но рынки заполнены профессионалами-неудачниками, которые делают ставку на то, что сверхнизкая доходность, например, японских облигаций долго не продлится *(торговля, известная как widowmaker)*. Доходность десятилетних японских бумаг сейчас - 0,08%. Очень резкий рост доходности должен вызвать опасения у центральных банков и привести к дополнительному монетарному смягчению *(или как минимум к прекращению политики ужесточения)*.

И все же некоторые независимые эксперты начинают фиксировать первые признаки возможного сбоя этой хорошо отлаженной системы. А именно: эксперты не уверены в абсолютном спросе на новую порцию американского долга со стороны мировых инвесторов, и в первую очередь

центробанков других стран. Все это невольно вызывает легкие опасения в сообществе инвесторов, которые подозревают, что спрос на долговые инструменты США может оказаться ниже, чем раньше. Это приведет к снижению цен на облигации и росту по ним доходности. Спрос будет всегда, вопрос в том - при какой цене. Можно сказать, что причина, по которой все ожидают роста доходности казначейских бондов, кроется в увеличении предложения бумаг.

Почему ФРС проводило до сих пор именно такую политику? По всей видимости, на нее давил еще неуправляемый рост госдолга США (см. рис. 2).

облигациями на 86 млрд долл. И проявляющиеся на сегодня распродажи трейдерис США означают лишь одно - беспокойство держателей госдолга США относительно дальнейшего всплеска долговой эмиссии США в рамках плана бюджетных стимулов Трампа. И это все больше напоминает пирамиду, когда у США просто нет вариантов, кроме как вновь и вновь повышать планку и занимать на рынке. В данной ситуации американское финансовое ведомство напоминает нерешительного самоубийцу, медленно и долго затягивающего петлю на собственной шее.

Минфин США прямо сейчас прилагает серьезные усилия, чтобы оставаться в пределах

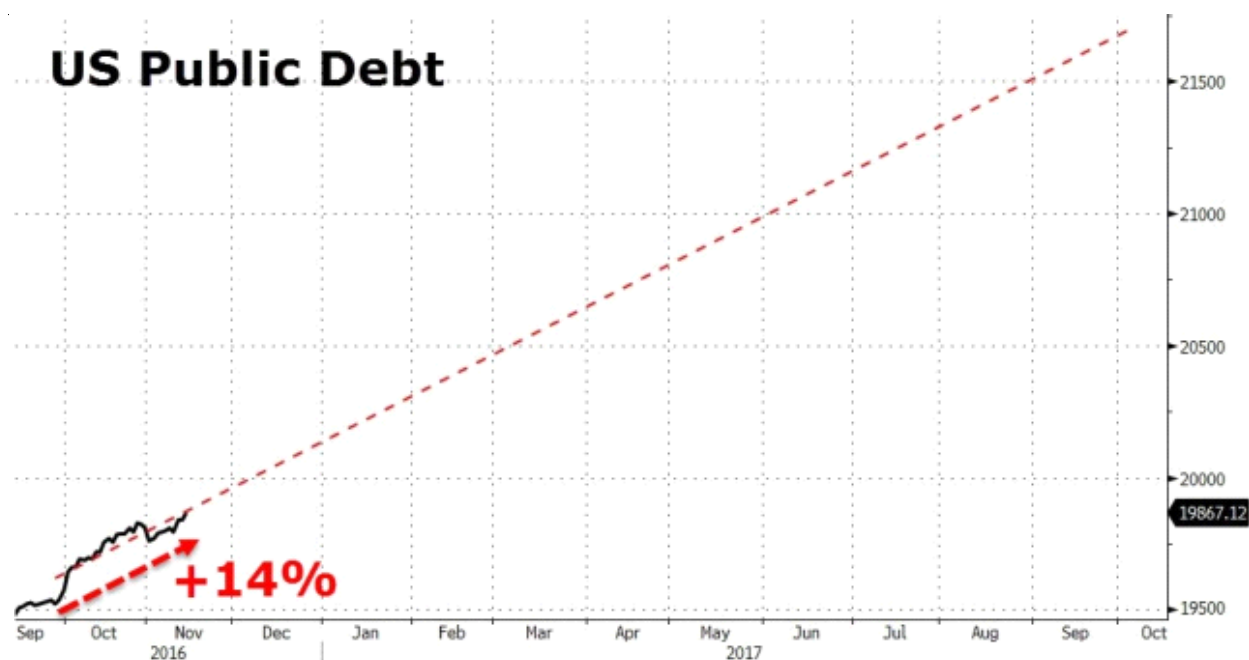


Рис. 2. Рост госдолга США

И как известно, 12 сентября 2017 г. госдолг США преодолел колоссальную отметку в 20 трлн долл. Цифра, действительно, очень большая, более того, она является просто неподъемной, ведь на каждого налогоплательщика США приходится по 160 тыс. долл., и обслуживать такой долг в большинстве случаев просто невозможно¹¹.

Госдолг растет слишком быстро, он значительно опережает рост экономики США, и, в принципе, это совершенно точно нельзя назвать хорошей новостью, хотя некоторые экономисты не оставляют подобных попыток. Сейчас долг уже больше 108 % ВВП. Кроме того, хотя большая часть задолженности находится в руках национальных кредиторов, около 30 % принадлежит другим государствам, в частности, Китаю (1,244 трлн долл.), Японии (1,137 трлн долл.). Россия также находится в списке 20 крупнейших кредиторов США с

долгового лимита, заново утвержденного в начале декабря 2017 г., но инвесторов его действия и заявления не успокаивают. Растут опасения, что затруднительная ситуация с лимитом госдолга будет переплетена с продлением финансирования правительства США. Напомним, финансирование федерального правительства США в январе 2018 г. было продлено по 8 февраля включительно. Пока планы республиканцев не включают обсуждения лимита госдолга. А Конгресс США с 8 декабря 2017 г. так и не принял решения по потолку госдолга, а пространства для маневра все меньше. Поэтому трейдеры требуют более высокую доходность для ранее выпущенных бумаг с погашением после 8 марта 2018 г.

Минфин США также уже заявил, что средства могут иссякнуть примерно в конце февраля. Но инвесторы больше склонны верить про-

гнозам СВО: на прошлой неделе управление говорило о возможности дефолта США в первой половине марта, если потолок госдолга не будет повышен¹².

Очевидно, что нынешний долг США не будет возвращен никогда. Это прекрасно понимают и сами кредиторы, но их вполне устраивает ситуация, что, несмотря ни на что, США аккуратно обслуживают свою задолженность и выплачивают по ней все купоны. Однако будет ли эта ситуация продолжаться бесконечно? До тех пор, пока долг номинирован в долларах, а доллар остается основной мировой резервной валютой (*т.е. другие страны просто вынуждены покупать его для расчетов*), при любой распродаже казначейских облигаций ФРС США просто напечатает нужную сумму и выкупит все. Но с этого момента вероятность того, что США не останется ничего другого, кроме как девальвировать доллар, начнет расти как снежный ком.

¹ *Киевич А.В.* Программа вновь избранного президента США как олицетворение изменений на мак-

роэкономическом уровне глобальной экономики // *Современные аспекты экономики*. 2016. □ 11(231). С. 12-24.

² Аналитический обзор utro.ru. URL: <https://utro.ru/economics/2018/01/24/1349821.shtml>.

³ *Киевич А.В.* Дедолларизация мировой экономики как объективная реальность // *Вопросы экономики и права*. 2017. □ 6 (108). С. 33-37.

⁴ Аналитический обзор vestifinance.ru. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/97562>.

⁵ Аналитический обзор vestifinance.ru. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/97297>.

⁶ Аналитический обзор vestifinance.ru. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/97153>.

⁷ Там же.

⁸ Там же.

⁹ Аналитический обзор vestifinance.ru. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/96456>.

¹⁰ Там же.

¹¹ Аналитический обзор utro.ru. URL: <https://utro.ru/articles/2017/09/12/1339682.shtml>.

¹² Аналитический обзор vestifinance.ru. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/97287>.

Поступила в редакцию 07.02.2018 г.