

Американский госдолг больше не актив №1

Почему инвесторы теряют доверие к трежерис

Российские банки традиционно размещали свои валютные резервы в низкорисковые активы за рубежом. В части облигаций на первом месте идут гособлигации развитых стран. Западный рынок госдолга был тихой гаванью для инвесторов на протяжении десятков лет, однако в последнее время система начала давать сбой. Резкий рост дефицита бюджетов многих западных государств пошатнул устои: инвесторы все чаще начали сомневаться в отсутствии рисков при вложениях в некогда надежные активы.

Основные выводы:

- Гособлигации США (трежерис) ранее рассматривались банками как безрисковый актив для размещения валютных запасов. Но госдолг США уже очень велик и постоянно растет, что не соответствует критерию возвратности долга, предполагаемого у наилучшего заемщика. Один из главных актуальных рисков инвестиций в трежерис - возможность дефолта в среднесрочной перспективе или возврат долга сильно обесцененными деньгами.
- Кроме того, американский госдолг имеет отрицательную реальную доходность и ожидаемо упадет в цене: гособлигации США дешевеют на фоне избыточного предложения и недостаточного спроса со стороны нерезидентов.
- Санкционная политика американского государства также вносит свои коррективы: реальным риском для российских инвесторов становится вероятность ареста актива или адресного отказа от обслуживания долга.

1. «Инвестиционно непривлекателен»: цена будет падать, доходность ушла в отрицательную зону

В отличие от европейского госдолга, гособлигации США все еще котируются с положительной доходностью. Однако в реальности вложения в эти бумаги не дают инвестору возможности заработать. Инфляция, которая является постоянным фоном экономики, «съедает» часть этой доходности: при купоне в 1% от номинала и инфляции в 2%, деньги, получаемые при погашении облигации, обесцениваются на 2% в год. Эмитент же выплачивает всего 1%.

Антон Прокудин,
ведущий методолог
prokudin@raexpert.ru

Контакты для СМИ

+7 (495) 225-34-44
(доб. 1706, 1650)

+7 (495) 225-23-54
(доб. 1706, 1650)

pr@raexpert.ru

АО «Эксперт РА»

Москва, ул. Николаямская,
дом 13, строение 2

+7 (495) 225-34-44

+7 (495) 225-23-54

info@raexpert.ru

© 2020 АО «Эксперт РА».

Все материалы сайта являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом. Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Настоящая информация не может распространяться любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник www.raexpert.ru

Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Рейтинговые оценки выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, выпущенных агентством, или отсутствием всего перечисленного. Единственным источником, отражающим актуальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» www.raexpert.ru.

Выходит, что с учетом обесценения денег эмитент возвращает меньше, чем занял. Таким образом, реальная доходность трежерис оказывается отрицательной. Одалживать под такой процент невыгодно, более привлекательным выглядит вариант покупки защищающих от инфляции товаров (например, золота в слитках).

Реальная доходность гособлигаций США со сроками погашения от трех месяцев до пяти лет при инфляции в 1,9% была отрицательной последние 10 лет:

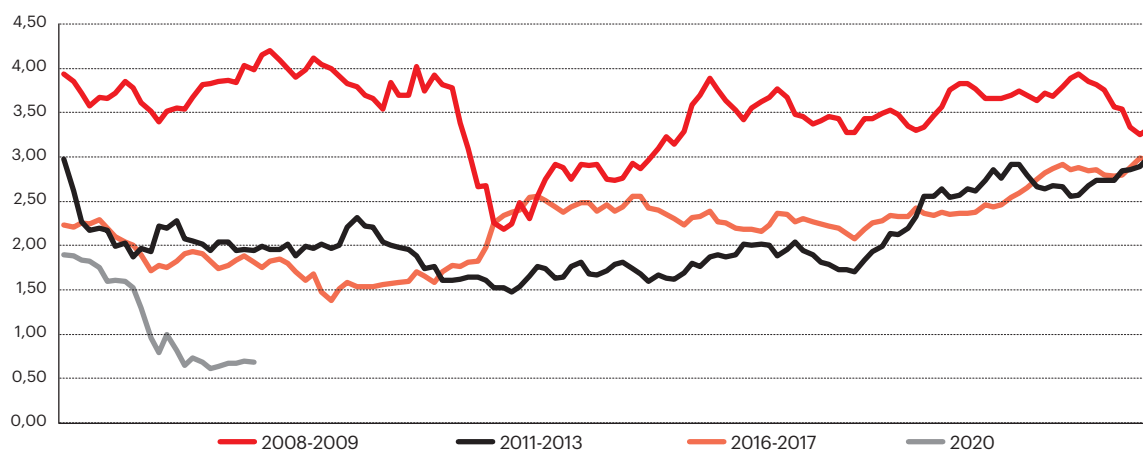
- средняя номинальная доходность трехмесячных облигаций составила 0,57 %;
- средняя номинальная доходность 12-месячных облигаций составила 0,74 %;
- средняя номинальная доходность пятилетних облигаций составила 1,65 %.

Реальную положительную доходность имели только 10- и 30-летние облигации - благодаря номинальной доходности в 2,4 и 3,2 % соответственно.

Инфляционные ожидания, закладываемые рынком на 30-летний горизонт, снизились с 1,8 % зимой 2020 года до 1,6 % в текущий момент (на 10-летний - до 1,3 %). При этом доходность 30-летних облигаций составляет сейчас 1,5 % (10-летних - 0,7 %), что не дает инвесторам надежды заработать. Зимой доходность 30-летних облигаций составляла 2,2-2,4 %, что еще позволяло рассчитывать на реальную доходность хотя бы в 0,4-0,6 %, но и такой результат теперь уже недостижим.

При этом исторически доходность трежерис всегда росла, а реальная доходность возвращалась в положительную зону после преодоления острой фазы паники на рынке. Так, после кризиса еврозоны в 2012 году номинальная доходность 30-летних американских гособлигаций выросла с 2,5 до 3,9 % (10-летних - с 1,5 до 2,9 %). После острой фазы мирового кризиса 2008 года номинальная доходность 30-летних облигаций выросла с 2,6 до 4,8 % (10-летних с 2,2 до 3,8 %).

График 1. Доходность 10-летних гособлигаций США во время трех кризисов и сейчас:

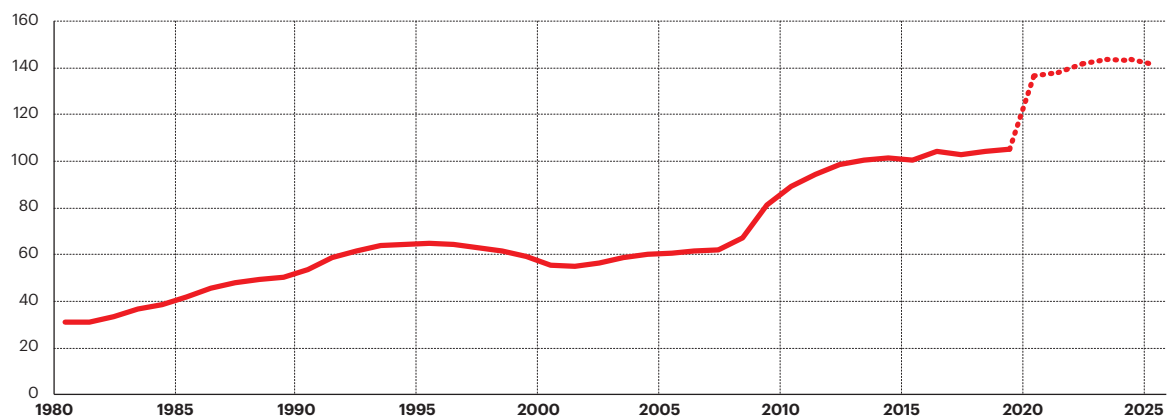


Однако в текущий момент финансовые рынки все еще настроены пессимистично, а значит, ралли на рынках рискованных активов, которое будет давить на рынок госдолга, продолжается и далеко от завершения. Сегодня покупка долгосрочных гособлигаций США обернется убытками - из-за падения цены облигаций на фоне роста доходности в обозримом будущем.

2. Ошибки правительства «оголили» Америку перед кризисом: дефицит бюджета и госдолг продолжают расти

Политика правительства США долгое время ошибочно не была контрциклической – то есть, не закладывала в надзорные меры задачи предотвратить возникновение кризиса или минимизировать его экономические последствия. Размер госдолга в период экономического роста не снижался, что позволило бы подойти к кризису с меньшим бременем расходов. При этом все последнее десятилетие бюджет США был дефицитным даже без учета расходов на обслуживание долга. Госдолг же все время рос относительно ВВП и за 20 лет добрался с 55–65 до 105 % ВВП на конец 2019 года.

График 2. Долг федерального правительства/ВВП США, %: факт и ожидание

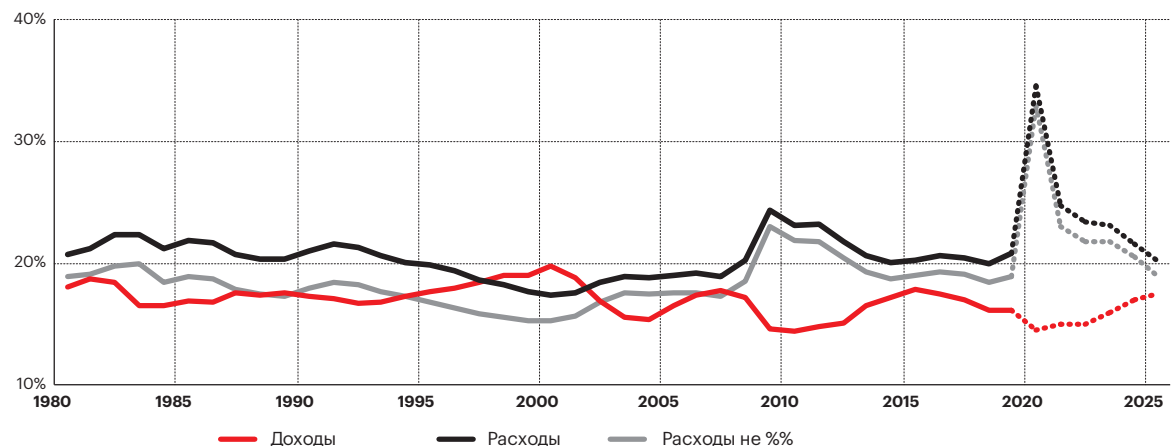


Доходная часть федерального бюджета США с середины XX века составляла в среднем 17% ВВП (16,2% в 2019 году), и она уменьшалась на фоне рецессий и падения фондового рынка до 14,5–15,5% от ВВП в последние кризисы.

Расходная часть бюджета (без учета обслуживания долга) в спокойное время (как 20 лет назад) составляла 14–17%, но в последние годы выросла до 18%, а в прошлые кризисы достигала 20–22% ВВП.

Таким образом, в ближайшие годы первичный дефицит бюджета (без учета средств на обслуживание госдолга) может составить до 7% ВВП при уровне поддержки экономики, аналогичном прошлому кризису. По оценкам экспертов, в 2020 году дефицит будет намного выше.

График 3. Бюджет федерального правительства США/ВВП США, %: факт и ожидание



Способов покрыть нехватку денег в казне не так уж много. Можно урезать расходы государства, но такой вариант для США вряд ли приемлем – как из-за спада экономики, так и из-за политической ситуации в стране и за ее пределами. Другой вариант – продолжать наращивать пирамиду госдолга. Что и предпочитают делать США.

При этом ФРС все больше финансирует дефицит бюджета напрямую, просто печатая деньги. Несмотря на то, что исторический опыт многих стран показал – необдуманная эмиссия приводит к росту инфляции и девальвации валюты.

3. Кредитная устойчивость пошатнулась

По итогам 2019 года долг федерального правительства США составил 650 % от доходов бюджета (или 105% от ВВП). Это один из самых высоких показателей в мире, и он в разы больше установленных международными институтами предельных значений¹. Очевидно, что другие страны при таком объеме госдолга и хроническом дефиците бюджета уже оказались бы в ситуации дефолта. Это и происходило, что видно на исторических примерах, указанных в таблице 1. При этом госдолг США практически не имеет шансов сократиться из-за серьезного кризиса в экономике в 2020 году.

Таблица 1. Показатели стран перед дефолтами, вызванными бюджетными проблемами²

Страна, год	Долг/доходы, %	% расходы/Доходы, %	Дефицит/ВВП, %
Боливия, 1979	802	-	6
Уругвай, 1983	341	-	9
Перу, 1984	518	-	3
Пакистан, 1999	555	55	7
Уругвай, 2003	414	-	4
Белиз, 2006	355	24	6
Греция, 2012	364	15	11

Процентные расходы (расходы на обслуживание государственного долга) бюджета США пока близки к отметке в 10% от доходов бюджета. Это, по общепринятым меркам³, приемлемая процентная нагрузка. Несложно посчитать, что при долге в 140% от ВВП через пять лет (это 820% от доходов федерального бюджета) процентная ставка по долгу должна держаться на уровне 1,2%, чтобы процентная нагрузка на бюджет не превышала десятипроцентного порога. При этом, по прогнозам экономистов, в ближайшие 30 лет инфляция ожидается на уровне 1,6%. Получается, что ФРС должна проводить политику с отрицательными реальными процентными ставками многие годы только ради поддержания устойчивости пирамиды госдолга.

¹ В соответствии с Маастрихтским договором 1992 г. о создании ЕС страны-участницы должны поддерживать долг на уровне не более 60% ВВП (верхний предел для долговой устойчивости). 60% к ВВП также считается предельным нормальным значением для размера госдолга развитых стран в различных источниках. МВФ считает долг развитых стран более 60% ВВП высоким (IMF Fiscal Monitor 2010 стр. 62).

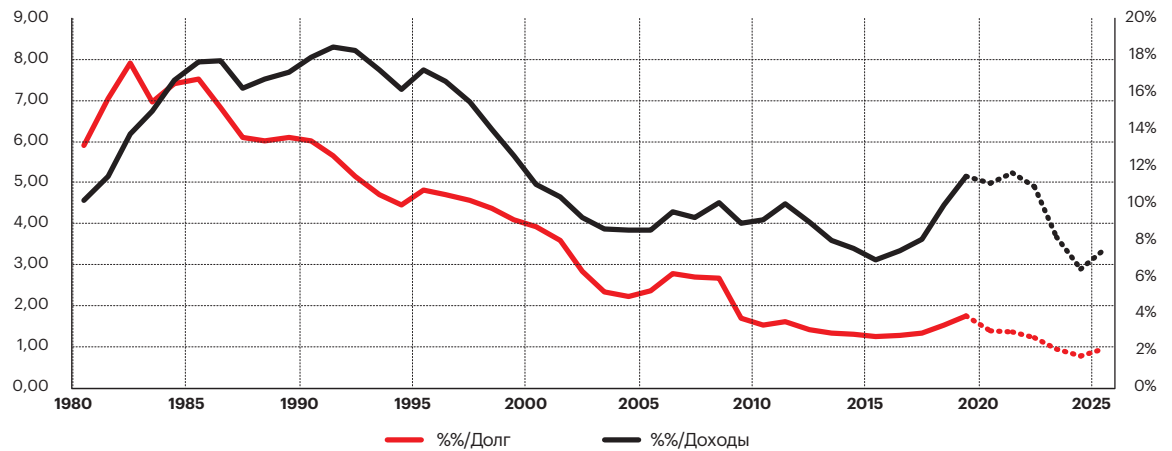
При этом доходы бюджетов развитых унитарных государств (и консолидированные доходы федеративных государств) к ВВП составляют около 35%, что означает предельное значение долга к доходам бюджета на уровне 170%, хотя в разных источниках упоминаются предельные значения, устанавливаемые международными институтами от 150% (в 1980-х) до 240% (в 2010-х).

Долги отдельных штатов и округов добавляют еще 15% ВВП к долгу США.

² Для составления таблицы использованы различные источники информации, поэтому приведенные данные могут не совпадать с официальными и иными источниками.

³ Константин Вышковский, Директор Департамента государственного долга и государственных финансовых активов в интервью агентству Reuters от 20.04.2020 говорит о 10% доле процентных расходов в расходах бюджета как об общепринятом пороговом показателе нормальной процентной нагрузки https://www.minfin.ru/ru/press-center/?id_4=37035-glava_dolgovogo_departamenta_minfina_rf_konstantin_vyshkovskii_dal_intervyu_agenstvu_reuters. Поскольку рост расходов бюджета будет улучшать этот показатель, одновременно увеличивая дефицит бюджета, что противоречит здравой логике, в данной работе используется соотношение процентных расходов к доходам бюджета (10% критерий к доходам даже немного более жесткий показатель, чем к расходам, из-за дефицитности бюджетов развитых стран).

График 4. Процентные расходы федерального правительства США к доходам федерального бюджета США и к объему федерального госдолга, %: факт и ожидание



В марте 2020 г. ФРС США трижды смягчала монетарную политику. Значительный объем стимулирующих мер был ответом на стремительно ухудшающуюся из-за пандемии COVID-19 экономическую ситуацию. Экономический пожар тушили, прежде всего, дешевыми деньгами: 15 марта ключевая ставка была снижена до 0-0,25% (это было уже второе снижение ставки за месяц: ранее ее понизили с 1,5-1,75 до 1-1,25%). Кроме того, ФРС заявило о готовности приобретать ряд активов (казначейских облигаций правительства и обеспеченных ипотекой облигаций трех американских ипотечных агентств) на вторичном рынке практически в неограниченном объеме, а также о создании специального фонда для покупки корпоративных облигаций крупных эмитентов.

Дополнительно была введена мера для поддержания устойчивости финансовой системы в виде предоставления участникам рынка краткосрочной долларовой ликвидности по околонулевой ставке.

Однако очевидно, что рано или поздно монетарным властям США придется сворачивать свою беспрецедентную программу поддержки и «нейтрализовать» сформировавшуюся огромную денежную массу, чтобы избежать роста инфляции.

ФРС в своей монетарной политике руководствуется рядом правил, которые упрощенно были сведены в формулу, известную как «правило Тейлора» (предложено профессором Стэнфордского университета Джоном Тейлором в 1993 году). Это правило показывает, насколько необходимо изменить процентную ставку в случае изменения показателей ВВП, инфляции и других макроэкономических показателей. Обычно ставка ФРС включает в себя⁴:

- текущую инфляцию (в среднем 1,9% за прошедшее десятилетие, но в отдельные моменты она составляла 3–3,8%);
- небольшую реальную доходность (в 1990-х, когда Тейлор разработал свое правило, реальная доходность госдолга была около 2%, но после 2000 года реальная доходность упала до 0);
- премию за инфляцию, превышающую целевой уровень (целевой уровень в последние годы – 2%, а фактическая инфляция доходила до 3–3,8% в период восстановления и роста экономики в 2010-х), премия может составлять половину от разницы между фактической инфляцией и целевым уровнем,⁵ значит, при инфляции в 3% эта премия составит 0,5%;

⁴ Здесь дается немного измененное описание правила Тейлора. См. также следующие сноски.

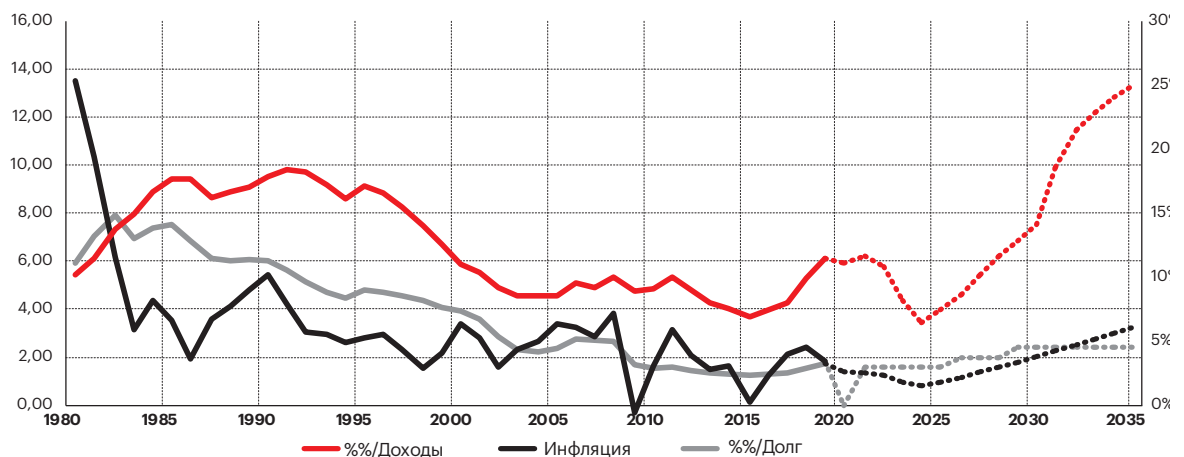
⁵ Именно такой коэффициент нашел Тейлор

- при слишком низкой безработице устанавливается повышенная ставка, чтобы охладить рынок труда (средняя историческая безработица в США равна 6 %, поэтому при более низких значениях должна устанавливаться премия в ставке), как это делали в 2016–2018 годах.⁶

Поэтому ФРС при постоянном превышении инфляции уровня в 2% установит ставку хотя бы в 3%⁷ для борьбы с повышенной инфляцией сначала и с перегретым рынком труда в дальнейшем.

Возможен даже рост ставок до 4–5% по длинным гособлигациям: такие ставки исторически считались нормальными до начала экспериментов центральных банков с нулевыми ставками и количественным смягчением. Процентная нагрузка на бюджет США тогда достигнет 23% (при ставке в 3%), а возможно, и 30–38 % (при ставках в 4–5%). При такой нагрузке дефолт станет неизбежным. Поэтому ФРС будет препятствовать росту процентных ставок, удерживая реальную процентную ставку в отрицательной зоне.

График 5. Процентные расходы федерального правительства США к доходам бюджета США (правая шкала), ставка по госдолгу и инфляция, % (левая шкала): факт и ожидание при росте ставки до 3 %



Альтернативный сценарий с мерами жесткой экономии не кажется реалистичным, что следует из опыта Греции: экономика страны упала на треть, а государственный долг вырос выше преддефолтного уровня и достиг 450 % от доходов бюджета, несмотря на списания долга в 2012 году и понижение процентной ставки.

Если правительство США продолжит поддерживать свою экономику на всех фазах цикла в ближайшее десятилетие, то и при экономическом росте в среднем в 2,5% уровень долга будет приближаться к уровню долга в Японии. В этой стране долговая проблема не имеет даже теоретического решения, что признавало ее руководство, а вся пирамида госдолга держится за счет околонулевой процентной ставки и финансирования дефицита бюджета пенсионными накоплениями.

⁶ Формально в правиле Тейлора описывается разница между уровнем ВВП и трендовым значением ВВП, что трудно для применения. Другие описания монетарной политики сводятся к оценке безработицы вместо ВВП: если ее фактический уровень очень низкий, то ставку надо повышать.

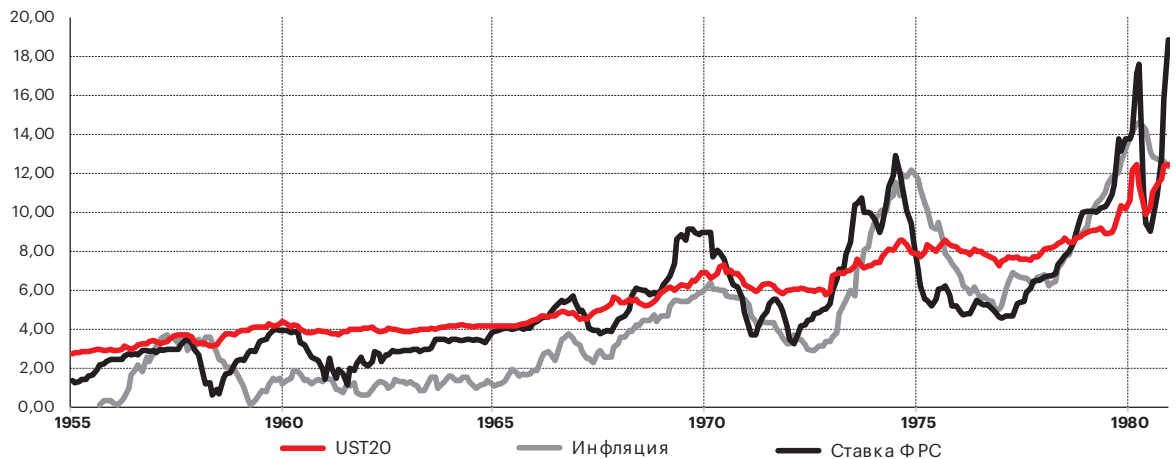
⁷ При инфляции в 3% и высокой безработице ставка будет стремиться к уровню инфляции в 3%. При инфляции в 2,7% и средней безработице ставка также будет стремиться к 3%. Наконец, при инфляции в диапазоне 2–3% и низкой безработице ставку опять будут двигать к 3%, как это было в 2016–2018 годах. Только предполагаемое начало рецессии не позволило поднять ставку в 2019 году до 3%, хотя этого ожидал рынок в конце 2018-го. Для сравнения: в 1960-х удержания инфляции на уровне 2% удавалось добиваться при ставке ФРС в 4% (см. график 6 далее).

4. Спрос не сойдется с предложением

Существенный дефицит федерального бюджета США, который в этом году может достигнуть 20% ВВП и оставаться на высоком уровне в последующие год-два, будет приводить к избыточному предложению новых государственных облигаций. Crowding out effect («эффект вытеснения» — уменьшение частных инвестиций, вызванное ростом государственных расходов и, как следствие, ростом государственных заимствований и процентной ставки) в таком случае приведет к опустошению рынка в 2020 году, исключив практически любые заимствования корпоративным сектором на рынке, что ударит по экономике. Рост ставок по первоклассным долгосрочным кредитам при этом неизбежен, так как ФРС регулирует краткосрочную ставку, а для регулирования долгосрочных ставок ФРС нужно напрямую выкупать длинные гособлигации.⁸

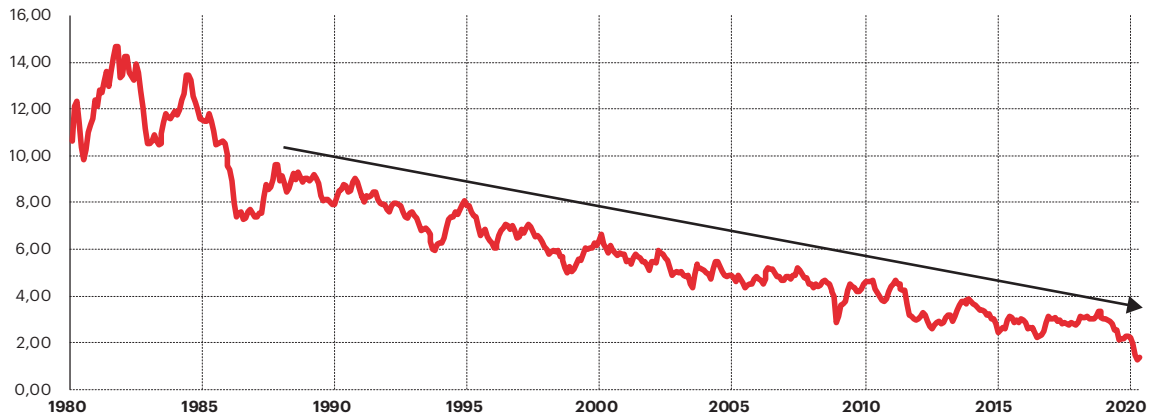
Если ФРС не удастся выкупить достаточный объем гособлигаций, чтобы избежать сильного роста долгосрочных ставок, не раскручивая при этом инфляцию, то многолетний тренд на снижение процентных ставок сломается (см. графики 6 и 7 ниже), а это приведет к пересмотру ожиданий ключевыми участниками рынка и постепенному росту ставок по всем длинным облигациям в дальнейшем. Аналогичная ситуация складывалась в США в конце 1950-х, что привело к росту процентных ставок в 1960-х и 1970-х с одновременным раскручиванием инфляционной спирали: ставка ФРС с 0% в 1958 году за несколько экономических циклов добралась до 20–22% в 1980-м.

График 6. Динамика номинальной ставки доходности 20-летних гособлигаций США, ставки ФРС и инфляции в США в 1955–1980 годах



⁸ Для снижения долгосрочных ставок ФРС в прошлом прибегала к операциям Twist, выкупая именно длинные гособлигации. Сейчас введение таких операций не обсуждается.

График 7. Динамика номинальной ставки доходности 30-летних гособлигаций США с 1980 года



При этом неизвестно, как поведут себя иностранные резиденты, финансирующие дефицит бюджета США уже много лет. Китай и другие развивающиеся экономики могут по политическим причинам или из-за падения своих резервов отвернуться от США. Тогда либо пирамида госдолга начнет разваливаться, потеряв доноров, либо ФРС существенно нарастит денежную базу, создавая инфляционные риски. Все это будет давить на цены облигаций на рынке.

5. Политические риски выборочного дефолта или ареста активов

Государственный долг можно эффективно использовать в политических целях. Например, выборочно дефолтировать гособлигации перед определенным кредитором, продолжая обслуживать долговые обязательства перед другими кредиторами. Пример такого поведения в 2015 г. показала Украина.

Поскольку трежерис номинированы в долларах США, инвесторы вынуждены использовать американские банки и депозитарии для хранения и расчетов. А они находятся под властью американского правительства. То, что американские власти способны оказывать давление на неугодных, замораживая их активы в национальных финансовых учреждениях, уже было продемонстрировано не раз. Как и угрозы финансовыми санкциями при ведении международных переговоров как торгового, так и военного характера.