Когда закончится бычий рынок в США?

Любой экономический рост последних десятилетий стал синонимом роста пузырей, после которого наступала жестокая расплата. В 80-е годы это произошло с Японией. В 90-е – на фондовом рынке США (в первую очередь в технологическом секторе, знаменитый Dot-com bubble), в это же время – в Юго-Восточной Азии (далее был Азиатский экономический кризис), ну а к середине 2000-х надулся настоящий мега-пузырь на рынке американской недвижимости и ипотеки. И именно этот пузырь стал самым болезненным за всю вторую половину 20-го века. И что самое важное, многие из этих пузырей были косвенно или прямо связаны с ошибками Федеральной Резервной Системы. Еще в начале 2007 года Бен Бернанке заявлял, что не видит значительной угрозы от сектора недвижимости, фондовый рынок этого тоже не видел – вторая половина 2006 года и первая половина 2007 ознаменовались самым значительным фондовым ралли в США за 6 лет. К сожалению ФРС много чего не «предвидел» в своей истории. И это дорого обходилось США и остальному миру. О том, что случилось через год, уже нет смысла напоминать. В мире, наверное, не было человека, который бы не столкнулся с трудностями финансового кризиса осени 2008 года.

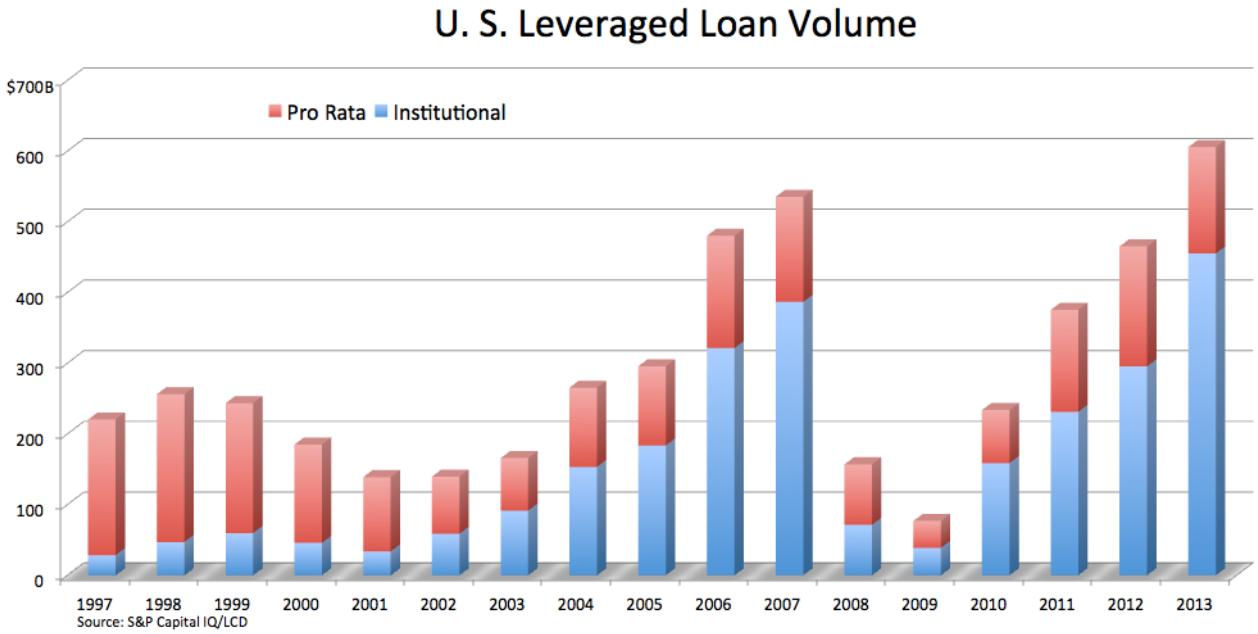
Есть ли сейчас подобный пузырь в каком-либо секторе? Вопрос сложный, потому что на фондовом рынке или рынке недвижимости (это не касается отдельных стран, как Австралия, Канада или Германия, где есть признаки пузыря) в мировом масштабе пузырей нет. Но мы рискнем предположить, что такой пузырь зреет и превращается в медленно тикающую бомбу с таймером. Только время, которое «установлено» на этом таймере, сейчас мало кто может «увидеть».

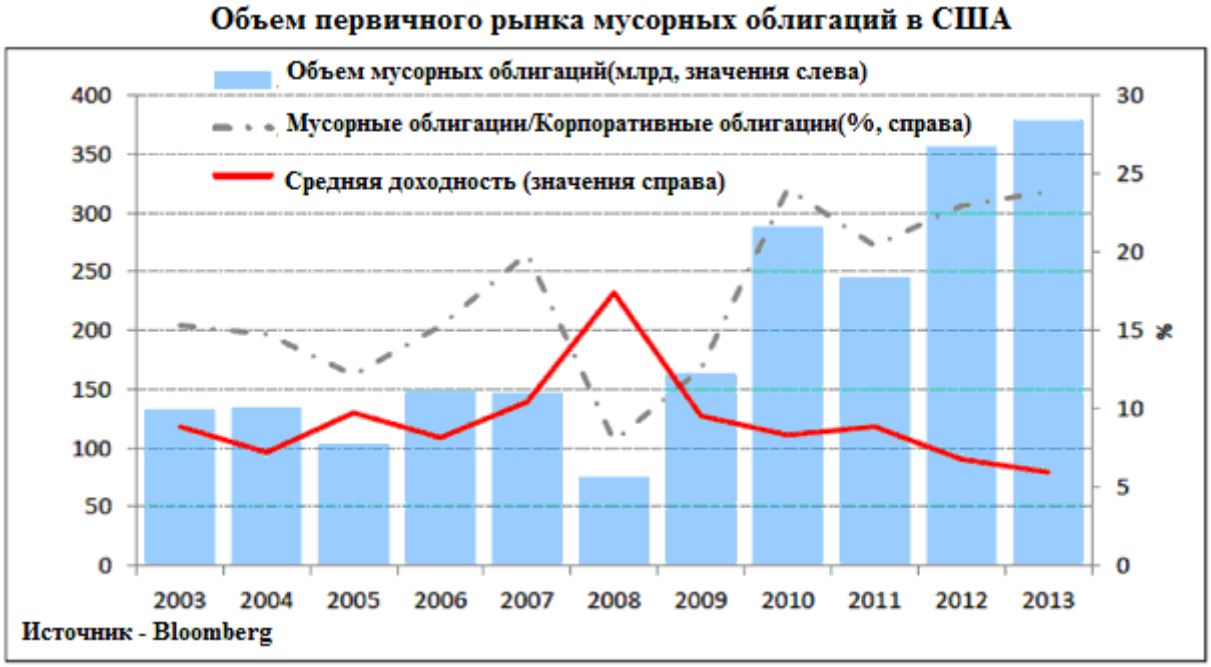
Что я имею ввиду? Если в 2-х словах, то возможно уже через несколько лет мы столкнемся с таким понятием, как корпоративный долговой кризис, как еще 7 лет назад финансовый мир «познакомил» нас с термином «кризис субстандартной (subprime) ипотеки». Если Вы думаете, что я поведу повествование о Китае и его кредитном «пузыре», или об аналогичном пузыре в развивающихся странах (Турция, Латинская Америка, азиатские страны), то Вы ошибаетесь, хотя и эта проблема еще только в самом зародыше и представляет определенную угрозу для мирового кредитного рынка, если не начать ее решать.

Теперь более подробно.

Аналитики в различных банках постоянно говорят, что сейчас нет никакой угрозы нового долгового кризиса. И действительно, потребительское кредитование в развитом мире скорее в упадке, в США цикл наращивания данного сектора только начинается, государственный долг прекратил расти так активно, как в первые годы после кризиса (и тогда это было неизбежно и оправдано).

Но только за 2013 год сектор мусорных облигаций США и так называемый Leveraged Loan сектор (кредиты наиболее закредитованным и низкокачественным корпоративным заемщикам) вместе привлекли около 1 трлн долларов долгового капитала (350 млрд долларов и 600 млрд соответственно). Таких цифр не было даже близко в предкризисном 2007 году. Более того, пузырь на рынке субстандарной ипотеки образовался, когда в 2005 и 2006 годах было выдано кредитов на сумму около 1,2 трлн долларов. Цифры сопоставимые. Но когда я говорил про 1 трлн, речь шла только о 2013 году. В этом году темпы роста таких долгов если и падают, то незначительно, и только в США, Европа же переживает настоящий бум данного сектора.





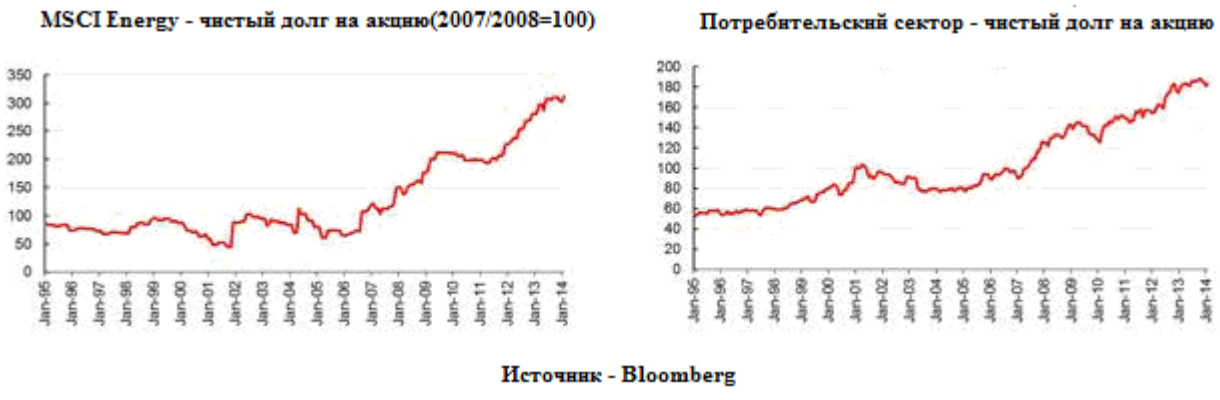
Аналитики твердят, что Компании накопили невиданное количество наличности, по некоторым оценкам до 12% ВВП США, хотя надо помнить, что эта наличность сконцентрирована в оффшорных зонах и не может так просто вернуться в США без уплаты налогов. Но самая большая проблема заключается в том, что 65% всего того кэша, который есть у крупнейших корпораций США, сосредоточены в руках всего 50 самых крупных компаний. Это Apple, Google, Berkshire Hathaway, Microsoft, Oracle, GE и т.д. У этих компаний (и подобных им) и в 2008 году не было проблем, они были перегружены избытком наличности, но 2008 год все равно случился.

Иными словами, состояние корпоративных заемщиков в США (такая же тенденция в мире) крайне неоднородное. Гиганты не имеют никаких проблем с долгом и при этом могут легко его наращивать, учитывая оптимальное состояние балансов, сверхнизкие ставки, высокие рейтинги.

Но компании поменьше только и могут, что занимать под самую низкую в истории ставку на корпоративном долговом рынке. И этим они маскируют свои проблемы, превращаясь в компании-зомби, по аналогии с японскими банками в 90-е годы, которые существовали (и существуют) только по причине сверх низкой ставки банка Японии.



Отдельные сектора (энергетический или потребительский) и вовсе за время нулевых ставок последних лет нарастили долг до неприличных уровней, даже если сравнивать с 2007 годом.



И еще один занятный факт. Корпоративные инсайдеры активно продают акции после IPO (это происходит обычно не раньше, чем через пол - года), так в 2013 году в США компании привлекли через IPO около 33 млрд долларов, но инсайдеры затем продали акций на вторичном рынке на рекордные 72 млрд долларов. Неслыханный показатель в истории. Т.е. сами же основатели, якорные инвесторы и менеджмент «бегут» из капитала своих же корпораций.

К чему это все? А к тому, что с таким кредитным пузырем, который создала ФРС, рынок будет жить в гармонии и спокойствии ровно до того момента, пока на горизонте не замаячит инфляция. Это слово в последнее время было «стерто» со страниц финансовых изданий, говорили только о дефляции. Сейчас же уже появляются первые признаки того, что инфляция возвращается. А значит и сменится политика ФРС. Пока, несмотря на сокращение программы количественного смягчения, она чрезвычайно мягкая.

Но легкое дуновение ветра на рынке ставок очень больно ударит по самому «натянутому» (как струна) сектору - сектору высокодоходных корпоративных облигаций, который по счастливой случайности пережил прошлый год без единой серьезной коррекции, и это при том, что период май/июнь 2013 был самым разгромным для сектора государственного долга США (сильнейшее падение цен, т.е. рост доходности с 1994 года). Рынок корпоративных облигаций как будто этого не заметил.

Я не знаю, будет ли «сдувание» сектора Junk Bonds таким же болезненным, как в 2006-2009 годах, когда «сдувался» subprime. Я не готов предсказать новый финансовый кризис. В конце концов, состояние американских банков не в пример лучше того, что было 6 лет назад. Но я точно могу сказать, что в тот момент, когда рынок четко поймет, что инфляция возвращается и начинается цикл повышения ставок американским Центробанком, индексы в США более не смогут расти.

Повторения ситуации 2004-2007, когда американский рынок рос вместе с ростом ставки ФРС, чего не мог объяснить даже тогдашний глава ФРС Алан Гринспен, больше не будет.

Рискну все-таки предположить, что этот момент наступит в 2015 году. Это и будет «шлагбаум» для быков после более чем 7-летнего роста. Но уже на подходе к этому моменту, т.е. в этом году, Вас ждут первые звоночки. Точнее первый уже прозвучал в начале этого года. Пристегните ремни покрепче в ожидании новых. Неожиданное резкое падение рынка на 10-15% может начаться в ближайшие пару месяцев со всеми последствиями для остальных рынков в мире.

Евгений Зандман, CEO, ИК «ЕвроТраст»