

ГОСДОЛГ США – ПРОДЕРЖАТЬСЯ ДО 2 АВГУСТА!

РОМАН ДЗУГАЕВ

roman.dzugaev@trust.ru
647-2364

ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ

leonid.ignatiev@trust.ru
647-2360

В конце весны 2011 г. США окончательно «уперлись» в верхнюю границу предельной величины госдолга, которую законодательно устанавливает Конгресс. Крупнейшая экономика мира сводит свой бюджет с дефицитом, а его финансирование посредством наращивания внешних заимствований превратилось для глобальных рынков в устойчивую «вредную привычку». Очередное касание утвержденного потолка госдолга в последние недели устойчиво нервирует финансовые рынки. Эта нервозность усиливается конгрессом, который с завидным упорством отсрочивает повышение его планки. Подобный расклад в свою очередь дает пищу для построения апокалиптических сценариев для американской и глобальной экономики и в частности – для финансовых рынков.

Напомним, что текущая планка госдолга США составляет USD14,294 млрд., и, согласно ежедневному отчету Минфина США, по итогам дня 3 мая до ее достижения осталось всего USD13.9 млрд. Чтобы понять масштаб проблемы, напомним, что когда приближение к нынешней планке госдолга являлось вопросом будущего, американский Минфин только в рамках эмиссии казначейских векселей (U.S. T-bills) со сроками обращения 13 и 26 недель привлекал порядка USD55-57 млрд. еженедельно. Ну а эмиссия казначейских облигаций (U.S. T-bonds, или в наших обозначениях – UST), осуществляемая дважды в месяц, традиционно предполагала размещение бумаг на USD100-115 млрд. только в один заход.

2 мая 2011 г. министр финансов США Т. Гайтнер направил в Конгресс США письмо¹, в котором перечислил действия Министерства (далее – также Казначейства) на случай, если парламент в ближайшее время не одобрит повышение законодательно устанавливаемой планки госдолга.

Т. Гайтнер сообщил Конгрессу, что на «точку максимума» по госдолгу США (или Минфин США – что тождественно) выйдут 16 мая. То, что Конгресс к данному моменту не одобрит повышение его порога, в целом можно рассматривать как свершившийся факт. За счет «чрезвычайных шагов» Казначейство оценило свои возможности продержаться до повышения планки госдолга аж до 2 августа – в основном за счет более высоких налоговых поступлений в бюджет в сравнении с ранее ожидавшимися объемами.

Мы полагаем, что до начала августа 2011 г. мы все же увидим законодательное повышение потолка госдолга США, несмотря на сохранение сильного давления на демократическую президентскую администрацию со стороны республиканского большинства в парламенте. Республиканская партия вынуждает президента Б. Обаму «порезать» расходы на социальные программы медицинского обеспечения (Medicare, Medicaid) и таким образом стать политическим самоубийцей. Однако, несмотря на политические игры, нам кажется, что коллективный разум законодателей восторжествует и не даст США «стать банкротом». В противном случае проблема госдолга перейдет в разряд вопросов национальной безопасности, а понимание ключевой важности недопущения такого сюжета присутствует у обеих партий.

Таким образом, мы не склонны рассматривать сложившуюся ситуацию с госдолгом в рубрике «катастрофы». Затянувшееся повышение его лимита выступает ключевым фактором текущей восходящей динамики рынка UST, где доходности находятся на минимумах с начала 2011 года. В нашем обзоре «Стратегия 2011: в надежде на устойчивость», вышедшем 14 апреля 2011 г., в качестве преобладающего диапазона доходности для UST10 на 2011 год мы выделяли коридор 3.20-3.60%. Наблюдаемое сейчас затягивание повышения потолка госдолга в высшей степени благотворно сказывается на ставках UST, ибо не позволяет Минфину эмитировать бумаги в прежнем объеме. Таяние «навеса первички» стимулирует покупки в казначейских облигациях. Сложившаяся ситуация заставляет нас краткосрочно ждать сохранения доходности UST10 не выше 3.30-3.40% – вплоть до появления более четких сигналов со стороны ФРС в части продолжения стимулирования экономики после QE2.

¹ <http://www.treasury.gov/connect/blog/Documents/FINAL%20Debt%20Limit%20Letter%2005-02-2011%20Boehner.pdf>



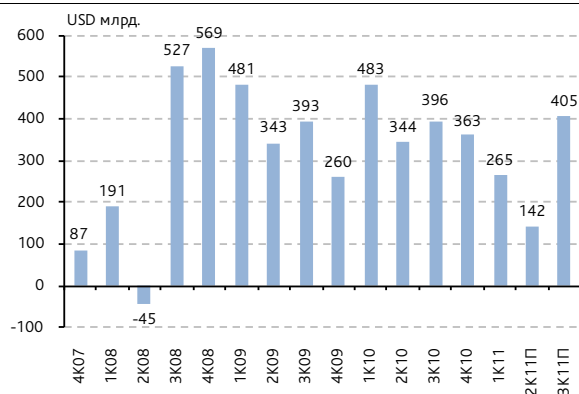
ЗА СЧЕТ ЧЕГО УДАСТЯ «ОТОДВИНУТЬ» ПРИБЛИЖЕНИЕ К ПЛАНКЕ ГОСДОЛГА

В КАКИХ ОБЪЕМАХ МИНФИН США БУДЕТ ЭМИТИРОВАТЬ ПУБЛИЧНЫЙ ДОЛГ

До 2 августа – даты, до которой, исходя из оценок Казначейства, США «протянут» без повышения потолка госдолга – наступят периоды погашений для публичного долга общим объемом около USD1.255 трлн. (см. Диаграмму 2). Из совокупной величины публичного долга в мае погасится USD492.1 млрд. U.S. T-bills и UST, в июне – USD442.6 млрд., в июле – USD319.9 млрд. До 2 августа погашений обращающихся на текущий момент (09.05.2011) выпусков не предстоит.

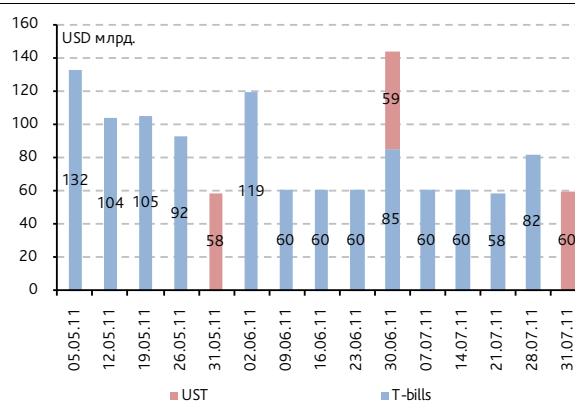
Понятно, что инструменты, погашаемые в анализируемый период, будут рефинансированы, и ждать какой-либо угрозы от размещения бумаг на сумму порядка USD1.26 трлн. не стоит. Ведь рефинансирование погашаемых выпусков новыми не увеличивает общий объем рынка UST.

ДИАГРАММА 1. ЧИСТАЯ ЭМИССИЯ РЫНОЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ МИНФИНОМ США, 4К 07 – 3К 11



Источник: U.S. Department of Treasury

ДИАГРАММА 2. ПОГАШЕНИЯ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ И ВКСЕЛЕЙ В МАРТЕ-ИЮЛЕ 2011 ГОДА



Источник: TreasuryDirect, Bloomberg, НБ «Траст»

Другое дело – объем нетто-эмиссии новых инструментов. В тот же день, когда Т. Гайтнер обратился с письмом к Конгрессу, Минфин США обнародовал планы по заимствованиям через эмиссию рыночных инструментов на второй и третий кварталы 2011 года. Во 2К 2011 чистый объем заимствований на рынке планируется на уровне USD142 млрд. по сравнению с более ранними планами на USD299 млрд. Иными словами – объем предложения новых UST и U.S. T-bills уменьшен более чем в 2 раза и является абсолютным квартальным минимумом с момента острой стадии кризиса 2008 г. (см. Диаграмму 1). В 3К 2011 посредством выпуска публичных долговых инструментов Казначейство планирует привлечь USD405 млрд., однако величина этой суммы и ее возможный пересмотр на ближайшую перспективу является более второстепенным фактором.

Как мы видим по снижающимся доходностям UST (см. Диаграмму 5), рынок оценивает предстоящий «навес» первичного предложения именно по чистой эмиссии, что благоприятно влияет на котировки UST.

«СТОЯТЬ ДО 2 АВГУСТА!» ИЛИ ОБ ИНЫХ ОТДЕЛЬНЫХ МЕРАХ, НА КОТОРЫЕ РАССЧИТЫВАЕТ МИНФИН ДО ПОВЫШЕНИЯ ПОРОГА ГОСДОЛГА

Следует отметить, что объем рынка других инструментов, за счет которых Казначейство намерено «оттянуть» приближение к потолку госдолга, в сравнении с UST существенно ниже.

Так, в числе прочих шагов, за счет которых ведомство намерено временно «устранить» другие источники увеличения госдолга, названа приостановка эмиссии облигаций, выпускаемых Минфином для финансирования различных нужд властей штатов и муниципалитетов – State and Local Government Series (SLGS) Treasury securities. Приостановка эмиссии SLGS традиционно являлась одним из первейших действий Минфина США, имеющих целью отсрочить достижение планки госдолга.



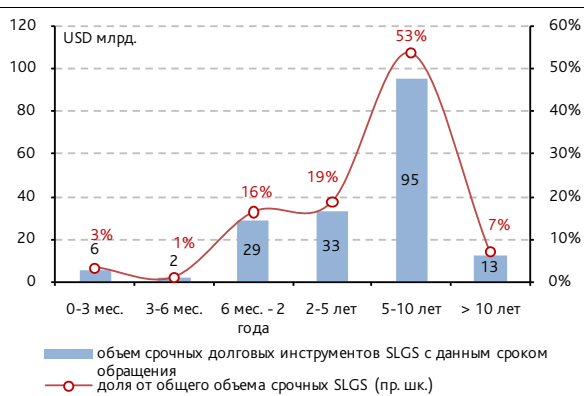
В рамках выпускаемых SLGS инвесторы могут найти бумаги как со срочным характером размещения средств, так и на условиях «до востребования». Последние представляют собой депозитные сертификаты срочностью один день с автоматической пролонгацией до момента, пока инвестор не предъявит их к погашению. Исходя из прошлой практики Минфина США, при принятии им решения о приостановке эмиссии SLGS не предъявленные к погашению сертификаты «до востребования» автоматически конвертируются в 90-дневные сертификаты (погашаемые, соответственно, по истечении данного периода времени).

Какова ситуация на рынке SLGS сейчас (по своей сути не являющимися рыночными инструментами)? Согласно ежедневной отчетности Минфина США на 3 мая, сертификатов SLGS до востребования в обращении нет, а объем обращающихся срочных долговых инструментов (имеющих сроки обращения от 15 дней до 40 лет) составляет USD177.2 млрд. Из них в течение предстоящих трех месяцев (т.е. до 3 августа) погасятся бумаги на USD5.9 млрд. (см. Диаграмму 3).

В качестве более значимого с точки зрения объемов денежных поступлений источника напомним о решении² Минфина США распродать накопленный ведомством в 2008-2009 гг. портфель ипотечных ценных бумаг (MBS). На момент принятия ведомством данного решения, он составлял USD142 млрд. В своих комментариях Минфин не связывал этот шаг с приближением к потолку госдолга и апеллировал к стабилизации ситуации на вторичном рынке ипотечных бумаг. Тем не менее продажа MBS с ежемесячными темпами порядка USD10 млрд. (как прогнозировало ведомство, и что было подтверждено фактическим объемом проданных MBS в апреле – см. Диаграмму 4) за май-июль обеспечит порядка USD30 млрд. поступлений.

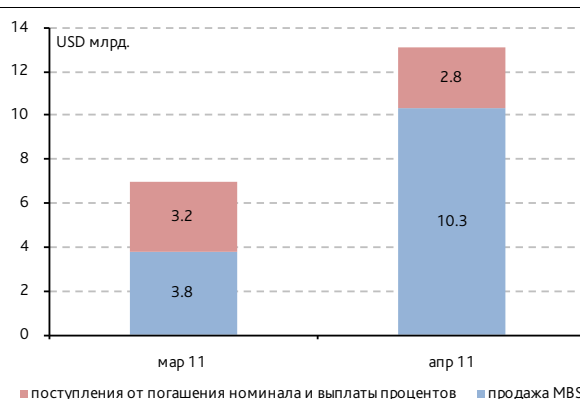
Объем средств, которые Минфин «выручит» за счет двух вышеназванных мер (около USD36 млрд.), абсолютно нематериален и составляет ровно половину совокупного предложения UST на аукционах 10-12 мая в рамках всего одной недели. В «сытые» времена (несколько месяцев назад), когда о близости к законодательному лимиту по госдолгу говорить было преждевременно, приведенная цифра составила бы чуть менее трети общего предложения на аукционах UST в течение одной недели.

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА РЫНКА СРОЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ SLGS ПО СРОКАМ ДО ПОГАШЕНИЯ (ПО ИТОГАМ 03.05.2011)



Источник: TreasuryDirect, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. ПОСТУПЛЕНИЯ ОТ ПОРТФЕЛЯ MBS, ПРИНАДЛЕЖАЩЕГО МИНФИНУ США, МАРТ-АПРЕЛЬ 2011



Источник: U.S. Department of Treasury

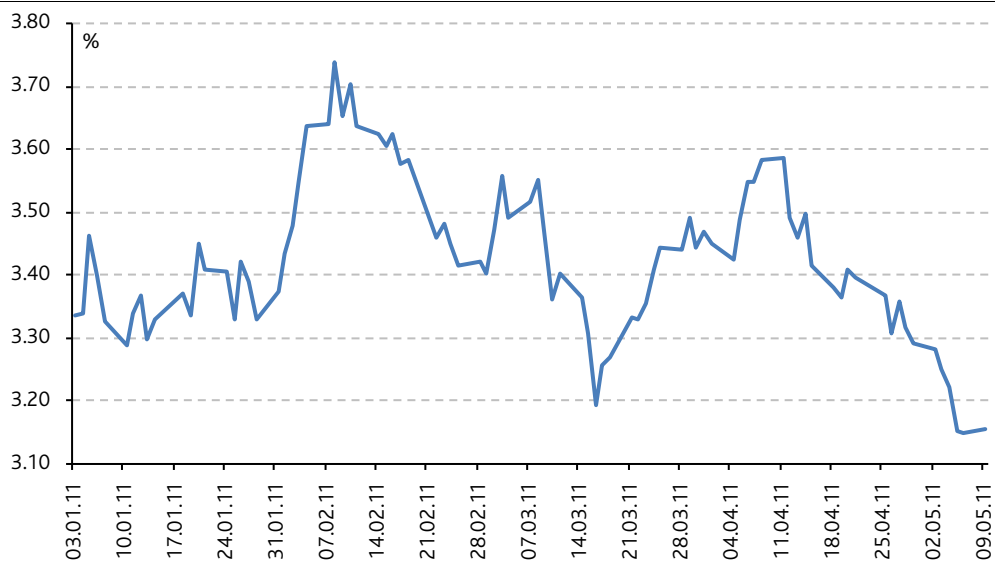
² <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1111.aspx>



ЧТО ЖДЕМ ОТ РЫНКА UST В СВЕТЕ НОВЫХ ПОВОРОТОВ В СИТУАЦИИ С ГОСДОЛГОМ

Более чем двукратное сокращение Минфином США прогноза чистой эмиссии UST на 2К 2011 относительно январских планов буквально сразу же сняло фактор давления «навеса первички» на цены UST. За период со 2 по 4 мая текущего года – накануне сильной распродажи в рискованных активах в четверг 5 мая – доходность UST10 снизилась с 3.29% до 3.15% (т.е. на 14 бп).

ДИАГРАММА 5. ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ – МАЙ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Reuters

В нашей «Стратегии 2011: в надежде на устойчивость», вышедшей 14 апреля 2011 г., в качестве преобладающего диапазона доходности UST10 мы определили 3.20-3.60%. Однако затянувшаяся нерасторопность законодателей в деле повышения планки госдолга, как мы проиллюстрировали выше, вносит свои коррективы – Минфин вынужден сократить эмиссию UST, чем снизит «навес первички». Сокращение избыточного предложения на аукционах влечет за собой снижение доходностей UST на вторичном рынке.

Наряду с этим мы сохраняем негативные ожидания по динамике рискованных активов на май (commodities, валюты против доллара, акции) – соответственно, спрос на защитные активы также будет давить на доходности казначейских облигаций.

Названные факторы заставляют нас краткосрочно ждать сохранения доходности UST10 не выше 3.30-3.40% – вплоть до появления более понятных сигналов относительно действий ФРС после завершения QE2, которое произойдет в конце июня 2011 г. В нашем понимании предельный срок появления определенности в отношении шагов регулятора по продолжению/завершению стимулирования – заседание Комитета по операциям на открытом рынке ФРС 21-22 июня.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Департамент макроэкономики и стратегии

Торговые операции

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Департамент кредитного анализа

Клиентские продажи

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

sales@trust.ru

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.