

КАТАСТРОФЫ НЕ БУДЕТ

Вероника
Новикова

Волна финансовой нестабильности в мире не ослабевает. Превратится ли она в цунами из-за глубоко зашедшего процесса глобализации мировых финансов? В случае «пожарной распродажи» огромного массива долговых инструментов в обстановке глобализации мировых фондовых рынков и инвестиционных потоков мировой финансовый кризис резко обострится. Начнется повальный дефолт по долгам американских штатов и муниципалитетов со всеми крайне негативными последствиями для американских финансов и экономики в целом. Это неизбежно потянет за собой и остальной мир, в том числе и Россию, за счет резкого оттока капитала с наших рынков и повышения цены денег. О том, какова вероятность катастрофического сценария развития событий, мы спросили у Сергея Пахомова, руководителя Комитета государственных заимствований города Москвы.



— *Что в последнее время происходит с рынком американских муниципальных облигаций?*

Сергей Пахомов: Рынок американских муниципальных облигаций сейчас переживает те же трудности, что и все остальные рынки долговых ценных бумаг в мире. Доходность по этим облигациям значительно выросла, новые займы американских штатов и муниципалитетов размещаются значительно дороже, чем до кризиса.

Поскольку американские муниципальные облигации освобождены от налогообложения купонного дохода, их общая доходность традиционно была ниже, чем доходность сопоставимых по срокам погашения казначейских облигаций США. Сейчас ситуация обратная. Рост стоимости рефинансирования долга для американских муниципалитетов налагает на их бюджеты дополнительное бремя, и ряд таких заемщиков начинает испытывать трудности с обслуживанием долга. Это особенно касается тех, кто размещал облигации с плавающей процентной ставкой. Некоторые из них уже провели консультации с ФРС США на предмет своего возможного дефолта. Например, один из крупных муниципалитетов Калифорнии, Графство Джефферсон (Jefferson County) уже не может платить проценты по своим облигациям и стоит перед реальной возможностью дефолта по долгу в объеме в \$4,6 млрд. Эти известия приводят к дальнейшему росту нервозности инвесторов и к дальнейшему повышению доходности по муниципальным облигациям США.

— *Связано ли это с кризисом субстандартной ипотеки?*

Сергей Пахомов: Да, связано напрямую. Современная глобальная мировая финансовая система и глобальные инвестиционные потоки устроены так, что крупный локальный кризис, по принципу цепной реакции, моментально становится международным. Массовые дефолты американских домохозяйств по своим ипотечным кредитам подрывают налоговую базу муниципалитетов, поскольку прекращается

выплата налога на имущество, и опустевшие дома ложатся бременем на муниципальную инфраструктуру. Американские банки, понесшие потери на десятки миллиардов долларов от списания облигаций, обеспеченных субстандартной ипотекой, сокращают объемы кредитования муниципалитетов и приобретения новых муниципальных облигаций. Кроме того, большая часть облигационных займов, обеспеченных субстандартной ипотекой в США, была застрахована в специализированных страховых компаниях с целью получения ими наивысшего кредитного рейтинга.

Прекращение выплат по ипотечным займам ведет и к прекращению платежей по всей цепочке секьюритизированных на их основе облигационных займов. Инвесторы требуют платежей от страховых компаний, у которых просто не хватает на это ресурсов. Всего на основе субстандартной американской ипотеки было выпущено облигационных займов более чем на \$1,3 трлн, подавляющая часть этих займов застрахована.

Сейчас остро стоит вопрос о фактическом спасении этих страховых компаний за счет государственных средств. Понижение кредитного рейтинга таких компаний, что вполне реально, приведет к автоматическому снижению рейтингов и всех облигационных займов, застрахованных в них. В том числе подавляющая часть находящихся в обращении американских муниципальных облигаций на сумму более \$2,5 трлн также застрахована этими же компаниями. В таком случае наступит ситуация, когда начнется массовый сброс муниципальных облигаций крупнейшими американскими и иностранными пенсионными и инвестиционными фондами, поскольку они не имеют права держать в портфеле облигации с рейтингом ниже «AAA» или «AA». Произойдет резкое падение цен, и продавать эти облигации начнут все остальные.

— *Вы оцениваете ситуацию на муниципальном рынке США как локальную или способную вызвать очередную волну финансовой нестабильности в мире?*

Сергей Пахомов: Волна финансовой нестабильности в мире уже нарастает, вопрос только в том, превратится ли эта волна в цунами из-за глубоко зашедшего процесса глобализации мировых финансов. В случае «пожарной распродажи» такого огромного массива долговых инструментов в обстановке глобализации мировых фондовых рынков и инвестиционных потоков мировой финансовый кризис резко обострится. Начнется повальный дефолт по долгам американских штатов и муниципалитетов со всеми крайне негативными последствиями для американских финансов и экономики в целом. Это неизбежно потянет за собой и остальной мир, в том числе и Россию, за счет резкого оттока капитала с наших рынков и повышения цены денег.

— *Может ли нестабильность на муниципальном рынке в дальнейшем отразиться и вызвать кризис на рынке стандартных ипотечных бумаг?*

Сергей Пахомов: Стандартные ипотечные ценные бумаги уже и без этого затронуты кризисом. Растет стоимость обслуживания существующих займов, поскольку они все имеют плавающую процентную ставку. В сочетании с падением цен на недвижимость это порождает ситуацию, когда американские домохозяйства должны выплатить по стандартной ипотеке намного больше рыночной стоимости своего дома. Сейчас таких семей в США более 8 млн. Падение цен на недвижимость еще на 10% удвоит их число, до 16 млн. Возникает мощный экономический стимул перестать платить по такому кредиту, отдать дом банку, переехать в более дешевый и получить новый ипотечный кредит на новых условиях. Но это вызывает цепную реакцию неплатежей по все новым и новым траншам облигаций, обеспеченных американской ипотекой.

Американские банки не могут реализовать заложенную у них по ипотечным кредитам недвижимость по ценам, покрывающим стоимость выпущенных облигаций. Все новые дефолты американских домохозяйств по ипотеке толкают вниз цены на недвижимость, поскольку банкам необходимо реализовывать залоговые объекты. Отражением этого процесса являются финансовые трудности американских государственных ипотечных гигантов «Фанни Мэй» и «Фредди Мак». Растут доходности и по облигациям, обеспеченным стандартной ипотекой пока платежеспособных американских домохозяйств. Надо признать, что вся эта ситуация ставит под угрозу финансовое благополучие все большего числа американских семей.

— *Каковы будут последствия для самих муниципалитетов-эмитентов бумаг? Смогут ли они вновь занимать? Известно, что экономическая активность в США падает, падает сбор налогов на доходы корпораций и физлиц, соответственно, у муниципалитетов тоже падают доходы. Где же и как им брать деньги,*

если налоговая база сокращается, а в долг инвесторы не дадут? В тоже время президент США заявлял о том, что государство будет помогать муниципалитетам, банкам, населению — но хватит ли на всех государственных средств?

Сергей Пахомов: МВФ в последнем своем обзоре состояния стабильности мировой экономики оценил потенциальные потери от кризиса в один триллион долларов. Существует и крайне негативный сценарий развития событий, который оценивает потенциальные потери от развивающегося кризиса примерно в \$4 трлн для американских домохозяйств, в \$5,6 трлн для держателей акций и еще несколько триллионов долларов от падения цен на американскую коммерческую недвижимость. Реализация такого сценария вызовет фактический коллапс американской банковской системы и очень глубокий кризис банковского сектора в мире в целом. В таком случае произойдут фактическая национализация американской банковской системы правительством США и рост государственного долга на аналогичную сумму. Последствия такого процесса для мировых финансов, экономики и банковского сектора крайне негативны.

— *Если макроэкономическая ситуация сложится негативно, то каковы могут быть последствия для российского финансового рынка в целом, и в частности — для рынка региональных и муниципальных бумаг? Чем такая ситуация может грозить нашим местным администрациям, и какие упреждающие действия им стоит предпринимать? Какие меры предпринимают столичное правительство и Москомзайм в этой связи?*

Сергей Пахомов: Будем надеяться, что до катастрофического сценария развития событий дело все-таки не дойдет. Уже на данной стадии кризиса резко возросло давление на рынок внутреннего долга в России. Все эмитенты облигаций, в том числе и российские банки, сейчас вынуждены платить более высокие процентные ставки по своим займам. Москва не является исключением, мы также повышаем доходность по вновь размещаемым займам, иначе они не находят покупателей в нужных нам объемах.

Рост доходности для нас имеет разумные пределы. В случае дальнейшего резкого повышения процентных ставок в России я не исключаю возможности прекращения размещения Москвой новых займов. Аналогично, на мой взгляд, будут действовать и другие российские регионы и муниципалитеты. В качестве одной из мер сдерживания роста доходности по нашим облигациям мы планируем в ближайшее время начать проведение с банками сделок репо. Это позволит банкам, имеющим в портфеле облигации Москвы, поддерживать свою ликвидность, используя временно свободные средства московского бюджета. 