# Идем на поправку

*Константин Васильев*

## МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

В индикативных десятилетних американских государственных облигациях в октябре сохранилась высокая волатильность, доходность по бумагам в первой половине месяца показала небольшой рост в 15–20 пунктов, в дальнейшем ожидания снижения ставки ФРС стали преобладать, что отразилось на снижении доходности почти на 40 пунктов. В целом за месяц кривые доходности США, Европы и Англии за месяц показали лишь небольшое снижение в 5–10 пунктов. Спред между 30-летними бондами и двухлетними нотами сузился на 5 пунктов до уровня в 80 пунктов, кривые доходности США и Германии приняли более пологий вид.

ФРС США во второй раз снизила ключевую процентную ставку на 25 б. п. до 4.50%, а также снизила дисконтную ставку, по которой кредитует коммерческие банки, на 0.25 п.п. до 5%. Федеральная резервная система снизила ключевую процентную ставку, чтобы предотвратить замедление экономического роста на фоне охлаждения жилищного рынка. В сопутствующем заявлении руководители ФРС просигнализировали о том, что риски для экономического роста и инфляции «в целом сбалансированы». Нынешний курс денежно-кредитной политики должен способствовать улучшению экономического положения.

Таким образом, дальнейшее снижение ставок в будущем не гарантировано, хотя рынок ожидает дальнейшее снижение до уровня в 4%.

С другой стороны, меры по насыщению рынка ликвидностью, принятые ФРС и другими ЦБ в сентябре, оказались явно недостаточными. Кризис в США оказался более серьезным, чем ожидалось. Это стало понятно после начала публикации отчетов крупнейших банков и инвестиционных компаний за третий квартал — реальные убытки оказались гораздо больше предполагаемых.

Большинство аналитиков отмечают, что принятое ФРС решение не повлияет на нынешнюю ситуацию в банковском секторе, во всяком случае, в ближайшее время. Перед тем как экономика почувствует результаты от снижения учетной ставки, пройдет около полугода, так как проблемы со слабым рынком недвижимости и с потребительским кредитованием все еще остались. На фоне массового выхода инвесторов из обеспеченных закладными долговых обязательств и дефицита средств на кредитном рынке ФРС была вынуждена резко понизить процентные ставки и снизить катастрофические для экономики последствия, но это привело к падению доллара по отношению к основным мировым валютам.

Серьезные опасения вызывает у экспертов рынка и нарастающий уровень инфляции. Так, бывший председатель ФРС Гринспен сказал, что он обеспокоен тем, что в мировой экономике может начаться инфляционный период, но наиболее важным фактором для США и мировой финансовой системы будет сокращение запасов непроданного жилья в США.

Борются с инфляцией и другие мировые банки. ЕЦБ, как ожидается, на ближайшем совещании снова обратит основное внимание на риски, угрожающие экономическому росту, и обсудит рост инфляционного давления — рост индекса потребительских цен на 2.6% в октябре может заставить ЕЦБ прибегнуть к довольно жесткой риторике, но экономисты полагают, что уровень процентной ставки в 4% будет максимальным в данном цикле ужесточения денежно-кредитной политики. Ожидается, что руководство Банка Англии займет выжидательную позицию, оставив процентную ставку на уровне 5.75%, поскольку ужесточение условий кредитования продолжает негативно сказываться на британской экономике. Такого мнения придерживаются 16 из 18 экономистов, опрошенных Dow Jones Newswires. Также и управляющий Банка Японии Тосихико Фукуи заявил о том, что необходимости спешить с повышением процентных ставок нет. Фукуи также сказал, что Банк Японии должен тщательно отслеживать как макроэкономические, так и микроэкономические факторы при принятии решений по денежно-кредитной политике. Мелкие и средние компании в настоящее время страдают от высоких цен на сырую нефть, что помешает центральному банку поднять процентные ставки в ближайшее время.

## КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Спреды EMBI+ в октябре вслед за базовыми активами достаточно сильно колебались практически по всем развивающимся рынкам. Так, на 31 октября спреды в среднем за месяц по всем рынкам сузились на 15 пунктов, но это была лишь однодневная реакция на резкий рост американских казначейских бумаг на фоне спекуляций перед очередным заседанием ФРС. На 2 ноября спреды вернулись к предыдущим уровням и даже показали рост на 5–10 пунктов к концу сентября. Примерно на 15 пунктов выросли спреды по Бразилии, Перу, ЮАР, России и Украине.

Наиболее значительный рост спредов по еврооблигациям показал Египет — плюс 32 пункта до уровня 135 пунктов, наибольшее снижение показали спреды по наиболее рискованным рынкам Аргентины, Эквадора и Венесуэлы, даже несмотря на снижение рейтинга по последней. Частично своим подорожанием облигации Аргентины обязаны победе Кристины Киршнер в первом раунде президентских выборов. Существенное подорожание нефти более чем на $10 за баррель благоприятно отразилось на облигациях стран — производителей нефти. По словам трейдеров, облигации Венесуэлы и Эквадора пользовались хорошим спросом. Весь месяц росли цены и на индикативные российские бумаги, доходность за месяц снизилась на 12 пунктов.

Цены на еврооблигации Мексики выросли за месяц несмотря на то, что Банк Мексики ужесточил в октябре свою денежно-кредитную политику, повысив ставку по кредитам овернайт до 7.50% с 7.25%, чтобы сдержать инфляционные ожидания на фоне роста цен на продукты питания. Это было второе повышение ставки Банка Мексики в этом году. В апреле банк внезапно повысил процентную ставку на четверть процентного пункта в ответ на скачок инфляции. Также Резервный банк Индии неожиданно сообщил 30 октября о принятом им решении увеличить норму резервного покрытия до 7.5%.

Центробанк объяснил это решение необходимостью предотвратить повторный скачок инфляции из-за «неприемлемо высокого» уровня притока иностранной валюты.

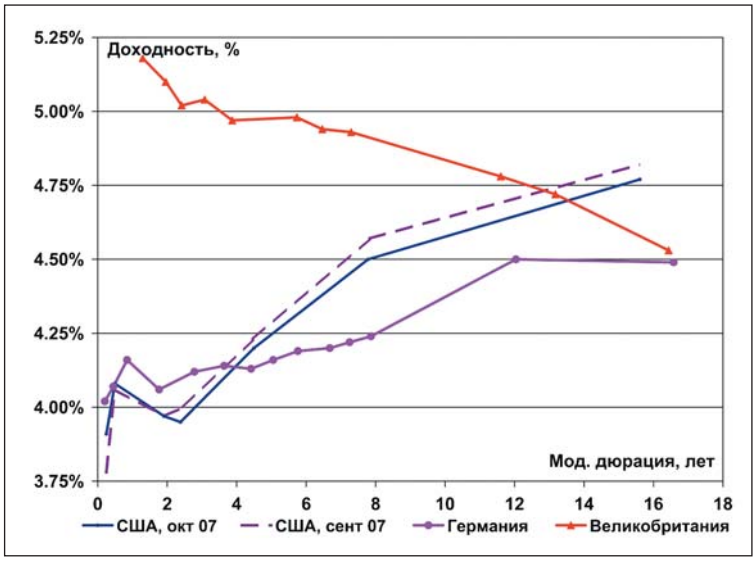
Цены на облигации на развивающихся рынках росли на фоне восстановления аппетита инвесторов к риску, понижающее давление на рынок оказывали новые выпуски облигаций и значительное погашение долга, а также нисходящий тренд фондового рынка и сообщения о том, что турецкий парламент санкционировал ввод войск на территорию Ирака.

Менеджеры на рынке облигаций оптимистично оценивают перспективы притока средств до конца года. Так, JP Morgan ожидает приток в рамках инвестирования со стороны государственных фондов, а также со стороны японских инвесторов и американских пенсионных фондов.

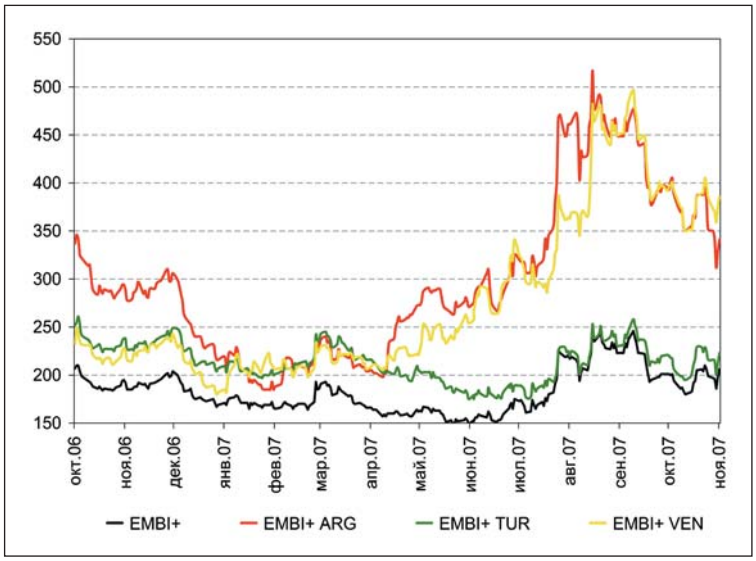
В октябре первичный рынок еврооблигаций развивающихся рынков начал активно восстанавливаться, совокупный объем привлечения составил около $18.5 млрд, из которых около $6 млрд пришлось на страны СНГ. За месяц на рынок вышло 5 суверенных заемщиков: Литва (A2/A/A) заняла на 11 лет 600 млн евро под 4.85%, Шри-Ланка (B+/BB-) впервые разместила на международном рынке бумаги на $500 млн на 5 лет под 8.25%, Венгрия (A2/-/BBB+) вместе с «Газпромом» заняла в иенах — 25 млрд на 10 лет под 2.11%. Также на рынок вышла Ямайка (B1/B/B+) с небольшим займом на $150 млн на 32 года под 8% и Гана (B+/B+) с выпуском $750 млн на 10 лет под 8.5%. В ближайшее время ожидается размещение Венесуэлы на $1.5 млрд и Турции на $1.4 млрд. Латвия назначила HSBC и UBS организаторами выпуска на 500 млн евро. Также на рынок, возможно, выйдут Ливан и ряд африканских государств: Кения, Нигерия и Замбия (после получения кредитного рейтинга).

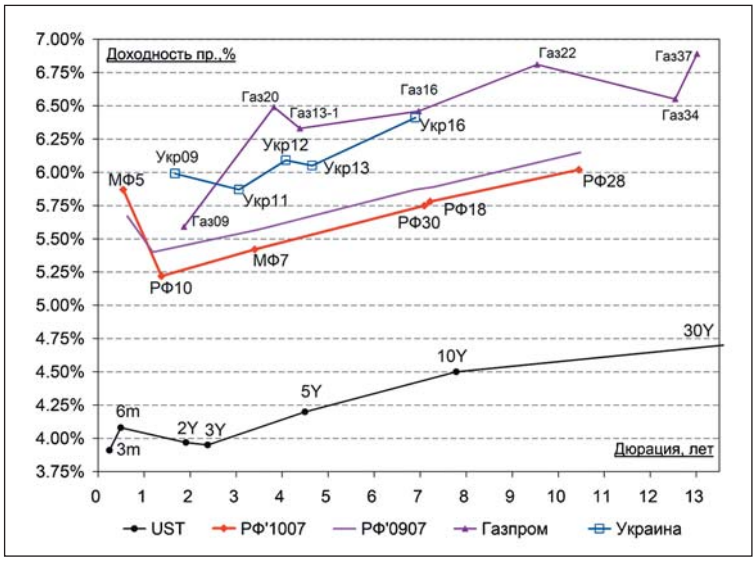
Значительное внимание развивающимся рынкам в октябре уделили и рейтинговые агентства: Moody's повысило рейтинг Индонезии до Ba2, S&P повысило рейтинг Мексики до BBB+, Fitch повысил прогноз по Гане до позитивного. Также Fitch стабильным прогнозом отметил Ботсвану, Словению, Ямайку и Намибию, а S&P — Чехию. Меньше повезло Венесуэле и Казахстану: рейтинг понижен до BBB-. Агентство Fitch Ratings изменило прогноз рейтинга Венесуэлы BB- со стабильного на негативный, сославшись на «все более неустойчивую структуру макроэкономической политики». Агентство также отметило усиление зависимости внешних и внутренних счетов от колебаний цен на нефть, неспособность властей понизить темп роста инфляции, а также расширение спреда между валютными курсами на официальном и параллельном рынках. Помимо этого Fitch присвоило первичные рейтинги Габона на уровне BB-. Рейтинг отражает стабильную политическую обстановку, сравнительно высокий доход на душу населения и значительный профицит бюджета за счет прибыли от экспорта нефти, позволивший существенно сократить объем задолженности с 2003 г.

*Кривые доходности США, Германии и Великобритании*




*Спреды EMBI+ Emerging Markets*




*Карта рынка еврооблигаций СНГ на конец месяца*