Константин Васильев

США ПУГАЮТ рецессией

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

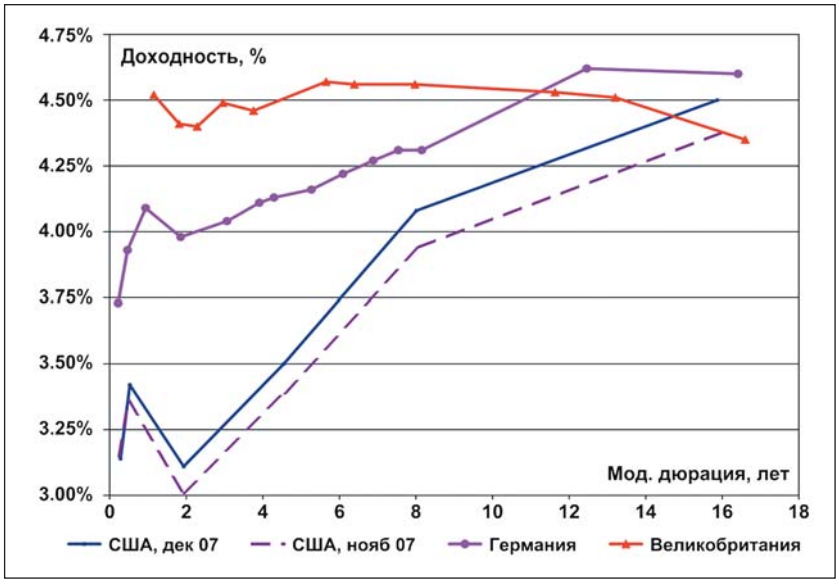
В конце 2007 — начале 2008 года сохранился понижательный тренд в доходности индикативных десятилетних американских государственных облигаций, но с учетом значительных колебаний доходности вокруг уровня в 4%. За декабрь доходность по десятилетним нотам выросла на 15 пунктов, но за первую декаду января упала на 20–25 пунктов. Трехмесячный долларовый LIBOR снизился в декабре на 40 пунктов, в начале января потерял еще почти 50 пунктов и практически сравнялся со ставкой ФРС, составляющей на данный момент 4.25%. Основными понижательными факторами, действующими на уровни ставок и доходностей, по-прежнему являются ожидания дальнейшего снижения ставки ФРС и продолжающиеся вливания ликвидности в банковскую систему мировыми ЦБ для поддержки кредитных рынков.

Федеральная резервная система США 11 ноября снизила ключевую процентную ставку на 25 пунктов и оставила за собой возможность продолжить смягчение денежно-кредитной политики. Также ФРС снизила на 25 базисных пунктов ставку по кредитам, предоставляемым банкам напрямую — дисконтную ставку — до 4.75%. Часть инвесторов предполагала, что снижение ставок достигнет 50 б.п., но за подобное изменение ставок проголосовал только один представитель ФРС. Таким образом, ФРС уверенно делает свой выбор в пользу кредитных и жилищных рынков, пошатнувших экономический рост, а не в пользу сохранения комфортного уровня инфляции.

Действительно, о риске рецессии в США высказались практически все крупные инвестиционные дома и ключевые персоны рынка. В последние недели представители ФРС говорили, что ожидают низких показателей экономического роста уже в конце года — ВВП в четвертом квартале вырастет лишь на 1–1.5%. По прогнозам Goldman Sachs, экономика США, по всей вероятности, стоит на пороге рецессии, а последствия кредитного кризиса еще не исчерпали себя и будут продолжать ощущаться в течение нескольких кварталов: крупные банки продолжат списывать убытки и начнут распродавать активы. А ФРС продолжит снижать ставку, и к третьему кварталу 2008 года ключевая ставка может составить 2.5%. Отметим, что Goldman Sachs стал одним из немногих, кто сумел не только не понести убытки в период кризиса, но и добиться рекордного роста прибыли по итогам всего года за счет того, что играл на понижение стоимости ипотечных активов. Аналитики связывают эти успехи с хорошо налаженным риск-менеджментом.

По мнению президента Федерального резервного банка Сент-Луиса Уильям Пула (William Poole), как передает агентство K2Kapital, экономику США на грань рецессии поставили пять ошибок, четыре из которых были совершены профессиональными игроками. «Первая ошибка, по мнению Пула, была совершена рядовыми американцами, взявшими ипотечные кредиты, которые они были не в состоянии выплатить. Вторая ошибка была совершена ипотечными брокерами, которые предлагали клиентам неподходящие ипотечные кредиты. В частности, они предлагали кредиты с плавающей ставкой, и многие заемщики не смогли расплатиться после того, как произошел рост ставок. Третья ошибка была совершена инвестиционными банками, которые занялись массовой секьюритизацией ипотечных кредитов без должной проверки обеспечения ценных бумаг. Свою лепту внесли и рейтинговые агентства, которые ставили

Кривые доходности США, Германии и Великобритании



высокие рейтинги ипотечным бумагам. Пятая ошибка была сделана инвесторами, которые полагались на эти рейтинги и покупали эти бумаги». В то же время, Уильям Пул охарактеризовал основные экономические показатели США как стабильные и заявил, что рецессия маловероятна.

Вслед за США в декабре решил последовать и Банк Англии, понизив учетную ставку также на 25 пунктов до 5.5% годовых. Комитет по денежно-кредитной политике Банка Англии снизил ставку впервые за 2 года, что стало подтверждением предположений о замедлении темпов роста экономики из-за ужесточения условий кредитования. Для Европейского центрального банка угроза дальнейшего роста инфляции пока перевешивает остальные макроэкономические проблемы, и ставка пока остается неизменной. Участники рынка ожидают в первом полугодии 2008 года еще одно или два снижения ставки Банка Англии и сохранение ставки ЕЦБ на прежнем уровне.

Вторым важным шагом центральных банков по снижению напряженности на межбанковском кредитном рынке стала серия скоординированных между собой аукционов по предоставлению льготных кредитов. Процентные ставки по таким кредитам будут ниже, чем при прямых заимствованиях посредством дисконтного окна. К ФРС в данных действиях присоединились Европейский центральный банк, Банк Англии, Банк Канады и Швейцарский национальный банк, позволяя ФРС предоставить рынку временное финансирование через большее количество контрагентов и в обмен на более широкую линейку обеспечения, чем при операциях на открытом рынке.

Дополнительно внутри страны ФРС предложила меры, которые предусматривают ограничение видов субстандартного кредитования, а также ограничение видов раскрытия информации и компенсаций ипотечным брокерам, запрет определенных практик, используемых кредитными институтами. В начале декабря правительство США также договорилось с кредиторами, что те добровольно заморозят на пять лет ставки по высокорискованным кредитам с льготным периодом, взятым в 2005 году — июле 2007 года. С другой стороны, три крупнейших американских банка — Bank of America Corp., Citigroup Inc. and JP Morgan Chase & Co. — отказались от участия в фонде, призванном поддержать рынок обязательств (SIV), гарантируемых ипотечными кредитами, так как уже решили свои проблемы самостоятельно.

Между тем, продолжают поступать негативные новости от рейтинговых агентств. Standard & Poor's снизило рейтинг ACA Financial Guaranty Corp. с A до преддефолтного уровня CCC; был понижен прогноз рейтинга еще четырех компаний, которые гарантировали обязательства, привязанные к ипотечным кредитам. И крупным банкам, которые пользовались гарантиями ACA (всего предоставлено гарантий на $26 млрд), возможно, придется пойти на новые списания активов.

Агентство Moody's покусилось на самое «святое» на рынке — на рейтинг гособлигаций США, заявив, что в ближайшее десятилетие наивысший инвестиционный рейтинг AAA может быть снижен в случае, если США не предпримет «радикальных шагов» по сокращению бюджетных расходов. Так, дефицит бюджета США в ноябре составил $98.2 млрд, что на 33% выше аналогичного показателя прошлого финансового года. Как предупреждает Moody's, в случае понижения рейтинга инвестиционной привлекательности гособлигаций США произойдет кардинальное перераспределение сил на мировом финансовом рынке, первые признаки которого мы уже наблюдаем на данный момент в виде диверсификации валютных резервов не в пользу доллара США.

Важным следствием кризиса стало увеличение представленности азиатского капитала на мировой финансовой арене. За последнее время несколько крупнейших мировых банков, включая Citigroup, Merrill Lynch, UBS и Morgan Stanley, продали доли инвесторам из Азиатско-Тихоокеанского региона и с Ближнего Востока на миллиарды долларов. Саудовская Аравия планирует создание крупнейшего в мире суверенного инвестфонда с активами около $1 трлн, активы текущего лидера — Abu Dhabi Investment Authority — составляют около $900 млрд. Всего, по оценкам министерства финансов США, суммарные активы госинвестфондов оцениваются в $2 трлн. При этом данные процессы, скорее всего, будут продолжаться и дальше на фоне высоких цен на нефть и кредитного кризиса, влияющего на падение акций финансовых корпораций, но до тех пор, пока не будут приняты политические ограничительные меры.

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

В конце 2007 — начале 2008 года сохранился понижательный тренд в доходности индикативных десятилетних американских государственных облигаций, но с учетом значительных колебаний доходности вокруг уровня в 4%. За декабрь доходность по десятилетним нотам выросла на 15 пунктов, но за первую декаду января упала на 20–25 пунктов. Трехмесячный долларовый LIBOR снизился в декабре на 40 пунктов, в начале января потерял еще почти 50 пунктов и практически сравнялся со ставкой ФРС, составляющей на данный момент 4.25%. Основными понижательными факторами, действующими на уровни ставок и доходностей, по-прежнему являются ожидания дальнейшего снижения ставки ФРС и продолжающиеся вливания ликвидности в банковскую систему мировыми ЦБ для поддержки кредитных рынков.

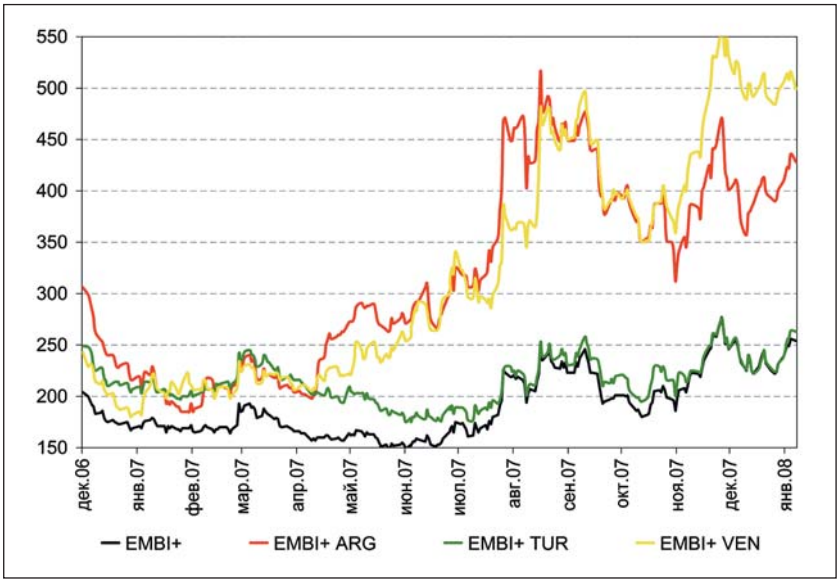
Федеральная резервная система США 11 ноября снизила ключевую процентную ставку на 25 пунктов и оставила за собой возможность продолжить смягчение денежно-кредитной политики. Также ФРС снизила на 25 базисных пунктов ставку по кредитам, предоставляемым банкам напрямую — дисконтную ставку — до 4.75%. Часть инвесторов предполагала, что снижение ставок достигнет 50 б.п., но за подобное изменение ставок проголосовал только один представитель ФРС.

Таким образом, ФРС уверенно делает свой выбор в пользу кредитных и жилищных рынков, пошатнувших экономический рост, а не в пользу сохранения комфортного уровня инфляции.

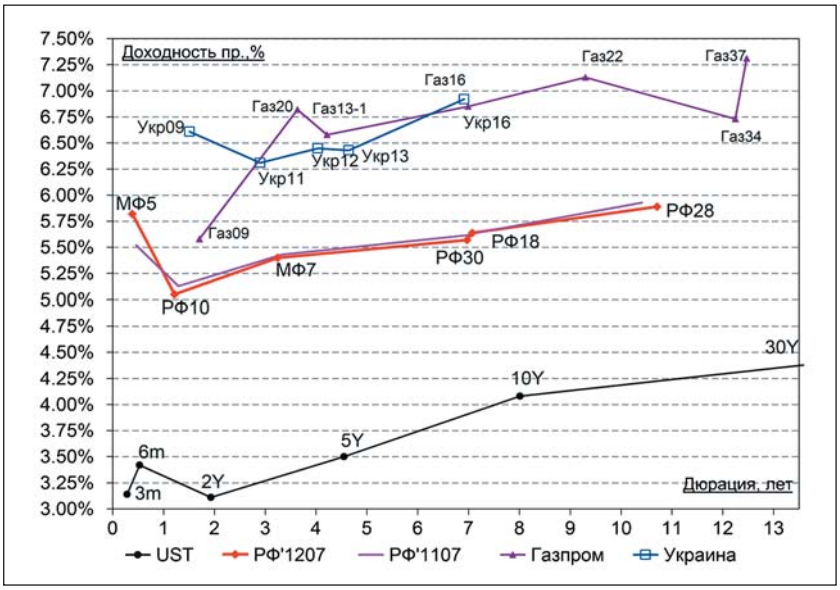
Действительно, о риске рецессии в США высказались практически все крупные инвестиционные дома и ключевые персоны рынка. В последние недели представители ФРС говорили, что ожидают низких показателей экономического роста уже в конце года — ВВП в четвертом квартале вырастет лишь на 1–1.5%. По прогнозам Goldman Sachs, экономика США, по всей вероятности, стоит на пороге рецессии, а последствия кредитного кризиса еще не исчерпали себя и будут продолжать ощущаться в течение нескольких кварталов: крупные банки продолжат списывать убытки и начнут распродавать активы. А ФРС продолжит снижать ставку, и к третьему кварталу 2008 года ключевая ставка может составить 2.5%. Отметим, что Goldman Sachs стал одним из немногих, кто сумел не только не понести убытки в период кризиса, но и добиться рекордного роста прибыли по итогам всего года за счет того, что играл на понижение стоимости ипотечных активов. Аналитики связывают эти успехи с хорошо налаженным риск-менеджментом.

По мнению президента Федерального резервного банка Сент-Луиса Уильям Пула (William Poole), как передает агентство K2Kapital, экономику США на грань рецессии поставили пять ошибок, четыре из которых были совершены профессиональными игроками. «Первая ошибка, по мнению Пула, была совершена рядовыми американцами, взявшими ипотечные кредиты, которые они были не в состоянии выплатить. Вторая ошибка была совершена ипотечными брокерами, которые предлагали клиентам неподходящие ипотечные кредиты. В частности, они предлагали кредиты с плавающей ставкой, и многие заемщики не смогли расплатиться после того, как произошел рост ставок. Третья ошибка была совершена инвестиционными банками, которые занялись массовой секьюритизацией ипотечных кредитов без должной проверки обеспечения ценных бумаг. Свою лепту внесли и рейтинговые агентства, которые ставили высокие рейтинги ипотечным бумагам. Пятая ошибка была сделана инвесторами, которые полагались на эти рейтинги и покупали эти бумаги». В то же время, Уильям Пул охарактеризовал основные экономические показатели США как стабильные и заявил, что рецессия маловероятна.

Спреды EMBI+ Emerging Market



Индикативные кривые доходности СНГ на конец месяца



Вслед за США в декабре решил последовать и Банк Англии, понизив учетную ставку также на 25 пунктов до 5.5% годовых. Комитет по денежно-кредитной политике Банка Англии снизил ставку впервые за 2 года, что стало подтверждением предположений о замедлении темпов роста экономики из-за ужесточения условий кредитования. Для Европейского центрального банка угроза дальнейшего роста инфляции пока перевешивает остальные макроэкономические проблемы, и ставка пока остается неизменной. Участники рынка ожидают в первом полугодии 2008 года еще одно или два снижения ставки Банка Англии и сохранение ставки ЕЦБ на прежнем уровне.

Вторым важным шагом центральных банков по снижению напряженности на межбанковском кредитном рынке стала серия скоординированных между собой аукционов по предоставлению льготных кредитов. Процентные ставки по таким кредитам будут ниже, чем при прямых заимствованиях посредством дисконтного окна. К ФРС в данных действиях присоединились Европейский центральный банк, Банк Англии, Банк Канады и Швейцарский национальный банк, позволяя ФРС предоставить рынку временное финансирование через большее количество контрагентов и в обмен на более широкую линейку обеспечения, чем при операциях на открытом рынке. ©