# ФРС решила кинуть

*Константин Васильев*

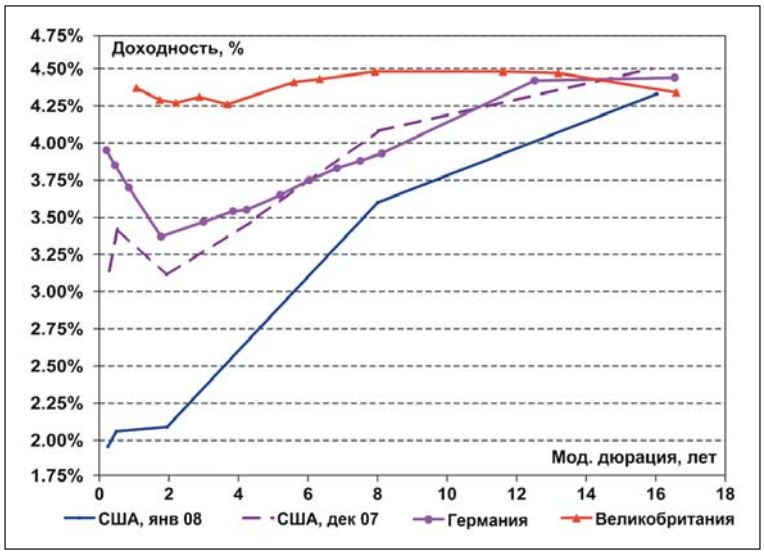
## МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

ФРС в январе пошла на беспрецедентно резкое снижение ключевой ставки — на 125 пунктов в течение двух недель. В предыдущий период снижения ставки, в 2001 году, ФРС за год снизила ставку на 4.75% — с 6.5% до 1.75%, но даже тогда ставка снижалась постепенно — как правило, через месяц и на 25-50 пунктов. Совокупное понижение ставки за последние четыре месяца составило 225 б.п.

Первоначально 22 января Комитет Федеральной резервной системы США по операциям на открытом рынке решил внепланово понизить целевой уровень процентной ставки по федеральным фондам и дисконтную ставку на 75 б.п. до 3.5% и 4% соответственно на фоне ухудшения перспектив экономики и усиления рисков рецессии — главных страхов США в последнее время. Через 8 дней ставки были снижены еще на 50 пунктов. При этом, исходя из сопутствующих заявлений Комитета, возможно дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики из-за борьбы с рисками рецессии. Инфляционные риски отошли на второй план после того, как экономический рост в четвертом квартале составил только 0.6% по сравнению с 4.9% в третьем квартале.

Рынок госбумаг отреагировал на это снижением доходности по краткосрочным нотам более чем на 100 пунктов до самого низкого уровня за 4 года, а по индикативным десятилетним облигациям — почти на 50 пунктов. Спред между 30-летними бондами и двухлетними нотами вырос на 85 пунктов до 224 пунктов. Увеличение данной разницы обусловлено ожиданиями, по которым ФРС продолжит снижать процентные ставки, чтобы стимулировать замедляющийся экономический рост. Резко снизился и основной индикатор кредитных рынков — трехмесячная ставка LIBOR в долларах США упала на 160 пунктов до 3.1% на конец января, LIBOR в евро снизился на 35 пунктов.

*Кривые доходности США, Германии и Великобритании*




Другие мировые центральные банки пока не спешат следовать примеру ФРС. По мнению участников рынка, ЕЦБ оставит процентные ставки без изменений на фоне рекордного роста потребительских цен в Еврозоне — в январе годовая инфляция достигла уровня 3.2%. Тем не менее, из 50 финансовых институтов, опрошенных Dow Jones, более половины опрошенных считают, что к концу года ставка все же будет снижена. Снижение же ставки Банка Англии на 25 пунктов ожидается уже в феврале на фоне аналогичных американским проблем с падением цен на недвижимость и кризиса на кредитных рынках. Но высокие темпы инфляции станут сдерживающим фактором от более агрессивного снижения ключевой ставки. За год ставка может быть снижена до 4.5%.

Доходность по десятилетним облигациям США постепенно снижалась практически весь месяц, но после снижений ставки ФРС остановилась и на данный момент сохраняется около уровня в 3.5%. Кривые доходностей Германии и Великобритании повторили движение кривой США, но менее значительно: на коротком конце кривой доходности в Германии наблюдалось снижение до 50 пунктов, в Великобритании — до 25 пунктов.

Поддержку доходности американских госбумаг оказывали настроения инвесторов, ожидающих, что действия ФРС помогут стимулировать экономику, а банки смогут найти средства для поддержки компаний — страховщиков облигаций. Последние попали в достаточно тяжелое положение: например, компания MBIA Inc. потеряла $2.3 млрд в связи с кризисом субстандартной ипотеки. Также существуют опасения, что рейтинговые агентства близки к тому, чтобы снова понизить рейтинги некоторых компаний-страховщиков, что не позволит им страховать новые корпоративные и муниципальные выпуски облигаций. Общий объем грядущих потерь оценивается Standard & Poor's в более чем $265 млрд.

Результатов действий ФРС на рынке пока не заметили, а условия на рынке жилья и труда, а также на финансовом рынке продолжают ухудшаться, хотя нехватка предложения на краткосрочных денежных рынках несколько уменьшилась. Помимо снижения ставок для стимулирования экономического роста, американские законодатели разработали пакет мер по снижению налогов для американских компаний и домашних хозяйств. А американские банки решили повысить стандарты по ипотечному кредитованию, потребительским займам и займам на приобретение коммерческой недвижимости ввиду ослабления экономики, снижения терпимости к риску и сокращения ликвидности на вторичных рынках.

Еще одним следствием снижения ставки ФРС, но уже негативным для США, стало снижение курса доллара к другим ключевым валютам, поддерживаемое активной диверсифи-

кацией валютных резервов странами Восточной Азии. Об этом свидетельствует и низкий уровень непрямых заявок на аукционах казначейских облигаций США. Lehman Brothers рекомендует покупать евро и иену, прогноз по которым составляет $1.50 за евро и 95 иен за доллар к концу второго квартала.

Вообще в последнее время финансовые рынки будто вошли в полосу невезения, и проблемы поступают на рынок с самых неожиданных сторон, уже даже, казалось бы, и не связанных с неблагополучной ипотекой. Один из крупнейших французских банков Societe Generale понес убытки в размере 6.3 млрд евро при закрытии незахеджированных позиций на 50 млрд евро, которые без разрешения банка открыл один из трейдеров в одни из самых тяжелых дней для мировых фондовых рынков. Настолько крупные потери Societe Generale нашли отражение во всех мировых финансовых лентах и нанесли дополнительный удар по кредитным рынкам.

## КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

На развивающихся рынках действия ФРС в виде понижения ставки и падение доходности по госбумагам отразились в значительном расширении спредов на 50–60 пунктов. Спред по индексу EMBI+ вырос на 49 пунктов до 273 пунктов, по индексу EMBI Global (учитывающему более широкий спектр бумаг и стран за счет сниженных требований по рейтингу и ликвидности) вырос на 40 пунктов до 287 пунктов на конец января.

Наиболее значительно — более 70 пунктов — выросли спреды EMBI+ по Аргентине, Колумбии, Панаме и ЮАР. Меньше всего пострадали Венесуэла, Болгария и Россия. Спред по индексу EMBI+ по России вырос на 35 пунктов за месяц до 171 пункта, по Украине — на 40 пунктов до 300 пунктов. Доходность по России-30 показала определенную стабильность в январе и зафиксировалась на уровне 5.4%. Кривая доходности России повторила динамику кривой США.

В целом, как сообщают участники рынка, объемы торгов долгами развивающихся рынков в последнее время достаточно низкие, так как многие инвесторы предпочли занять выжидательную позицию. Этот класс активов остается сравнительно высокодоходным и получает поддержку на фоне по-прежнему благоприятных фундаментальных показателей рынка. Хотя периодически преобладает на рынке и нежелание рисковать, что приводит к значительной волатильности в ценах на бонды.

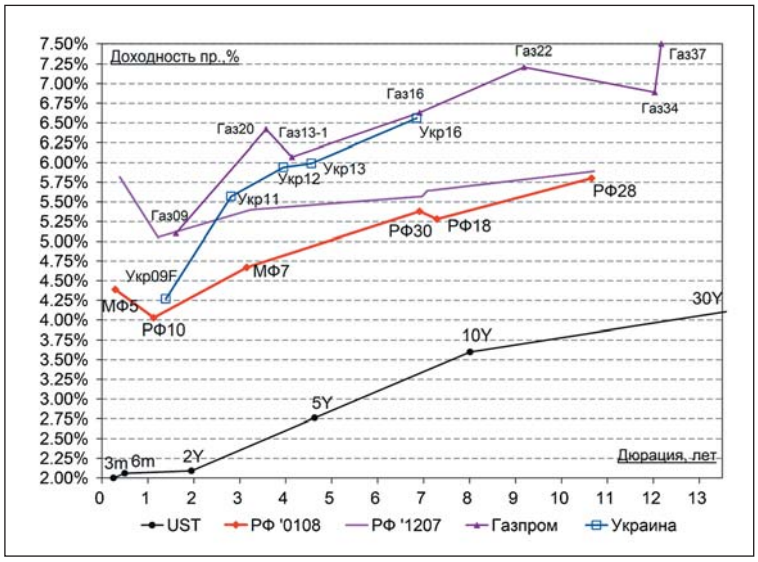
Январь был насыщен и рейтинговыми решениями и новыми сделками на развивающихся рынках. Рейтинговые решения, правда, в основном носили негативный характер: Fitch снизило прогноз до негативного по Кении, Болгарии, Эстонии, Латвии и Румынии. Но было и несколько позитивных изменений: прогноз рейтинга Панамы был изменен на позитивный в связи с консолидацией бюджета и экономическим ростом. А Moody's изменило на позитивный прогноз по основным рейтингам Филиппин, что обусловлено стабилизацией государственного финансового сектора и ослаблением зависимости государства от внешнего финансирования.

Развивающиеся рынки в январе заняли около $9 млрд, причем на рынок вышли сразу 4 суверена. Турция, Колумбия и Мексика впервые вышли на рынок облигаций в 2008 году, что было благоприятно воспринято инвесторами. Чуть позднее и менее удачно к заемщикам присоединилась Индонезия (Ba3/BB-/) с двумя выпусками на $2 млрд, на 10 и 30 лет под 6.88% и 7.75% соответственно.

Турция (Baa3/BB-/BB-), выставившая на торги выпуск еврооблигаций в объеме $1 млрд, выбирала между доразмещением еврооблигаций с погашением в 2018 году или новым, более долгосрочным облигационным займом, но остановилась на первом варианте и заняла $1 млрд под 6.75% с помощью JP Morgan и Merrill Lynch, объем заявок составил $1.9 млрд.

Колумбия (Ba2/BBB-/BB+) доразместила еврооблигации объемом $1 млрд двумя траншами: облигации с погашением в 2017 году со ставкой купона в 7.375% в объеме $650 млн и облигации с погашением в 2037 году со ставкой купона в 7.375% в объеме $350 млн. Credit Suisse и Merrill Lynch разместили эти транши в рамках установленного ранее ориентира.

Мексика (Baa1/BBB+/BBB+) также выпустила первый в 2008 году облигационный заем в $1.5 млрд с погашением в 2040 году, который разместили Credit Suisse и Deutsche Bank. Доходность по облигациям составила 6.055%, оставаясь в узком конце ориентира в 170–175 б.п. Хорошая цена на данные облигации привлекла $3 млрд заявок, большинство из которых поступили не из стран Латинской Америки. Инвесторы из США приобрели 67% облигаций, из Европы — 19%, латиноамериканские кредиторы выкупили 14%. Из них 62% составили фондовые менеджеры.

В целом достаточно успешные размещения суверенов с развивающихся рынков, а также опросы портфельных менеджеров, проведенные Reuters, говорят, что «если экономика США вступит в этом году в полосу рецессии, развивающиеся страны, скорее всего, смогут избежать сильного замедления темпов экономического роста и продолжат стабильно развиваться на протяжении всего 2008 года, что будет также способствовать росту акций компаний этих государств… Но все же они ощутят замедление темпов мирового экономического роста».

*Индикативные кривые доходности СНГ на конец месяца*