ПЕРВЫЕ УСПЕХИ центральных банков

Константин Васильев

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Доходность индикативных десятилетних казначейских облигаций США после паузы, взятой в марте, в апреле начала медленно расти при высокой волатильности. ФРС снизила базовую ставку еще на 25 пунктов и показала, что цикл смягчения денежно-кредитной политики, возможно, подходит к концу по причине возросшего инфляционного давления цен на продукты питания и энергоносители, а также на фоне слабости доллара США.

По итогам месяца доходность десятилетних облигаций США выросла на 30 б.п., спред между двухлетними нотами и 30-летними бондами сократился более чем на 50 пунктов до 220. Наибольший рост по всем мировым облигациям показал среднесрочный участок кривой доходности — доходность по двухлетним бумагам США выросла на 70 б.п., по двухлетним облигациям Великобритании — на 60 пунктов, по Германии — на 30 пунктов. В Японии сильнее всего выросли шести-восьмилетние бонды — в среднем на 45 пунктов.

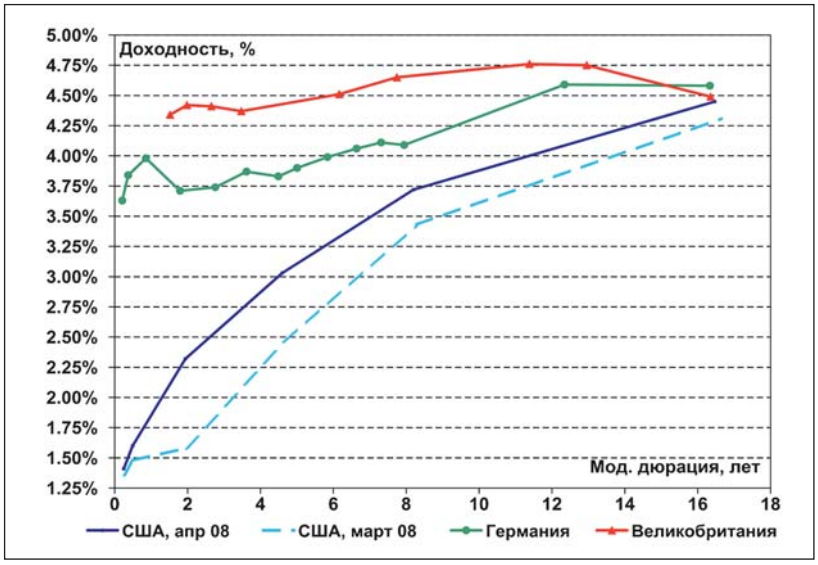
Базовые ставки денежного рынка также выросли в апреле: трехмесячная ставка LIBOR в долларах и шестимесячный EURIBOR выросли на 16 пунктов, средняя ставка по десятилетним mid-swaps выросла на 36 б.п. до 4.43%. Заметим: по мнению мировых банковских домов, доверие к ставке LIBOR было сильно подорвано в результате кредитного кризиса. Причиной стали подозрения и разбирательство Британской банковской ассоциации (BBA) о возможном намеренном занижении индикативной ставки. По мнению ассоциации, банки скрывают информацию о том, по каким высоким ставкам в условиях финансового кризиса им приходится брать краткосрочные ссуды, чтобы не афишировать свою реальную потребность в наличных средствах перед контрагентами. В результате может измениться методика ее расчета, а участники денежного рынка задумываются о переориентации на свопы. По мнению участников рынка, LIBOR занижен на 30–40 б.п., и мировые центробанки на случай роста ставок готовят очередные программы повышения ликвидности.

Комитет по операциям на открытом рынке ФРС 30 апреля 8 голосами за при 2 голосах против принял решение снизить ключевую процентную ставку на 0.25% до 2%. Дисконтная ставка, под которую банки могут кредитоваться напрямую в ФРС, также была снижена на 25 б.п. до 2.25%. Как показал опрос, проведенный Dow Jones Newswires, рынок был готов к такому решению ФРС. «Экономическая активность остается низкой», заявили в ФРС, отметив «снижение» расходов и «дальнейшее» ухудшение ситуации на рынке труда. Рынки «переживают значительные потрясения», отметили в ФРС. В центральном банке заявили о действиях, направленных на поддержку роста, но отказались от слов о «своевременности». Учитывая проблемы на финансовых рынках, стоит ожидать, что ставки будут оставаться неизменными в течение нескольких месяцев, хотя в ФРС не исключили возможности дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики в случае необходимости.

Напомним, что с начала года ставка снижена на 2%, ФРС запустила новые инструменты кредитования, расширила возможности дисконтного окна, приняла участие в покупке Bear Stearns, а также вбросила в рынок сотни миллиардов долларов дополнительной ликвидности. В результате, по данным Dow Jones, экономика, похоже, избежала «сурового» спада: в первом квартале 2008 года рост ВВП США составил 0.6%, но значительного улучшения ситуации не ожидается, рост ВВП по итогам года может достигнуть лишь 1%.

Комитет Банка Англии по денежно-кредитной политике 10 апреля снизил ключевую процентную ставку на 25 пунктов до 5.0% для того, чтобы смягчить экономические последствия недостатка ликвидности. Международный валютный фонд заявил, что ухудшение перспектив роста британской экономики (рост в 2008 году может составить только 1.6%) должно ослабить ценовое давление и создать возможность для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики.

Кривые доходности США, Германии и Великобритании



8 мая Банк Англии и ЕЦБ оставили ставки неизменными. Тем не менее, в последние дни ожидания снижения ставок в июне в Великобритании вновь усилились, особенно после выхода данных, свидетельствующих о том, что рост активности в сфере услуг в Великобритании в апреле был самым низким за пять лет, так как на долю сферы услуг приходится более двух третей экономики Великобритании. Европейский центральный банк держит ключевую ставку рефинансирования на уровне 4.0% на фоне озабоченности ростом цен на продукты питания и энергоносители. Годовой уровень инфляции в 15 странах еврозоны в апреле составил 3.3% против 3.6% в марте. По данным Dow Jones, мартовский показатель был самым высоким с момента введения евро в 1999 году. Снижение процентной ставки ЕЦБ ожидается участниками рынка только к концу третьего квартала 2008 года. Руководители ЕЦБ, в свою очередь, отвергли возможность снижения ставок, чем вызвали рекордный рост евро к доллару до уровня в $1.6. По словам трейдеров, евро скупают азиатские государственные фонды.

Снижение курса доллара, в свою очередь, сопровождается ростом цен на нефть: цена за баррель перевалила за $125. С начала мая цены прибавили более 10% из-за обеспокоенности по поводу перебоев в поставках из Нигерии и с Северного моря, а также из-за спекулятивной скупки фондами. Инвесторы на опасениях, что цены на нефть подтолкнут рост инфляции, в частности, продавали акции и покупали казначейские облигации, создавая волатильность в доходности по бондам.

Продолжают поступать негативные новости с кредитного рынка: объем списаний, связанных с ипотечным кризисом, вырос в апреле на $60 млрд и составил более $275 млрд. Основной вклад внесла AIG, объявившая о списании убытков по CDS в первом квартале на $9 млрд. Наибольший же накопленный объем списаний приходится на UBS AG — более $36 млрд. На помощь компании хочет прийти американская управляющая компания BlackRock, принадлежащая Merrill Lynch, которая заплатит UBS $15 млрд за портфель долговых обязательств по ипотечным кредитам со скидкой в 25%, разместит их в новый фонд и предложит инвесторам. Потенциальный объем всех убытков от ипотечного кризиса оценивается в $400–500 млрд.

Мировые ЦБ планируют продолжать поддерживать рынок. Банк Англии заявил о внедрении плана в размере $100 млрд, который позволит банкам заменить обеспеченные ипотекой ценные бумаги на казначейские облигации Великобритании. ФРС США начала внедрение похожей программы в марте, позволив инвестиционным банкам использовать ипотеку в качестве обеспечения. ЕЦБ принял решение совместно с ФРС США в рамках аукционов по вливанию ликвидности увеличить объем ликвидности в долларах США, предоставляемой контрагентам в Евросистеме, до $25 млрд. Операции будут проводиться каждую вторую неделю, средства будут предоставляться на срок до 28 дней. Швейцарский национальный банк по данной программе намерен предоставить до $6 млрд. ФРС США объявила об увеличении объемов аукционов по вливанию ликвидности с $50 млрд до $75 млрд.

С другой стороны, Федеральная прокуратура США выясняет, не скрывалось ли за падением цен на ипотечные инструменты мошенничество в работе ипотечных брокеров, а также инсайдерские сделки и махинации с бухгалтерской отчетностью. Первые результаты уже есть: руководители Fannie Mae заключили мировое соглашение с правительством по гражданскому иску по обвинению в искажении финансовой отчетности и вернут государству около $30 млн.

Несмотря на определенные успехи центральных банков, многие участники рынка считают, что кризис еще далек от завершения. Компания PIMCO, которая является одним из крупнейших в мире управляющих FI, предупреждает, что наблюдающееся в последнее время улучшение ситуации на кредитном и фондовом рынках может быть преждевременным и указывает на резкое падение цен на жилье. По данным Dow Jones, PIMCO не исключает сильную рецессию и ожидает дополнительные меры, направленные на поддержание цен на жилье. При этом снижение процентной ставки ФРС более не является выходом, а лучшей альтернативой станет частичное списание частного ипотечного долга. По мнению аналитиков JP Morgan, нынешний финансовый кризис будет влиять на структуру рынка и ценообразование на протяжении как минимум десятилетия и приведет к увеличению полномочий Центробанков в сфере регулирования, а частные банки станут надежней, так как по крайней мере перестанут опираться на краткосрочное финансирование.

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

На развивающихся рынках, при определенной стабильности долгового рынка, на фоне роста доходности по базовым активам наблюдалось значительное сокращение спредов. Спреды по индексу EMBI+ и EMBI Global сузились на 40 пунктов до 264 и 283 соответственно. Наибольшее сужение — более 50 пунктов — показали Бразилия, Колумбия и Перу, а также ЮАР и Эквадор. Незначительно снизились спреды по Венесуэле — на 10 пунктов, а по Аргентине и Индонезии выросли на 5 пунктов.

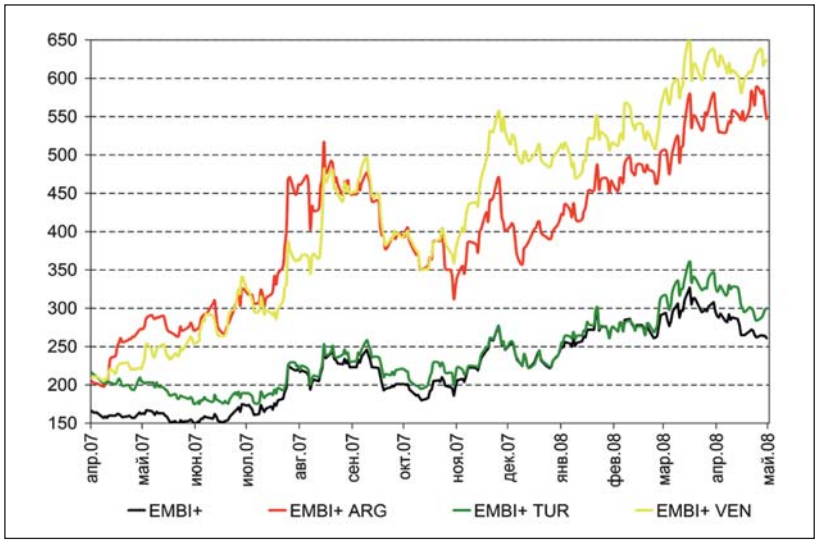
В Аргентине переговоры правительства с бастующими фермерами не привели к заключению соглашения. Аргентинские фермеры отвергли предложенные правительством условия для обсуждения в ходе переговоров. В этой связи в Аргентине возникает угроза повторения трехнедельной забастовки, случившейся в марте, которая привела к перебоям в поставке продовольствия и ударила по экспорту. В дополнение рейтинговое агентство Standard & Poor's пересмотрело прогноз по рейтингу Аргентины до негативного со стабильного вслед за отставкой министра экономики страны.

Президент Венесуэлы Уго Чавес также объявил о национализации местного подразделения аргентинской сталелитейной компании Ternium SA в рамках своей «социалистической революции». Эти новости вышли по следам прозвучавшего сообщения о том, что правительство также намерено национализировать цементные компании, включая венесуэльское подразделение мексиканского гиганта Cemex.

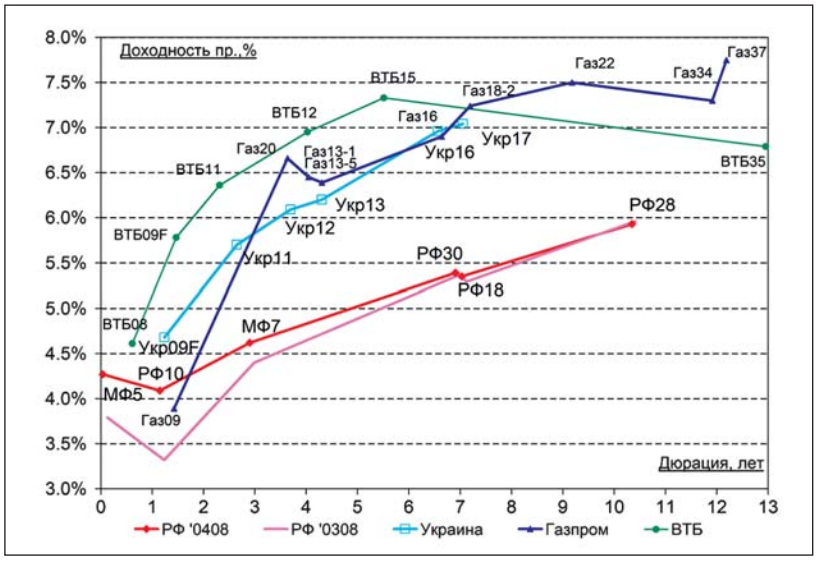
В то же время кредитный кризис не обходит стороной и развивающиеся рынки, в частности, состояние азиатских банков начинает ухудшаться, в связи с чем Южная Корея, Япония и Китай ведут переговоры о создании резервного валютного фонда на $80 млрд из своих золотовалютных резервов, призванного оградить экономики стран Азиатско-Тихоокеанского региона от неприятностей во время потрясений финансовой системы.

В противоположность мировым ЦБ, центральные банки стран БРИК одновременно повысили ключевые ставки. Центральный банк Бразилии принял решение о повышении процентных ставок на 0.5%, доведя ставку суточного кредитования овернайт Selic до 11.75%, что выше, чем ожидалось экономистами. Банк России в целях сдерживания инфляции и дальнейшего замедления динамики денежного предложения принял решение о повышении уровня ставки рефинансирования Банка России до 10.5%. Резервный банк Индии неожиданно увеличил норму резервирования для коммерческих банков с 7.75% до 8.25%. Резервный банк может предпринять еще более решительные действия для того, чтобы сдержать рост инфляции, но обеспечить рост экономики на уровне не ниже 8%. Народный банк Китая повысил норму обязательных резервов в третий раз в этом году для борьбы с избытком ликвидности и замедления роста кредитования на 50 б.п. до 16%. Народный банк Китая решил повысить норму обязательных резервов, чтобы «поддержать жесткий курс денежно-кредитной политики, ужесточить управление ликвидностью в банковской системе и поддерживать рациональные темпы роста денежной массы и кредитования», говорится в официальном заявлении банка.

Спреды EMBI+ Emerging Markets



Индикативные кривые доходности СНГ



Сокращение спредов повлекло возрождение первичных рынков: эмитенты с развивающихся рынков заняли $17 млрд, из которых около $7 млрд пришлось на страны СНГ. Еще $7 млрд из этой суммы заняли суверенные заемщики. Венесуэла (B2/BB-/BB-) вышла на рынок с двумя траншами по $2 млрд на 15 и 20 лет, которые разместила под 9% и 9.25%. Заметим, что Goldman Sachs критически отозвался о выпуске облигаций Венесуэлы, так как это размещение отражает неэффективную налогово-бюджетную, денежно-кредитную и валютную политику. Ливан (B3/B-/B-) разместил бонды на 6 лет на $875 млн также под 9%. ОАЭ заняли в местной валюте $1.8 млрд под 4.25%, а Венгрия (A2/BBB+/BBB+) разместила два транша на 5 и 8 лет в швейцарских франках на $350 млн под 3.5% и 4%.

Колумбия сообщила, что планирует воспользоваться преимуществом роста колумбийского песо, чтобы хеджировать свои облигации на сумму $2 млрд путем использования валютных свопов. Действия правительства Колумбии, которые в перспективе позволят хеджировать весь объем колумбийских облигаций в долларах на сумму около $20 млрд, являются частью программы сокращения объема долговых обязательств в иностранной валюте. Аналогичные меры предпринимают Бразилия и Мексика.

Поддержку для развивающихся рынков оказало повышение Standard & Poor's рейтинга Бразилии до инвестиционного уровня BBB-. Standard & Poor's также повысило рейтинг Кипра до A+ с A, на ожиданиях улучшения налоговых показателей и профицита Кипра. При этом Standard & Poor's изменило свой прогноз рейтинга Вьетнама со стабильного на негативный, что является первым признаком тревоги по поводу способности страны остудить перегретую экономику страны — инфляция достигла 21%. S&P также понизило рейтинг Исландии до A. Рейтинговое агентство Moody's повысило рейтинги Израиля до A1. Moody's также повысило рейтинг Парагвая до B3 с Caa1 в связи со снижением долговых рисков страны из-за роста экспортных цен.

Рейтинговым агентствам опять угрожают расследованиями. Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC) расследует, менялась ли политика кредитных рейтинговых компаний в оценке долгов, когда рынок продуктов, связанных с низкокачественной ипотекой, переживал бум. Растет давление на рейтинговые агентства и в Европе. Комиссар ЕС требует сделать оценку надежности компаний более прозрачной.