Константин Васильев

Все пойдет по ПЛАНУ

НОВЫЙ УБИЙСТВЕННЫЙ ВИТОК КРИЗИСА НА МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ, СПРОВОЦИРОВАННЫЙ БАНКРОТСТВОМ LEHMAN BROTHERS, ОБРУШИЛ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ ПО ВСЕМУ МИРУ, ПОСТАВИЛ ПОД ВОПРОС ИНВЕСТИЦИОННО-БАНКОВСКИЙ БИЗНЕС И ПОРОДИЛ НАСТОЯЩУЮ ПАНИКУ В ВЫСШИХ ПОЛИТИЧЕСКИХ КРУГАХ, КОТОРАЯ УЖЕ ВЫЛИЛАСЬ В ПУСТЬ И ЗАПОЗДАЛОЕ, НО ВСЕ-ЖЕ ПРИНЯТИЕ ПЛАНА ПОЛСОНА И ЭКСТРЕННЫЕ МЕРЫ ВЕДУЩИХ СТРАН МИРА ПО НАЦИОНАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА.

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Но даже паникуя, участники рынка, возглавляемые государством, не упускают возможности скупать подешевевшие активы: сделками слияний и поглощений охвачен весь финансовый мир. А США к тому же не может выйти из «порочного круга» и отказаться от традиционной модели переложения рисков на плечи инвесторов и теперь уже на макроуровне повторяет историю с subprime: «План спасения» направлен на покупку у банков рискованных и проблемных активов на $700 млрд за счет дополнительной эмиссии государственных облигаций.

Дальнейшее развитие финансовых рынков в данных условиях будет зависеть от благоразумности управляющих мировыми финансовыми потоками — готовы ли они «идти по Плану» и продолжать строить американскую пирамиду госдолга и покупать бумаги с рейтингом AAA, обеспеченные долгами обанкротившихся инвестбанков, или поверят в собственные национальные активы, при этом удерживаясь от массовой национализации и замедления экономического прогресса. Скорее всего, будут присутствовать оба варианта, но все-таки с большим перевесом первого: Китай по-прежнему будет покупать UST (сейчас портфель составляет около $1 трлн), так как эта держава не захочет потерять платежеспособность на одном из основных рынков сбыта. А США продолжат предпринимать такие действия, как спасение ипотечных банков Fannie Mae и Freddie Mac через их национализацию даже в ущерб росту госдолга свыше $11 трлн (около 85% ВВП, при этом дефицит бюджета США в 2009 году может составить $1.4 трлн), дабы удержать доверие внешних инвесторов, покупавших облигации последних наравне с UST.

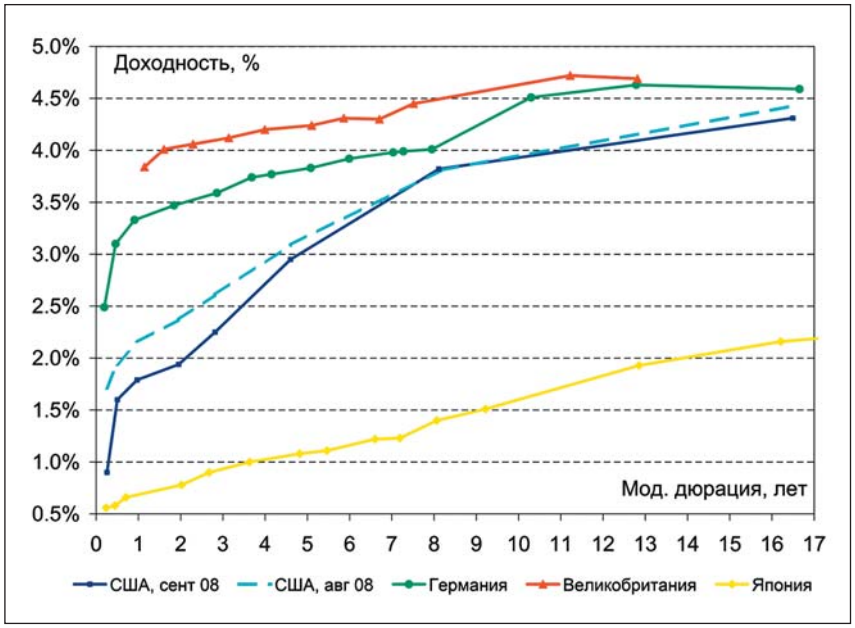
Но размер спроса на американский госдолг, без сомнения, снизится, и вместо ожидаемого снижения ставки ФРС можно будет увидеть ее рост, к которому прибегнут для повышения привлекательности гособлигаций, приближая тем самым крупнейшую мировую экономику к уже давно предсказываемой рецессии. Первыми же, кто перестанет ссужать США, станут ближневосточные инвесторы: суверенные фонды из региона Персидского залива уже потеряли миллиарды долларов на инвестициях в крупнейшие западные банки и могут начать отказываться и от безрисковых государственных облигаций США.

На данный момент эти тенденции еще достаточно слабы, и инвесторы продолжают прятаться в UST как в одной из тихих гаваней, скупая и доллары США. Доходность индикативных десятилетних казначейских облигаций США по итогам сентября практически не изменилась, но показала значительную волатильность вокруг уровня 3.8%: в течение месяца доходность опустилась ниже 3.3% после того, как Lehman Brothers объявил о намерении начать процедуру банкротства, Merrill Lynch оформлял сделку по продаже Bank of America, а AIG рапортовал о продолжающихся финансовых проблемах. Но 17 сентября доходность по гособлигациям резко выросла на фоне единогласного решения ФРС оставить ключевую ставку без изменения, тогда как большинство участников рынка ожидало снижение ставки на 25 пунктов после обвала на фондовом рынке.

Но рынок не отказался от ожиданий снижения ставки, и доходность по краткосрочным нотам продолжает снижаться — за месяц доходность по двухлетним нотам снизилась на 43 пункта, и еще на столько же за первые три дня октября — до 1.6%. Спред между двухлетними нотами и 30-летними бондами вырос на 32 пункта до 237. Рынки фьючерсов также учитывают высокую вероятность снижения ключевой ставки на 0.25 или 0.5 п.п. к концу октября.

ФРС в ответ на ожидания снижения ставки заявляет, что инфляционные опасения не исчезли, а ключевая процентная ставка уже и так находится на крайне низком уровне, и ее дальнейшие снижения могут не принести особой пользы

Кривые доходности США, Германии и Великобритании



экономике. Хотя ситуация с инфляцией значительно улучшилась: ИПЦ в прошлом месяце упал впервые почти за два года, причем инфляция должна снизиться еще и в сентябре, если ускорится падение цен на нефть, которые упали более чем на $50 с пикового уровня июля.

Отходя от процентной ставки, ФРС расширяет инструменты предоставления ликвидности, согласившись принимать корпоративные акции в качестве залога по кредитованию инвестиционных банков через дисконтное окно, чтобы, с одной стороны, снизить напряженность на кредитном рынке, с другой стороны, поучаствовать в скупке подешевевших активов. Кроме того, федеральное правительство расширило рамки соглашения с центробанками за границей, объявило об увеличении лимитов до $620 млрд на валютные свопы с ведущими ЦБ. Дополнительно ценные бумаги Минфина США начнут выпускаться вне существующей программы заимствований. ФРС также реализовывала программу временного льготного кредитования Term Auction Facility (TAF). С момента начала ее действия льготные аукционы проводились каждые две недели, а их объем с мая был увеличен до $75 млрд. Кроме того, был предпринят и ряд других мер: так, до 30 января 2009 г. действуют программы кредитования первичных дилеров (PDCF) и программы срочного кредитования с займом ценных бумаг (TSLF).

В Европе и Великобритании наблюдалось еще более значительное снижение доходности (50–100 б.п.) на коротком конце кривой доходности и небольшое повышение доходности на длинном на фоне ожиданий снижения процентных ставок. При этом если руководители ЕЦБ в последнее время не были склонны к снижению процентной ставки, так как основной их задачей является сдерживание инфляции, то снижение ключевой процентной ставки Банка Англии ожидается до 4.5%, так как банки Великобритании остро нуждаются в инвестициях, а сфера услуг продемонстрировала рекордно низкие показатели. ЕЦБ же заявил, что операции по обеспечению ликвидности, нацеленные на ослабление напряженности на денежном рынке, отделены от решения по денежно-кредитной политике.

ПЛАН СПАСЕНИЯ

Палата представителей конгресса США 3 октября со второй попытки 263 голосами против 171 приняла закон об экономической стабилизации в 2008 г., который подписал президент Джордж Буш. По данному соглашению министерство финансов может приступить посредством десяти управляющих компаний к выкупу у банков проблемных активов траншами на общую сумму до $250 млрд, а также использовать для этого дополнительно $100 млрд с разрешения президента и еще $350 млрд — с санкции конгресса. С учетом кредита в $30 млрд JP Morgan на покупку Bear Stearns, двухлетнего кредита в $85 млрд страховщику AIG (с правами на 80% ее акций) и $200 млрд на национализацию Fannie Mae и Freddie Mac общий объем запланированной госпомощи финансовому сектору теперь превышает $1 трлн.

Европейские же лидеры признали принятие аналогичных мер в ЕС несвоевременным, хотя Франция предлагала создать общеевропейский фонд для помощи пострадавшим банкам на 300 млрд евро. Вместо этого лидеры четырех стран согласились координировать усилия по стабилизации финансовой системы, ускорить принятие плана кредитования малого и среднего бизнеса на $41.5 млрд, а также призвали к ужесточению регулирования финансовой деятельности и усилению ответственности топ-менеджмента банков. Правительства Бельгии, Франции, Люксембурга и крупнейшие акционеры в обмен на акции предоставили банку Dexia почти 6.4 млрд евро, частично или полностью будут национализированы Fortis, Glitnir и Bradford & Bingley, оказана помощь Hypo Real Estate.

Похожие пункты есть и в итоговом законопроекте Полсона, куда вошли предложения по введению ограничений на заработные платы менеджеров, если руководимые ими структуры решат продать неликвидные активы в рамках разработанного Минфином плана. Для этих руководителей будут отменены любые новые «золотые парашюты». Власти получили право получать варранты на покупку доли в компаниях и банках (в виде привилегированных акций или неголосующих обыкновенных акций), которые реализуют государству обесценившиеся обязательства.

В попытках помочь небольшим банкам решить серьезные проблемы с ликвидностью предлагается мера по увеличению застрахованных на федеральном уровне депозитов со $100 тыс. до $250 тыс. Дополнительно законодатели предлагают провести реформу системы регулирования финансовых рынков, ужесточив контроль над хедж-фондами, фондами частных инвестиций, инвестбанками. Планируется введение госрегулирования неконтролируемого пока рынка кредитных деривативов. Попадут под контроль операции тех участников, кто не только делает ставку на кредитоспособность какой-либо

компании, но также наряду с CDS владеет облигациями, так как спекулятивная торговля этим инструментом усугубляет финансовый кризис. Так, уже несколько месяцев власти добиваются от инвестбанков, чтобы те учредили новую клиринговую фирму для сделок со свопами, страхующими активы на $55 трлн. За первое полугодие 2008 года рынок CDS впервые в истории сократился на 12%, так как возникли сомнения, могут ли CDS на самом деле гарантировать страховую выплату. Дополнительно был принят запрет на короткие продажи.

Со своей стороны крупнейшие выжившие мировые инвестиционные банки стараются хоть как-то удержаться от попадания под государственный контроль, сохранив свои доходы и практику инвестбанкинга и пытаясь также поучаствовать в скупке подешевевших активов. Citigroup и Wells Fargo ведут борьбу за четвертый по активам банк США — Wachovia, из-за кризисных потерь выставивший себя на продажу. В начале недели Wachovia договорился о продаже Citigroup за $2.2 млрд банковских активов, а в пятницу поступило предложение от Wells Fargo, переживающего кризис с прибылью, купить конкурента целиком за $15.4 млрд. Citigroup, списавшая в кризис активы на $60 млрд, в первую очередь заинтересована в кредитном портфеле Wachovia на $312 млрд, частично обеспеченном госгарантиями. Крупнейший французский банк BNP Paribas приобретает контрольные пакеты акций бельгийского и люксембургского подразделения финансовой группы Fortis за 14.5 млрд евро в смешанной форме. В Великобритании при поддержке властей была экстренно проведена сделка по продаже за $22 млрд банку Lloyds крупнейшего ипотечного кредитора — банка HBOS. А инвестбанк Morgan Stanley, проводивший переговоры о слиянии с Wachovia, согласовал условия вхождения в свой капитал японского Mitsubishi UFJ Financial Group — 21% акций за $9 млрд. Федеральная корпорация страхования депозитов (FDIC) США взяла крупнейший в США банк по объему сбережений Washington Mutual под свой контроль, после чего его отделения выкупил за $1.9 млрд JP Morgan Chase, став лидером банковской индустрии США по депозитам. Компания Баффетта Berkshire Hathaway приобрела за $5 млрд допэмиссию Goldman Sachs, бывшего крупнейшим инвестбанком Уолл-стрит.

Консорциум из десяти крупнейших мировых банков мира планирует создать стабилизационный фонд в размере $70 млрд для кредитования финансовых компаний, испытывающих острую нехватку ликвидности и снижение волатильности на мировых рынках. В консорциум вошли американские Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Citibank, Bank of America, Morgan Stanley, Merrill Lynch, германский Deutsche Bank, британский Barclays, швейцарские Credit Suisse и UBS. Участники консорциума внесут в фонд по $7 млрд и смогут привлекать в своих целях до трети его средств.

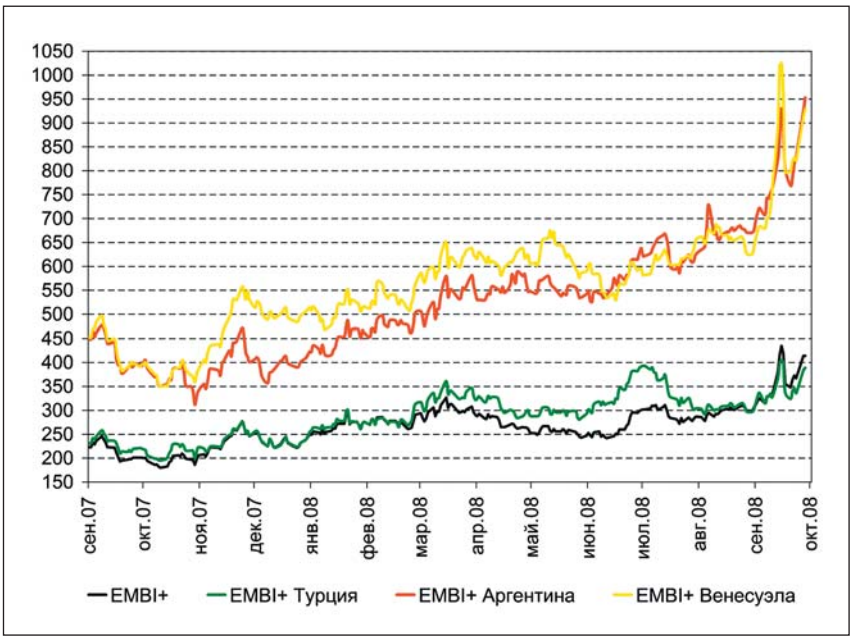
Жертвой кризиса стал и рынок межбанковского кредитования. 16 сентября однодневный LIBOR вырос с 3% до 6–7%. Но даже за такие деньги банки не хотели кредитовать друг друга. Еще одним сектором, который поразил кризис, стали фонды денежного рынка, так как многие из них покупали векселя Lehman Brothers. Минфин пошел на помощь данным фондам и объявил о временной программе по гарантированию вложений в ПИФы денежного рынка. Чтобы участвовать в ней, они должны платить Минфину комиссионные; он же выделил до $50 млрд из стабилизационного валютного фонда. В ПИФах денежного рынка американцы хранят $3.4 трлн, они могут инвестировать в краткосрочные активы высокого качества и считаются столь же надежными, как банковские депозиты. Но из-за убытков закрылся старейший в США ПИФ денежного рынка Reserve Primary Fund, в котором было $62 млрд. Бегство инвесторов заставило управляющих закрыть и Putnam Prime Money Market Fund на $12.3 млрд. По данным Money Fund Report, инвесторы вывели из фондов денежного рынка рекордные $89.2 млрд.

Важно отметить, что даже если план Полсона принесет пользу для финансового рынка, результаты могут проявиться не сразу. Так, участники рынка вспоминают, что Resolution Trust Corporation была создана в 1989 г., а финансовый рынок продолжал падать еще год, экономика замедлялась два года, а рынок жилья — три года.

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Развивающиеся рынки уступили звание тихой гавани ее традиционному владельцу — американским базовым активам. Отток средств из облигационных и инвестиционных фондов развивающихся рынков за последние три месяца достиг $29.5 млрд, или максимального уровня с 1995 года, и продолжает набирать темпы. Инвесторы начали выходить из рискованных активов из-за усиливающихся опасений по поводу замедления глобального

Спреды EMBI+ Emerging Markets



экономического роста и состояния мировой банковской системы, что увеличило давление на развивающиеся рынки в дополнение к снижению цен на сырьевые товары, инфляции, укреплению доллара и ухудшению геополитической обстановки. Фондовые рынки обрушились по всему миру, сильнее всего пострадали фондовые биржи Украины, Китая, России, Венгрии и Вьетнама. После войны в Грузии и ситуации вокруг ТНК-ВР и «Мечел» из России инвесторами было выведено по некоторым оценкам около $45 млрд.

Спреды по индексам EMBI+ и EMBI Global выросли на рекордные 100 пунктов до 414 и 442 пунктов соответственно. Индекс CDX.EM вырос на 70 пунктов до 331 пунктов. Около 300 пунктов потеряли спреды по таким странам, как Украина, Аргентина, Венесуэла и Эквадор. Более чем на 100 пунктов выросли спреды по России, Перу, ЮАР и Индонезии. Меньше всего пострадали Филиппины и Мексика.

Глава правительства Аргентины заявил, что переговоры с держателями дефолтных облигаций Аргентины начнутся не ранее 2010 года. Аргентина может предложить компенсации держателям данных облигаций, отказавшимся принять условия плана по реструктуризации долга, предложенного правительством Аргентины в 2005 году. В то же время Аргентина намерена провести переговоры с местными банками и пенсионными фондами для рефинансирования долговых обязательств в объеме около $6 млрд с погашением в 2009 и 2010 годах. Представители Министерства экономики страны изучают возможность обмена гарантированных долговых обязательств, выпущенных в 2001 году перед дефолтом госбумаг на $95 млрд, на облигации с погашением после 2010 года. Рефинансирование данных долговых обязательств может помочь Аргентине снизить уровень долга на 15% за последующие 2 года. Также Аргентина воспользуется резервами Центрального банка для выплаты Парижскому клубу долга в объеме $6.7 млрд.

Эквадор может оспорить в судебном порядке легитимность международных заимствований страны, так как определенная их часть была привлечена по фальсифицированным контрактам, заявил президент страны Рафаэль Корреа. Заявления президента о возможном дефолте уже будоражили кредитные рынки с момента его вступления в должность в прошлом году. Так как рекордный рост цен на нефть привел к увеличению доходов Эквадора, стране удалось произвести выплаты по внешним долговым обязательствам, объем которых составляет $3.9 млрд, согласно графику.

Больше всего в сентябре досталось украинскому долгу, так как к общерыночным проблемам добавились внутриполитические в связи с расколом прозападного альянса. Президент Украины Виктор Ющенко обвинил премьера Юлию Тимошенко в развале парламентской коалиции и пригрозил роспуском Рады из-за сотрудничества пропремьерской фракции с движением противника Ющенко — Партией регионов Виктора Януковича. Спред по индексу EMBI+ Украины в начале октября превысил уровень в 1000 пунктов, пятилетние CDS выросли почти на 400 пунктов до 825. Американские аналитики для спасения экономики Украины и ослабления ее зависимости от России предлагают даже перевести страну на евро или доллар вместо слабеющей гривны.

Новых эмиссий в сентябре на развивающихся рынках не было. Нигерия планирует размещение гособлигаций на сумму $500 млн для финансирования проектов, направленных на развитие инфраструктуры. Правительство Филиппин, скорее всего, не будет выпускать гособлигации в этом году, а также снизит объем заимствований на внутреннем рынке из-за наличия достаточных средств.

Рейтинговые решения в сентябре были в основном негативными. Moody's снизило прогноз по Болгарии, Пакистану и Доминиканской Республике. Fitch понизило кредитный рейтинг Эстонии, Латвии и Литвы из-за общего ухудшения экономической ситуации в Европе. Так, рейтинг Эстонии и Литвы был понижен с уровня A до A-. Рейтинг Латвии агентство снизило с BBB+ до BBB. Standard & Poor's пересмотрело прогноз по кредитным рейтингам республики Эль-Сальвадор на негативный со стабильного.

Кредитные проблемы коснулись и Китая, который снизил процентные ставки впервые за 6 лет. Народный банк Китая заявил о снижении годовой процентной ставки по кредитам на 27 б.п. до 7.2%. Кроме того, с 25 сентября снижен уровень обязательных резервов для мелких финансовых институтов на 1%. Эти шаги были предприняты для ускорения экономического роста в стране, так как ухудшающаяся ситуация на кредитных рынках и снижение спроса на экспортируемые товары негативно влияют на экономический прогноз Китая. Ранее Народный банк Китая повышал процентные ставки и уровень обязательных резервов для охлаждения экономики и сдерживания инфляции. Вместе с тем, эксперты не сомневаются в том, что первыми начнут выходить из кризиса и приходить в себя развивающиеся страны-экспортеры, ориентированные на рынок США, в первую очередь Китай и Индия.