На пике КРИЗИСА

Константин Васильев

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

8 октября мировая финансовая общественность увидела беспрецедентные скоординированные действия ведущих центральных банков: ФРС, ЕЦБ, Швейцарский национальный банк, Банки Англии, Канады и Швеции снизили ключевые ставки на 50 б.п. Совместные усилия ЦБ, с одной стороны, несколько воодушевили финансовые рынки, с другой стороны, отразили всю серьезность текущего кризиса — практически ни одна страна не осталась от него в стороне. Оказалось, что у глобализации есть не только положительные стороны…

Полпроцента мир не спасли, и центральные банки продолжили дальше спасать свои рынки уже по отдельности. Но слегка ослабить финансовую напряженность удалось лишь к концу октября – началу ноября за счет еще более решительных действий ЦБ. Рынки слегка оживились и появились надежды, что пик кризиса уже пройден.

ФРС США 30 октября понизила ключевую процентную ставку еще на 50 б.п. до 1% — уровня четырехлетней давности. ФРС также снизила дисконтную ставку по прямым банковским кредитам на 50 б.п. до 1.25%. При этом руководители ФРС, ссылаясь на серьезность кризиса и ожидания рецессии, оставили себе возможность для дальнейшего снижения процентной ставки до рекордно низких уровней за последние 50 лет, что может довести ставку до казавшихся раньше немыслимых отметок, близких к нулю. Такой результат ожидался всеми экономистами Уолл-стрит, опрошенными Dow Jones Newswires, и в дальнейшем участники рынка не исключают еще более экстраординарных мер в виде установления нулевой процентной ставки для обуздания депрессии в стране.

Напомним, что предыдущая кампания по смягчению денежно-кредитной политики ФРС с 2001 по 2003 год была реакцией на умеренную рецессию 2001 года и опасения относительно дефляции. Данное чрезмерное снижение ставки и последующее ее медленное повышение в дальнейшем подвергалось критике и считалось главной причиной «мыльного пузыря» на рынке жилья в США, взрыв которого и вызвал текущие экономические проблемы. Сейчас ситуация, возможно, еще хуже: ожидается еще более резкий спад ВВП и рост безработицы при сокращении инфляции на фоне падения цен на энергоносители и другие сырьевые товары. Дополнительные опасения вызывают признаки того, что кризис начал затрагивать и потребительские расходы, и расходы компаний.

Текущие процентные ставки мировых ЦБ

Страна	Ставка	Текущее значение	Последнее изменение	Дата пересмотра	Следующее рассмотрение
США	Federal Funds	1.00%	-0.50%	29.10.08	16.12.08
	Discount rate	1.25%	-0.50%	29.10.08	16.12.08
Великобритания	Repo rate	3.00%	-1.50%	06.11.08	03–04.12.08
Еврозона	Refinancing tender	3.25%	-0.50%	06.11.08	04.12.08
	Deposit rate	2.75%	-0.50%	06.11.08	04.12.08
	Marginal lending rate	3.75%	-0.50%	06.11.08	04.12.08
Япония	Discount rate	0.50%	-0.25%	31.10.08	21.11.08
	Overnight call rate target	0.30%	-0.20%	31.10.08	21.11.08
Швейцария	3 month LIBOR range	1.50–2.50%	-0.25%	06.11.08	11.12.08
Канада	Overnight rate target	2.25%	-0.25%	21.10.08	09.12.08
	Bank rate	2.50%	-0.25%	21.10.08	09.12.08
Австралия	Cash rate	5.25%	-0.75%	04.11.08	02.12.08
Новая Зеландия	Official cash rate	6.50%	-1.00%	23.10.08	04.12.08

Источник: Forexite Ltd.

Кроме того, ФРС объявила в октябре о ряде программ по содействию рынку краткосрочных кредитов, а именно по обеспечению доступности кредитов для компаний, которые необходимы для ежедневных операций. Согласно программе финансирования на денежном рынке, будут предоставлены средства денежным фондам для приобретения депозитных сертификатов и коммерческих бумаг. ФРС также предоставила банкам кредиты для приобретения коммерческих ценных бумаг, обеспеченных активами, и начала выплачивать проценты по балансу счетов избыточных и необходимых резервов, обещая в дальнейшем их повысить до целевой ставки по федеральным фондам, а также увеличила объемы срочных аукционов в целях стимулирования кредитования.

Министерство финансов США рассматривает возможность использовать большую часть из фонда спасения на $700 млрд для покупки пакетов акций в ряде крупных финансовых компаний, а не только банках и страховщиках. Минфин рассматривает те компании, которые обеспечивают финансирование экономики, в том числе страховщиков долговых обязательств и специализированные финансовые компании, такие как подразделение General Electric GE Capital, CIT Group и другие, при этом предполагая, что часть проблемных активов будет покупаться напрямую.

Далее волна снижений процентных ставок прошла по всему миру, у мировых ЦБ вместо инфляции появились новые враги — рецессия и дефляция. Но выиграло от данной ситуации опять США — доллар растет ко всем европейским валютам. Усиливается влияние доллара и на других рынках — ФРС предоставила заем в размере $120 млрд Бразилии, Мексике, Южной Корее и Сингапуру, которые получат по $30 млрд по своп-линии. Неограниченные соглашения по свопам ФРС имеет с ЕЦБ и Банком Англии.

Европейский центробанк также еще снизил ставку в ноябре на 0.5 п.п. до 3.25%. Жан-Клод Трише заявил, что проблемы все больше распространяются из финансового в реальный сектор, и ставка может быть еще снижена. Аналитики ожидают, что к середине 2009 года она составит 2–2.5%. С начала кризиса ЕЦБ старался не снижать ставку из-за угрозы инфляции, которая быстро росла из-за роста цен на энергоносители и продовольствие, но был одним из наиболее активных кредиторов в мире. Но падение цен на сырье изменило политику банка, и он бросил все силы на борьбу с рецессией. Вслед за ЕЦБ банк Швейцарии на внеочередном заседании снизил ставку на 0.5 п.п. до 2%. Центральный банк Норвегии также снизил процентные ставки. Стало известно, что ЕЦБ открыто предложил ликвидность Швейцарскому национальному банку, а также центральным банкам Дании и Венгрии.

Но если решение ЕЦБ было ожидаемым, то Банк Англии удивил всех участников рынка, снизив ставку с 4.5% до 3%, самого низкого уровня с 1950-х годов. Банк объяснил свои действия существенным ухудшением экономической активности в стране. По мнению участников рынка, перспективы британской экономики еще хуже, чем американской, и ожидается снижение ставки до аналогичного уровня. Также Резервный Банк Австралии снизил свою ключевую процентную ставку на 75 б.п. до 5.25%, объясняя свое решение тем, что расходы и экономическая активность упали сильнее, чем ожидалось. Резервный банк Новой Зеландии понизил ключевую процентную ставку на 100 б.п. до 6.50%.

Германия помимо снижения процентных ставок планирует выделить на поддержку банков и покупку их акций 500 млрд евро, Франция потратит 40 млрд евро и еще 320 млрд — на гарантии по банковским облигациям. Правительство Голландии намерено предоставить до 200 млрд евро под гарантии межбанковских кредитов. Испания намерена выделить на те же цели до 100 млрд евро. Австрия направит 85 млрд евро на кредиты банкам под залог неликвидных активов. Одновременно ФРС США, ЕЦБ, ЦБ Англии и Швейцарии предоставили безлимитные кредиты коммерческим банкам сроком на 7, 28 и 84 дня.

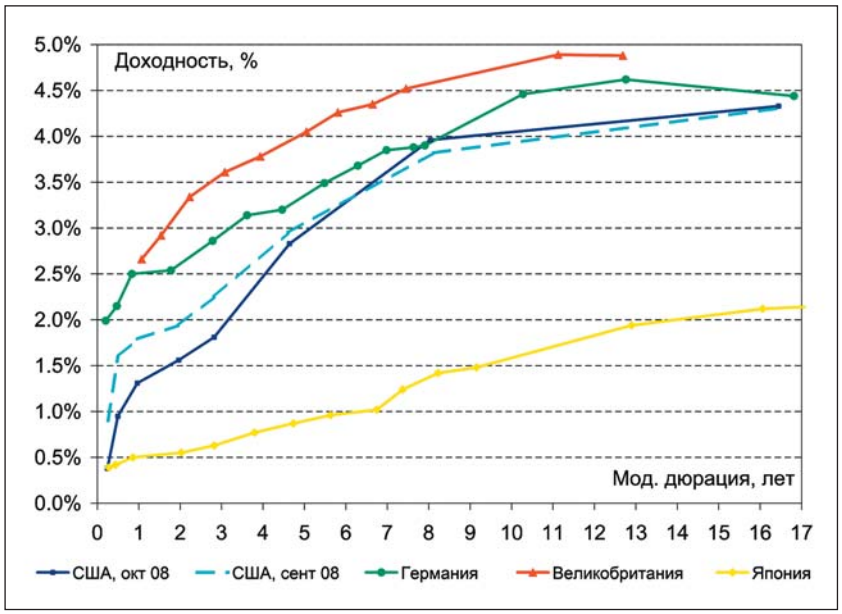
Азиатские рынки, на которые смотрели как на последний оплот стабильности, также попали под общие тенденции. Центральный банк Китая снизил процентные ставки третий раз за два месяца до 6.6%. Падающий спрос на экспорт и слабеющий рынок недвижимости угрожают вызвать резкий экономический спад после того, как рост экономики в минувшем квартале зарегистрировал наибольшее замедление за последние пять лет. Правительство Китая приняло налоговые послабления для экспортеров, сократило издержки для своих покупателей и пообещало больше тратить на развитие инфраструктуры с тем, чтобы сохранить рабочие места. Центральные банки Южной Кореи, Гонконга и Тайваня снизили учетные ставки вслед за Европой и Китаем. Так, Центральный банк Южной Кореи понизил учетную ставку на 0.25 п.п. до 5% годовых, ЦБ Гонконга — на 0.5 п.п. до 2%, а Центробанк Тайваня — на 0.25 п.п. до 3.25%. Центральный банк Индии в октябре два раза понизил ставку с 9% до 7.5%, объяснив свое решение стремлением стимулировать расходы населения и защитить индийскую экономику от мирового финансового кризиса.

Члены правления Банка Японии приняли решение смягчить денежно-кредитную политику на фоне растущих опасений относительно влияния замедления мировой экономики и усугубляющегося финансового кризиса на Японию. Процентная ставка по необеспеченным кредитам овернайт снижена до 0.3% с 0.5%. Кроме того, центральный банк планирует выплачивать проценты по избыточным средствам на депозитах финансовых институтов в размере 0.1% годовых с ноября этого года по март следующего. В начале октября Центробанк Японии заявил о вливании на финансовые рынки страны 4 трлн иен (около $40 млрд).

Достаточно сильно пострадала от кризиса Исландия. Исландский центральный банк объявил о неожиданном решении повысить ключевую учетную ставку на 6 п.п. с 12% до 18% годовых, после того как правительство страны достигло соглашения с Международным валютным фондом о предоставлении ей финансовой помощи в размере $2.1 млрд. При этом еще 15 октября ЦБ Исландии снизил учетную ставку на 3.5 п.п. с уровня 15.5%. Как сообщает K2Kapital, в начале октября исландский финансовый регулятор взял под контроль три крупнейших национальных банка, оказавшихся на грани банкротства. Проблемы в банковской системе страны также привели к значительному падению курса национальной валюты и замедлению экономического роста.

Действия мировых ЦБ отразились в снижении кривых доходности на коротком конце кривой более чем на 100 б.п. по Англии и Германии, и на 50–60 пунктов по США. Спред между двухлетними нотами и 30-летним бондами вырос на 40 пунктов и составляет 277 пунктов.

Кривые доходности США, Японии, Германии и Великобритании



Доходность по индикативным десятилетним американским UST выросла на 10 пунктов за месяц почти до 4%. До середины месяца доходность по ним снижалась до 3.6% на фоне высокого спроса, но концу месяца опять показала рост. Министерство финансов США ожидает «серьезные проблемы» на рынке государственных долговых обязательств и планирует увеличить объем размещений. Правительство США заявило о том, что в четвертом квартале текущего года объем заимствований составит $550 млрд, а в первом квартале 2009 года он ожидается на уровне $368 млрд, что связано с финансированием плана спасения экономики.

Глобально одним из важных следствий финансового кризиса станет реформирование мировой финансовой системы. Уже сейчас очень активно в высших политических кругах обсуждается отход от «однополярной финансовой системы», навязанной США. При этом баланс сил в мировой экономике смещается на Восток, а лидеры Европейского союза попытаются убедить Китай и Индию присоединиться к саммиту, посвященному текущим проблемам. Саммит должен включать страны «большой восьмерки» — США, Японию, Германию, Францию, Великобританию, Италию, Канаду и Россию — и пять крупных развивающихся экономик — Китай, Индию, Бразилию, ЮАР и Мексику. Президент Франции Николя Саркози также выдвинул серию общих принципов, которые, по его мнению, должен принять всемирный саммит.

- Ни один банк, работающий с государственными деньгами, не должен иметь возможность работать в условиях «налогового рая».
- Ни один финансовый институт не должен иметь право работать без финансового регулирования.
- Вознаграждение трейдеров на финансовых рынках должно быть рассчитано и организовано так, чтобы поощрять ответственное поведение и неприятие чрезмерных рисков.
- Международные финансовые правила должны быть изменены так, чтобы они позволяли банкам пережить финансовый кризис.
- Международную денежно-кредитную систему необходимо переосмыслить, чтобы найти «золотую середину» между фиксированными и свободными курсами обмена основных валют.
- Мир не может продолжать финансировать дефицит США, не имея голоса в их политике.

С подобными предложениями выступили и первые лица Англии, Германии и России. Но инвесторы пока ведут себя по инерции и продолжают верить, что США выйдут из кризиса, ведь очень долго доллар считался самой надежной валютой, а американская экономика — самой сильной экономикой мира. Деньги в поисках безопасности двигаются в полуразрушенную американскую экономику, даже убегая из здоровых азиатских и восточноевропейских, потому что инвесторы больше верят институту собственности и качеству управления в США и новому президенту Бараку Обаме.

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Развивающиеся рынки рухнули в октябре до многолетних минимумов, а спреды запредельно выросли на фоне бегства инвесторов и хедж-фондов из рисковых активов, общей паники и падения цен на сырье. Спреды по индексам EMBI+ и EMBI Global выросли на 220 пунктов до 629 и 684 пунктов соответственно. Котировки CDS, отражающие ожидания относительно дефолтов по различным рынкам, подскочили до еще более запредельных уровней. Индексы CDX.EM и CDS по России выросли на 350 пунктов до 694 и 619 пунктов соответственно.

Больше всего инвесторы ожидают дефолты по Аргентине, Украине, Эквадору и Венесуэле. Спреды EMBI+ по данным странам прыгнули от 500 до 2000 пунктов за месяц. Меньше всего пострадали Бразилия, Мексика и Филиппины, спреды по которым выросли чуть более чем на 100 пунктов. Отметим, что пик в кривых динамики спредов пришелся на 27–28 октября, далее доходность начала снижаться, и до рынков дошли результаты решительных действий мировых ЦБ.

В октябре на рынок продолжили поступать негативные рейтинговые решения. Рейтинговое агентство Standard & Poor's во второй раз за менее чем три месяца понизило долговые рейтинги Аргентины, что объясняется растущей обеспокоенностью относительно вероят-

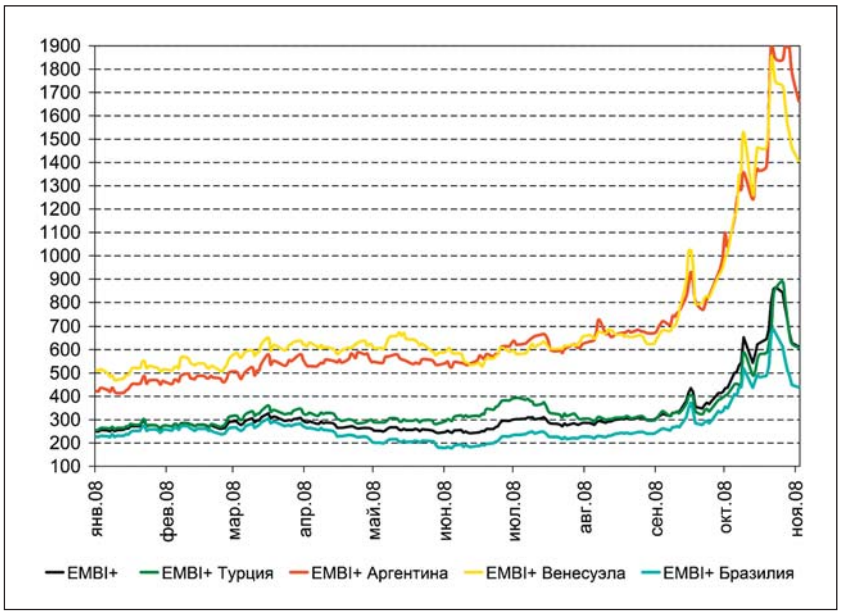
ности дефолта страны на фоне мирового финансового кризиса и падения цен на сырье. Рейтинг долговых обязательств Аргентины в иностранной валюте был понижен до B-. Снижение цен на гособлигации Аргентины усугубилось после объявления президентом страны Кристиной Фернандес де Киршнер о планах по национализации пенсионных фондов, что инвесторы восприняли как попытку использовать $26 млрд для предотвращения второго дефолта Аргентины за последние десять лет. Частные пенсионные фонды страны намерены предложить ряд реформ в качестве альтернативы национализации. Центральный банк Аргентины может прибегнуть к ослаблению песо, чтобы остановить отток иностранных инвесторов.

Рейтинговое агентство Standard & Poor's понизило прогноз по кредитному рейтингу Израиля в иностранной валюте с позитивного до стабильного. Данное изменение прогноза отражает значительное ухудшение внешнеэкономической обстановки, что может привести к замедлению темпов снижения госдолга страны, который составит в 2008 году около 80% ВВП. На изменение прогноза также повлияла тупиковая ситуация в переговорах между Израилем и Палестинской автономией.

Кредитное рейтинговое агентство Moody's назвало экономики Болгарии, Украины, Латвии, Пакистана и Исландии наиболее уязвимыми, так как дефицит внешнего финансирования от иностранных инвесторов увеличивает давление на них. Хотя Международный валютный фонд уже выделил более $30 млрд Исландии, Украине и Венгрии и ведет переговоры с Пакистаном, опасность по-прежнему велика из-за кредитных условий, отмечает Moody's. Пакистан может объявить дефолт по суверенным обязательствам: стране не удается привлечь средства на финансовых рынках, и она рассчитывает на помощь США. S&P понизило рейтинг долгосрочных обязательств Пакистана в иностранной валюте с B до CCC+. Рейтинговое агентство Moody's снизило рейтинг гособлигаций Пакистана с B2 до B3.

Подлили масла в огонь и внутренние проблемы развивающихся рынков, в большей степени это касается падения национальных валют, что заставляет инвесторов убегать еще быстрее. Рост экономики Бразилии в следующем году также может замедлиться до 2.2% в связи с «серьезной рецессией» в США и снижением спроса из Китая. Бразилия впервые за семь месяцев отменила размещение внутренних облигаций, процентная ставка по которым привязана к инфляции, что является признаком того, что глобальный кредитный кризис начинает оказывать негативное влияние на финансы стран Латинской Америки. Уровень безработицы в ЮАР вырос до 23.2% в третьем квартале текущего года, что указывает на замедление темпов роста самой крупной экономики на африканском континенте на фоне глобального финансового кризиса. План противодействия кризису в объеме 1% ВВП, объявленный президентом Мексики Фелипе Кальдероном, предполагает расходы на энергетику, инфраструктуру и образование и должен помочь стране пережить мировой кредитный кризис. ВВП страны замедляется из-за падения спроса со стороны США и уменьшения доходов от туризма.

Спреды EMBI+ Emerging Markets



Снижение цен на нефть, вынудившее ОПЕК сократить ее добычу, угрожает экономике Венесуэлы резким спадом и может положить конец амбициям Уго Чавеса. Доходы от экспорта нефти составляют половину расходной части бюджета страны. Референдум в поддержку новой конституции в Эквадоре прошел успешно для президента Рафаэля Корреа. Конституция предполагает больший уровень государственного контроля в экономике, а также дает президенту право контролировать центральный банк и устанавливать процентные ставки.

По мнению аналитиков RBC Capital Markets, экономики, находящиеся за пределами так называемого магического круга, то есть не считающиеся слишком важными стратегически, чтобы потерпеть крах, особенно уязвимы. Так, Бразилия, Южная Корея, Сингапур и Мексика получили своповые инструменты от ФРС. Турции и ЮАР международные институты также вряд ли позволят потерпеть крах.