МегаДЕПРЕССИЯ

Константин Васильев

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Доходность по десятилетним американским казначейским облигациям в декабре продолжила снижаться, скатившись до уровня в 2% на конец года. С начала января облигации сменили направление: доходность начала расти к прежним 3%, а цены — падать под влиянием резкого роста объема предложения облигаций на новых аукционах.

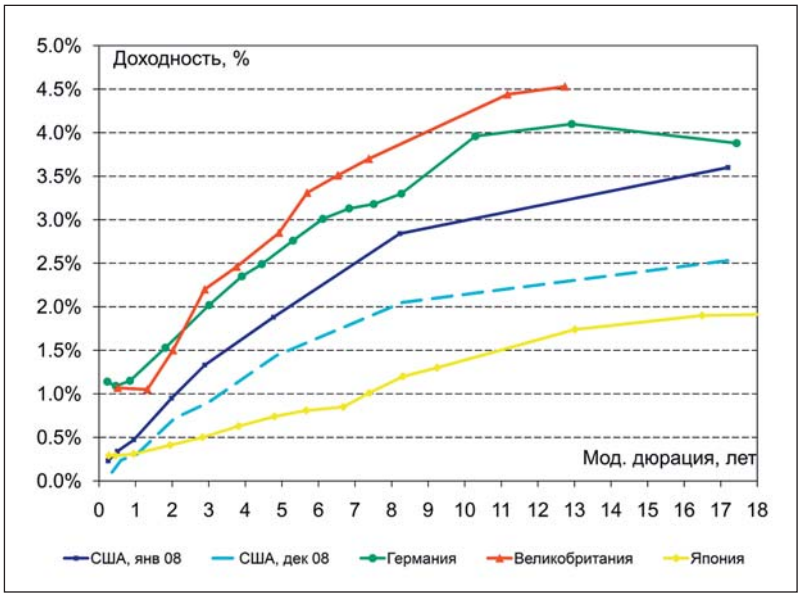
Как сообщает K2Kapital, Министерство финансов США предоставит рекордные $67 млрд в виде казначейских облигаций разного срока погашения для проведения очередного аукциона квартального рефинансирования. В трехлетних облигациях будет выделено $32 млрд, еще $21 млрд в десятилетних нотах и $14 млрд в 30-летних бондах. В феврале Минфин начнет выпуск семилетних облигаций, которые не выпускались на протяжении 16 лет. Кроме этого, будет увеличено количество аукционов по продаже 30-летних облигаций до восьми в год, а в мае будет рассмотрено решение о проведении еще одной допэмиссии каждый квартал, что приведет к росту числа подобных аукционов до 12. На последней неделе января Министерство финансов провело аукционы по продаже ценных бумаг на $135 млрд, при том что на прошлой неделе объем аукционов составил $20 млрд. Все участники рынка наблюдают за итогами аукционов, чтобы определить, по-прежнему ли государственные облигации пользуются стабильным спросом инвесторов. Как следствие, США уже в первой половине 2009 г. достигнет потолка по выпуску государственных ценных бумаг.

В начале февраля поддержку ценам государственных облигаций оказал ряд негативных экономических новостей. Внимание инвесторов привлекла ситуация на рынке труда: в январе безработица в США достигла максимального уровня за 17 лет в 7.6% по сравнению с 7.2% месяцем ранее. Число заявок на пособие по безработице за первую неделю февраля составило 626 000, что является самым высоким показателем с октября 1982 г. Число рабочих мест в экономике США в январе снизилось на 598 тыс., что стало максимальным падением с декабря 1974 г. При этом потребители продолжают ограничивать расходы. ВВП США упал в четвертом квартале 2008 г. на 3.8%, что является самым значительным квартальным показателем снижения темпов роста экономики за 26 лет. Избранный президент США Барак Обама подтвердил, что экономика переживает самый тяжелый период со времен Великой депрессии.

У инвесторов также растут опасения относительно ситуации в банковском секторе. В последнее время правительство предпринимало беспрецедентные шаги в попытке поддержать национальные банки, включая прямые инвестиции в их капитал. Администрация президента продолжала обсуждение того, как наилучшим образом поддержать банковскую систему, и несмотря на отсутствие единого мнения, экономисты сходятся в том, что это будет очень дорогостоящий план. Палата представителей США также одобрила пакет стимулирования экономики в размере $819 млрд, предложенный Бараком Обамой. Теперь данный законопроект должен получить одобрение Сената. Как и ожидали игроки долгового рынка, план стимулирования экономики привел к притоку новых эмиссий гособлигаций на рынок, а дефицит бюджета США превышает $1 трлн.

16 декабря ФРС США установила целевой диапазон для ключевой процентной ставки 0–0.25% и снизила дисконтную ставку на 0.75 п.п. до 0.5% в рамках борьбы с усугубляющейся экономической рецессией и изменила свою политику. Руководители ФРС просигнализировали о наступлении новой фазы в политике, в рамках которой программы кредитования, финансируемые за счет увеличивающегося баланса ФРС, которые известны как меры количественного смягчения, сменяют ключевую процентную ставку в роли основного инструмента политики ФРС и заключаются в выпуске наличных денег и их использовании в целях создания условий для предоставления кредитов.

Кривые доходности США, Японии, Германии и Великобритании



Таким образом, у ФРС закончились традиционные «рыночные» методы поддержки экономического состояния страны, и пропагандисты либеральной экономики признают необходимость государственного вмешательства в экономику («План спасения» и контроль за целевым использованием средств) и открыто объявляют о протекционизме («Покупай американское»). Поддержать ликвидность на рынке ФРС планирует через одну из самых экстраординарных мер в борьбе с кризисом — скупку казначейских облигаций: такая мера поможет влить больше денег в экономику и снизить доходность долгосрочных бондов, от которых отсчитываются процентные ставки по многим кредитам.

В Европе ситуация несильно отличается от американской. Председатель Европейского Центробанка Жан-Клод Трише также заявил, что банк ограничен в своих возможностях по снижению ставки, 15 января ставка была снижена до 2%. Дальнейшее снижение ключевой ставки ЕЦБ будет логичным действием в случае, если ожидаемый уровень инфляции опустится ниже установленного банком потолка в размере 2%. ЕЦБ думает о создании клиринговой палаты, которая гарантировала бы расчеты на межбанковском рынке и, возможно, поддержала бы тем самым этот рынок.

Банк Англии 5 февраля принял решение о понижении учетной ставки с 1.5% до 1%, 8 января ставка был понижена также на 50 б.п. Такого минимального уровня не отмечалось за все время существования Банка Англии с 1694 г. Как говорится в сообщении банка, данное решение является ответом на неожиданно острое и синхронное падение деловой активности в мире. Банк Англии напоминает, что в ноябре инфляция упала до 4.1% и ожидает дальнейшего ее снижения из-за спада и сокращения налога на добавленную стоимость. Рост числа безработных в Великобритании в ноябре оказался максимальным с 1991 г.: безработица в ноябре увеличилась до 3.3% с пересмотренных 3.1% в октябре. Дальше будет только хуже, считают эксперты. Темпы сокращения ВВП в Великобритании в текущем квартале могут стать также самыми резкими с 1990 г.

Центральный банк Канады объявил о своем решении понизить базовую процентную ставку на 0.75% до 1.5% на фоне «более широкого и более глубокого» мирового экономического спада. Экономика Канады, как и других стран, «входит в рецессию», говорится в официальном сообщении Центробанка, который впервые дал столь откровенную оценку состояния экономики. Канада отправляет три четверти своего экспорта в США, где кредитный кризис снижает спрос на автомобили и древесину. Помимо экспорта, ухудшающаяся экономическая ситуация оказывает влияние и на внутренние расходы, которые заметно поддерживали развитие канадской экономики в течение последнего десятилетия. Норвежский Центральный банк также пошел на резкий шаг, снизив свою учетную ставку на 1.75% до 3%.

Банк Японии понизил процентные ставки по итогам заседания, завершившегося в пятницу, чтобы поддержать японскую экономику, которая испытывает усиливающееся давление в связи со спадом в мировой экономике. В результате ключевая процентная ставка овернайт снизилась до 0.1% с 0.3%, ломбардная ставка — до 0.3% с 0.5%. Кроме того, центральный банк объявил о новых мерах для обеспечения ликвидности на рынке капитала, чтобы облегчить финансирование японским компаниям. Банк Японии намерен покупать ежемесячно гособлигаций на сумму 1.4 трлн иен, также будут покупаться коммерческие и корпоративные бумаги компаний. Снижение экспорта ударяет по прибылям компаний, что, в свою очередь, влечет за собой рост банкротств и безработицы. За последние дни японская иена выросла до 13-летних максимумов против доллара США, что может еще больше ухудшить положение японского экспорта.

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Спреды по еврооблигациям развивающихся рынков в январе начали сокращаться. Спред по индексу EMBI+ снизился в январе на 59 пунктов, с ноября — на 72 пункта до уровня 633 пункта на конец января. Наиболее значительно сократились спреды по тем рынкам, по которым был более значительный рост в конце года, в первую очередь — со спредом более 1000 пунктов: по Эквадору спред EMBI+ сократился на 890 пунктов, Украине и Аргентине — более чем на 200 пунктов и Венесуэле — на 130 пунктов. С учетом значительных колебаний в декабре-январе в базовых активах, более показательно изменение спредов за два последних месяца. Так, более чем на 100 пунктов сократились спреды по ЮАР, Индонезии, России, Турции, Аргентине и некоторым другим.

Основную поддержку развивающимся рынкам оказало падение цен на американские казначейские облигации и небольшой рост склонности к риску, который отразился в хороших результатах первичного рынка. При этом азиатский регион, питавший надежды как последний участок стабильности и источник спроса на сырье, показал ухудшение.

Народный банк Китая предпринял новые меры по смягчению кредитно-денежной политики, понизив ставки по депозитам и кредитам и снизив нормы резервирования. Ставки по годовым кредитам понижены до 5.31% с 5.58%, в то время как индикативная ставка по годовым депозитам уменьшилась до 2.25% с 2.52%. ЦБ Китая также снизил нормы резервирования для пяти крупнейших национальных банков на 50 б.п. с 16% до 15.5%. Требования к прочим кредитным учреждениям снизились до 13.5% с 14%. Появились и признаки экономи-ческого ослабления страны. Китайский экспорт в ноябре упал на 2.2% по отношению к аналогичному периоду 2007 года и на 10.4% по отношению к октябрю, составив $114.9 млрд. Внешнеторговый оборот составил $189.9 млрд, что на 9% меньше, чем год назад, положительное сальдо торгового баланса ($40 млрд) за год выросло на 52%.

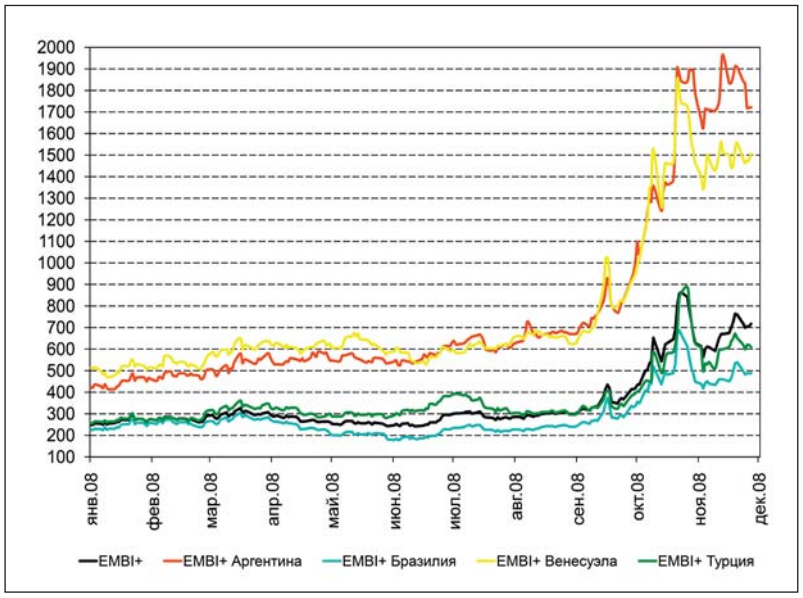
Новые индикативные эмиссии еврооблигаций на развивающихся рынках

Эмиссия/эмитент	Дата размещения	Погашение	Объем, млн	Валюта	Купон	Цена размещения	Рейтинги эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
Мексика, 2019-2	18.12.08	19.03.19	2000	USD	5.950%	99.784	Baa1/BBB+/BBB+	Goldman/Morgan Stanley
Турция, 2017	07.01.09	14.07.17	1000	USD	7.500%	100	Ba3/BB-/BB-	Citi, HSBC
Бразилия, 2019-2	08.01.09	15.01.19	1000	USD	5.875%	98.135	Ba1/BBB-/BBB-	Goldman, Sachs & Co., Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated
Колумбия, 2019	08.01.09	18.03.19	1000	USD	7.375%	99.136	Ba1/BB+/BB+	Barclays Capital, Morgan Stanley
Филиппины, 2019-2	08.01.09	17.06.19	1500	USD	8.375%	99.158	B1/BB-/BB	Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC
Export Bank of Korea	12.01.09	21.01.14	2000	USD	8.125%	99.624	Aa3/A/A+	Citigroup/HSBC/Merrill/RBS/DB
Польша, 2014	22.01.09	03.02.14	1000	EUR	5.875%	99.725	A2/A-/A-	Citi, ING, Societe Generale
Petroleos Mexicanos	27.01.09	03.05.19	2000	USD	8.000%	98.313	Baa1/BBB+/BBB	Calyon/Citi/HSBC
Petrobras	04.02.09	15.03.19	1500	USD	7.875%	99.283	Baa1/BBB/	Santander/HSBC/JPM
Итого			13290	USD				

Центробанк Южной Кореи сократил ключевую ставку на рекордный 1 п.п. до исторического минимума в 3% и предупредил, что четвертая крупнейшая азиатская экономика находится на грани чрезвычайного положения, которое может потребовать более решительных действий. Экономика Южной Кореи настолько быстро теряет темп, что некоторые экономисты предполагают, что она может войти в первую рецессию с азиатского кризиса 1997–1998 гг., когда ее банки, пораженные нехваткой долларового финансирования, перестали выдавать кредиты. Банк Кореи 9 января снизил базовую процентную ставку на 50 б.п. до рекордно низкого уровня в 2.5% годовых.

Международный финансовый кризис изменил состав инвесторов, уровень цен и функционирование развивающихся рынков еврооблигаций. Но, как сообщает EuroWeek, принимая во внимание то, что инвесторы в акции развивающихся рынков обращают все больше внимания на рынок корпоративных облигаций, есть надежда, что ликвидность данного класса активов может в текущем году улучшиться. Институт международных финансов (Institute of International Finance) опубликовал прогноз относительно того, что приток частного капитала в страны с развивающимися рынками в этом году сократится на 65% и составит $165 млрд по сравнению с $929 млрд в 2007 г.

Спреды EMBI+ Emerging Markets



Сократится и объем новых эмиссий. По данным JP Morgan, в этом году объем новых эмиссий составит $35–40 млрд по сравнению с $57 млрд в прошлом году и $150 млрд в 2007 г. Ожидается, что в этом году на рынок выйдут только квазисуверенные эмитенты и эмитенты инвестиционного уровня, что подтверждают данные за январь. С конца декабря на рынок вышли девять заемщиков, из них шесть суверенных, совокупный объем эмиссий — более $13.3 млрд. По оценкам JP Morgan, есть небольшой потенциал и для нуждающихся в финансировании компаний более низкого уровня в случае небольшого объема сделки, значительного количества запросов инвесторов, основанных на принципе «обратной заявки» (reverse enquiry offer), при сроке сделки в 3–5 лет и наличии жестких ковенант. Как отметил один из фондовых менеджеров, доходы стран Латинской Америки и Восточной Европы в 2009–2010 гг. могут быть значительно ниже нужд национальных бюджетов, в результате на рынок еврооблигаций могут выйти все больше суверенных заемщиков.

Польша преодолела негативную конъюнктуру рынка суверенных заимствований, разместив первую эмиссию еврооблигаций в этом году. Прайсинг по сделке был проведен в узком конце диапазона, объем поданных заявок составил 1.5 млрд евро, заявки подали более 140 счетов. Ориентир доходности составил 300–325 б.п. к мидсвопам, что предполагало премию в 60 б.п. к облигациям Польши с погашением в фев-

рале 2013 г., доходность по которым находилась на отметке в 250 б.п. на момент начала размещения. Для сравнения, Греция (A1/A-/A) разместила еврооблигации на 5.5 млрд евро под 260 б.п. к мид-свопам. Букраннерами по сделке Польши выступали Citi, ING и Societe Generale. Размещение прошло на фоне сложной ситуации на рынке суверенного долга, так как Standard & Poor's понизило рейтинги сразу трех европейских стран — Испании, Португалии и Греции, а также поместило рейтинги Ирландии на пересмотр с возможностью понижения. Тем не менее, стабильность ситуации с налогообложением в Польше и довольно низкий уровень долга в иностранной валюте сослужили хорошую службу, как сообщают букраннеры сделки. Принимавшие участие в сделке представители банков отметили, что инвесторы не выражали обеспокоенности относительно макроэкономических показателей эмитента. Банки приобрели 40% эмиссии, управляющие компании и ПИФы — 31%, на страховые компании и пенсионные фонды пришлось 23%. Что касается географии сделки, то лидирующую позицию заняли инвесторы из Германии, получившие 30% эмиссии, в то время как на инвесторов из Восточной Европы пришлось 27%.

Бразилия, Колумбия, Мексика и Филиппины практически одновременно разместили десятилетние еврооблигации. Размещение облигаций Бразилии оказалось сложным, что подчеркнуло трудности, с которыми сталкиваются букраннеры и эмитенты, решившиеся выйти на рынок в нынешнее неспокойное время и иметь дело с напуганными инвесторами. Тем не менее, данные выпуски латиноамериканских эмитентов, наряду с эмиссиями Турции и Филиппин, являются свидетельством того, что развивающиеся рынки инвестиционного уровня все еще могут привлекать финансирование в период кризиса.

Доходность размещения еврооблигаций Бразилии составила 6.127%, что равняется 370 б.п. к казначейским облигациям США. Согласно словам представителей банков, премия составила около 50 б.п. Организаторы сделки распространили ориентир прайсинга в 330–350 б.п. Однако инвесторы потребовали более разумной цены, принимая во внимание то, что еврооблигации Мексики на сумму $2 млрд были размещены в декабре под 390 б.п. к казначейским облигациям США, а еврооблигации Бразилии с погашением в 2017 г. торговались на уровне 300 б.п. Это вынудило организаторов размещения увеличить ориентир до 375 б.п. Колумбия также разместила эмиссию еврооблигаций в этот день, спрос составлял около $2 млрд. Доходность размещения составила 7.5%, или 502.9 б.п. к казначейским облигациям США. Таким образом, премия составила 40 б.п. по сравнению с облигациями с погашением в 2017 году с доходностью в 6.95%. Данная эмиссия завершает план Колумбии по привлечению финансирования на международных рынках на текущий год.

Как комментируют букраннеры сделки Турции, решение разместить новый выпуск еврооблигаций с погашением в 2017 г. было связано с вопросами управления долгом страны. Турция уже имеет в обращении еврооблигации с погашением в 2011–2020 гг. Ориентир доходности по эмиссии был объявлен в районе 7.5–7.625%. Объем спроса составил более $2 млрд, и прайсинг по сделке прошел в узком конце диапазона с премией к кривой в 33 б.п. Основными покупателями облигаций стали инвесторы из США, Европы и Турции. Среди иностранных инвесторов эмиссия пользовалась спросом у управляющих компаний и пенсионных фондов, основную массу инвесторов из Турции составили банки.

18 декабря Мексика разместила десятилетние еврооблигации на $2 млрд. Это была первая суверенная эмиссия еврооблигаций с сентября 2008 г. Мексика воспользовалась рекордно низким уровнем доходностей по казначейским облигациям США, разместив эмиссию под 5.95% годовых. Доходность размещения эмиссии составила 5.98%, или 390 б.п. к доходности по гособлигациям США, находясь в узком конце диапазона. Находящиеся в обращении облигации Мексики с доходностью 5.625% торговались по номиналу, что составляет 350 б.п. к гособлигациям США. Таким образом, премия по новой эмиссии составила 40 б.п. к существующей кривой доходности по долговым бумагам Мексики. Объем заявок достиг $4 млрд. Что касается географии размещения, то около 60% инвесторов представляли США, 35% — Латинскую Америку (в большинстве своем это были мексиканские пенсионные фонды и банки), 5% — Европу. Согласно организаторам эмиссии, основную долю облигаций приобрели инвесторы, склонные держать облигации до наступления срока погашения, а именно инвесторы с опытом работы на развивающихся рынках и фонды, специализирующиеся на сделках высококачественных эмитентов из США.

Но без дефолтов на развивающихся рынках не обошлось — Эквадор решил улучшить экономическую ситуацию через дефолт по государственным ценным бумагам и признание части облигаций «вне закона» из-за нарушений при их выпуске. Как передает агентство «Интерфакс», президент Эквадора Рафаэль Корреа, отказавшись от выплат «аморальных процентов» по долларовым облигациям страны, также объявил, что в рамках их реструктуризации хочет предложить держателям этих бумаг согласиться на «очень большой» дисконт. Р. Корреа считает большую часть внешнего облигационного долга страны, составляющего $3.9 млрд, «незаконным». Корреа отказался дать указание об оплате 15 декабря $30.6 млн в счет обслуживания облигаций. Эквадор намерен предпринять действия для юридической защиты своей зарубежной собственности, которая может быть теперь арестована по искам держателей облигаций, сообщил президент. В общей сложности Эквадор должен держателям облигаций, странам и международным организациям $10 млрд (это около 20% ВВП страны). В 1999 г. он уже объявлял дефолт.

Индонезийское министерство финансов произвело эмиссию исламских облигаций «сукук» с трехгодичным сроком обращения для розничных инвесторов в рамках усилий по покрытию бюджетного дефицита, который в этом году достиг 2.5% ВВП. Предложение облигаций будет продолжаться в период с 30 января по 20 февраля, уровень доходов по ним составит 12% годовых. Власти страны делают ставку на исламский финансовый рынок и официальных кредиторов, которые могут сыграть большую роль в финансировании бюджетного дефицита в 2009 г.