Старший продавец ДОЛГА

Константин Васильев

В ФЕВРАЛЕ НАБЛЮДАЛАСЬ ЗНАЧИТЕЛЬНАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ В ДОХОДНОСТИ АМЕРИКАНСКИХ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ: РОСТ, НАЧАТЫЙ В ЯНВАРЕ НА ФОНЕ УВЕЛИЧЕНИЯ ПРЕДЛОЖЕНИЯ БУМАГ, В СЕРЕДИНЕ ФЕВРАЛЯ НЕНАДОЛГО СМЕНИЛСЯ ПАДЕНИЕМ ИЗ-ЗА ОПАСЕНИЙ ОТНОСИТЕЛЬНО ТЕМПОВ ВОССТАНОВЛЕНИЯ ЭКОНОМИКИ И ЗНАЧИТЕЛЬНЫХ РАСПРОДАЖ НА РЫНКЕ АКЦИЙ.

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

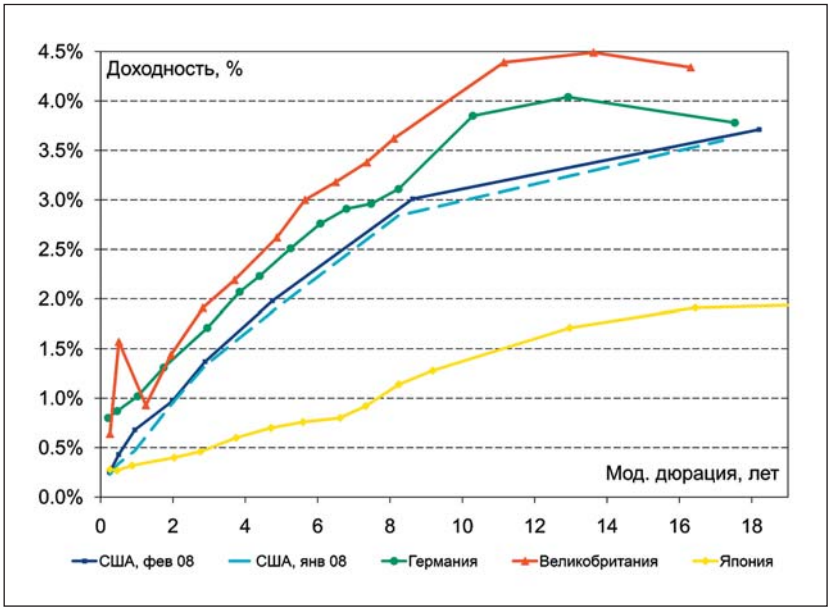
Инвесторы обеспокоены значительным притоком предложения на рынок гособлигаций в связи с необходимостью выпуска рекордного объема облигаций для финансирования планов поддержки экономики. В феврале прошли аукционы по продаже четырехнедельных, трехмесячных и шестимесячных векселей на общую сумму в $94 млрд, правительство также разместило облигации со сроком обращения 2, 5 и 7 лет на $93 млрд. Несмотря на растущие объемы выпуска, администрация США считает «критически важным» существенное сокращение бюджетного дефицита в ближайшие годы — президент Барак Обама поставил задачу сократить нынешний дефицит в $1.3 трлн по крайней мере вдвое за четыре года. В этом году аналитики ожидают эмиссии гособлигаций на $2 трлн, средства от которых будут направлены на финансирование восстановления экономики.

Компания AIG сообщила о том, что ее убытки в четвертом квартале прошлого года составили около $62 млрд, что стало самым высоким показателем квартальных убытков в истории США. В целом, в 2008 году AIG потеряла $99 млрд. Данная новость потрясла и без того неустойчивый рынок акций, что привело к падению индекса Доу-Джонса до отметки ниже 6800 впервые за почти 12 лет, а S&P500 упал практически до самого низкого уровня с 1996 года.

Доходность по десятилетним американским облигациям в феврале выросла на 17 б.п. до 3% на конец февраля. Доходность выросла по всей кривой, чуть меньше на коротком участке кривой — на 2–5 б.п. Спред между 30-летними и двухлетними облигациями расширился на 8 б.п. Доходность на остальных ключевых рынках, наоборот, упала: облигации Германии и Великобритании потеряли в доходности 20–30 б.п. по всей кривой на фоне ожидания дальнейшего снижения ставок.

Банк Англии понизил 5 марта ставку на 50 б.п. до 0.5%, исторически низкого процента. Очередное, восьмое по счету за последний год сокращение учетной ставки Банком Англии является одной из мер, которые правительство Гордона Брауна предпринимает с целью не допустить углубления рецессии и восстановить нормальную работу финансового и кредитного рынка страны. Банк Канады 3 марта снизил ключевую процентную ставку на 50 б.п. до 0.5%. Центральный банк Японии сохранил учетную ставку на уровне 0.1% и покупает облигации частных фирм примерно на $10.7 млрд.

Кривые доходности США, Японии, Германии и Великобритании



Важным последствием кризиса, коснувшегося практически всех мировых финансовых рынков, стал процесс национализации крупнейших инвестиционных банков. На наш взгляд, эта тенденция, с одной стороны, может привести к снижению лояльности заемщиков к мировым инвестбанкам в пользу локальных рынков и местных игроков, с другой стороны, к подрыванию основ инвестиционно-банковского бизнеса — некоторые участники рынка окажутся в более выгодных условиях, имея доступ к гарантиям правительства и более дешевому фондированию. Хотя власти США и уверяют, что не собираются национализировать банки и уверены в своей стратегии по выходу из кризиса, тем не менее они планируют провести «стресс-тесты» по всем крупнейшим банкам на необходимость дополнительного капитала в случае возможного ухудшения экономических условий. И если банк не проходит тест и в течение полугода не сможет привлечь частный капитал, он по сути будет национализирован, получив так называемые «временные капитальные резервы». Национализация, в частности, выгодна правительствам стран тем, что позволяет переориентировать основное внимание и ресурсы банка на местный рынок. Royal Bank of Scotland (RBS, 70% акций принадлежит правительству Великобритании) может уйти примерно из 30 стран, в которых он сейчас работает.

Ярким примером, инициировавшим массовые обсуждения национализации, стали проблемы Citigroup. Citi предложило минфину США конвертировать привилегированные акции на $45 млрд в обыкновенные. В результате правительство может оказаться владельцем до 40% обыкновенных акций и фактически установить контроль над его деятельностью. Последняя надежда Citi — лишь несколько ближневосточных и азиатских суверенных инвестиционных фондов, которые владеют привилегированными акциями еще на $30 млрд. Гуру финансовых рынков, неоднозначно оцениваемый бывший глава ФРС Алан Гринспэн, также рекомендует временную национализацию испытывающих трудности банков для проведения быстрой и упорядоченной реструктуризации.

ФРС с 25 марта начнет реализацию программы Term Asset-Backed-Securities Loan Facility (TALF) объемом $1 трлн, предназначенной для поддержки рынков потребительского и делового кредитования. TALF разработана для поддержки рынка секьюритизации активов. Она предусматривает предоставление финансирования инвесторам для стимулирования покупки ими долговых обязательств с рейтингами AAA, обеспеченных различными активами. Как сообщают Минфин США и ФРС, эти рынки традиционно были исключительно важным компонентом кредитования в финансовой системе США, однако с октября они были практически закрыты. «Разморозив эти рынки, TALF поможет банкам удовлетворять потребности потребителей и представителей малого бизнеса в заимствованиях денег, и это будет стимулировать рост экономики».

План нового президента США Барака Обамы объемом $787 млрд по выводу экономики страны из кризиса окажет лишь умеренное воздействие на борьбу с рецессией. Таковы данные опроса ряда экономистов, проведенные Национальной ассоциацией экономистов в области частного предпринимательства. По пересмотренным данным, ВВП США в четвертом квартале 2008 г. снизился на 6.2%, сообщило Министерство торговли США. Аналитики ожидали, что снижение ВВП составит 5.4%. Ранее сообщалось о снижении этого показателя на 3.8%. По итогам 2008 г. ВВП США вырос на 1.1%. У американской экономики, по мнению экспертов, есть шанс выйти из кризиса за два-три года, начав восстановление лишь в 2010 г.

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

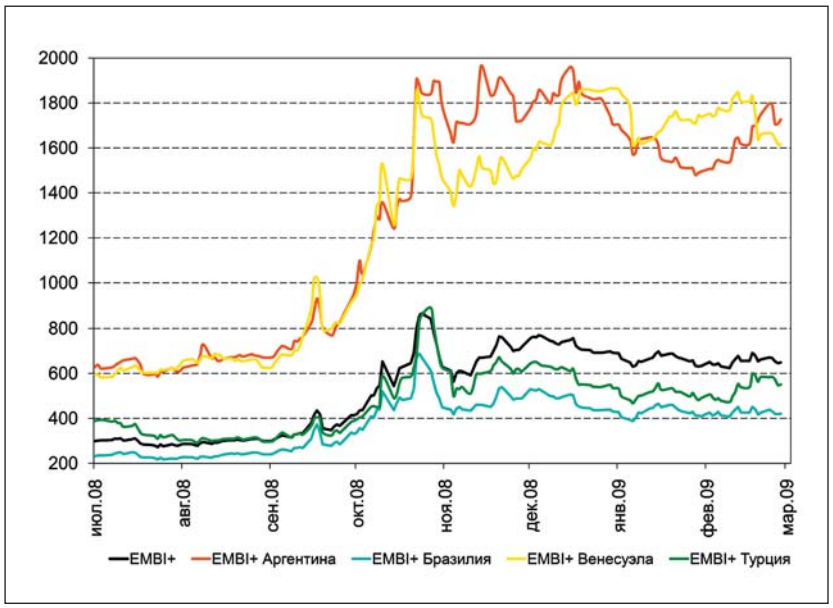
Спреды по еврооблигациям развивающихся рынков в феврале изменились разнонаправленно, в целом незначительно выросли вслед за базовыми активами. Спред по индексу EMBI+ снизился на 18 пунктов до 649 на конец месяца. Сильнее всего, на опасениях дефолта, выросли спреды по Украине и Аргентине — на 100 и 240 пунктов соответственно. На 245 пунктов вырос спред по индексу EMBI Global Казахстан. Достаточно значительно из-за ожидаемых проблем с обслуживанием корпоративного долга выросли спреды по России и Турции — на 70–80 пунктов. Сократились спреды по странам Латинской Америки: Колумбии, Перу, Венесуэле и Эквадору. По последним двум странам спреды превышают 1.5 тыс. б.п., и данные небольшие снижения мало меняют общую негативную картину.

Суверены с развивающихся рынков продолжили мужественно выходить на внешний рынок даже при условии, что не все складывается удачно. Мексика не смогла разместить еврооблигации сроком на 21 год и вместо этого разместила облигации с погашением через 5 лет, что стало негативной новостью для рынков Латинской Америки.

11 февраля Мексика (Baa1/BBB+/BBB+) попыталась разместить пятилетние и 21-летние облигации на $1.5–2 млрд. Организаторами размещения выступали Credit Suisse, Deutsche Bank и HSBC. Однако когда сделку объявили, на рынке началась распродажа мексиканских облигаций, так как рынок готовился к притоку новой волны предложения. Распродажи оказались более значительными, чем ожидалось, и сконцентрировались на длинном конце кривой. По данным представителей банков, в среднем спреды по краткосрочным облигациям расширились на 20 б.п., а на длинной конце кривой это изменение составило 30 б.п. Такое положение дел свидетельствовало о том, что рынок не воспримет новый объем долгосрочных облигаций. Однако организаторы сделки решили продолжать и выставили ориентир по 21-летним облигациям на уровне 437.5–450 б.п. к казначейским облигациям США при ожидаемом объеме эмиссии 21-летних бумаг в $500–750 б.п. и около 425 б.п. по пятилетним нотам. Таким образом, предлагалась премия в 65 б.п. к облигациям с погашением в 2034 году. Тем не менее, уровень спроса на 21-летние облигации составил около $600 млрд с более широким диапазоном относительно прайсинга.

Размещение 21-летних облигаций было отменено. Пятилетние облигации были размещены в объеме $1.5 млрд по цене 99.424, ставка купона составила 5.875%, а доходность — 6.010%, что составляет 425 б.п. и соответствует

Спреды EMBI+ Emerging Markets



заявленному ориентиру. По сообщению участвовавших в сделке представителей банков, премия по эмиссии составила около 35 б.п., однако некоторые другие банкиры считают, что премия составила около 50–60 б.п. в зависимости от того, какой момент торгов в среду взять за точку отсчета.

Вслед за сувереном компания Cemex (Мексика), третий по величине производитель цемента в мире, намерена разместить евробонды на $500 млн сроком от 5 до 10 лет. Cemex станет первым в этом году латиноамериканским частным эмитентом, решившим выйти на международные рынки. Сейчас проходит road show выпуска. Представители эмитента уже посетили Лондон и США. Размещение выпуска ожидается вскоре после окончания road show в зависимости от рыночных условий. Букраннерами по эмиссии являются Citi, BBVA, HSBC, Royal Bank of Scotland и Santander. Размещение пройдет по правилу Reg S/144A. Отметим, что ранее сообщалось, что Cemex предупредила Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) США, что в ближайшее время может допустить технический дефолт по своим облигациям на сумму в $19 млрд. Уточняется, что это может случиться в том случае, если компании не удастся рефинансировать текущую задолженность, которая в настоящий момент оценивается в $18.78 млрд. $6.9 млрд приходится на краткосрочную задолженность, а $11.85 млрд — на долгосрочную.

Индонезия (Ba3/BB-/BB) разместила два транша еврооблигаций на общую сумму в $3 млрд на 5 и 10 лет в конце февраля под 10.375% и 11.625% соответственно. Организаторами выступили BARCLAYS и UBS.

Министерство финансов Израиля надеется разместить облигации госзайма на сумму $1 млрд на зарубежных финансовых рынках. Организаторы: Deutsche Bank, Goldman Sachs и JP Morgan. Основной целью займа является смягчить остроту финансового кризиса, который выражается в резком падении доходов государственной казны от налогов в связи с падением деловой активности. Израильские гособлигации, которые считаются весьма надежными, торгуются на уровне доходности 4% годовых.

На местном рынке планирует занять Китай. Министерство финансов Китая готовит выпуск трехлетних суверенных облигаций в пользу региональных властей. Объем эмиссии составит 200 млрд юаней ($29 млрд), а деньги поступят в распоряжение региональных властей на реализацию антикризисных программ. В последний раз китайское правительство размещало облигации в период кризиса 1997–1998 годов. На этот раз потребность в размещении долговых бумаг возникла в связи с реализацией широкомасштабных антикризисных программ в регионах, предусматривающих финансирование жилищного строительства, инфраструктурных проектов, автомобильных и железных дорог. Министерство финансов КНР 11 февраля объявило о выпуске облигаций первого в этом году документарно-учетного госзайма сроком на 7 лет на общую сумму 26.93 млрд юаней (около $4 млрд). Номинальная годовая процентная ставка, установленная по результатам торгов, составила 2.76%. Правительство Монголии приняло решение выпустить в этом году правительственные облигации на сумму до 300 млрд тугриков (около 7 млрд руб.). Данная мера принята с целью обеспечить внутренний баланс бюджета и компенсировать недостаток в источниках финансирования расходов. Россия планирует через ВЭБ занять $5 млрд на долговых рынках.

Рост объема суверенных заимствований отражает проявление кризиса на макроуровне: может начаться волна суверенных дефолтов, причем не только из развивающихся рынков.

Правительство Греции планирует масштабную кампанию по привлечению инвесторов из Азии и США. Рейтинг страны был понижен в январе из-за растущих опасений по поводу ее государственного долга. Страна планирует в марте выпуск десятилетних облигаций базового уровня, размер которого обычно составляет около 5 млрд евро. Греческие облигации традиционно покупают местные и европейские инвесторы. Греция также рассматривает возможность выпуска новых облигаций в долларах и даже иенах, чтобы расширить пул инвесторов.

В Евросоюзе усилились опасения относительно финансовой стабильности Ирландии и возможного банкротства этого государства ЕС. Правительство Ирландской Республики было вынуждено национализировать два частных банка, что многократно увеличило ее задолженность: 220% от совокупной стоимости годовой продукции экономики Ирландии. В целом, ирландские банки, которые продолжают оставаться в сложнейшем финансовом положении, имеют кредитную задолженность, равную по своим размерам 11 ВВП. В результате опасений страновые CDS выросли в три раза.

Аргентина, которой угрожает очередной дефолт, пытается убедить иностранных инвесторов обменять старые облигации на новые, чтобы снизить уровень госдолга. Госдолг Аргентины, по данным «Интерфакса», достиг 56% ВВП — $114.7 млрд. В 2001 г., когда страна объявила дефолт, долг составлял 54% ВВП, или $144.2 млрд. Аргентина предлагает международным инвесторам, которые инвестировали в гарантированные займы (Guaranteed Loans), выпущенные в 2001 году, обменять эти ценные бумаги на

новые гособлигации Аргентины сроком на 5 лет с уменьшением капитала на 2% и фиксированной доходностью 15.4% на первый год и плавающей ставкой в оставшиеся четыре года. Руководство страны уже предложило подобную схему отечественным кредиторам. Те согласились, и таким образом госдолг удалось уменьшить. Объемы обслуживания госдолга сократились на $4.3 млрд в ближайшие несколько лет. Экономисты полагают, что Аргентине удастся предотвратить дефолт в этом году. Общий объем кредитов и процентов, подлежащих выплате в 2009 году, составляет около $21 млрд — чуть более одной пятой от государственного долга страны. В 2001 г. Аргентина объявила дефолт по 152 видам облигаций на сумму около $95 млрд. С учетом долга, находящегося у кредиторов, не согласившихся с реструктуризацией 2001 г., Аргентина должна $170 млрд. В условиях международной финансовой изоляции Аргентина в последние годы занимала у Венесуэлы, купившей аргентинских облигаций на $6.4 млрд (под 13% годовых). Также в рамках «пакета антикризисных мер» предполагается проведение налоговой амнистии.

Страны Латинской Америки могут выйти из мирового финансового кризиса в течение ближайших трех лет, говорится в совместном докладе Межамериканского банка развития и Федерации латиноамериканских банков, который основывается на результатах опроса 100 ведущих банкиров из 19 стран региона. Наибольшим оптимистом среди стран Латинской Америки выглядит Мексика. По мнению опрошенных мексиканских банкиров, для выхода из кризиса Мексике потребуется около года.

NASDAQ OMX залистинговала ценные бумаги правительства Литвы в объеме 80 млн литов со средней доходностью 7.178%. Эти ценные бумаги будут погашены через полгода. Ранее vz.lt сообщил, что правительство Литвы разместило в феврале облигации на сумму 142 млн евро (490 млн литов) под 9.95%.

Кредитные риски Латвии выросли до рекордного уровня из-за угрозы дефолта, после того как премьер-министр страны Валдис Домбровскис (Valdis Dombrovskis) заговорил о необходимости выбора между сокращением бюджетных расходов или дефолтом, сообщает Bloomberg. Латвийские кредитные CDS уже приобрели характер неинвестиционных после их переоценки агентством Standard & Poor's, а риски по ним увеличились примерно до рекордных 1003 б.п. Уровень выше 1 тыс. пунктов по этим деривативам является крайне непривлекательным для инвесторов. Латвия должна провести сокращение бюджета до 7.5 млрд евро ($9.5 млрд) в соответствии с условиями предоставления кредита от МВФ в декабре прошлого года в размере 1.5 млрд евро. Следующий платеж в 200 млн евро возможен только после сокращения бюджетных расходов на 700 млн латов ($1.2 млрд). Еврокомиссия предоставила Латвии 1 млрд евро в качестве первого транша кредита в размере 3.1 млрд евро для преодоления экономического спада. Кредит выделяется из средств специального фонда ЕС, созданного для помощи странам, не входящим в еврозону, которые испытывают дефицит платежного баланса. Взамен Латвия обязуется реализовать программу фискальной консолидации.

Турецкие деловые круги настаивают на скорейшем заключении соглашения с МВФ. Переговоры турецких властей с МВФ ведутся с мая 2008 года, когда истек срок прежнего трехлетнего соглашения с МВФ на $10 млрд. По сообщениям местных СМИ, в Анкаре рассчитывают на получение от МВФ $25 млрд сроком на 18–24 месяца.

Мировой финансовый кризис коснулся и азиатского региона, который некогда считался «тихой гаванью». На фоне резкого замедления темпов роста мировой экономики упал спрос на азиатские товары, передает РБК. За последние полгода объемы экспорта в странах Азии (за исключением Японии) сократились на 40%, недавно о падении экспорта сообщили Китай, Тайвань и Филиппины. Вслед за экспортом сократилось и количество выдаваемых кредитов. Особенно ярко эта тенденция проявилась в Гонконге, Сингапуре и Южной Корее — некогда богатейших странах Азии. Эксперты отмечают, что сейчас от властей этих государств требуется кардинально изменить свою экономическую политику, в частности отказаться от экспортной зависимости и сделать акцент на внутреннем рынке. Единственным исключением пока остаются Китай и Индия. Более того, возможно, что эти государства не допустят вхождения стран Азии в полосу рецессию. Эксперты отмечают, что индийский и китайский кредитные рынки пока не сильно подвержены мировому кризису.

Положительные новости поступают только из Китая. Китайская антикризисная программа начинает работать: страна переориентируется с экспорта на внутреннее потребление, считают экономисты. В перспективе такая переориентация будет способствовать сокращению огромного положительного сальдо счета текущих операций КНР (9.4% ВВП, по данным МВФ в 2008 г.). Как передает газета «Ведомости», рост китайской экономики во втором квартале ускорится до 6.6% после ее замедления в первом квартале до 6.3% — таков консенсус-прогноз 14 ведущих экономистов по Китаю, опрошенных Bloomberg. Поможет пакет стимулирующих мер общим объемом в 4 трлн юаней ($585 млрд), который был утвержден госсоветом КНР в ноябре.

Данные проблемы суверенов отражаются и в волне снижений суверенных рейтингов. По мнению Fitch, прогноз по большинству промышленных секторов Европы, Ближнего Востока и Африки на 2009 г. негативный. Moody's заявило о возможном понижении рейтингов европейских банков, в наибольшей мере представленных на восточноевропейских рынках. По оценке Moody's, в наиболее уязвимом положении перед лицом кредитного кризиса оказались Венгрия, Хорватия, Румыния, Болгария и страны Балтии из-за своих «значительных бюджетных дефицитов». В 2005–2008 гг. быстро росли дефициты счетов текущих операций этих стран; объем кредитов, выданных западноевропейскими банками региону (включая Турцию), вырос втрое до $1.5 трлн. Внешний долг Венгрии, Болгарии и Латвии превышает их ВВП. В наибольшей степени эти проблемы затрагивают Австрию — банки страны выдали восточноевропейцам кредиты на 230 млрд евро (70% ВВП Австрии). Вена уже призвала ЕС создать фонд помощи восточноевропейским странам объемом в 150 млрд евро.

В дополнение к уже описанным «хорошим» новостям управляющий директор Международного валютного фонда Доминик Стросс-Кан предупредил, что деньги на борьбу с экономическим кризисом у МВФ могут закончиться уже через полгода, сообщает 8 февраля Sunday Telegraph. МВФ добивается от стран, имеющих большие излишки на текущих счетах и валютные резервы, обещаний пожертвовать средства на поддержку проблемных государств. Полагают, что заместитель главы МВФ Джон Липски на Всемирном экономическом форуме в Давосе проводил встречи с главами государств и суверенных фондов именно с этой целью. Стросс-Кан заявил, что Япония уже пообещала МВФ $100 млрд.