Андрей ДИКУШИН,
специалист в области корпоративных финансов и международных слияний и поглощений, основатель FinRobot.com

Славные парни

Самым главным событием ушедшего месяца, с которым нам придется жить если не годы, то многие месяцы, было сентябрьское заседание Федеральной комиссии по открытым рынкам ФРС США (FOMC). Вопреки ожиданиям на рынке, комиссия постановила, что изменений в политике количественного смягчения не будет и ФРС продолжит скупать суверенные и ипотечные облигации США на $85 млрд ежемесячно. Рынки отреагировали бурным ростом, а потом их стало лихорадить. К удовольствию автора этого блога, поведение ФРС спровоцировало волну дискуссий на фундаментальные экономические темы, например, как лучше торговать действиями ФРС. Попробуем разобраться.

Для начала любопытно отметить пару нюансов первичного взлета рынка. Если посмотреть краткие инфомолнии, то все просто: ФРС сказала, что будет печатать деньги, значит, рынки чувствуют себя хорошо. На новостной волне — все корабли вверх. Но рынку чужды понятия «хорошо» или «плохо», это машина по обработке новой информации по отношению к ожиданиям. Вот тут и начинается самое интересное: с весны придворные ФРС, приближенные журналисты, да и сам председатель Федерального резерва уверяли инвесторов, что количественное смягчение будут свертывать. Экономика, мол, крепнет, задача выполнена и так далее. К сентябрю в стане аналитиков просто не осталось никого, кто бы излагал альтернативную гипотезу. Дискуссия свелась к тому, какими будут темпы свертывания QE.

В результате к началу осени большинство участников рынка позиционировали свои портфели так, как будто сюжет с отменой QE есть данность. Когда этого не произошло, наблюдаемый на экранах экстаз обернулся кровавой бойней. Дело в том, что на подобные лихие развороты очень хорошо натренированы роботы. Роботы не способны точно предсказывать и прибыльно торговать на основе долгосрочных экономических трендов, но поймать зазевавшихся и быстро начать охоту за «стопами» они умеют быстрее человека. Иными словами, первичный взлет был технического характера, и очень забавно было наблюдать, как «говорящие головы» пытались придать истории несуществующую человеческую окраску.

Дальше, когда пошла-таки волна осмысления, что и как хотела сказать ФРС, сюжет получил более глубокое развитие. Стоит отметить, что Федеральный резерв как лидер всех центральных банков в мире всегда очень гордится последовательностью и прозрачностью своей информационной политики и, по сути, считает ее еще одним инструментом стабилизации рынков. Мол, товарищи, не суетитесь, мудрый регулятор играет на много ходов вперед, все под контролем. А тут бац — и все в смятении. Как это произошло? Пред-

седатель где-то ошибся? У ФРС по сравнению с весной появилась новая информация, которой не располагает рынок? Почему не стали готовить всех к повороту раньше? Что на самом деле считает ФРС по поводу состояния экономики? Чем были так напуганы эти славные парни, на которых молится все мировое финансовое сообщество?

Вопросов много. Для осмысленной попытки дать ответы стоит отмотать чуть назад. Исходя из семантики, количественное смягчение представляется как некая накачка рынка ликвидностью. Когда читаешь новостные заголовки, все действительно так и предстает. На самом деле официальная доктрина ФРС иная. Суть политики количественного смягчения сводится к атаке на рыночные уровни стоимости денег в средне- и долгосрочной перспективе. Как результат мы имеем ультранизкие ставки уже пятый год подряд. Зачем? Очевидно, что должника убивает не тело долга, а процент. Нет больших требований к его обслуживанию, и долг как бы растворяется. Такое изящное решение нашла ФРС, когда экономика оказалась перегружена долгом в 2008 году. Конечно, это куда проще, чем списывать и реструктуризировать долги. В последнем случае кто-то так или иначе должен съесть убытки. А тут выходит чистое волшебство.

Но как и у каждого волшебства в мире людей, у решения, выбранного Федеральным резервом, есть свои издержки. И немаленькие. Мы о них писали много раз. Если кратко, то политика ФРС не может быть избирательной. Разгон дешевых денег в системе контролировать трудно. Стало быть, кто стоит ближе в системе «ручейков», тот и припадает быстрее к волшебной реке с кисельными берегами. То есть наши ненаглядные системные банки стоят первыми в очереди. Как бы ни старалась ФРС, но у низких ставок есть и серьезный демотивирующий фактор: зачем привлекать депозиты и кредитовать реальный сектор, когда можно зарабатывать виртуально. Брать под ноль, вкладывать в облигации и молиться, что ФРС не поменяет политику ультранизких ставок. При такой закольцованности дискуссия об инфляционном эффекте действий ФРС становится бессмысленной.

Пока деньги не попадают в экономику, инфляции быть не может. Однако любой обыватель знает, что она есть и немаленькая: достаточно, игнорируя официальную статистику, просто сходить в магазин. Откуда берется инфляция?

Здесь работают другие механизмы. Доброхотная администрация США вливает в экономику огромные деньги ежемесячно. Деньги идут через субсидированную ипотеку, автокредитование, студенческое кредитование, продовольственную помощь и через госрасходы, превышающие доходы на сладкий триллион долларов в год. Здесь уместна аналогия с великим кино «Славные парни», где мафиози установили контроль над рестораном. Вместо развития ресторанного бизнеса парням пришла в голову великолепная идея грузить ресторан долгами, а закупленные в кредит товары сбрасывать через черную дверь ниже рынка. Гениально, пока схема работает.

И денежный поток большой, и товары на рынке очень конкурентные по цене. Именно последнее обстоятельство позволяет ФРС говорить, что в целом со второй частью своего мандата регулятор справляется. По ключевым позициям, где государство субсидирует потребителя (а по сути — производителя), инфляция ниже обычной. Чуть шагни за предел социальной сетки — появляются пузыри. Мы живем в мире «новой нормальности», где инфляция одновременно есть и отсутствует. Этот дуализм еще аукнется, но сегодня проблема заключается в первой части мандата — занятости.

Как ни измеряй ВВП механически, масштаб экономики есть функция количества занятых людей, помноженных на производительность труда. Полная беда, которую ФРС приходится признать и отметить в протоколах комиссии: за пять лет мы прошли несколько «фальшивых рассветов», от «зеленых побегов» и «лета экономического подъема» до новой «зари» рынка недвижимости и оживления экспорта и многих других быстро растиражированных и быстро забытых слоганов.

Безусловно, в экономике что-то происходит. Америка большая и эффективная страна. Но любое оживление есть скорее реакция на меры по стимулированию. ФРС и администрация желали бы, чтобы появились естественные очаги роста, а человеческая натура — вещь упрямая. По логике мудрых, но абстрактных экономических моделей, священных для банкиров из центробанков, у потребителя, получившего неоправданно дешевый автомобиль или холодильник (под нулевой процент), должна появиться мотивация потратить высвободившиеся деньги на что-то полезное. Так запускается волшебный круг всеобщего благоденствия. А потребитель продолжает либо пугаться, либо расслабляться. На корпоративном уровне аналогичная картина: казалось бы, низкие процентные ставки должны стимулировать инвестиции. Но нет: все корпораты продолжают солить кэш и снижать издержки, ограничивая наем рабочей силы. Доля экономически активного населения беспрецедентно низкая, сравнимая с уровнем печальных 70-х. Хочется повторить тезис из предыдущей статьи — в отсутствие шока, которого ФРС помогла избежать, у экономики нет

ЗА ПЯТЬ ЛЕТ МЫ ПРОШЛИ НЕСКОЛЬКО «ФАЛЬШИВЫХ РАССВЕТОВ», ОТ «ЗЕЛЕНЫХ ПОБЕГОВ» И «ЛЕТА ЭКОНОМИЧЕСКОГО ПОДЪЕМА» ДО НОВОЙ «ЗАРИ» РЫНКА НЕДВИЖИМОСТИ И ОЖИВЛЕНИЯ ЭКСПОРТА И МНОГИХ ДРУГИХ БЫСТРО РАСТИРАЖИРОВАННЫХ И БЫСТРО ЗАБЫТЫХ СЛОГАНОВ

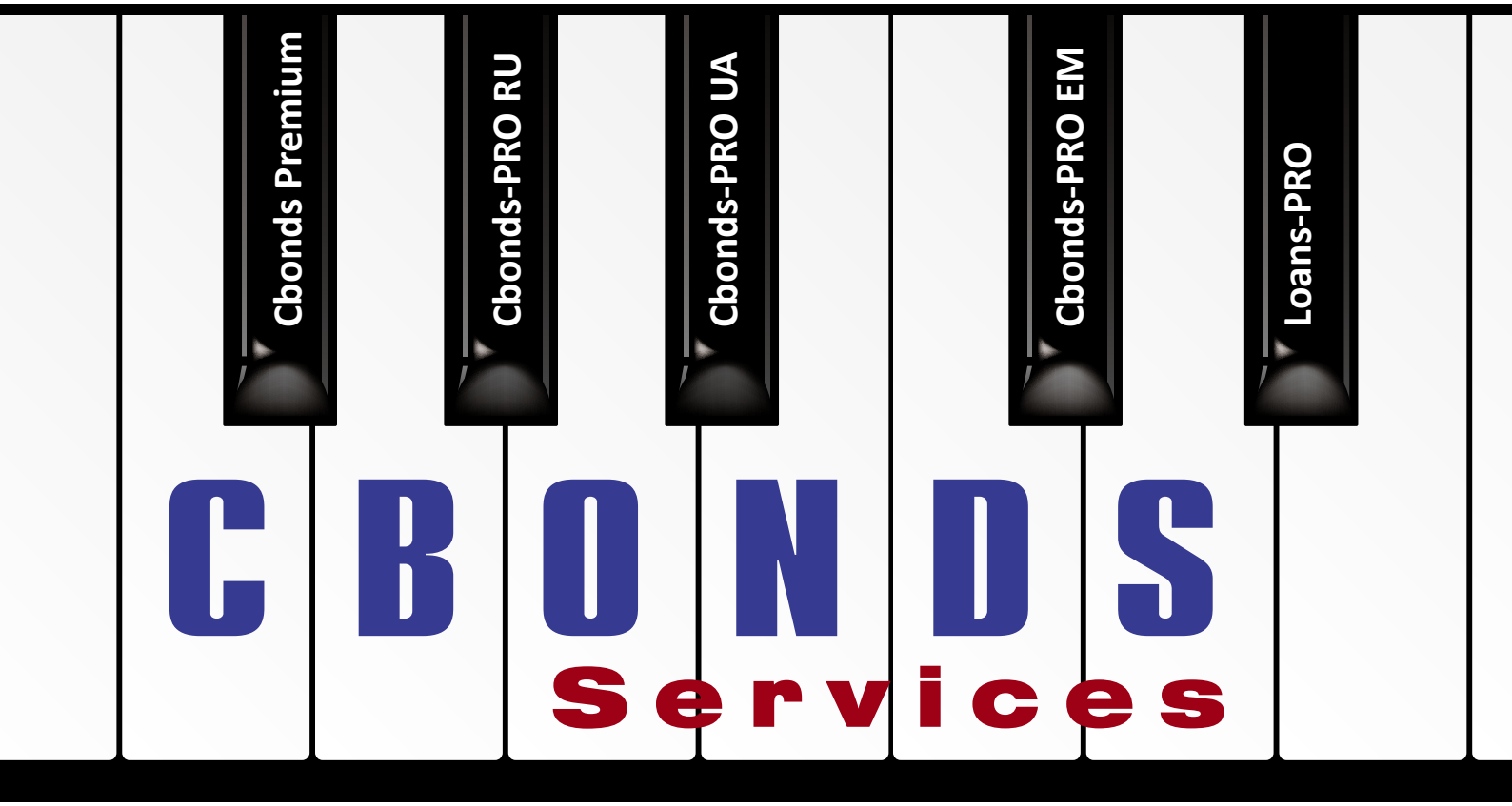
стимула перестраиваться и адаптироваться только к условиям политики количественного смягчения. Сколько ни поддавай газа, двигатель находится на нейтралке. Похоже, что экономические модели, на которых построена политика, просто не учитывают тот факт, что человек всегда идет по пути наименьшего сопротивления. Надо было предупреждать, что меры стимулирования временные. Политической воли не хватило. Теперь извольте...

Разница между вчерашним и сегодняшним днем заключается в том, что раньше подобные тезисы были уделом маргиналов и ряда эксцентричных инвесторов. Сегодня подобные мысли навевают протоколы FOMC и ряд комментариев высокопоставленных чиновников ФРС. Скрытым, как у них принято, текстом появляется признание, что дальнейшее смягчение результатов не даст. Но и снять ногу с педали газа тоже невозможно. Должник (прежде всего госбюджет) не выдержит даже минимального прироста ставок. Сработает эффект домино, который уничтожит то минимально хорошее, что происходит в экономике. Ведь даже позитивная реакция на стимулирование лучше, чем никакая реакция.

Похоже, так считает и ФРС. Головной боли добавляет факт, что в ближайшие месяцы произойдет смена председателя Федеральной резервной системы. А это, что ни говори, политически ангажированный сюжет. Не за горами следующий политический цикл. Спровоцировать хоть и нужный, но болезненный кризис администрация себе позволить не может. Отсюда и неловкие метания с попыткой назначить Ларри Саммерса, а потом полная сдача позиций и согласие на Джанет Йеллен, к которой предрасположены рынки. В этой ситуации Бернанке и хотел бы уйти красиво, начав свертывать собственную программу, тем самым подводя под своим председательством красивую черту, но на кону все его достижения, поскольку эффективность пятилетней программы держится на обещании, что ее можно свернуть, когда потребуется. А руки связаны.

Оптимисты по профессии — заводилы рынков — говорят с голубых экранов, что все OK: раз программа работала пять лет, то может поработать еще пять. Логики в этом нет. История про ресторан из «Славных парней» закончилась, как и ожидалось. «Когда ничего не осталось, приходит время сжечь лавку дотла», — говорит главный герой фильма. Я не призываю к радикальным мерам в реальной жизни, но какой смысл в программе, которая даже по уверениям своих создателей больше ничего не дает?

Видимо, это будет проблемой нового председателя и славных парней в FOMC. Рынкам предложили заглянуть в глаза реальной экономике, опустив завесу всесильности ФРС. Боюсь, что им не понравится увиденное. Ожидайте осеннего обострения волатильности.



В ГАРМОНИИ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Оперативный доступ к необходимой информации по долговому рынку России, Украины, СНГ, Emerging Markets и Европы

Для оформления платного или пробного доступа к сервисам зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на Cbonds.info

на правах рекламы