Павел Пикулев,
вице-президент,
ИБ «ТРАСТ»

ГРИНСПЕН в квадрате

На заседании 18 марта FOMC вновь принял решение снизить ключевую ставку еще на 0.75 п.п. до 2.25%. Таким образом, совокупное снижение ставки за семь прошедших месяцев составило 3 п.п., и нынешние темпы ее сокращения стали самыми быстрыми за последние 30 лет. Цели вполне понятны — «потушить пожар» на финансовых рынках и поддержать скатывающуюся в рецессию американскую экономику. Однако финансовые рынки продолжают агонизировать, влияние нынешних мер на экономику проявится не ранее второго полугодия, между тем, нынешние «пожарные» меры ФРС сопряжены с рядом вполне очевидных рисков, которые с большой долей вероятности могут «аукнуться» в будущем. Тем не менее, у ФРС, по нашему мнению, просто нет иного выбора, кроме как двигаться вперед и бороться с кризисом всеми доступными методами, не исключая даже самые рискованные.

ЦЕНА НЕУДАЧИ УЖЕ ВЫРОСЛА ВДВОЕ

Инфляция, на наш взгляд, является ключевым риском. После мартовского снижения реальные краткосрочные процентные ставки ушли в зону отрицательных значений, даже если считать инфляцию по «очищенному» показателю (Core CPI).

В принципе, ничего страшного. За последнюю четверть века ФРС уже дважды выводила реальные процентные ставки в зону отрицательных значений, пытаясь преодолеть рецессию начала 90-х и спад 2001–2003 гг. В то же время, если приглядеться внимательней, становится понятно, что ситуация «сейчас» несколько отличается от ситуации «тогда».

Теперь при каждом понижении ставки ФРС ссылается на свои прогнозы, согласно которым инфляция должна замедлиться из-за остывания товарных рынков позднее в этом году. Оно же, в свою очередь, должно последовать вслед за падением американской деловой активности. Однако насколько такие прогнозы оправданы? Действительно, и в начале 90-х, и на заре 2000-х товарные рынки действительно были на стороне ФРС (ну или, по крайней мере, не мешали ей). Однако мы сомневаемся, что этот исторический опыт применим в данный момент.

Уже в 2000–2003 гг. реакция товарных рынков на американскую рецессию была очень краткосрочной. На этот раз ее не то что нет вообще, а даже наоборот — очень похоже, что с началом спада деловой активности в США рост цен на Commodities ускорился. И слабость доллара, вопреки расхожему мнению, тут вовсе ни при чем (как можно убедиться, цены на нефть прекрасно растут, даже если считать их в евро, график справа).

На наш взгляд, основных причин роста цен на Commodities две: первая — азиатский спрос (китайцы и индусы пересаживаются с велосипедов на Tata Nano), а вторая — глобальный финансовый кризис и ускоренная «накачка» рынков ликвидностью. ФРС и другие ЦБ изобретают все новые способы вливания ликвидности в мировую финансовую систему, и эти деньги ищут себе пристанище. Коль скоро финансовые активы сейчас не в моде, инвесторы ищут что-то более надежное, в роли чего могут выступать нефть, металлы и другие Commodities.

Чем больше ликвидности сейчас закачивается на мировые рынки, тем сильнее греются рынки «товарные». В таких условиях оптимистичные прогнозы ФРС по инфляции оправдаются, только если Федеральному Резерву и прочим ЦБ удастся наладить нормальное функционирование мировой финансовой системы и остановить тем самым переток средств в Commodities. Если же все усилия

ФРС окажутся напрасными, то цена неудачи вырастет ровно вдвое. Экономика США не только столкнется с худшей за последнюю четверть века рецессией, но также не сможет избежать неконтролируемой инфляции.

НА КАРТУ ПОСТАВЛЕНА РЕПУТАЦИЯ

Те, кто считают, что ФРС, раз за разом снижая ставку, слишком сильно идет на поводу у финансовых рынков, совершенно правы. Финансовые рынки сейчас — важнейший элемент игры. Возможно, даже важнее самого первоисточника проблем — рынка недвижимости и некачественной ипотеки. Спокойствие рынков и сейчас — все: и стабильность финансовой системы, и восстановление экономической активности, и борьба с инфляцией. Другое дело, что успокоить рынки снижением ставки пока не удается, а само по себе такое внимательное отношение к динамике цен на активы таит в себе дополнительные риски для ФРС.

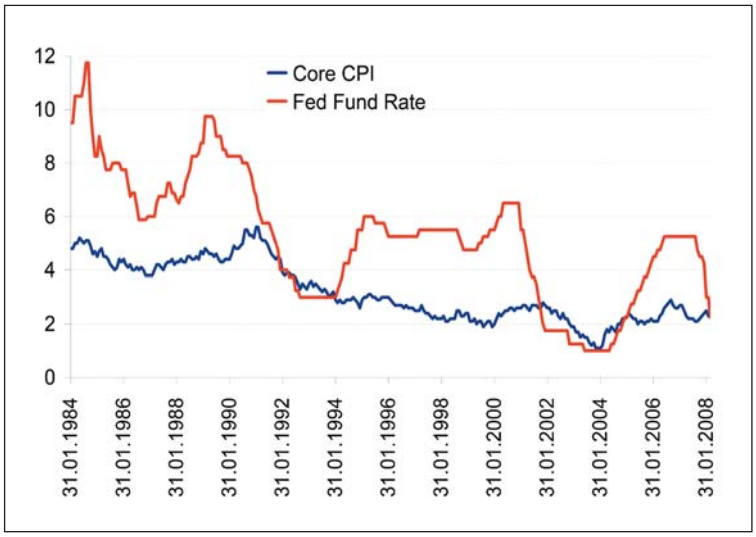
Репутация ФРС поставлена под угрозу. У участников рынка появляется иллюзия, что они могут манипулировать действиями ФРС. Появляется надежда, что ФРС всегда придет на помощь «заигравшимся» спекулянтам, поддержит тонущий банк или даже выкупит на деньги налогоплательщиков обесценившиеся активы.

Эта иллюзия опасна как для ФРС, так и для инвесторов. Регулятор, которым можно манипулировать, утрачивает доверие и теряет контроль над ситуацией, между тем, последние 10-15 лет доверие к политике ФРС являлось ключевым фактором, который обеспечивал сдержанные инфляционные ожидания в США, уверенность инвесторов в долларе как в мировой резервной валюте, а также стабильность долларовых процентных ставок. Утрата Федеральным Резервом доверия к себе серьезно осложнит борьбу с последствиями нынешнего кризиса.

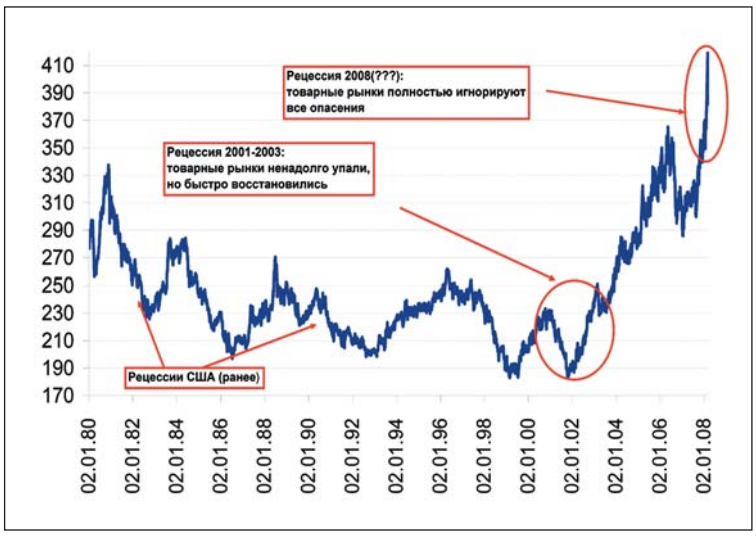
Инвесторы также едва ли смогут много заработать на «покорности» ФРС. Даже прирученный тигр остается тигром. Fed действует заодно с рынками только до тех пор, пока, по его мнению, эти действия согласуются с его целями по поддержанию ценовой стабильности и роста. Как только цели ФРС и спекулянтов разойдутся, от «уступчивости» ФРС не останется и следа.

Сейчас ФРС может себе позволить толику «мягкотелости»... Несмотря на панический настрой инвесторов, экономика США еще формально не в рецессии, и ФРС фактически борется за то, чтобы вывести ее из нынешнего кредитного кризиса вообще без существенных потерь. Если же станет ясно, что нынешняя антикризисная политика потерпела фиаско, и перед экономикой в полный рост встанет проблема стагфляции, ФРС мигом утратит всю свою «доброту». Чтобы понять, где в таком случае окажутся процентные ставки, достаточно взглянуть на ставку ФРС и доходность UST в начале 80-х годов прошлого века. Реализация подобного сценария станет катастрофой.

Ставка ФРС ниже Core CPI...



Commodities (индекс CRB) не на стороне FOMC...



...И не стоит винить в этом только доллар (цена нефти WTI в евро)

Источник: Bloomberg

СТАВКА НИЖЕ 1%? ВОЗМОЖНО, НО НЕДОЛГО!

ФРС спешит «залить» нынешние проблемы деньгами, пока они не трансформировалась в вышеупомянутую катастрофу. Время работает против ФРС, именно поэтому она раз за разом «режет» ставку на 0.5–0.75 п.п. и придумывает все новые способы «закачивания» в экономику ликвидности (аукционы TAF, TSLF, расширение Discount Window и т.д. — сотни миллиардов), пытаясь стабилизировать финансовую систему до того, как нынешняя денежная экспансия приведет к раскручиванию инфляционной спирали. Времени на это, по нашим оценкам, не так много. Уже к концу года нынешняя денежная экспансия и раздувание цен на товарных рынках могут привести к заметному росту базовой инфляции. По этой причине мы верим, что на ближайших заседаниях, а в худшем случае даже между ними, агрессивное снижение ставки продолжится.

Маловероятно, что в связи с нынешним агрессивным снижением процентной ставки экономике США угрожает «ловушка ликвидности», в которой вот уже несколько десятилетий пребывает Япония. «Ловушка ликвидности» подразумевает невозможность стимулирования стагнирующей экономики в условиях дефляции путем снижения процентных ставок ввиду того, что эти ставки и без того близки к нулю. О дефляции сейчас вообще не идет никакой речи, и мы опасаемся, что рост инфляционного давления позднее в этом году может вынудить ФРС вернуться к ужесточению денежно-кредитной политики, невзирая на слабые показатели экономического роста. Другое дело, что чем ниже ставка и чем дольше тянется кризис, тем меньше у ФРС возможностей повлиять на ситуацию при помощи традиционных инструментов денежно-кредитного регулирования. В таком случае без альтернативных мер не обойтись.

ГРАНДИОЗНЫЙ ЭКСПЕРИМЕНТ

Что касается альтернативных мер, то тут ФРС нельзя упрекнуть в отсутствии гибкости. В последнее время мы увидели столько нововведений в сфере рефинансирования и поддержки банковской системы, выходящих за рамки привычного, что впору говорить о революции в денежно-кредитной политике. Чего стоят аукционы TAF сроком на 28 дней под ставку, близкую к Fed Fund Rate, своп-линии, делегирующие ЕЦБ и Национальному банку Швейцарии право рефинансировать свои банки в долларах, лимит в размере $200 млрд на 28-дневные своп-операции по обмену ипотечных бумаг с рейтингом AAA на ликвидные US Treasuries (TSLF) и т.д. — все эти меры фактически не имеют исторических аналогов. Однако и они по своей сути лишь «топят» проблемы в ликвидности. Мы присутствуем на самом грандиозном за всю историю человечества эксперименте по преодолению глобального «зла» при помощи колоссального «бабла». Однако есть ли у ФРС иной выход?

ПЛОХИЕ АКТИВЫ

Плохие активы являются ключевой составляющей нынешнего кризиса, и только вливаниями ликвидности эту проблему не решить. По оценкам Минфина США, рынок гибридных ипотечных кредитов, которые стали источником всех проблем, составляет лишь 6% от общего объема рынка жилищных ипотечных кредитов, однако уже в этом сегменте уровень дефолтов достигает 40%, что дает убытки в размере почти $300 млрд. И это без учета косвенных потерь, связанных с отрицательной переоценкой по всевозможным CDO и другим продуктам fixed income, имеющим и не имеющим отношения к ипотеке. Эти убытки тяжким грузом ложатся на балансы банков, подрывают доверие к ним и снижают их возможности по кредитованию экономики.

Правительство США и ФРС стараются решить проблему «плохих» активов пакетами стимулирующих мер, которые обойдутся бюджету США в $150 млрд, замораживанием процентных ставок по гибридным ипотечным ссудам и так далее.

Кроме того, элементом стратегии, которая позволяет смягчить проблему плохих активов, является поддержка отдельных финансовых институтов и привлечение инвесторов в капитал банков. Случаи с Northern Rock и Bear Sterns наглядно демонстрируют, что правительства испытывают твердую решимость оказать поддержку крупным финансовым институтам, терпящим бедствие, однако тут же возникает вопрос, скольких придется спасать и стоит ли спасать всех.

ИНДУЛЬГЕНЦИЯ ВСЕМ

В принципе, однозначный ответ на вышеуказанный вопрос уже дан. По возможности будет спасен каждый финансовый институт, который имеет значимость для американской и глобальной финансовой системы. И это несмотря на то что, согласно экономической теории, ключевой функцией кризиса является очистка рынка от неэффективных игроков. Сейчас ФРС и другие ЦБ не могут позволить себе роскошь «чистить» финансовый рынок. В ипотечной «игре» в той или иной степени были замешаны все серьезные игроки глобального финансового рынка, так что попытка «очистить» рынок приведет к такой цепной реакции, последствия которой станут для финансового мира сопоставимы с последствиями ядерной войны для мира реального. Никто сейчас не имеет ни малейшего представления о том, кто уцелеет под обломками, и что будет из себя представлять мир, когда осядет пыль.

ФРС, ЕЦБ, правительства развитых стран, крупнейшие банки сейчас ставят на карту абсолютно все, что у них есть, лишь бы привычный им мир не сгинул в горниле ядерного пламени. По большому счету, на фоне нынешних проблем меркнет все остальное: игры банков в структурные продукты, двойной дефицит США, аутсорсинг всего реального производства в Китай и Индию, пузыри на различных рынках и прочее. Похоже, что индульгенция будет дана каждому, кто в ней нуждается.

ЧТО В ЗАПАСЕ?

Какие еще меры может предпринять ФРС, чтобы спасти ситуацию? Прежде всего, возможности ФРС по предоставлению допликвидности еще далеко не исчерпаны, хотя каждый последующий шаг все больше будет увеличивать инфляционную угрозу и бить по курсу доллара. Мы не исключаем, что при наихудшем раскладе ФРС действительно может пойти на такие экстраординарные и рискованные меры, как прямые интервенции на рынке ипотечных бумаг, а также снижение требований к ак-

тивам, принимаемым в качестве залогов по операциям рефинансирования. В то же время, возможности ФРС повлиять на качество активов, находящихся на балансах банков, минимальны. Тут остается ждать стабилизации цен на рынке недвижимости и надеяться на то, что волна дефолтов не распространится далеко за пределы сектора subprime, и что пакет контркризисных мер, предложенный Правительством Джорджа Буша, окажется действенным.

ОТ КРИЗИСА К КРИЗИСУ

В последнее время в раздувании злосчастного пузыря на рынке недвижимости, который стал причиной всех бед, принято упрекать предшествующего главу ФРС Алана Гринспена. По мнению многих, Гринспен, вытаскивая экономику США из рецессии 2001–2003 гг., слишком долго держал ставку на уровне 1%. Такая ультрамягкая политика обеспечила слишком легкий доступ к кредитным деньгам, что привело к раздуванию пузыря на рынке недвижимости, ослаблению контроля за рисками и избыточному вовлечению финансовых институтов в опасные операции.

Принимая эту точку зрения, следует совершенно четко осознавать, что нынешний глава ФРС Бен Бернанке борется с ипотечным кризисом теми же самыми «гринспеновскими» методами, только применяя их в гораздо больших масштабах. Экономика «привыкла» к ликвидности и чудодейственности низких ставок, и теперь требуется гораздо большая доза привычного «лекарства», чтобы поставить ее на ноги. По этой причине Бернанке сейчас — это тот же Гринспен, только в квадрате. У него просто нет иного выбора. Смогут ли гринспеновские рецепты вытащить американскую экономику и на этот раз?

Не будем думать о том, что случится, если ФРС и правительства развитых стран все же потерпят фиаско в своей борьбе с кризисом. Размышлять, что вырастет на месте мира нынешнего, контрпродуктивно. Представим себе другой сценарий — нынешняя реальность в очередной раз спасена через ударные дозы ликвидности, прямую господдержку и заигрывание с арабскими фондами. Привычная картина мира восстановлена: американцы продолжают потреблять, их правительство — занимать, китайцы — производить и накапливать резервы, доллар — по-прежнему резервная валюта и даже вроде бы перестал падать. Что дальше?

Дальше, вероятно, нас вновь ожидает еще пять-семь лет безмятежного экономического роста, спокойствия на финансовых рынках и, вероятно, очередной пузырь в самом неожиданном месте, который со временем так же неизбежно лопнет, как все его предшественники. И тогда для спасения мира в очередной раз потребуются «гринспеновские» рецепты, только применять их придется уже в кубе.

ФРС будет обращаться к рецептам Гринспена раз за разом. Известные риски и предсказуемые негативные последствия всяко лучше, чем неизвестность новой посткризисной реальности. Наследство Гринспена будет жить до тех пор, пока в очередной раз «бабло» все же не спасует перед «злом».

Будем надеяться, что это случится нескоро.