Николай Кащеев,
начальник аналитического отдела казначейства ВТБ

ДОБРЫЕ ВЕСТИ или слишком хорошие гонцы?

ДЛЯ НАЧАЛА ПОЗВОЛЬТЕ НАПОМНИТЬ ВАМ: В ЭТИ ДНИ ИСПОЛНЯЕТСЯ ГОД ТЕКУЩЕМУ КРИЗИСУ, КОТОРЫЙ КОГДА-ТО НАЗЫВАЛСЯ КРИЗИСОМ SUBPRIME. МЫ УЖЕ СВЫКЛИСЬ С НИМ, А ПОМНИТЕ, КАК КОЕ-КТО ЖДАЛ ЕГО ЗАВЕРШЕНИЯ МАКСИМУМ ЧЕРЕЗ ПОЛГОДА? СОЗНАЮСЬ: МОЕ ЛИЧНОЕ ОТНОШЕНИЕ К ПРОИСХОДЯЩЕМУ ИЗМЕНИЛОСЬ В ХУДШУЮ СТОРОНУ ЛИШЬ В ПРОШЛОМ СЕНТЯБРЕ. А В ИЮЛЕ И АВГУСТЕ 2007 Я ТОЖЕ БЫЛ ПО ПРЕИМУЩЕСТВУ «ГОНЦОМ С ДОБРЫМИ ВЕСТЯМИ» И В ЦЕЛОМ ВЕРИЛ В ЭФФЕКТИВНОСТЬ ТРАДИЦИОННЫХ МЕТОДОВ ФРС. ОДНАКО СЕГОДНЯ, СПУСТЯ РОВНО ГОД, Я ХОЧУ ВСПОМНИТЬ СВОЕ ТОГДАШНЕЕ АМПЛУА «ХОРОШЕГО ГОНЦА». ПЕРЕД ТЕМ КАК ОТПРАВИТЬСЯ В, НАДЕЮСЬ, ЗАСЛУЖЕННЫЙ ОТПУСК, ДОЛЖЕН ВАМ СООБЩИТЬ: У МЕНЯ НАКОНЕЦ ЕСТЬ ДОБРЫЕ ВЕСТИ. ХОТЯ ИХ ПОКА НЕМНОГО. СОЗНАЙТЕСЬ: ВЫ, ТЕМ НЕ МЕНЕЕ, УДИВЛЕНЫ!

Я, конечно, еще не способен представить себе и тем более попытаться более-менее детально описать, как именно будет выглядеть финансовый мир, когда все закончится… Может быть, закончится только поздним 2009 годом, но все же весь этот ужас непременно закончится, как кончаются все дурные сны. Даже если траектория кризиса примет зловещую форму буквы L (что не исключено). Вы думаете, это и есть «хорошая новость»? Вы разочарованы? Но нет, это не вполне то, что я хотел сообщить. Новость такая: наконец-то для прекращения мировой скорби стало делаться нечто вещественное и обещающее быть действенным на данном этапе, хотя и не очень приятное с точки зрения довольно многих. Но других адекватных решений на сегодня нет. Итак…

На фоне нового, сияющего девственной и праведной белизной финансового пейзажа кому-то, возможно, будет очень стыдно. Например, как уже многие знают, Wells Fargo, первый банк из пяти гигантов, показавших прибыль «лучше ожиданий», что привело к временному ралли в финансовых акциях, прибег к такому приему: просроченными стали считаться выданные кредиты по истечении 180 дней вместо 120 ранее, в результате чего его прибыль оказалась на $256 млн выше, а если бы он так не сделал, то его EPS (доходы на акцию) не побили бы прогнозы на 3 цента, а оказались бы на 6 центов ниже!

Еще мы говорили о «правиле 159», которое во многом нивелировало эффект пресловутого «правила 157» FASB… Правило 157 обязывало банки США оценивать по рыночной стоимости, а не по модели, то есть mark to market, низколиквидные активы третьего уровня (там все эти RMBS, CMBS, CDO и прочее). А правило 159, пролоббированное некоторыми широко известными бренднеймами, позволило оценивать по рынку также и пассивы. В результате, если некто, к примеру, выпустил облигации в объеме $100 млн, а затем они на рынке упали в цене до уровня $0.8 за $1, то этот некто, согласно правилу 159, имеет теперь право записать себе $20 млн бумажной прибыли: «подразумеваемая экономия на долговых обязательствах»; как будто этот счастливый эмитент может немедля выкупить весь свой долг ниже цены размещения. При этом более справедливое и более жестокое к плохим риск-менеджерам правило 157 применяется «постольку поскольку», сильно не спеша. Вместе с тем, говорят, что введение с 1 февраля 2008 года правила 159 снизило списания финансового сектора США минимум на $160 млрд.

И даже это еще не все. Только что (на дату написания данной заметки) Merrill Lynch продал-таки часть своих «ядовитых» CDO американскому фонду private equity «Одинокая звезда». Пакет CDO, который сначала оценивался почти в $31 млрд, был сперва переоценен до $11 млрд, а в итоге продан за $6.7 млрд, причем $5.1 млрд для покупки дал взаймы «Одинокой звезде» сам продавец, и данный кредит обеспечен… вы уже догадались? Проданными же бумагами! По условиям сделки Merrill де факто берет на себя все

убытки по этому пакету, превышающие $1.7 млрд, а в экстремальном случае, если стоимость CDO упадет до нуля, цена продажи составит для инвестбанка не $0.22 за $1, которым так обрадовались было на рынке («внесена определенность и т.п.»), а всего $0.055. Конечно, решили независимые эксперты, это никакая не рыночная продажа, а договоренность о передаче с одного баланса на другой бумаг, которые являются ничем иным, как просто мусором. В то же время, «рыночные аналитики» почти в один голос приветствовали сделку, которая теперь «может стать ориентиром для рынка» — это они про полумифические $0.22 за $1.

По состоянию на сегодня, кстати, выпуск синтетических CDO в США не прекратился, но снизился примерно в 10 раз год к году.

Однако ФРС и SEC (ФСФР) США сквозь пальцы смотрят на подобную алхимию. Впрочем, винить регуляторов в подобной мягкости вряд ли стоит сегодня. В 80-х годах банки США чуть не пали жертвой своей гигантской позиции в обязательствах Латинской Америки, которые тогда вступили в полосу массовых дефолтов. Но регуляторы позволили им списать убытки позже, в течение нескольких лет, когда банки уже привлекли достаточный капитал и в основном восстановились. Последние списания «задним числом» пришлись аж на 1986 год!

И вот сегодня, наконец, в США предпринято нечто более-менее существенное для того, чтобы остановить если не сам кризис, то его «локомотив»: бесконечное падение цены недвижимости, разъедающее конечный спрос, основу экономики Штатов. Законопроект, одобренный законодателями и теперь подписанный Джорджем Бушем, должен вступить в силу 1 октября и предусматривает целый каскад мер по облегчению участи заемщиков, Fannie, Freddy, да и всех, кто связан с ипотекой. Freddie и Fannie вообще получают массу гарантий и преференций, и их фактическое банкротство отменяется — путем, возможно, частичной национализации. Также гарантируется государством рефинансирование ипотеки объемом $300 млрд для 400 тыс. заемщиков, а должники меняют свои обязательства с переменной ставкой при условии оценки их объекта недвижимости на уровне 80–90% реальной стоимости на 30-летние обязательства с фиксированной ставкой. Кроме этого, вводится масса прочих стимулирующих мер, включая налоговые кредиты для приобретающих свой первый дом, гранты местным властям по выкупу и переоборудованию домов, отданных за долги по ипотеке и так далее. Много денег, много послаблений… Ну, и будет создан новый регулирующий орган, конечно, для разгребания и предотвращения…

Для бюджета США теперь это может означать увеличение бюджетного дефицита на $25 млрд, то есть на 7% (по цифрам 2007 года), а лимит госдолга повышается на $800 млрд до $10.6 трлн. Просто золотой дождь — за счет, увы, углубления ряда существенных для всей глобальной экономики дисбалансов. Тогда почему мы называем это хорошей новостью? Потому что национализация этих потерь и убытков — практически единственный выход из сложившейся ситуации. Все остальное — потом!

Почему же «нет ничего другого»? Как мы видели, ужесточение применения, педантичное следование букве законодательства в финансовой сфере сегодня немедленно вскроет [честную] чудовищную картину разрушения рынка, и списания банков немедленно достигнут не то что $1 трлн или $1.6 трлн, а просто разрушат банковскую систему к чертовой бабушке. Поэтому время стыдиться за свое поведение банкам еще не пришло.

С другой стороны, как и ожидалось, кризис ликвидности и платежеспособности (чрезмерной задолженности) — разные вещи. Смотрите, что сделала ФРС помимо сверхагрессивного снижения ставки: в прошлом декабре был создан инструмент рефинансирования TAF (Term Auction Facility), который на сегодня представляет собой два аукциона в месяц, с лимитом $75 млрд и $25 млрд на 28 дней и 84 дня соответственно (думаю, наши банки не отказались бы от чего-то подобного!); на сегодня в рамках TAF выдано кредитов на $810 млрд при объеме спроса на уровне $1.3 трлн. В марте ФРС создала еще и инструменты для пресловутых инвестбанков и «прочих брокеров»: Term Securities Lending Facility (TSLF) и Primary Dealers Credit Facility (PDCF), первый из которых подразумевает возможность обменять мусорные ипотечные бумаги на Trys. В его рамках уже выдано $550 млрд. Теперь время действия этих мер продлено до 30 января 2009 года, и некоторые пессимисты думают, что манна будет сыпаться еще дольше.

Помогал, как мог, и ЕЦБ, который в декабре 2007 года выдал банкам чрезвычайных кредитов на $500 млрд, затем в январе дал еще $250 млрд.

И весь этот поток более чем когда-либо доступных денег не помог вытянуть денежные рынки! Спреды остались намного выше докризисных уровней, и аппетит к ключевым ипотечным бумагам так и не проснулся вовсе. При этом, напротив, в США уже рухнули три банка и один брокер… А в июле среднедневной объем кредитов банкам через обычное discount window ФРС достиг рекордных $16.4 млрд, сообщает Bloomberg. Отчего же банки, находясь в подобном положении, один за другим все равно бьют ожидания аналитиков относительно их прибылей? Ответ мы уже дали: аналитики не могут оценить их изобретательность в области манипуляций балансами! И только.

Итак, законодательное вмешательство сегодня вряд ли возможно без критических потерь, а «рыночная поддержка» — накачка ликвидностью — практически не сработала, а точнее, сработала с минимальным эффектом. Потому что на дворе не 2001 год, а дважды войти в одну реку проблематично; зато наступить на одни и те же грабли не проблема, как мы все, безусловно, знаем. Осталась всего одна опция, последнее лекарство — [частичная] национализация разрушенного. И потому ее применение — ужасная, хорошая новость. Даже если подумать на минуту об относительно отдаленном будущем, например о росте и без того немалого дефицита бюджета США и соответствующем «наводнении» рынка госдолгом как о еще одном аргументе в пользу дальнейшего роста доходностей по всему фронту (по крайней мере, в середине и на дальнем конце кривой критичных для реального сектора) со всеми вытекающими…

Еще о хорошем. Ну, о более-менее хорошем… Нынешнее состояние глобальной экономики, кажется, предполагает, что вползание в рецессию (в широком смысле слова, а не в буквальном значении «два подряд квартала сокращения ВВП») может быть долгим. Так, внешний спрос, как никогда в предыдущие 10 лет, поддерживает реальный сектор США. Глобализация предотвращает обвал: чем больше корабль, тем медленнее он разворачивается. Это говорит о том, что, например, цены на нефть могут не обвалиться за пару месяцев на 20–30%, а снижаться постепенно в течение, например, полутора-двух лет. С негативной стороны это значит, что каждый раз, когда мы пытаемся сказать: «Ну, теперь-то худшее уже точно позади!», мы, возможно, опять и опять проявляем нетерпение. ©