Сергей Зобов,
специалист отдела мировых рынков, Cbonds

Операция CASH FOR TRASH

23 ОКТЯБРЯ АГЕНТСТВО STANDARD & POOR'S ПОНИЗИЛО ПРОГНОЗ ПО СУВЕРЕННЫМ РЕЙТИНГАМ РОССИИ СО «СТАБИЛЬНОГО» НА «НЕГАТИВНЫЙ», УКАЗАВ НА УВЕЛИЧЕНИЕ ЗАТРАТ ПРАВИТЕЛЬСТВА НА СПАСЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ. ДА, РОССИЯ ТРАТИТ НА ПОДДЕРЖКУ БАНКОВ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ ДАЖЕ ПО МЕРКАМ ЗВР СРЕДСТВА.

НО РАЗВЕ МОГУТ ОНИ СРАВНИТЬСЯ С МАСШТАБОМ МЕР, ПРИНИМАЕМЫХ ПРАВИТЕЛЬСТВОМ США, ЕСЛИ ВСПОМНИТЬ ПЛАН ПОЛСОНА ПО ВЫКУПУ ПРОБЛЕМНЫХ АКТИВОВ НА $700 МЛРД? ОДНАКО НИ РЕЙТИНГИ США, НИ ПРОГНОЗ ПО НИМ НЕ ПОСТРАДАЛИ С САМОГО НАЧАЛО КРИЗИСА — AAA, ПРОГНОЗ «СТАБИЛЬНЫЙ». ПОЧЕМУ? КТО В ИТОГЕ БУДЕТ ФИНАНСИРОВАТЬ СПАСЕНИЕ АМЕРИКАНСКИХ БАНКОВ, ИСПОЛЬЗОВАВШИХ НЕАДЕКВАТНУЮ СИСТЕМУ ОЦЕНКИ РИСКОВ? В ДАННОЙ СТАТЬЕ МЫ ПОПЫТАЕМСЯ ПРОАНАЛИЗИРОВАТЬ ПЛАН ПОЛСОНА, ИСТОРИЮ ЕГО ПРИНЯТИЯ И ВОЗМОЖНУЮ ЭФФЕКТИВНОСТЬ В ПЛОСКОСТИ ДАЛЬНЕЙШИХ ПУТЕЙ РАЗВИТИЯ СИТУАЦИИ В ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ США.

НАМ НРАВИТСЯ ВАШ ПЛАН, ГОСПОДИН ПОЛСОН

Первоначально план (официальное название документа — Акт 2008 года о чрезвычайной экономической стабилизации, англ. The Emergency Economic Stabilization Act of 2008) был представлен министром финансов США Генри Полсоном (которому и обязан своим неофициальным названием) 20 сентября нынешнего года. Полсон объявил, что для выхода из кризиса к ситуации на финансовых рынках «необходим всеобъемлющий подход», и что после проведенных с Федеральной резервной системой (Federal Reserve System) и Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission) консультаций предлагается выкупать у банков обесценившиеся неликвидные активы. Параметры программы оказались впечатляющими — общий объем до $700 млрд, срок действия — два года. По завершении программы выкупленные активы должны остаться в собственности государства до наступления благоприятной для продажи ситуации, а финансирование предлагалось выделить из средств бюджета. По заявленному плану в первую очередь должны были выкупаться ценные бумаги, связанные с ипотечными кредитами, выданными до 17 сентября 2008 года (Mortgage-backed securities, MBS).

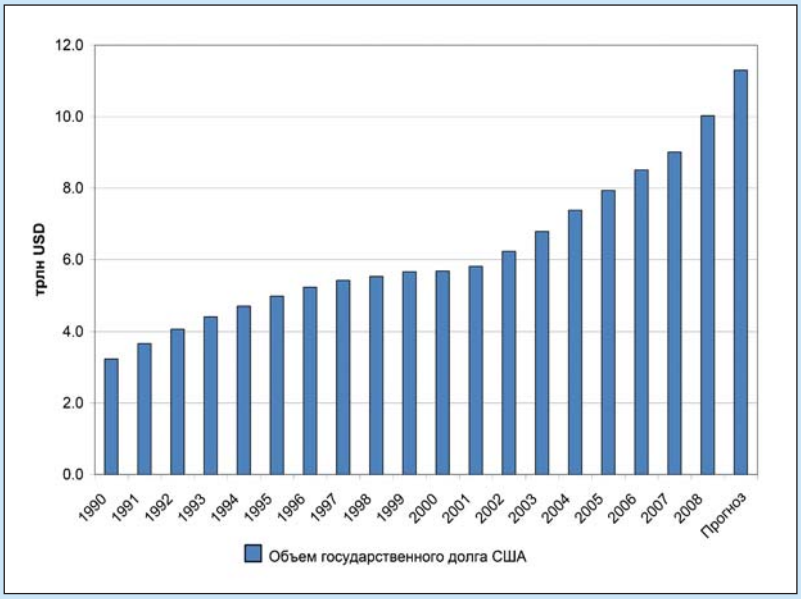
Необходимо отметить, что у США уже был опыт создания структур по выкупу проблемных активов, о параллелях между которым и текущими предложениями министра финансов начали говорить сразу после первых сообщений о грядущей программе. Еще в 80-х годах, во время известного кризиса S&L (savings and loan associations, ссудо-сберегательных ассоциаций) была создана специальная структура — Resolution Trust Corporation (RTC, трастовая корпорация для урегулирования), также занимавшаяся выкупом активов. Вместе с действовавшей до нее Федеральной корпорацией по страхованию ссудо-сберегатель-

ных ассоциаций (Federal Savings and Loan Insurance Corporation) они тогда выкупили у американских финансовых институтов проблемных активов на сумму более $500 млрд. Однако в относительных цифрах программа по выкупу активов RTC имела больший размах, чем нынешняя, предложенная Полсоном. Стоимость выкупленных ею активов составила тогда 9% ВВП США, что при нынешнем его показателе в $13.8 трлн составляет около $1.24 трлн. В общей сложности кризис S&L привел к банкротству около трех тысяч американских финансовых институтов, а совокупный ущерб, нанесенный экономике США, оценивается в $160 млрд.

Но вернемся к плану Полсона. Его принятие означало бы существенное увеличение государственного долга (максимальный размер которого планировалось увеличить до $11.3 трлн с текущего значения в $10.6 трлн) и дефицита бюджета США. Согласно официальным прогнозам на следующий финансовый год, расходы американского правительства должны превысить доходы всего на $482 млрд. Однако независимые аналитики предполагают несколько другие цифры — бюджетный дефицит на уровне $1.4 трлн ($480 млрд прогнозного дефицита + $200 млрд на поддержку Fannie Mae и Freddie Mac + $700 млрд на выкуп активов), что составляет около 10% ВВП США! В случае материализации данных оценок заплатить за выкуп активов придется не только американским налогоплательщикам, но и налогоплательщикам других государств, чьи власти покупают казначейские бумаги США, таким образом финансируя уже немалый дефицит американского бюджета.

После представления Полсоном плана по выкупу активов проект соответствующего закона, позволяющего потратить до $700 млрд бюджетных средств, был направлен президентом США Джорджем Бушем, полностью поддержавшим инициативу, на рассмотрение в Конгресс. Разработчик программы настаивал на том, что реальная стоимость программы будет ниже $700 млрд, так как правительство будет владеть бумагами только до нормализации рынка. Несмотря на это, у Конгресса была запрошена именно эта сумма. Через два дня после того, как законопроект был направлен в Конгресс, Генри Полсон и председатель ФРС Бен Бернанке призвали к его скорейшему одобрению. Министр финансов заявил, что принятие плана позволит избежать «серии крахов финансовых институтов и дальнейшего замораживания кредитных рынков». А председатель ФРС сообщил, что промедление может обернуться спадом, ростом безработицы и дальнейшим обострением ситуации на жилищном рынке.

График 1. Объем государственного долга США



Источник: TreasuryDirect

ПОЛИТИКА VS ЭКОНОМИКА

Однако оценка американской политической общественности оказалась вовсе не столь однозначной, причем как в стане демократов, так и в стане республиканцев. Ключевые представители демократической партии в лице спикера палаты представителей Конгресса Нэнси Пелоси и председателя банковского комитета сената Кристофера Додда все же выступили в поддержку программы. Лидеры республиканской партии высказали свои опасения по поводу работоспособности плана, «несмотря на его огромную стоимость». Некоторые политики начали апеллировать к тому, что план Полсона поощряет безответственность работников Уолл-стрит, перекладывая их ошибки на рядовых налогоплательщиков.

Начав проводить параллели с кризисом S&L в 80-х — начале 90-х годов, нужно идти до конца и признать, что тогда выкуп проблемных активов достаточно долго не давал должного результата для финансовой системы США. После создания и начала работы Resolution Trust Corporation рынок ценных бумаг продолжал падать еще в течение года, а экономика рецессировала около двух. Очевидно, что скупка ипотечных бумаг по текущей низкой цене не может решить проблему нехватки ликвидности, в то время как их покупка по завышенной цене несправедливо вознаграждает самых нерациональных участников рынка.

По этим и другим причинам план Полсона не получил немедленного одобрения на дебатах в сенате США, хотя ни один сенатор и не предложил полностью отказаться от него. Законодатели не выразили уверенности в том, что программа по выкупу активов будет эффективна без более широкого комплекса мер и настаивали на обеспечении большей защиты налогоплательщиков. На этом этапе обсуждения было предложено включить в программу спасения иностранные финансовые компании, ведущие деятельность на территории США, и исключить из «спасаемых» организаций хедж-фонды.

Заседание Конгресса было запланировано на 25 сентября, и незадолго до этого представители американской власти сообщали, что одобрение программы ожидается в скором будущем. Так, в среду 24 сентября Кристофер Додд выразил надежду, что положительное решение будет принято со дня на день, а Джордж Буш выступил с обращением, в котором призвал американцев ко всеобщей поддержке мер стабилизации, предупредив о неизбежности финансовой паники, спада и безработицы в случае непринятия программы Конгрессом.

Президент также заявил, что организовал экстренную встречу с кандидатами в президенты — Бараком Обамой, Джоном Маккейном и членами Конгресса, чтобы обсудить детали плана. Отметим, что кандидаты от обеих партий поддержали план Полсона, а Маккейн даже демонстративно приостановил предвыборную кампанию, чтобы помочь в работе над проектом. В четверг, 25 сентября, представители двухпартийной группы, состоящей из девяти членов палаты представителей и сената, завершив заседание в Конгрессе США, заявили, что достигнуто «фундаментальное соглашение» относительно плана по выкупу активов. Подробности этого соглашения распространены не были, однако в очередной раз был выражен оптимизм относительно принятия плана палатой представителей на голосовании, так как были согласованы «многие важные вопросы».

NO CASH FOR TRASH!

Социальная реакция не заставила себя долго ждать. Никакого оптимизма относительно изъятия из бюджета гигантской суммы денег американские налогоплательщики, уже испытывающие реальные финансовые трудности в связи с событиями на Уолл-стрит, не продемонстрировали. С 25 сентября США охватили масштабные акции протеста, связанные с планом Полсона. Граждане США настаивали на том, что не должны расплачиваться за неоправданно рискованную кредитную политику финансовых гигантов.

Транспаранты гласили: «No cash for trash!» («Никаких денег за мусор!») и «Полсон, выкупи и это!» — активисты принесли с собой стопки счетов и квитанций за обучение и погашение кредитов. Всего, по данным общественных организаций, в США против программы Полсона в четверг, 25 сентября, прошла 251 акция протеста.

Несмотря на крайнюю непопулярность среди населения, голосование в Конгрессе по программе спасения назначили на 29 сентября. Тогда стали известны и более подробные детали программы. Запланированные $700 млрд было решено разбить на несколько траншей, и в распоряжении министерства финансов после положительного решения Конгресса окажется только первый транш на $250 млрд, еще $100 млрд могут быть израсходовать по запросу президента, а остальные $350 млрд специальной резолюцией даже после принятия законодательного акта может заблокировать Конгресс. Республиканцы все же настояли на собственном плане помощи банкам, который был также включен в законопроект. По нему пострадавшим финансовым институтам предлагается вместо продажи ипотечных активов купить у государства страховку от дефолта. Приобретение страховки является опционом, так как финансовые власти США не сочли данную меру достаточно эффективной и согласились включить ее только для разрешения межпартийных разногласий.

Еще до голосования в Конгрессе в газете Wall Street Journal появилась информация о том, что США намерены эмитировать казначейские облигации (US Treasuries) на сумму в $700 млрд для размещения на внешних рынках. В газете были выражены опасения относительно того, что если Китай и другие зарубежные инвесторы не проявят должного интереса к казначейским бумагам США, то правительству опять придется поднимать ключевую ставку, что может обернуться новыми серьезными угрозами для финансовой стабильности страны. Отметим, что объем долгосрочных US Treasuries на текущий момент приближается к $4 трлн, более чем $2.7 млрд из которых владеют иностранные инвесторы. Япония и Китай являются ключевым держателем этих бумаг, каждая из стран владеет бумагами на сумму почти в $600 млрд (данные на август 2008, источник — US Department of Treasury).

Наступило 29 сентября, которого так ждали на Уолл-стрит. И??? Конгресс проголосовал против принятия плана Полсона. Да-да, несмотря на все согласования и призывы, он был отклонен палатой представителей — «за» проголосовало 205 конгрессменов, «против» — 228. Конгрессмены, проголосовавшие «против», по их заявлениям, выразили настроения граждан США, однако совершенно очевидно, что такой исход голосования связан с предстоящей избирательной компанией — ведь в ноябре американцы будут выбирать не только нового президента, но и новый состав палаты представителей Конгресса и треть сенаторов. Среди голосовавших «против» большинство оказалось республиканцами, рьяно протестующими против спасения финансового сектора за счет налогоплательщиков. После объявления результатов голосования американские рынки пережили рекордное падение, потеряв более чем $1 трлн капитализации за торговую сессию. Индекс Dow Jones Industrial Average потерял почти 778 пунктов (-7%), показав максимальное снижение за свою историю. Котировки акций ключевых американских банков снизились более чем на 10%, в связи с чем индекс S&P 500 Financial Sector испытал еще более трагическое падение, чем DJIA.

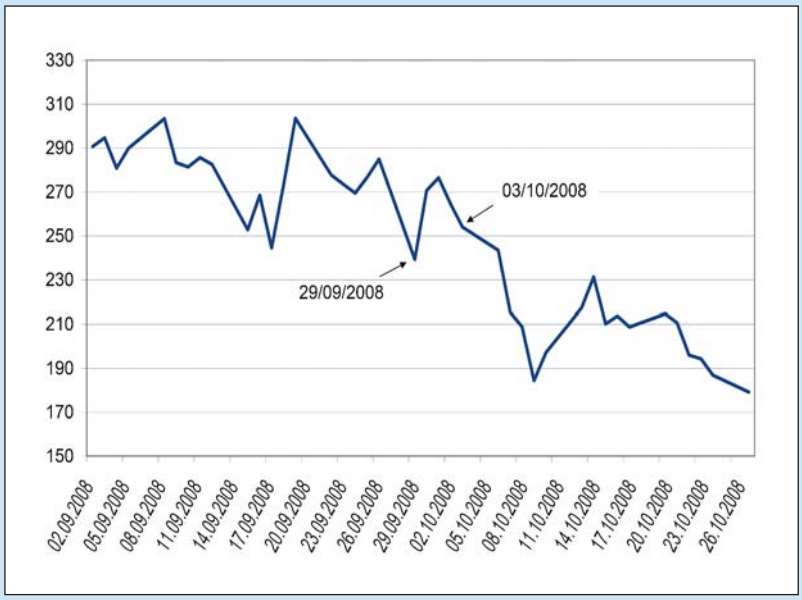
МЕЖДУ ПЕРВЫМ И ВТОРЫМ...

Однако план спасения не похоронили, а основной разработчик Генри Полсон заявил, что продолжит работу с лидерами Конгресса по его обновленному варианту, так как «план спасения слишком важен, чтобы просто позволить ему провалиться». Очередное голосование в Конгрессе назначили на 3 октября в случае одобрения обновленного плана сенаторами. Лидеры республиканской и демократической партии также выразили готовность продолжить работу над законопроектом.

Первого октября сенат одобрил дополнения к базовому плану по спасению, которые позволили обойти партийные разногласия, — из 99 сенаторов 74 проголосовали «за». В модифицированный проект вошли пункты о временном увеличении страхового покрытия банковских депозитов со $100 тыс. до $250 тыс. и ключевое дополнение относительно налоговых льгот для бизнеса и индивидуальных налогоплательщиков на общую сумму в $150 млрд.

После этого обновленный план был направлен в палату представителей Конгресса, и 3 октября она также одобрила дополненный законопроект — «за» проголосовали 263 конгрессмена, «против» — всего 171! Поправок оказалось достаточно, чтобы изменить решение некоторых членов Конгресса, которые голосовали «против» в первый раз. Другие изменили позицию благодаря активизации представителей реального сектора экономики и политиков, предупреждающих о возможных последствиях непринятия программы. Сразу после голосования

График 2. Динамика индекса S&P 500 Financial Sector в период принятия плана Полсона



документ был направлен президенту Бушу, который подписал его. «Мы показали всему миру, что США стабилизируют свои финансовые рынки и сохранят лидирующую роль в мировой экономике», — торжественно заявил президент США. Отметим, что положительное решение Конгресса во многом явилось заслугой кандидатов в президенты. Так, Барак Обама лично убедил более 20 членов своей партии изменить позицию и проголосовать за принятие плана Полсона. Республиканец Джон Маккейн также активно лоббировал принятие программы, и в итоге 25 представителей его партии изменили свое мнение по принимаемому законопроекту на положительное.

Однако, несмотря на окончательное одобрение Конгрессом антикризисной программы, призванной наконец реанимировать финансовую систему США, падение американского фондового рынка не остановилось. Так, по итогам торгов 3 октября индекс DJIA понизился на 157 пунктов (-1.5%) и составил 10325.7 пункта, а индекс S&P 500 Financial Sector закрепился на довольно низкой отметке в 254.07 пункта.

ЖИЗНЬ ПОСЛЕ «СПАСЕНИЯ»

После одобрения плана спасения Конгрессом министерство финансов заявило, что намерено в минимальные сроки приступить к его реализации, также было официально сообщено, что планируются и другие последующие шаги стабилизации. Основную часть плана, которую составляют реверсивные аукционы (с понижением цены) по покупке проблемных активов планируется начать не раньше ноября.

На данном этапе правительство выбирает компании, которые будут управлять располагаемыми $700 млрд. Вероятно, одним из управляющих станет PIMCO (Pacific Investment Management Company), которая является крупнейшей в мире управляющей компанией на рынке инструментов с фиксированной доходностью. Комиссионные, по неофициальной информации, должны составить около 0.15–0.2%.

14 октября министерство финансов дополнило план Полсона пунктом относительно покупок акций ключевых американских банков — правительство намерено использовать до $250 млрд из предоставленных $700 млрд на покупку акций ведущих финансовых институтов страны. Доля государственного участия в капитале каждого института не должна превысить $25 млрд. Банки, желающие участвовать в этой программе, должны подать заявки до 14 ноября. По последним данным, в новой программе согласились участвовать Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, Bank of America, Merrill Lynch, Citigroup, Wells Fargo, Bank of New York Mellon и State Street Corp. Цель этого дополнения заключается в том, чтобы находящиеся в хорошей форме финансовые институты могли увеличить дополнительный капитал и активизировать кредитную деятельность.

А что Китай, на который возлагаются столь большие надежды в связи с финансированием плана спасения США? По неофициальной информации, правительство Китая готовится инвестировать значительные суммы в американские US Treasuries и таким образом поддержать программу, чтобы помочь США, являющимся для Китая важнейшим рынком сбыта.

Реализация программы по выкупу проблемных активов вряд ли станет последней глобальной мерой, предпринимаемой правительством США в ответ на финансовый кризис. Фундаментальная природа проблем в скором будущем вынудит министерство финансов и ФРС либо снизить процентные ставки (вплоть до 0%), либо проводить новые операции по увеличению ликвидности. Так, уже в октябре стало известно, что американское правительство готовит новый антикризисный пакет мер еще на $250–300 млрд. Точный объем и цели программы пока не известны, да и вряд ли будут официально объявлены до выборов. Однако экономисты говорят, что и $300 млрд может не хватить. Кому еще US Treasuries?