ОАО АКБ «Связь-Банк», отдел анализа финансовых рынков

Юрий Бодрин

Максим Гребцов

СТАВКА на процентную ставку

НАЧАЛО 2008 ГОДА. ВСЕГО ПЯТЬ МЕСЯЦЕВ НАЗАД ДЛЯЩИЙСЯ ПО СИЮ ПОРУ КРИЗИС ПЕРЕШЕЛ В АКТИВНУЮ ФАЗУ. ПРАВДА, ТОГДА ЭТО БЫЛ ЕЩЕ «КРИЗИС ВЫСОКОРИСКОВАННОЙ ИПОТЕКИ», ТО ЕСТЬ СЛОЖНОСТИ БЫЛИ СОСРЕДОТОЧЕНЫ В ОСНОВНОМ В СЕКТОРЕ НЕДВИЖИМОСТИ. ЗАТО В ПОЛНОЙ МЕРЕ ПРОЯВИЛАСЬ ПРОБЛЕМА ДОВЕРИЯ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ — В ДАЛЬНЕЙШЕМ ОНА СТАЛА ДЛЯ ФРС ОДНОЙ ИЗ ОСНОВНЫХ И ПРИ ЭТОМ ПОКА ОКОНЧАТЕЛЬНО НЕ РЕШЕНА. В АВГУСТЕ 2007 ГОДА НАЧАЛСЯ КРИЗИС, И УЖЕ МЕНЬШЕ ЧЕМ ЧЕРЕЗ МЕСЯЦ ФРС НАЧАЛА МАСШТАБНЫЙ ЦИКЛ СНИЖЕНИЯ БАЗОВОЙ СТАВКИ ОТ МАКСИМАЛЬНЫХ СО ВРЕМЕН РЕЦЕССИИ «ДОТКОМОВ» УРОВНЕЙ ДО ПРАКТИЧЕСКИ НУЛЯ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ.

К началу 2008 года всего масштаба рецессии не представлял никто, даже сами регуляторы, но обвинить в бездействии их нельзя — к январю ставка была снижена уже на 100 б.п. Дальнейшие шаги по смягчению денежно-кредитной политики отличались изрядной агрессивностью и в то же время невысокой эффективностью. Надо сказать, что начало прошлого года в плане основных макроэкономических индикаторов было относительно стабильным, если сравнивать с текущими уровнями. ВВП страны во многом благодаря оказанной властями помощи потребителям в первом и втором кварталах вырос на 0.9% и 2.8%, то есть внешне все было не так уж и плохо, и многие ждали скорого восстановления. ФРС продолжала снижать стоимость денег (см. График 1).

Недоверие банков друг к другу, вызванное неопределенностью в том, кто именно и насколько увяз в операциях с не очень понятными простому смертному производными ценными бумагами, в том числе на основе ипотечных кредитов класса subprime, во второй половине прошлого года поставило на грань обрушения кредитные рынки. Банки перестали кредитовать друг друга, потребителей и компании, загнав ставки на межбанке на весьма высокие уровни. Получить потребительский кредит, рефинансировать ипотеку или купить автомобиль на заемные средства стало серьезной проблемой для потребителей, привыкших жить, не исходя из доходов. Компании столкнулись с невозможностью финансировать свою текущую деятельность, о крупных кредитах, например под M&A, можно просто забыть.

ФРС, все яснее осознавая масштабы проблем, не ограничивалась только традиционными мерами регулирования, такими как снижение базовой ставки или сокращение требований к банкам. Объемы предоставляемых банкам средств росли в геометрической прогрессии. Государство входило в капитал банков. Стремление получить от государства деньги подвигло ряд финансовых структур, таких как инвестиционные банки Goldman Sachs и Morgan Stanley, отказаться от независимости от ФРС и стать банками в привычном смысле этого слова. Ради выживания. Их три крупнейших конкурента по тем или иным причинам, по сути, перестали существовать.

Причем именно с этим связан один из наиболее спорных моментов в оценке адекватности действий регулятора. Bear Stearns был «спасен», и для рынка стало шоком неожиданное банкротство банка Lehman Brothers, которого, как считал рынок, тоже не бросят. Этого не произошло, и банкротство Lehman стало причиной форменной паники. Вопросы «Кто следующий?» и «Как на новое крупное банкротство отреагирует государство?» стали основными, поскольку логики ФРС, не пришедшей на помощь Lehman, а до и после этого поддержавшей на плаву Bear Stearns и AIG, не понимал никто. Это можно расценить как слабость и неуверенность в собственных силах, что явно не улучшало настроений на рынках. Знает ли сама ФРС правила игры?

Банкротство Lehman привело к сомнениям в возможности выплат страховых компаний, страхующих от рисков банкротства кредитуемых, что привело к кризису инструмента CDS и резкому увеличению рисков страхования.

Осень 2008 стала пиком кризиса ликвидности, периодом, когда уже упоминавшиеся сложности с кредитованием могли обрушить экономики как развитых, так и развивающихся стран (см. График 2).

8 октября 2008 года все ведущие центробанки приняли беспрецедентное решение об одновременном снижении процентных ставок. На тот момент ставка Fed Funds была уже на уровне 2% и была снижена еще на 50 б.п., равно как и ставки в Великобритании, Канаде, Швеции, Швейцарии и еврозоне. Тем самым регуляторы, по сути, расписались в глобальности рецессии. ФРС, опасаясь нехватки долларов в других странах, прибегала совместно с другими ЦБ к масштабным валютным свопам.

На протяжении последних полутора лет ФРС активно старалась снабдить банки ликвидностью, пытаясь заставить их возобновить кредитование экономики. Пока этого достичь не удалось, хотя триллионы долларов (скоро объем государственной помощи экономики сравняется по объему с годовым ВВП США), влитые в экономику, все же оказали свое позитивное влияние. Как мы видим, всплески напряженности с ликвидностью удалось погасить, и сейчас ситуация достаточно стабильна

График 1. Динамика процентных ставок ФРС, Европейского Центрального Банка и Банка Англии

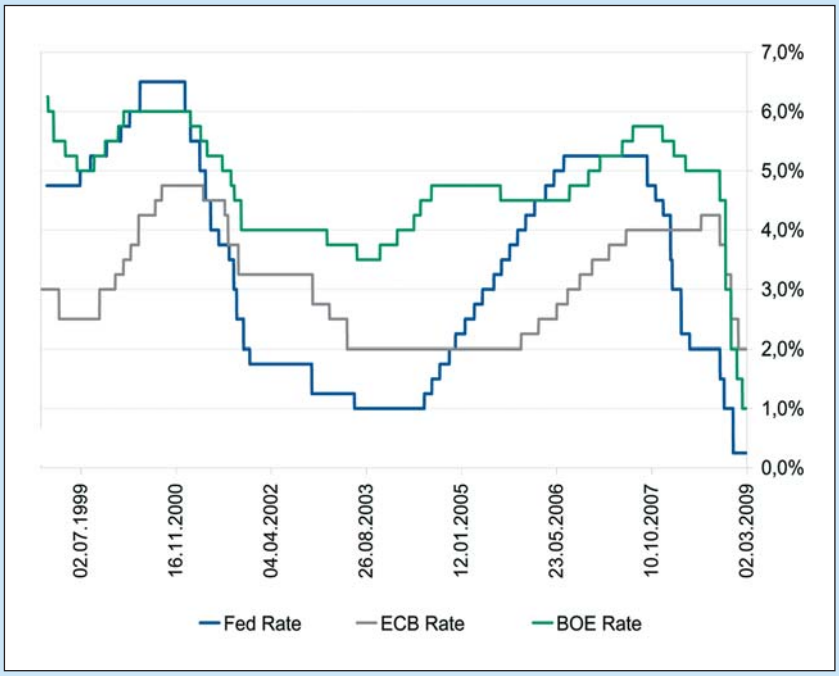
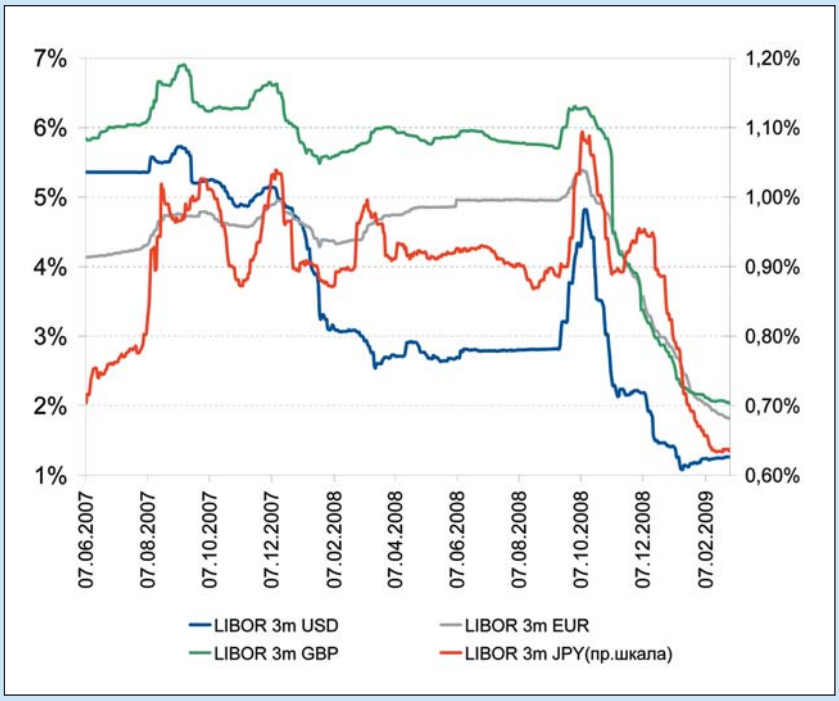


График 2. Динамика трехмесячного LIBOR



в этом плане, хотя усилий было приложено немало. Крупнейшие банки с охотой кредитовались в ФРС, но предоставлять кредиты кому-то еще вовсе не стремились, предпочитая сидеть на мешках с деньгами или направлять их на поддержку стоящих за ними фондов и других фактически неподконтрольных государству структур. По данным Reuters Loan Pricing, в 2008 году объем кредитов, выданных в США, уменьшился на 55% до $764 млрд, что является самым низким значением с 1994 года. Для сравнения: годом ранее объем выданных кредитов составил $1.69 трлн.

Все чаще звучало слово «национализация», причем даже из уст таких сторонников свободного рынка, как, к примеру, Алан Гринспен. (Отказался ли гуру от своих взглядов? Вероятно, нет. Это или социальная демагогия, либо в термин «национализация» вкладывается иной смысл — к примеру, использование мощи государства во благо интересов Уолл-стрит за яркой вывеской для избирателей.) Но несмотря на то что банкам были предоставлены сотни миллиардов долларов средств налогоплательщиков, ни о каком навязывании воли государства речь, как это ни странно, все же не идет. Даже несмотря на недовольство этим фактом населения. Банкам рекомендуется восстанавливать кредитование, чего они, еще не найдя нового состояния равновесия в соотношении риск/доходность, даже и не собираются делать. Перспективы восстановления кредитования неясны еще и вследствие того, что на момент, когда банки определятся со своим отношением к риску, далеко не все заемщики, только что пережившие кризис, будут им соответствовать. Докризисных масштабов кредитования мы достигнем еще очень нескоро. Сейчас же ставки по кредитам либо высоки, либо запредельно высоки.

В последние дни тема национализации вновь овладела умами и стала одним из факторов снижения американского фондового рынка. Государство планирует существенно расширить свое присутствие в капитале Citigroup и, возможно, на подходе Bank of America. То, что у финансового сектора вновь начнутся проблемы в этом году, в общем-то, было ожидаемо. Но в последнем выступлении Бен Бернанке успокоил рынок, сказав, что национализации не будет, и одновременно предостерег банки от нецелевого использования предоставленной помощи, в частности — от направления ее на дивиденды.

Пока ФРС в своем стремлении наводнить экономику деньгами, в том числе и свеженапечатанными, остановить невозможно. Ее глава Бен Бернанке не так давно получил прозвище «вертолетчик Бен», пообещав разбрасывать деньги хоть с вертолета, дабы поддержать финансовые рынки. Но ни снижение ставки, ни предоставление банкам громадных средств не смогли переломить ситуацию в экономике, вынудив ФРС подключить фантазию и искать новые пути предоставления средств в активном и необходимом тандеме с министерством финансов, законодателями и президентом. В основном этими мерами стали покупка активов у банков (в том числе планы создания «плохого банка»), покупка коммерческих бумаг (этот рынок мог также полностью остановиться, добив остатки реальной экономики в США) и гарантирование обязательств. Планы Буша/Полсона/Обамы — очень дорогие и явно не последние, о чем уже открыто заявил новый президент. По оценке Fed, в случае если все предпринятые меры сработают так, как задумывали их авторы, уже во второй половине года наметится стабилизация ситуации, а в 2010 году начнется постепенное восстановление. На полное восстановление экономики уйдет в районе трех лет. Но замечу: это только в случае, если все пойдет, как планировалось, а такого в реальности не бывает никогда.

Оценивая перспективы ставки Fed Funds, можно с высокой долей вероятности утверждать, что она сохранится на текущем уровне в 0.25% как минимум до четвертого квартала этого года или даже до начала 2010 года. Все будет зависеть от того, по какому сценарию будет развиваться ситуация в экономике, которую ждут несколько тяжелых месяцев. Если восстановление действительно начнется, ставка будет повышена, сперва незначительно, а потом достаточно активно, учитывая среднесрочные риски инфляции. Пока же основные экономические показатели США, в том числе те, которые можно считать опережающими, не дают сигналов к замедлению спада.

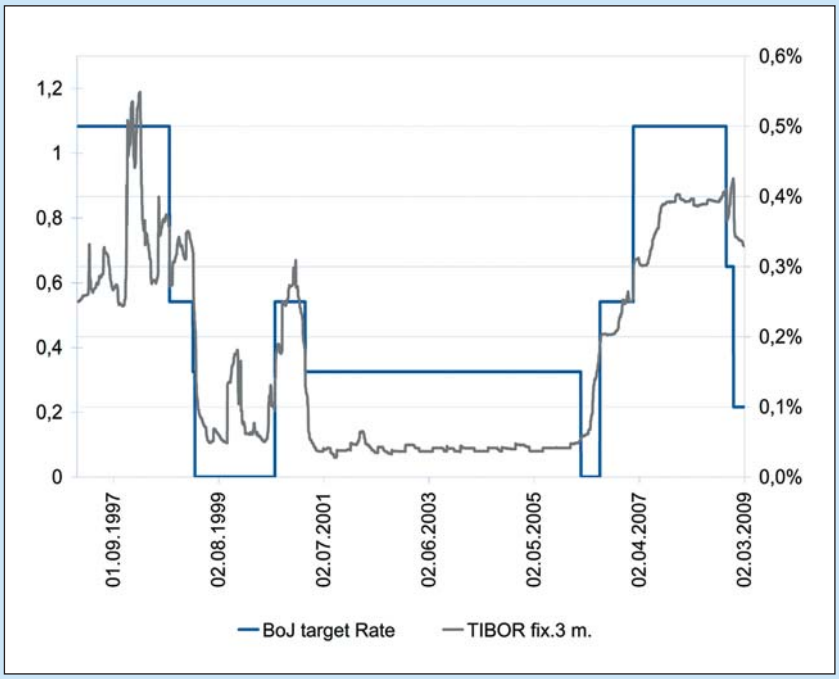
До Старого Света кризис докатился несколько позже и пока что явно не развернулся в полную силу. Из-за схожести экономики и принципов регулирования США и Великобритании именно у последней в регионе и начались наиболее серьезные проблемы, которые решаются примерно теми же методами. Самая высокая ставка среди развивающихся стран в 5.75% на начало декабря 2007 года за год с небольшим опустилась до 1%, и, можно с уверенностью говорить, в недалеком будущем максимально приблизится к нулю. В Великобритании, как и в Штатах, наблюдалось надувание «пузыря» на рынке недвижимости с последующим и логичным обвалом цен. «Реальной экономики» в стране также осталось очень немного.

В еврозоне начало кризиса сопровождалось сохранением базовой ставки на уровне 4% вплоть до июля 2008 года, когда ставка была повышена (!) на 25 б.п. Снижение началось только в октябре, именно когда начались проблемы с ликвидностью, а основные показатели инфляции уже точно развернулись. Сейчас ставка составляет 2%, и можно ждать еще большего снижения — как минимум до 1%. Представители ЕЦБ все это время, в отличие от большинства своих коллег, к месту и не к месту рассуждали о рисках ценового давления, так что вынудить их по примеру ФРС опустить ставки к нулю может разве что сокращение экономики, сопоставимое по размаху с американским. Чего, скорее всего, удастся избежать. Правы они были или нет — покажет время. В долгосрочной перспективе, естественно, чрезвычайно низкие ставки являются угрозой для ценовой стабильности, но когда речь идет о жизнеспособности экономики, на мой взгляд, не лучшее время ссылаться на рост цен. Тем более что всплеск инфляционного давления, который мы наблюдали в середине прошлого года, имел чисто спекулятивную природу, но об этом чуть позже. На мой взгляд, если бы цикл снижения ставки начался раньше, посадка экономики региона была бы более плавной, и хоть какой-то части проблем, вероятно, удалось бы избежать.

Не так давно глава ЕЦБ Жан-Клод Трише высказался за усиление регулирования финансовых рынков и всех его участников, включая хедж-фонды и рейтинговые агентства. Спору нет, все упомянутые структуры внесли свою лепту в нынешнюю ситуацию. И в этом, пожалуй, состоит одно из основных различий в философии европейского и американского регуляторов. Усиление контроля необходимо, но монетарные власти США, похоже, свято убеждены в том, что частный менеджмент гораздо эффективнее государственного, что рынок — структура «саморегулируемая» (нелиберальная «невидимая рука»), и что вмешательство государства должно быть минимальным. В пользу эффективности видимо говорят многомиллиардные списания крупнейших банков и многочисленные банкротства. Нерегулируемый рынок привел к появлению так называемой «теневой банковской системы», в которой сосредоточены несколько сотен триллионов долларов различных активов (в основном производных инструментов) — целая система, практически не подпадающая под законодательное регулирование и контроль FED или SEC. В понимании либерально настроенных политиков и представителей монетарных властей вмешательство должно ограничиваться предоставлением запрашиваемых банком сумм, в том числе средств налогоплательщиков.

Таким образом, за последние лет тридцать взгляды существенно не изменились. В начале 80-х гг. не без участия значительно повисевшей ставки ФРС началось уничтожение реального сектора в США и перевод производства за границу (чему теперь чрезвычайно рады оказавшиеся без работы люди). В 90-е гг. завершила свое формирование финансовая система, с которой мы имеем дело сейчас, насквозь спекулятивная, живущая во многом за счет надувания пузырей в том или ином секторе рынка. Барак Обама пришел к власти под лозунгом перемен, но в финансовом секторе их нам, похоже, пока не посчастливится увидеть. Сейчас в США идет борьба не с причинами кризиса, а с его проявлениями. Происходит реанимация путем масштабных денежных вливаний в старую финансовую систему с гигантскими банками, способными раскачать в нужную им сторону практически любой рынок. Все силы брошены на поддержание финансового сектора, причем в основном его верхушки, поскольку менее крупные банки, не влезшие в игры с производными инструментами или ипотекой, хоть и испытывают проблемы, но все же не такие, как их гораздо более крупные конкуренты. Они занимаются нормальным банковским бизнесом.

График 3. Динамика ставки Банка Японии и трехмесячного TIBOR



Вспомним, с каким трудом добивались предоставления минимальной (по сравнению с масштабами бизнеса и местом в экономике) помощи автопроизводители, банкротство которых обернулось бы непредсказуемыми последствиями для американской и мировой экономики, которые в итоге могли бы и не выдержать. Банки в то же самое время получали что хотели и сколько хотели.

При оценке роли Уолл-стрит в экономике на ум приходит термин «олигархия». Крупнейшие финансовые учреждения, по сути, пользуются своим положением и влиянием для достижения своих целей, в первую очередь — получения прибыли. Любой ценой и в любых условиях. Экономика, по сути, у них в заложниках — «без нас она рухнет, так что делайте то, что нужно нам». И ФРС, которая тесно связана с Уолл-стрит, равно как последняя связана с политической элитой и крупным бизнесом, делает то, что идет на пользу в первую очередь Уолл-стрит. Печатает деньги, увеличивает государственный долг (не думаю, что он будет когда-нибудь выплачен), закрывает статьи убытков деньгами граждан.

В Японии, где о полноценном подъеме экономики не слышали уже много лет, базовая ставка была минимальна по сравнению с другими странами G7 — всего 0.5%. Ее снижение до 0.1% позволило ослабить давление на кредитных рынках, но все же пока уровень ставок на межбанке не вызывает восторга у Банка Японии. Трехмесячный TIBOR (основной ориентир для корпоративного кредитования) продолжает держаться выше 0.7%, несмотря на снижение базовой ставки (см. График 3). Вообще, ситуация с японской экономикой весьма специфична. Там не было значительных вложений в рискованные активы или «пузырей», а нынешние проблемы и сокращение ВВП обусловлены в основном ухудшением ситуации у основных торговых партнеров, вследствие чего ориентированная на экспорт экономика существенно снизила обороты, и уже затем спадом внутреннего спроса.

Перед Банком Японии стоит очень тяжелая задача — пытаться стимулировать экономику при минимальном уровне ставки и в условиях, когда возможность поддержать экономику деньгами существенно ограничена, в отличие от США, где работа печатного станка с начала кризиса только

График 4. Динамика индексов потребительских цен крупнейших экономик мира в % к соответствующему периоду прошлого года

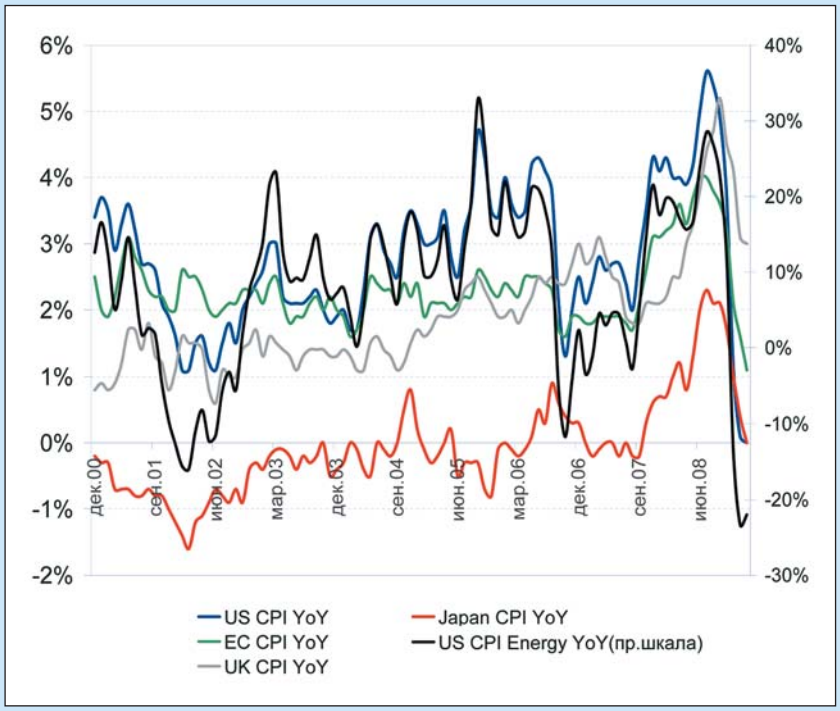
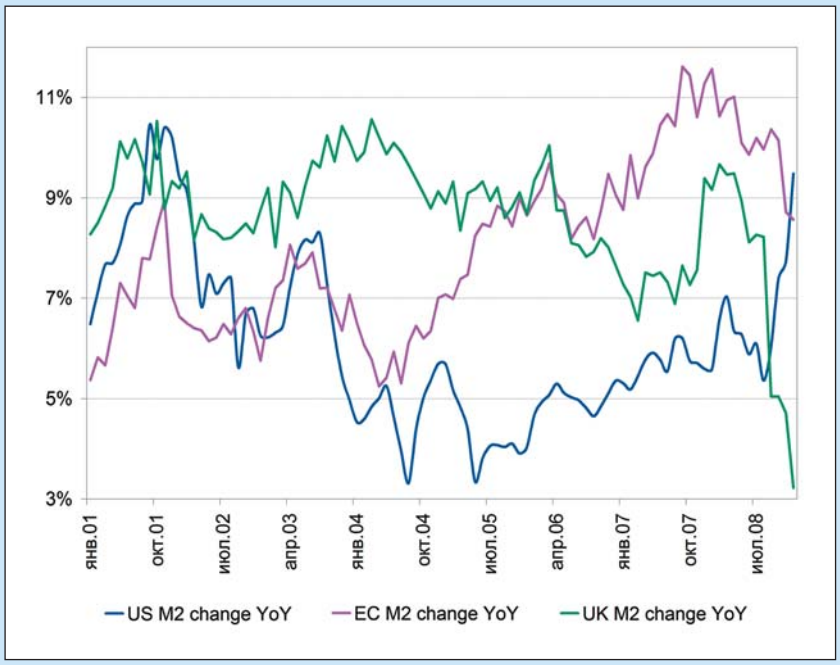


График 5. Динамика агрегата М2 США, ЕС и Великобритании в % к соответствующему периоду прошлого года



ускорилась. Конечно, необходимые шаги предпринимаются, государство ведет осторожную скупку ценных бумаг у банков и компаний, но это просто не может оказать желаемого эффекта — причины проблем лежат вне зоны влияния регулятора и, по сути, тому остается только ждать и надеяться на скорейшее начало восстановления в США и Европе. Я ожидаю, что вскоре темпы сокращения экономики существенно замедлятся, но, повторюсь, до восстановления еще очень далеко.

Теперь обратимся к инфляции. В мае 2008 года на рынке нефти начался рост цен, продолжавшийся до уровня в почти $150. И это при том, что перспективы у всей мировой экономики уже тогда были достаточно мрачными, и говорить о росте спроса на нефтепродукты, способного оправдать наблюдавшиеся уровни цен, нельзя. Именно этот рост цен в сочетании с удорожанием продовольствия и стал причиной роста инфляции по всему миру. Ситуация объясняется, на мой взгляд, достаточно просто. На рынке нефти был надут еще один «пузырь», подобный недавно лопнувшему на рынке недвижимости США или времен кризиса 2001 года. Крупнейшие банки (в основном американские), при полном попустительстве регуляторов привыкшие таким образом зарабатывать деньги, в попытке хоть как-то отыграть часть убытков по ипотеке и производным инструментам начали разгонять вверх цены на нефть. Публиковались «исследования», в которых предсказывались цены в $150–170–200 за баррель — словом, рынок разгонялся вверх любыми способами. Мир ждало не иначе как светлое нефтяное будущее кисти Чавеса и Ко. Затем рынок сдулся в считанные месяцы. Вместо $150 уже $30–40 и столь же впечатляющие «исследования» с целями по нефти в $20. А что поделать — глобальная рецессия и резкое снижение спроса.

Рост цен на нефть вызвал одновременный рост основных показателей инфляции по всему миру. Тем не менее, в развитых странах мало кто из регуляторов (кроме, пожалуй, ЕЦБ) особо волновался на счет этого и были правы, понимая, что причины лежат вне глобальных экономических процессов и носят сиюминутный характер. Индексы потребительских цен в США и еврозоне достигли максимума в июле (то есть спустя всего месяц после достижения максимума нефтью и ее разворота) и резко снижаются по настоящее время. Показательно поведение индекса CPI Energy по США, который в годовом выражении достигал отметки в практически 30%, а в январе 2009 года опустился до -22%. Сейчас CPI в крупнейших экономиках не так далек от нуля (см. График 4). Снижение потребительской инфляции пока более существенное, чем производственной. Так что теперь впору говорить о дефляции, которая грозит, к примеру, США, Великобритании или Японии. Пока только печальная практика последней позволяет говорить о гипотетическом достаточно длительном периоде, в то время как

в Штатах и Великобритании дефляция может задержаться на пару месяцев и, если экономика действительно начнет восстанавливаться к концу года, как предполагает ФРС, не станет серьезной угрозой. В США с учетом накачанных в экономику денег особенно.

Пока что одним из немногих наглядных результатов активной деятельности ФРС и иллюстрацией ее специфического подхода к решению проблем финансового сектора является агрегат М2, который стабильно растет на протяжении последних месяцев (см. График 5). С одной стороны, это позитивный момент, если учитывать угрозу дефляции, с другой — власти США надеются на возобновление экономического роста, который, как обычно, будет сопровождаться инфляцией, а это создает определенные проблемы. Учитывая, что американский доллар формально (если сравнивать объем ВВП и количеством долларов в обращении по всему миру) обеспечен исключительно воздухом, а на деле — ВВП других стран, признающих его роль в качестве мировой валюты, избавиться от излишков будет не так трудно. Средства могут пойти либо на покупку небольших американских банков (воссоздание гигантов a-la почивший Lehman Brothers), либо на скупку изрядно подешевевших реальных активов за рубежом. Если, конечно, не случится крах доллара, который предрекают некоторые. Увидим.

Делать окончательные выводы об эффективности деятельности центральных банков в момент, когда крупнейшие экономики мира или находятся близко к пику кризиса, как вероятно, США и Япония, или еще его не достигли, как Великобритания, по-моему, рановато. Инструменты в арсенале любого ЦБ могут позволить сгладить пики нормального экономического цикла, тогда как сейчас мировая экономика находится в очень сложных, во многом уникальных условиях, когда этих инструментов оказалось просто недостаточно. Потребовались совместные слаженные действия экономических и политических властей многих стран, причем действия оперативные, и тут, по большому счету, придраться не к чему. Предыдущие кризисы стали неплохой репетицией совместных действий центральных банков, и в нашем случае оперативные действия позволили предотвратить обвал кредитных рынков.

Все ЦБ, за исключением ФРС, в общем-то, действуют как по учебнику в рамках складывающейся конъюнктуры. А рецепты FED, пожалуй, даже еще проще: давайте загоним в экономику несколько сотен миллиардов долларов. Не помогло? Будем продолжать. Пока не поможет.

Теперь обратим взор на Россию. В самый разгар кризиса в России у ЦБ РФ, по большому счету, был выбор между активным задействованием золотовалютных резервов и девальвацией национальной валюты. Несмотря на значительные международные резервы Банка России, одним из главных назначений которых является поддержка стабильного валютного курса, регулятор пошел по пути ослабления российской валюты.

Попробуем разобраться в том, к чему же привела такая политика банка.

Для начала отметим, что с учетом денежно-кредитной политики ЦБ РФ и несмотря на пессимистичные ожидания, сальдо торгового баланса в декабре 2008 г. осталось положительным и составило порядка $4.6 млрд. Кроме того, глава ЦБ С. Игнатьев заявил о том, что и в январе внешнеторговое сальдо было положительным. Есть также предположение, что данные за январь лучше декабрьских показателей. Таким образом, план дальнейшей девальвации национальной валюты теряет актуальность. Это означает, что курс рубля будет находиться в равновесии какое-то время. А с учетом того что в финансовой системе скопились излишки ликвидности, Банк России начал «закручивать гайки», увеличивая процентные ставки по кредитам, депозитам и сделкам прямого РЕПО. На фоне этих действий регулятора можно говорить скорее об ужесточении денежно-кредитной политики!

Несмотря на ряд «ликвидных» мероприятий, проводимых Банком России, инфляция пока не превышает прогнозы. Министерство экономики опубликовало прогноз по росту потребительских цен в январе-феврале 2009 г. Рост составит порядка 4%. Данная динамика цен на товары в России фактически сопоставима с ценовой динамикой 2008 г. За счет чего же инфляцию в России можно считать контролируемой? Как раз за счет ужесточения денежно-кредитной политики. В частности, за счет удорожания рефинансирования.

Итак, к чему в итоге мы пришли? Кредитные ставки растут! Это хорошо для инфляции, но плохо для реального сектора экономики. В рамках кризиса восстановление экономики страны в целом должно начинаться с восстановления реального производства. Для развития реального сектора экономики необходимо рефинансирование, но текущие кредитные ставки слишком высоки, потому можно говорить о том, что экономика страны в настоящий момент пребывает в рецессии. Таким образом, одним из наиболее подходящих выходов из сложившейся ситуации является понижение кредитных ставок. Несомненно, это должно случиться в ближайшие полгода-год. Но при этом должны будут соблюдаться следующие условия: стабильные (растущие) цены на нефть и плавно укрепляющийся рубль.