

«Лошадка, обученная единственному трюку»

Хотя наши индикаторы подсказывают, что США уже вошли в фазу рецессии (или близки к этому), и в условиях сохраняющейся обеспокоенности по поводу платежеспособности суверенных заемщиков и серьезных сомнений, особенно в Европе, относительно платежеспособности многих банков с чрезмерно высокой долей заемного капитала, что и является реальной проблемой. В то же время, Бен Бернанке и ФРС вновь концентрируют внимание не на ней, а на денежной ликвидности. Их последняя и, по нашему мнению, неэффективная ответная мера — обмен краткосрочных ценных бумаг в объеме 400 млрд долл. США на долгосрочные ценные бумаги на такую же сумму. Каким образом эта мера должна, по расчетам ФРС, оживить пошатнувшуюся экономику США — остается загадкой, тем не менее мы попытались представить, насколько эта политика сможет оказать хотя бы умеренно благоприятное воздействие на экономику.

Возможно, ФРС полагает, что в банковской системе с менее высокой долей заемного капитала повышение краткосрочных ставок способно оказать благотворное воздействие в плане повышения скорости обращения денег (хранение денег обходится дороже, а значит, они обращаются быстрее). Это, в свою очередь, повысит инфляционные ожидания, ожидания в отношении реального ВВП и, в сочетании с падением номинальных ставок в результате длинных покупок, приведет к уменьшению реальных процентных ставок и стимулирует спрос. Однако до объявления этой политики реальные процентные ставки были отрицательными, и мы сомневаемся, что кто-либо всерьез полагает, что высокое соотношение текущих и ожидаемых реальных ставок является ограничением для спроса. Величина любого такого воздействия скорости обращения на ожидаемые реальные процентные ставки в любом случае будет, скорее всего, незначительной, представляя собой символическую реакцию на снижение экономической активности, которое разошедшиеся во взглядах законодатели бессильны остановить. Вторая перспектива — это возможный эффект данной политики на банковское кредитование. В настоящее время избыточные резервы банков составляют 1,7 трлн долл. США, а внутренние коммерческие банки США владеют государственными ценными бумагами на сумму 1,6 трлн долл. США — это на 500 млрд долл. США больше, чем в начале 2007 года, и составляет 15% их активов (по сравнению с 10% в 2008 году). Эти цифры следует сравнить с долгосрочным медианным объемом вложений, равным 13%, и их пиковым уровнем в 21%, достигнутым в 1993 году. С начала кризиса банки принимают ничего не стоящие им депозиты и предоставляют эти средства в заем государству за спрэд, что фактически означает перераспределение доходов от налогоплательщиков в пользу банков. Вложения в государственные ценные бумаги были очень прибыльными для банковской системы. Уменьшение наклона кривой за счет проведения политики, направленной на одновременное снижение долгосрочных и повышение

краткосрочных процентных ставок (так называемого “Operation Twist”), уменьшит доход от процентных арбитражных операций и, возможно, подтолкнет банки США к кредитованию не государственного, а частного сектора. Причем на сегодняшний день банки США характеризуются гораздо меньшим левэриджем (отношение заемных средств к капиталу за вычетом привилегированных акций и нематериальных активов, которое составляет приблизительно 15, тогда как в 2007 году оно превышало 30),. Высокий уровень избыточных резервов и более плоская кривая приведут к снижению рентабельности банков, и, возможно, ФРС надеется, что это создаст коммерческое давление, которое вынудит их кредитовать частный сектор. Однако, опять же, подобные расчеты игнорируют тот факт, что частный сектор имеет крайне высокую долю заемного капитала и не стремится увеличивать свою задолженность, да и не нуждается в этом.

Помимо ничтожного эффекта на благосостояние в форме акций, любые надежды на то, что эти меры способствуют росту благосостояния, представляются нам необоснованными. По казначейским облигациям до их погашения выплачивается ряд фиксированных купонов, и изменения процентных ставок лишь меняют чистую приведенную стоимость этих заданных/фиксированных платежей в любой конкретный момент времени. Когда ставки снижаются, чистая приведенная стоимость повышается (получаем больше сегодня и меньше в будущем), а когда ставки растут, чистая приведенная стоимость снижается (получаем больше в будущем и меньше сегодня). Изменения процентных ставок просто означают, что благосостояние, связанное с владением облигацией, переносится на более поздние или более ранние периоды времени («межвременной трансферт»); они никоим образом не увеличивают и не уменьшают благосостояние.

Оплаченный капитал ФРС составляет 51 млрд долл. США. Если сопоставить его с валютой ее баланса, составляющей 2 900 млрд долл. США, то коэффициент левэриджа равен 57. По нашим расчетам и с учетом текущего распределения сроков погашения ценных бумаг ФРС дюрация портфеля ФРС составляет приблизительно 8,4. Политика “Operation Twist”, которую также иллюстрирует нижний рисунок, приведет к реструктуризации портфеля, в результате чего дюрация нового портфеля составит примерно 9,6. С учетом левэриджа ФРС (57) это означает, что повышение доходности на 17 б.п. полностью «съест» капитал ФРС! Если бы ФРС была коммерческим банком, ее бы ликвидировали! Нет, мы не ждем совершенно ничего хорошего от действий ФРС. Мы будем просто спокойно ждать реструктуризации долга.

Сергей Хорошев, по материалам инвестиционного бюллетеня Швейцарского банка Lombard Odier.