

## МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



**Владимир Брагин**  
CFA | Директор  
по анализу  
финансовых рынков  
и макроэкономики

### Отравление казначейскими облигациями

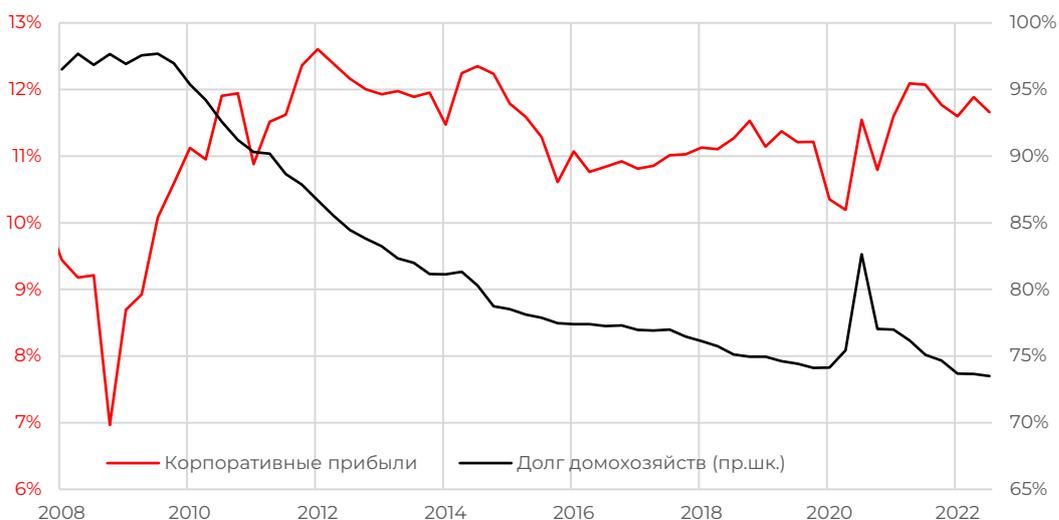
*Падение трех банков в США, а также вызванная этим волатильность на финансовых рынках, стала главным событием последних недель. Оценки последствий разнятся, варьируясь от скорого коллапса банковской системы до ожиданий быстрого возврата ситуации к исходному состоянию. Тем не менее, пристальное внимание к деталям происходящего часто уводит внимание от общей картины в экономике и того, что падение банков является одним из проявлений более масштабных процессов. Экономика США находится в стадии циклического замедления, и одновременно повышения ставки ФРС. Странно было бы ожидать, что в таких условиях не возникали бы проблемы в отдельных сегментах или у отдельных компаний или банков. Тем не менее, для ФРС и других монетарных регуляторов такие нежелательные явления - сигнал скорректировать подход к ужесточению монетарных условий.*

#### *Последствия ужесточения денежно- кредитной политики*

Когда ФРС или другой центральный банк повышает ставки с целью сдерживания инфляции, то предполагается запуск примерно следующей цепочки: высокие ставки приводят к сокращению кредитования (потребительского и инвестиционного), что снижает совокупный спрос, а значит происходит торможение роста цен в экономике. На микро-уровне картина, естественно, сложнее и многообразнее, а главное, нагрузка распределяется очень неравномерно. В том числе это касается степени ухудшения финансовых показателей компаний, снижения кредитного качества частных и корпоративных заемщиков. А значит обязательно будут сегменты экономики, отдельные компании и банки, которые будут резко выделяться из общей массы.

То, что проблемы у банков начались раньше, чем проявилось влияние ставок на макроэкономические показатели, объясняется тем, что корпоративный сектор США и потребители подошли к циклу повышения ставок в очень хорошей форме. Потребители имели низкую долговую нагрузку, а корпоративный сектор имел большой запас прочности, если смотреть по размеру прибыли к ВВП. В результате повышение ставок не привело к заметному охлаждению общей деловой активности, даже безработица осталась близка к рекордно низким уровням. Если посмотреть пресс-релизы ФРС, то заметно, что регулятор при принятии решений о ставках ориентировался в основном на макро-индикаторы, пытался сбить инфляционное давление. Я не припомню, чтобы в них хотя бы раз за последний год упоминалось бы о возможном влиянии повышения ставок на состояние банков.

Диаграмма. Корпоративные прибыли и долговая нагрузка домохозяйств США (% ВВП)

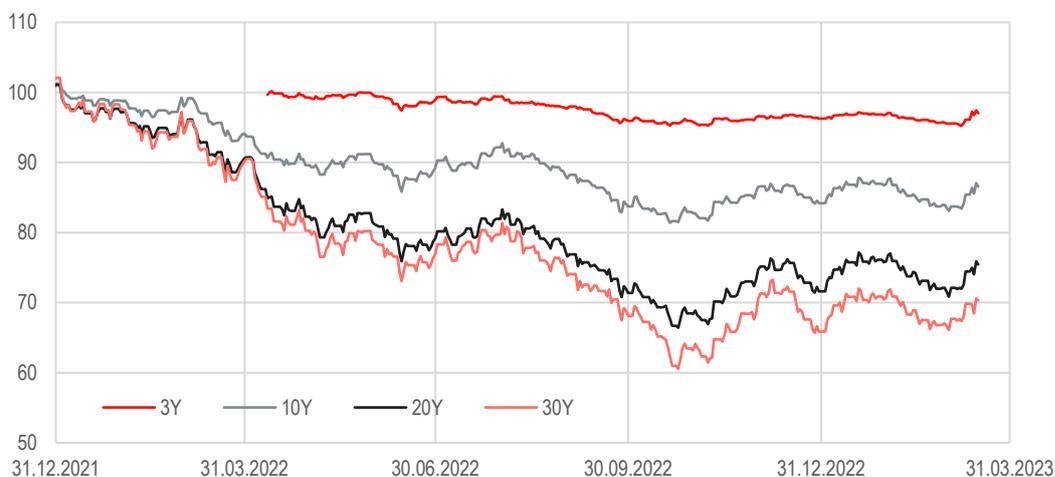


*Токсичность  
казначейских  
облигаций*

Судя по публикациям, два из трех проблемных банка США столкнулись со схожей проблемой – снижением цен казначейских облигаций США (причиной закрытия Silvergate стали убытки из-за стало банкротство криптобиржи FTX, после чего вкладчики вынесли 2/3 депозитов). Обычно крупные портфели таких бумаг классифицируются банками как «удерживаемые до погашения», что позволяет банкам оценивать их на балансе по номиналу. Иными словами, повышение ставок и рыночных доходностей не приводит к снижению их оценки, и они не снижаются в цене до тех пор, пока банк не оказывается вынужден продать бумаги. И вот в это момент приходится признавать убыток по продаваемым бумагам, что сразу негативно сказывается на нормативах достаточности капитала.

Возвращаясь к предыдущему пункту, важно отметить, что сильное повышение ставки ФРС было обусловлено сильным ускорением инфляции, а также той устойчивостью, которую демонстрировала экономика. Но так как это привело к резкому снижению цен казначейских облигаций, к которому банки оказались не готовы. Да и не могли быть готовы, так как ценовое движение вышло слишком далеко за рамки привычных параметров моделей (VAR и пр.), которые, скорее всего, калибровались на данных, не содержавших примеров столь же быстрого повышения ставки ФРС.

Динамика цен казначейских облигаций США с разными сроками до погашения



Таким образом, казначейские облигации оказались тем токсичным активом, который и оказал решающее влияние на состояние банков. Если в 2008 году проблема была в кредитном качестве бумаг (ипотечных облигаций), то в нынешнем цикле источником проблем стал процентный риск.

*Можно сказать, что ФРС совершила ошибку, повысив ставку достаточно сильно, чтобы это серьезно сказалось на ценах бумаг, но одновременно слишком слабо, чтобы снизились долгосрочные ожидания по инфляции и ставкам.*

*Первая реакция ФРС и других центральных банков*

С учетом скорости реакции властей на проблемы с банками, их проблемы не должны запустить цепную реакцию в финансовом секторе. Среди анонсированных и ожидаемых мер упоминаются:

- Экстренные USD 25 млрд в рамках программы BTFP (Bank Term Funding Program) предоставляющей банкам финансирование под залог казначейских облигаций, причем бумаги оцениваются не по рынку, а по номиналу.
- Ожидается, что объем данной программы может достичь в итоге USD 2 трлн, причем основным получателем средств станут относительно мелкие банки.
- В распоряжении ФРС остаются и другие меры поддержки, разработанные в период после кризиса 2008 года.
- ЦБ Швейцарии согласился выделить CHF 50 млрд банку Credit Suisse.

В данной ситуации важны не сами меры и их объемы, а то, что монетарные власти готовы сейчас быстро и в достаточном объеме вливать ликвидность в банки, а также давать серьезные регуляторные послабления (учет залога казначейских облигаций по номиналу). Этим ситуация принципиально отличается от 2008 года.

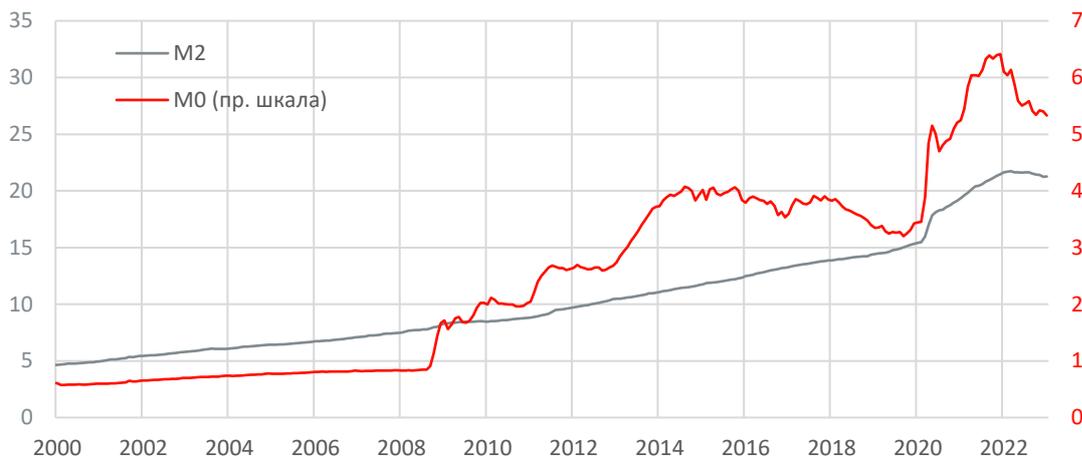
*Инфляционные риски*

Последние данные по инфляции и состоянию рынка труда США продолжают указывать на необходимость ужесточения монетарных условий. На ближайшем заседании повышение ставки ФРС лишено смысла, Банкротство банков ухудшит монетарные условия, негативно скажется на потребительском и корпоративном кредитовании. Кроме того, пауза в повышении ставок может дать другим банкам со схожими с SVB проблемами время для решения проблем или хотя бы определения порядка действий.

Меры количественного смягчения, необходимые для закрытия дыр в балансах банков сейчас не будут иметь инфляционных последствий. Это связано с тем, что банки создают инфляционное давление, предоставляя не приносящее реальной отдачи финансирование. Оно же способствует в итоге снижению оценки активов. Поэтому если разрыв между активами и обязательствами банков закрывать, пусть и напечатав деньги, то инфляцию это уже не замедлит. Наоборот, падение доверия к банкам может в итоге привести к прямо противоположному эффекту.

Кроме того, если вспомнить период после 2008 года, то вплоть до 2020 года программы количественного смягчения не приводили к инфляции, Банки предпочитали направлять полученные средства на формирование резервов, а не на кредитование, что видно по тому, что денежное предложение (агрегат M2) был крайне нечувствителен к изменениям денежной базы (агрегат M0).

Диаграмма. Агрегаты M0 и M2 (трлн USD)



Цикл ужесточения политики не окончен, но может принять другую форму

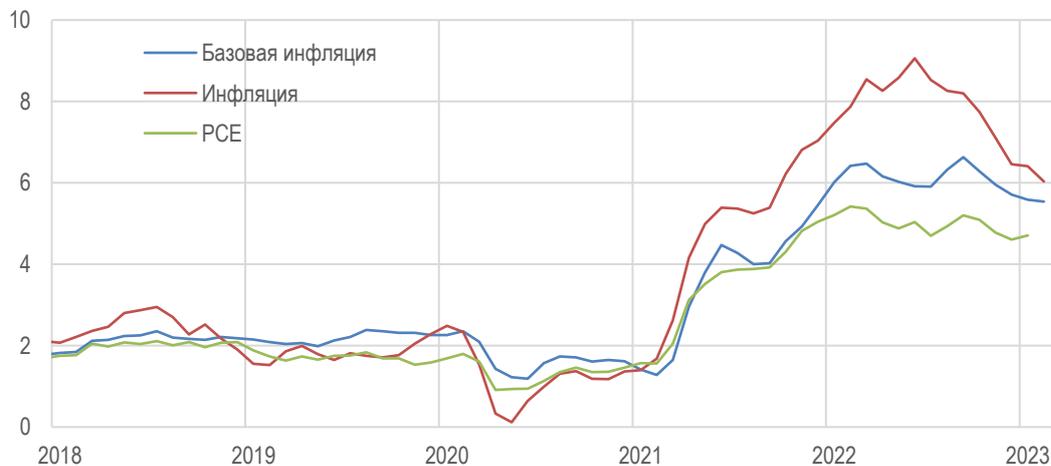
Если ужесточение монетарных условий, вызванное проблемами в банковском секторе США, окажется недостаточным для охлаждения деловой активности в корпоративном секторе, то не исключено, что перед ФРС снова встанет вопрос о необходимости мер ужесточения политики.

Возможно возобновление цикла повышения ставок, но в текущих условиях это может привести к новой волне проблем у банков, поэтому придется давать послабления по части оценки бумаг на балансе.

Более логичным видится ужесточение регуляторных требований. Например, оценки качества заемщиков при выдаче кредитов, повышение нормы резервирования и т.п. Это более сложный путь, чем простое повышение ставок, но оно может позволить избежать токсичного влияния снижения цен гособлигаций.

Фискальное сжатие вместо повышения ставок. Выглядит уместным, более того, недавно появились сообщения о планах администрации Байдена повысить в 2024 г. налоги, в результате чего бюджет получит дополнительно USD 5.5 трлн в течение следующего десятилетия. Понятно, что с учетом начала избирательного цикла повышение налогов – непростое решение. Тем не менее, такая возможность есть, например, ее можно преподнести как часть договоренности в раках повышения потолка госдолга. Судя по публикациям, поднять потолок необходимо до лета этого года.

Индикаторы инфляции США



*Последствия  
для рынков  
активов*

Наиболее очевидным последствием является снижение доходностей казначейских облигаций. Раз повышение ставок создает критические проблемы в финансовом секторе, не охлаждая при этом экономику, ФРС надо менять тактику, переходить к другим способам ужесточения политики. Кроме того, рост доходностей особенно длинных бумаг сейчас прямо противоречит мерам по купированию проблем в банках.

Требования к заемщикам станут строже, что должно негативно сказаться на оценках растущих компаний, компаний с высокой долговой нагрузкой, не говоря уже о стартапах. Поэтому индексы растущих компаний будут под дополнительным давлением. Как и акции банков из-за опасений потребности в дополнительной эмиссии акций.

Скорее всего, продолжит расти спрос на защитные активы (золото). В том числе из-за опасений, что изменения в подходах ФРС уменьшат ее способность влиять на инфляцию.

Сырьевые рынки какое-то время окажутся под давлением, в частности, вполне логичным выглядит прошедшее снижение цен на нефть. Тем не менее, если физический спрос на нефть не сократится, то вероятнее всего цены вернутся в районе USD 80-90 за баррель Brent.

*Европейские  
банки*

Помимо банков США, есть сообщения о проблемах Credit Suisse. Судя по всему, он получит необходимую поддержку от регулятора, но вопрос о качестве активов других европейских банков остается открытым. С учетом того, что рост доходностей европейских гособлигаций был сопоставим с ростом доходностей в США, а ситуация в европейской экономике выглядит сложнее, риски в банковском секторе оцениваются выше. Поэтому опасения инвесторов, вызывавшие снижение индексов Европы и Британии, вполне оправданы. Особенно с учетом того, что сохраняется неопределенность относительно скорости реакции ЕЦБ в случае событий, подобных произошедшим в США.

*Российская  
экономика и  
рынки*

Изоляция российского финансового сектора от глобальных рынков сейчас играет ему на пользу. Рынок акций торгуется по очень низким мультипликаторам, он не перегрет, поэтому риски серьезной коррекции на эмоциях выглядят крайне низкими. Также отсутствует эффект ухода иностранных инвесторов от риска, которых до 2022 года в подобных ситуациях приводит к падению котировок акций и облигаций.

Единственным серьезным каналом связи российской экономики и рынков с глобальными площадками остается внешняя торговля. И здесь снижение цен на нефть должно привести к ослаблению рубля. Курс может продолжать движение в сторону USDRUB 80. Кроме того, проблемы в мировой экономике и сокращение спроса могут сделать российский рынок более привлекательным для иностранных компаний несмотря на риски санкций. Это может подстегнуть импорт, что также негативно для рубля.

Выводы и рекомендации

1. Проблемы банков – это частное проявление более масштабного процесса циклического замедления экономики и повышения ставок.
2. Быстрая реакция властей и регуляторов позволила купировать распространение проблем на другие банки. Это принципиальное отличие от 2008 года.
3. Риски, связанные с политическими разногласиями, которые могут осложнить принятие решений о поддержке банков в текущих условиях выглядят низким на фоне геополитической ситуации.
4. Вероятно изменение подхода ФРС к вопросу ужесточения монетарной политики. Темп повышения ставки может замедлиться даже при нормализации ситуации в банковском секторе и сохранении высокой инфляции.

5. Влияние ситуации на российскую экономику и рынки слабо негативное. Нарушенные связи российской финансовой системы с «западной» не позволяют распродажам активов перекинуться на российские активы.
6. Снижение цен на нефть может оказать заметное влияние на курс рубля, как и возможное увеличение импорта.

---

## Актуальные материалы доступны клиентам УК «Альфа-Капитал» в рамках программы лояльности для высокостоятельных клиентов Alfa Capital Wealth

---

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов.

«Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000 от 30 ноября 2004 года выдана ФСФР России. Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми и инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: (495) 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу: [www.alfacapital.ru](http://www.alfacapital.ru). Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях и носит исключительно ознакомительный характер. Информация не содержит описания всех рисков, присущих инвестированию на рынке ценных бумаг, равно как в информации не принимаются во внимание личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды каждого конкретного инвестора. Информация не является какого-либо рода офертой, не подразумевалась в качестве оферты или приглашения делать оферты, не является прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом, не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Настоящий материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упоминаемые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту.»