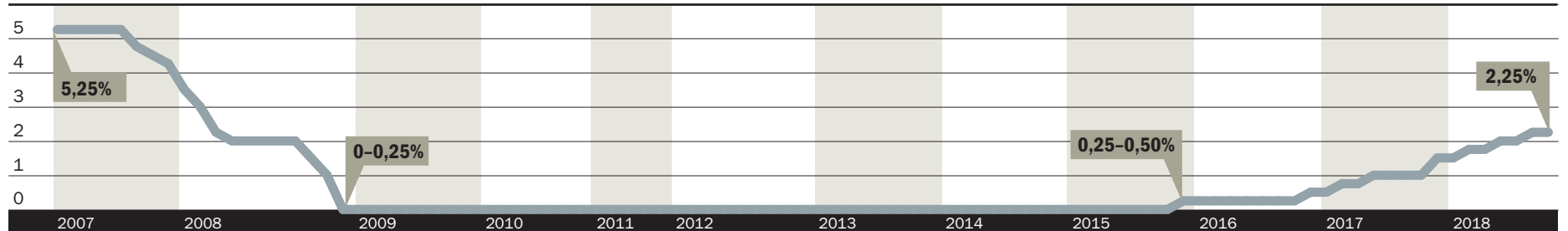


## КАК МЕНЯЛАСЬ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА ФРС США

Источник: ФРС.



свои долги. Американский рынок высокодоходных корпоративных облигаций в ближайшем будущем может повторить судьбу ипотечных облигаций 2007–2008 годов. Высокодоходные облигации с рейтингом ниже BBB, а таких в США сейчас размещается больше половины из всего объема облигаций, станут дефолтными, высокорейтинговые — «мусорными». Так называемые зомби-компании — закредитованные и при этом неприбыльные или находящиеся на грани рентабельности даже при низких кредитных ставках — начнут массово банкротиться даже при небольшом росте ставок. Под подобным риском сейчас находится даже такой гигант американской индустрии, как General Electric.

Не лучшим образом обстоят дела и в Европе. Сверхмягкая политика ЕЦБ позволяла европейским зомби-компаниям существовать достаточно долгое время. Но ЕЦБ завершает цикл мягкой денежно-кредитной политики вслед за ФРС США. По оценкам Банка международных расчетов, доля зомби-компаний в ЕС составляет уже 10%, а в странах ОЭСР в целом 12%. Это означает, что в 2019 году каждая восьмая компания в мире может обанкротиться.

Соотношение совокупного долга к глобальному ВВП достигло к середине 2018 года 318% — это исторический максимум. Долгов в мире — \$247 трлн, и значительная часть этой задолженности номинирована в долларах. Ставки растут, а вместе с ними растет и кредитная нагрузка. Кроме того, в мире есть экономический «парадокс Триффина»: чтобы снабжать долларами весь мир, Соединенные Штаты, как центр эмиссии мировой резервной валюты, должны постоянно увеличивать дефицит платежного баланса, но Трамп его сокращает. Соответственно, долларов во внешний мир будет попадать меньше. А ведь доллароцентричный финансовый мир построен в том числе и на том, что все товарные рынки стали финансовыми, а производство и потребление поддерживается кредитными деньгами. Поэтому риски растут и у тех, кто управляет финансами,

и у тех, кто торгует сырьем, и у тех, кто производит что-либо и получает доллар в оплату своих товаров. Сейчас уже вся мировая торговля находится под риском. Ужесточение монетарной политики ФРС делает дороже фондирование для транснациональных корпораций, что может негативно сказаться на их бизнесе и будущих прибылях. Рост процентных платежей по долгам сократит потребительскую активность во всем мире.

Многие это осознают, и начинается «бегство от рисков». Волна распродаж прокатилась летом по рынкам развивающихся стран, фондовый рынок Китая просел по капитализации на \$3 трлн, а к осени проблема добралась и до США с Европой, запустив масштабное снижение фондовых индексов.

Дальнейшее повышение ставок, анонсированное ФРС, означает, что 2019 год будет худшим для рынка корпоративного долга за последние десять лет. В конце 2018 года мы наблюдали лишь начало спада. Рост платежей по обслуживанию долга и сокращение баланса ФРС снизят влияние фискальных стимулов для американской экономики. К тому же сокращение ликвидности — это еще и рост волатильности в отсутствие рыночного спроса.

Ситуацию на рынках могут усугубить индексные фонды и ETF-фонды, которые аккумулируют средства населения для игры на фондовом рынке и которые покупали растущие акции даже тогда, когда многим стало очевидно, что такой рост ничем не обоснован и впереди коррекция рынка вниз. Но они обязаны покупать акции, когда рынок растет и клиенты приносят деньги. Таковы правила. Но когда начнется обратное движение вниз, индексные фонды, из которых клиенты массово начнут забирать средства, начнут глобальную распродажу акций и тем самым еще больше усугубят и без того критическую ситуацию.

### Попытка успокоить ветер словами

Анонсировав на ноябрьском заседании ФРС США повышение ставки в декабре 2018 года и еще как минимум

три повышения в 2019 году, председатель Федерального резерва Джером Пауэлл вызвал шок на рынках и гнев президента Трампа. Главу Белого дома можно понять, цикл повышения ставок может прервать рост американской экономики и перечеркнуть все успехи его администрации за последние два года, достигнутые огромными усилиями и резким ростом государственного долга. Трамп и раньше критиковал ФРС за ужесточение денежно-кредитной политики, поскольку это грозит «экономическим шоком».

Именно поэтому председатель ФРС США Джером Пауэлл вынужден был в конце ноября смягчить риторику. Он сказал, что ставка уже близка к «нейтральному» уровню. А как мы знаем, «нейтральная процентная ставка» в монетарной модели не оказывает ни сдерживающего, ни стимулирующего влияния на экономику. Вряд ли с этим тезисом согласятся компании-зомби и закредитованные корпорации. К тому же нейтральная ставка складывается из реальной ставки и целевой инфляции. Ранее в качестве ориентира нейтральной ставки был уровень 3%, сейчас это оценивается как 2,75%. Учитывая, что на начало декабря 2018 года текущий диапазон ставки ФРС составлял 2–2,25%, рынку необходимо пережить как минимум два повышения ставки с шагом по 0,25 процентного пункта.

Но если стимулирующая политика администрации Трампа и жесткий протекционизм продолжают поддерживать темпы роста американской экономики, а уход компаний-зомби в небытие ее только оздоровит, то остальному миру нужно приготовиться к настоящему кризису. Ставку придется повышать и дальше, чтобы не допустить перегрева экономики США, а весь остальной мир окажется на пороге разворота глобального экономического цикла, и можно будет забыть о темпах роста в 3,8%, как это было в 2018 году. Пострадают мировая торговля и производство, что крайне негативно для Китая как второй экономики мира, а также для тех стран, которые поставляют сырье и углеводороды в Китай, в частности

России. Торговые войны, на которые монетарная политика и предложение денег никак повлиять не могут, также скажутся на мировых финансах. МВФ оценивает стоимость торговой войны США с Китаем в 2018 году как 0,5% от мирового ВВП, или \$430 млрд, но в 2019–2020 годах ущерб начнет удваиваться, поскольку торговая война уже провоцирует падение стоимости активов на мировых финансовых и сырьевых рынках. К тому же совокупное воздействие реальных экономических и финансовых потрясений, вероятно, окажется серьезнее, чем предполагает стандартное экономическое моделирование, поскольку методология плохо отражает финансовые потрясения и роль рынка капитала в товарных и производственных цепочках.

В общем, от финансовой стабильности, которую и должна поддерживать монетарная политика, регулирующая денежное предложение, в будущем году может не остаться и следа. Монетарный эксперимент 2008–2018 годов грозит завершиться тем, с чего и начался, — мировым кризисом. И в моде будут уже иные экономические модели, претендующие на истинность и эффективность.

### Вишенка на торте

Россия и страны ОПЕК крайне обеспокоены ростом добычи сланцевой нефти в США. Но именно на компании американского нефтегазового сектора приходится существенная доля рынка «мусорных» облигаций. «Сланцевая революция» была профинансирована за счет кредитов, которые сложно вернуть в условиях низких нефтяных цен. Спад в мировой экономике и обрушение финансовых и сырьевых рынков из-за возможного долгового кризиса будут давать негативный эффект и в котировках нефти, и в обслуживании обязательств сланцевых компаний, которые начнут массово превращаться в «зомби». Их возможное банкротство расчистит поле для ОПЕК+, если страны, входящие в ОПЕК, а также Россия переживут возможные грядущие потрясения ●