Игорь АКСЕНОВ,
вице-президент, специалист по финансовым рискам, Barclays

С 2009 года является специалистом по рискам на рынке секьюритизированных продуктов в инвестиционном банке группы Barclays в Нью-Йорке. Ранее, с 2006 года, работал в группе структурированных кредитных рынков в должности трейдера CDO/CBO/ CLO банка RBS (Royal Bank of Scotland) в Гринвиче, штат Коннектикут, США. До работы в RBS с 2004 года занимал должность старшего кредитного аналитика в компании Genworth Financial Asset Management в Нью-Йорке, где отвечал за кредитный анализ потенциальных инвестиций в разнообразные долговые продукты развитых и развивающихся рынков. Перед этим, с 2000 года, работал в банке Wachovia, где специализировался на кредитном анализе структурированных кредитных продуктов, включая коммерческие и потребительские ABS и CDO.

Действия финансовых властей США: 2008–2012

Беспрецедентный по своим масштабам финансовый кризис охватил мировую экономику в 2007–2008 годах. Но несмотря на серьезные потрясения, экономика США возобновила свой рост в кратчайшие сроки. Это стало возможным благодаря последовательной политике Центрального банка США, которому путем продуманных мер удалось предотвратить повторение Великой депрессии. Так сложилось, что Федеральную резервную систему (ФРС) возглавляет человек, посвятивший всю жизнь изучению этого периода финансовой истории США. Поэтому действия американских финансовых властей во время и после кризиса 2008 года были весьма предсказуемы.

Американское государство устроено так, что ни одна из ветвей власти не может активно продвигать свою политику, не согласовывая ее с другими. Изредка одна партия получает большинство и может сделать большой шаг в осуществлении своих планов, как это случилось в 2008–2010 годах[1]. Но бо́льшую часть времени оппоненты не дают возможности сделать чего-либо подобного — после последних выборов сохранилось именно такое статус-кво. Реальная антикризисная политика последовательно проводится только Центральным банком, который в силу законодательства не зависит от краткосрочных политических раскладов. Важно понимать, кто возглавляет сейчас эту организацию.

Доктор наук Бен Бернанке провел большую часть жизни в академической среде[2]. В 2002 году он был назначен членом совета директоров Федеральной резервной системы. Вскоре после этого он выступил с речью[3], где обрисовал основные параметры политики Центрального банка в случае возникновения критической ситуации в экономике. Как и в своих научных работах, он опирался на опыт Великой депрессии и подробно разбирал ошибки, допущенные финансовыми властями в те годы.

[1] Реформа здравоохранения, реформа регулирования финансовых организаций.

[2] Закончил Гарвард, защитил диссертацию в MIT, преподавал в Stanford, NYU, Princeton.

[3] National Economists Club, http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm.

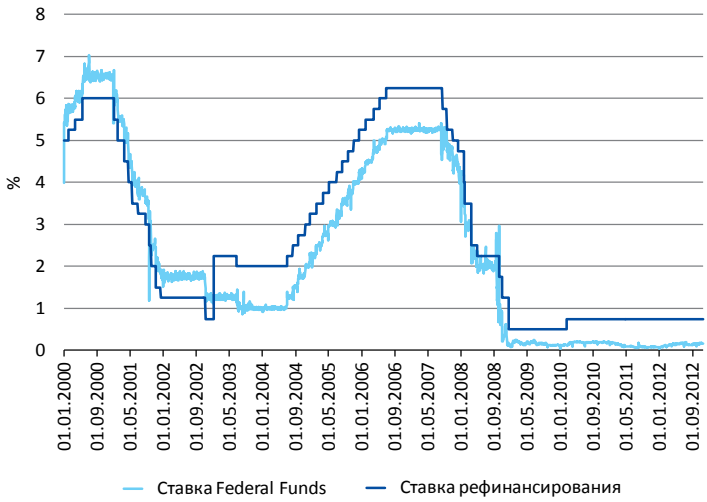

Рисунок 1

Ставка по федеральным фондам и учетная ставка ФРС

ДЕФЛЯЦИИ НЕ СЛУЧИТСЯ

В своей речи Бернанке не раз упомянул закон о Центральном банке США, обязывающий его, в частности, поддерживать «стабильность цен в экономике». Обычно это означает как можно более полное использование ресурсов экономики и предотвращение крайностей — резких колебаний и отклонений от нормы. Считается, что «стабильность цен» означает борьбу с инфляцией, но другая крайность, дефляция, способна принести не меньший вред. Бернанке посвятил свою речь именно этому явлению.

Причиной дефляции является спад общего спроса в экономике (оппоненты связывают это только с количеством денежной массы) или серьезное сокращение расходов, ведущее к замедлению темпов производства и общему снижению экономической активности. Падает спрос на большинство товаров и услуг, включая спрос на деньги, что ведет к падению процентных ставок.

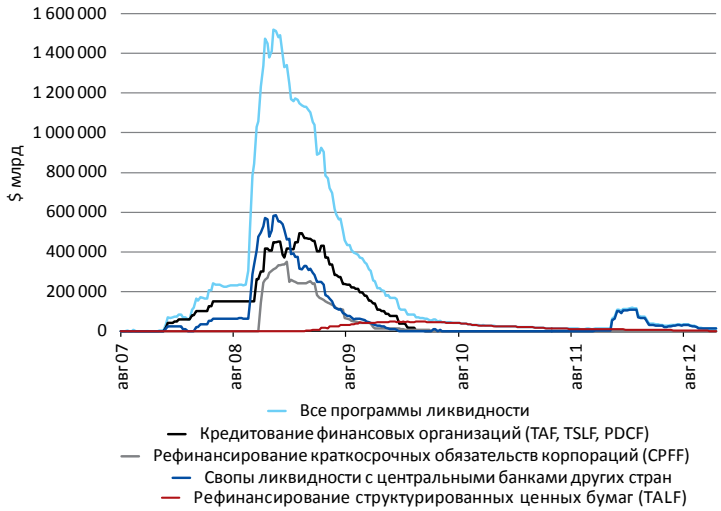

Рисунок 2

Программы ликвидности на рынке США в 2007–2012 гг.

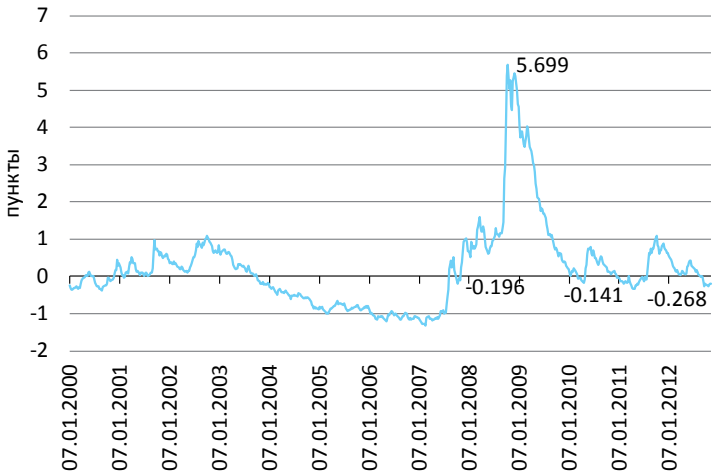

Рисунок 3

Индекс финансового стресса

Помимо экономических последствий — безработицы, банкротств — это создает дополнительную проблему для ФРС. Большинство центральных банков управляют денежной массой путем изменения ставки рефинансирования, назначая уровень желаемых процентных ставок и поддерживая их путем покупки и продажи государственных ценных бумаг на рынке. Спад общего уровня процентных ставок лишает власти традиционных инструментов для работы — ставки невозможно опустить ниже нуля.

Тем не менее есть немало методов, с помощью которых власти способны бороться с дефляцией, оставаясь при этом в рамках закона. Проще всего не допускать дефляции путем превентивных мер:

1. Центральный банк должен фиксировать процентные ставки слегка выше желаемого[1]. Это оставляет возможность для стабилизации их колебаний в результате роста и падения общего спроса. Предполагается, что при наличии такой буферной зоны резкий спад спроса не приведет к быстрому падению номинальных процентных ставок до нуля.

2. Центральный банк должен использовать свои надзорные полномочия для того, чтобы вовремя увидеть и предотвратить разрастание последствий любых потрясений на рынках капитала. Это означает предотвращение финансовых паник и, как следствие, распродаж активов по бросовым ценам, что прямо влияет на уровень спроса в экономике. Поэтому поддержание ликвидных денежных рынков и здоровой банковской системы является обязательным условием для предотвращения дефляционного развития событий.

Как можно в дальнейшем стимулировать общий спрос путем увеличения кредитования, когда номинальные процентные ставки падают до нуля? В 1930-е годы эмиссия была частично ограничена размером золотого запаса правительства. В наше время денежная масса в обращении не ограничена ничем, поэтому этот шаг более прост технологически. Сегодня Центральный банк не «печатает» деньги — достаточно выкупить ценные бумаги у их держателей на открытом рынке и, оплачивая их, вбрасывать ликвидность в систему.

3. При серьезном увеличении количества денег в обращении «цена» кредита будет падать, даже когда номинальная процентная ставка остановилась на нуле. Этот метод позволяет в любых условиях создавать ликвидность, позитивную инфляцию и, таким образом, стимулировать общий спрос в экономике.

Часто нет необходимости прибегать к реальной эмиссии — достаточно декларации намерений. ФРС может установить максимальный (нулевой) порог для краткосрочных процентных ставок или для всей

[1] Стало официальной политикой с 2003 г.

кривой доходности государственных облигаций[1], но фактически инструментарий такой политики не ограничен.

Центральный банк может использовать почти все типы ценных бумаг для достижения своих целей. Закон о Центральном банке не позволяет прямой покупки негосударственных облигаций, но положение о редисконтировании краткосрочных ценных бумаг дает возможность использовать для решения этой задачи коммерческие банки.

4. Центральный банк может предлагать кратко- или долгосрочное финансирование (на 90 или 180 дней и более) и в качестве обеспечения принимать ценные бумаги негосударственных эмитентов. Такая программа изменит динамику ценообразования и снизит реальную стоимость денег для негосударственных заемщиков.

5. Центральный банк имеет право покупать государственные облигации других стран. Массированная интервенция на рынке приведет к девальвации доллара и может улучшить конкурентоспособность американской экономики.

С юридической точки зрения политика США на международных валютных рынках находится в руках Федерального казначейства, которое крайне редко прибегает к активным действиям. Стоит отметить, что решение Рузвельта о девальвации доллара в 1933 году серьезно способствовало быстрому росту экспорта и производства.

ОПЫТ ПРОШЛОГО

Дефляция была обычным явлением в экономической системе, привязанной к золоту или биметаллическим комбинациям. В таких условиях экспансия денежной массы и, как следствие, инфляция ограничена количеством резервов металла, поэтому рост экономики сдерживается постепенным удорожанием кредита. Но такая система усиливает и негативные последствия экономического спада, падения спроса и цен, увеличивая реальную стоимость кредитных ресурсов и лишая власти свободы маневра.

В период после Гражданской войны, в 1860-е годы вплоть до конца XIX века, экономический рост в США часто опережал рост количества золота в обращении. В условиях золотого стандарта финансовые власти не всегда могли создавать нужное количество денежной массы и смягчать неизбежные колебания общего спроса и предложения. Следствием этого были эпизоды бурного экономического роста, сменявшиеся финансовыми паниками и резкими спадами деловой активности. Основным последствием спадов было общее падение цен, что становилось дополнительным бременем для всех заемщиков и вело к очередному витку банкротств и потрясений.

Точно так же дефляция в США усугубила все последствия после экономического спада в конце 1920-х и банковского кризиса в

[1] Существовал в 1941–1951 гг.

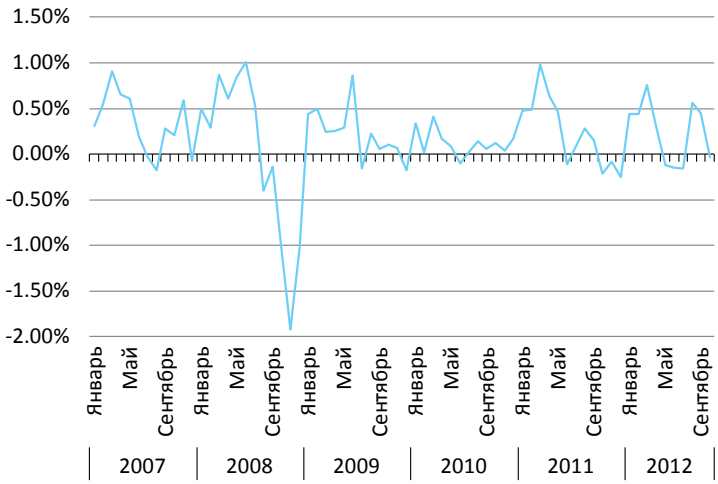

Рисунок 4

Инфляция и дефляция в США по месяцам в 2007–2012 гг.

начале 1930-х годов. Спад реального уровня цен и резкое сокращение кредитования еще больше ухудшили спрос и привели к росту реальной стоимости обслуживания долгов. Последствия ежегодной дефляции в 10% в 1930–1933 годах — массовые банкротства, банковский кризис, безработица на уровне 25% и резкое сокращение активности в экономике.

КРИЗИС 2007–2009 ГОДОВ

Предыстория кризиса, начавшегося в 2007 году, очень похожа на цепочку событий, предшествовавших Великой депрессии. Снижение процентных ставок в 2001–2003 годах (как и в 1927-м) привело к излишней стимуляции экономики — в 2004 году при росте ВВП в 4% реальные процентные ставки были отрицательными. Повышение процентных ставок в 2004–2006 годах (в 1928–1929 годах одновременно с активной продажей ценных бумаг ФРС) привело к сокращению ликвидности в системе. Поэтому проблемы с финансированием плохих активов, проявившиеся в 2007 году (как и в 1929-м), очень быстро привели к разрастанию кризиса.

Дефицит ликвидности на рынке возник летом 2007 года и привел к крушению двух инвестиционных фондов компании Bear Stearns. В августе 2007 года BNP Paribas заморозил деятельность трех фондов денежного рынка из-за невозможности рефинансирования. Несколько крупных инвестиционных фондов теневой банковской системы[1] были вынуждены прибегнуть к экстренной помощи своих спонсоров, чтобы избежать банкротства.

РЕАКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ ВЛАСТЕЙ

Бен Бернанке возглавил ФРС в феврале 2006 года — приблизительно за год до появления первых проблем. В кризисной ситуации он отреагировал практически полностью в соответствии с планом, намеченным выше.

С августа 2007 года ставка рефинансирования (учетная ставка ФРС) и стоимость федеральных фондов были резко снижены. В декабре 2007 года ФРС[2] открыла новую программу Term Asset Funding для предоставления ликвидности банковской системе через аукционы средств на 28 и 84 дня, обеспеченных традиционными активами. Центральный банк стремился сгладить эффект

[1] Shadow banking system = организации и фонды SIV, CDO, прочих форм структурированных финансовых инструментов, осуществляющие банковские функции (трансформацию свойств и сроков погашения активов и пассивов), не являясь при этом банками.

[2] Одновременно с ЕЦБ, Банком Англии и Швейцарским национальным банком.

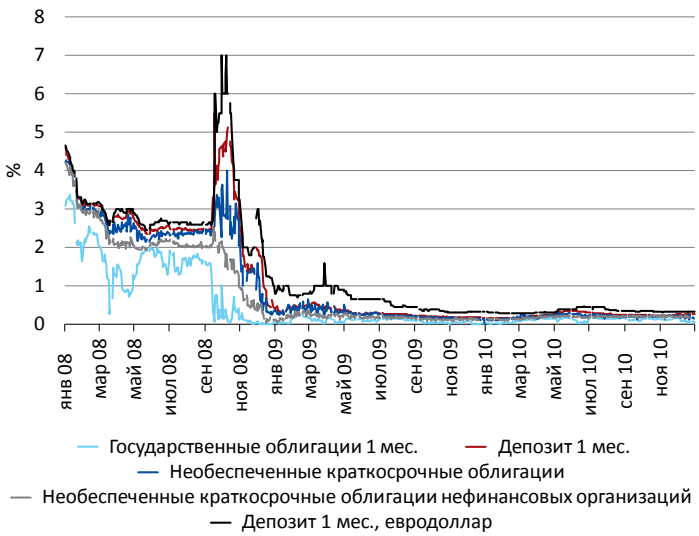

Рисунок 5

Процентные ставки в финансовой системе США

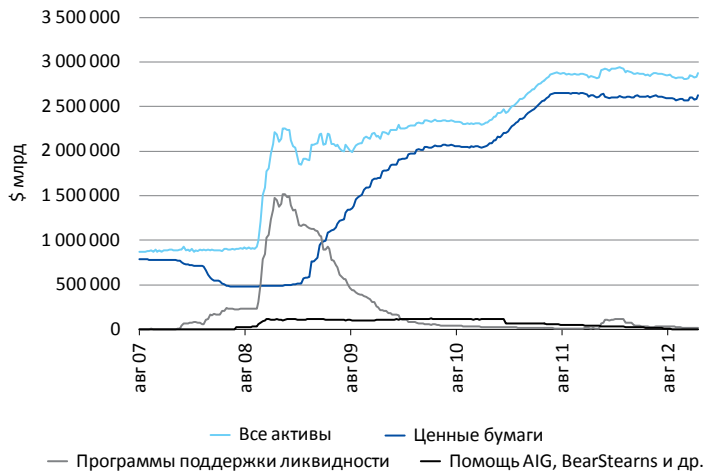

Рисунок 6

Активы ФРС США

сужения межбанковского рынка и сокращения долгосрочного кредитования, которое выразилось в росте спреда между краткосрочными и долгосрочными ставками.

Но новый год не принес улучшения ситуации. Кризис развивался по нарастающей, межбанковский рынок практически прекратил свое существование, уровень доверия к банковской системе падал все ниже. Центральный банк отвечал новыми вбросами ликвидности. В марте 2008 года программа TSLF[1] позволила участникам заимствовать государственные ценные бумаги на 28 дней в обмен на активы, которые невозможно было рефинансировать на свободном рынке. Программа PDCF[2] предоставляла однодневные займы в обмен на те же активы. Список активов, допущенных к рефинансированию в рамках этих программ, постоянно расширялся. Тем не менее Центральный банк не мог восполнять постоянно утекающую с рынка ликвидность достаточно быстро. Крушение Lehman Brothers в сентябре 2008 года привело к полной остановке кредитных рынков и переводу всех операций денежного рынка на однодневную основу.

Реакция ФРС была опять же предсказуема. Крупнейшие участники финансового рынка, включая небанковские организации[3], получили доступ к средствам ФРС. Были максимально расширены возможности уже существующих программ по предоставлению ликвидности — увеличены сроки, объем финансирования и дополнен список обеспечения. Были созданы новые программы рефинансирования для поддержания фондов денежного рынка (CPFF, сентябрь), для поддержки краткосрочных корпоративных заимствований (октябрь), а также для поддержки рынка структурированных ценных бумаг (TALF, ноябрь). Ставка рефинансирования и стоимость федеральных фондов были снижены почти до нуля (декабрь).

В те дни Федеральное казначейство оказало немалое содействие ФРС. Чтобы предотвратить паническую распродажу активов в ходе банкротства, в сентябре-октябре 2008 года компания AIG перешла под контроль правительства. Одновременно ФРС рефинансировала ее наименее ликвидные активы. Программа TARP, одобренная конгрессом, направила $700 млрд на усиление капитала крупнейших банков[4] (октябрь). Программа казначейства PPIP предостави-

[1] Term Securities Lending Facility, март 2008-го — февраль 2010 г.

[2] Primary Dealer Credit Facility, март 2008-го — февраль 2010 г.

[3] Крупнейшие дилеры и страховые компании стали с юридической точки зрения «банками».

[4] Дополнительно Citigroup и Bank of America получили гарантии Центрального банка о предоставлении ликвидности при увеличении реальных потерь стоимости их активов.

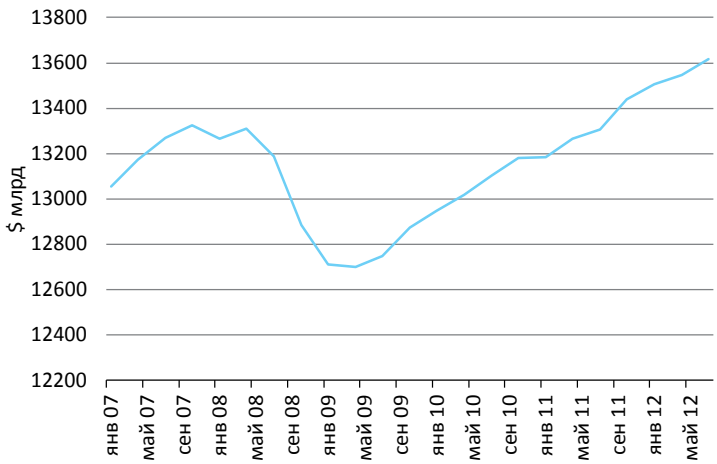

Рисунок 7

ВВП США в реальных ценах

ла дополнительные ресурсы частным инвесторам, готовым покупать ценные бумаги (март 2009-го).

Но информационный фон оставался крайне негативным. В конце 2008 года индекс финансового стресса[1] показал самое высокое значение за свою историю. Вплоть до марта 2009 года заметное ухудшение положения финансовых организаций и все новые данные о взаимозависимости всех игроков продолжали парализовывать межбанковское кредитование. На фоне потенциальных рисков капитализация всей финансовой системы выглядела совершенно неадекватной. Все финансовые организации продолжали наращивать свои резервы, не доверяя их никому, кроме ФРС. Одновременно с этим макроэкономические показатели продолжали ухудшаться, резкий спад общего спроса был очевиден во всех крупнейших экономиках мира. Дефляция была совершенно реальна.

НОВЫЕ МЕТОДЫ: QE — ВСЕ ПО ПЛАНУ

Уже в ноябре 2008 года Центральный банк «перешел Рубикон» и использовал нетрадиционные инструменты для борьбы с дефляцией. Снизив номинальные ставки до нуля, Федеральный резерв сразу же прибег к необеспеченной эмиссии, назвав ее «количественным снижением» ставок. Целью программы было снижение (реальных) процентных ставок в экономике путем выкупа гарантированных государством облигаций агентств сперва на $600 млрд (ноябрь 2008 года), а затем на дополнительные $750 млрд (март 2009 года), а также $300 млрд государственных облигаций.

Как и в прошлом, масштабный вброс ликвидности в финансовую систему принес плоды в ближайшие шесть месяцев. Процентные ставки упали, снизив стоимость финансирования для банков; удалось избежать банковского кризиса, равно как и финансовой паники.

Под давлением регулирующих органов банки начали движение в сторону реальной оценки своих рисков. Чтобы оценить достаточность капитала финансовой системы в случае дальнейшего ухудшения экономической ситуации, весной 2009 года Центральный банк провел серию стресс-тестов 19 крупнейших финансовых организаций. Анализ показал необходимость дополнительного капитала в размере $185 млрд, которые были предоставлены на льготных условиях правительством (программа TARP).

К моменту окончания программы QE в июне 2010 года финансовые рынки стабилизировались до такой степени, что большинство комментаторов начали спорить о том, насколько быстро Центральный банк начнет ужесточать свою политику и изымать лишнюю ликвидность с рынка. Первые шаги были сделаны. Как и плани-

[1] Собирательная картина состояния финансового рынка, рассчитывается Federal Reserve Bank of St Louis

ровалось, в начале 2010 года большинство программ ликвидности, начатых в 2007 году, было закрыто: почти все заемщики вернули выданные им кредиты.

ЛОВУШКА ДЛЯ ЦБ

Аналогичная ситуация сложилась в 1932 году. Под давлением конгресса Центральный банк провел серию закупок государственных облигаций на рынке, способствуя увеличению ликвидности и возобновив экономический рост. Но всего через шесть месяцев регулятор закрыл эту программу, посчитав, что низкие номинальные процентные ставки свидетельствуют об успехе. Так как реальные ставки оставались достаточно высоки, дефляция возобновилась с новой силой.

В середине 2010 года в ожидании окончания программы QE финансовое сообщество было так же близоруко, как Центральный банк в 1930-е годы. В условиях крайне слабого роста реальной экономики такой шаг привел бы к возобновлению спада, как и случилось в 1932 году.

Федеральный резерв продолжил программу QE в августе 2010 года, полагаясь на реальный исторический опыт и преследуя неизменную цель — не допустить возобновления дефляции и максимально способствовать экономическому росту. Первоначальное решение удерживать $2 трлн государственных ценных бумаг на балансе Центрального банка было дополнено новыми закупками в ноябре 2010 года. К июню 2011 года ЦБ добавил $600 млрд в финансовую систему.

В ответ на продолжение стимулирующих программ финансовые рынки снова начали расти, а экономический рост слегка превысил ожидания. Через какое-то время вернулись инфляционные ожидания. Центральный банк взял паузу, прекратив политику чистого вброса ликвидности. Используя методику, примененную в 1960-е годы, ФРС продолжила политику снижения реальных процентных ставок, покупая долгосрочные и продавая краткосрочные государственные облигации, пытаясь согнуть кривую доходности[1]. Таким образом она стимулировала долгосрочных инвесторов к вложению средств в более доходные бумаги, пытаясь расширить кредитование негосударственного сектора.

ВЫВОДЫ

Постоянное стимулирование экономики, начиная с 2008 года, принесло свои плоды. Удалось избежать массированной дефляции, угроза которой была вполне реальна. Банковская система в целом устояла и даже окрепла после исчезновения наиболее слабых ее участников. Повышение размеров обязательного капитала было значительно смягчено доступностью практически бесплатной ликвидности.

[1] Поэтому названное «Operation Twist».

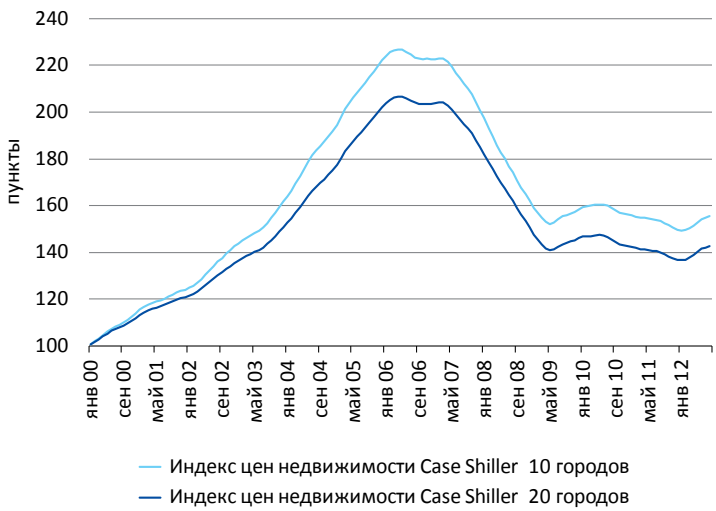

Рисунок 8

Индекс цен недвижимости

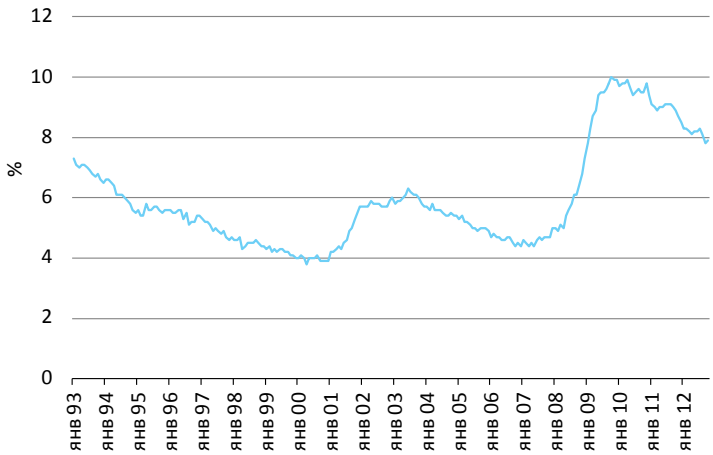

Рисунок 9

Безработица среди гражданского населения

Успех борьбы с дефляцией наиболее очевиден в динамике рынка недвижимости. Падение цен началось повсеместно на рубеже 2006 и 2007 годов и долгое время было наиболее явным отражением состояния дел в реальной экономике. Возобновление роста цен в этом секторе летом 2011 года убедительно свидетельствовало о победе над дефляцией и здесь.

Достигнув стабилизации финансовой системы, Центральный банк намеренно перешел к исполнению другой части своих обязательств — максимально возможному использованию человеческих ресурсов экономики. С сентября 2012 года вброс ликвидности в финансовую систему открыто связывается с уровнем безработицы: ФРС заявила об удержании номинальных ставок на нулевом уровне до 2015 года и ежемесячном вбросе $40 млрд в экономику «до улучшения уровня безработицы».

Относительно мягкие последствия крупнейшего кредитного кризиса за последние 80 лет обошлись недешево. Все еще велик уровень безработицы; использование работающих не всегда рационально — многие люди не полностью заняты или работают не по специальности. Крах на рынке недвижимости уничтожил сбережения большого количества жителей страны. Ужесточение банковской дисциплины сократило потребительское кредитование. Растущие цены на предметы первой необходимости делают прежний стиль жизни невозможным для многих.

Возможно, дефляция более опасна для экономики и ее предотвращение спасает всех от худших последствий кризиса. Но инфляция любого размера ведет к обесцениванию сбережений населения. Активное стимулирование инфляции финансовыми властями ведет к перетеканию ресурсов от кредиторов к должникам, крупнейшим из которых является государство. В такой ситуации инвестировать на экономически осмысленных условиях становится все сложнее.

Путем перераспределения ресурсов Центральный банк может определенное время поддерживать экономику на плаву и, возможно, даже добиться определенного роста. Но этот рост минимален; восстановление экономики с 2008 года — самое медленное за период после Великой депрессии. Настоящий рост не возобновится без решения структурных экономических проблем.

Рационализация государственных финансов, исправление несовершенств налогового законодательства, более разумная стимуляция отдельных отраслей находятся в руках правительства и конгресса. Решение возможно, но маловероятно при сохранении существующего политического противостояния между ветвями власти.

В отсутствие фундаментального роста, даже если регулятору удастся достичь своей цели и снизить уровень безработицы до 5–6%, это произойдет только за чей-то счет — фактически за счет дополнительного снижения уровня жизни населения в целом.

РЭНКИНГИ в 2012 г.*

Лучшая аналитика
по рынку облигаций

Лучший инвестиционный банк
по работе со II-III эшелоном
заемщиков

Лучший sales
на рынке облигаций

Лучший инвестиционный банк
по работе с I эшелоном
заемщиков

Организатор 28 облигационных займов номинальной стоимостью свыше 207 млрд рублей

Второе место в рейтинге организаторов сделок по секьюритизации на российском рынке по итогам 2012 года (по объему сделок)**

Райффайзен БАНК

Разница
в отношении

Награды сотрудников Райффайзенбанка
в следующих номинациях согласно опросу ИА Cbonds:

- Лучший аналитик по макроэкономике
- Лучший аналитик по долговому рынку

* По результатам опроса ИА Cbonds.
** По версии ИА Cbonds.

8 495 721 28 46

www.raiffeisen.ru

ЗАО «Райффайзенбанк».