Последние события поставили большинство крупнейших мировых центральных банков в ситуацию, которая пару десятилетий назад рассматривалась исключительно с точки зрения теоретического любопытства, — ситуацию, в которой регуляторы, опустив ставки овернайт до нижней границы, так и не смогли решить проблемы нежелательно низких уровней загрузки производственных мощностей и нависшей угрозы дефляции.

Бессрочное QE от ФРС во времена делевериджа

Дмитрий ШАГАРДИН,
аналитик отдела рыночного анализа и консультаций, «КИТ Финанс Брокерская компания»

Впервые с подобным явлением столкнулся Банк Японии в конце 1990-х, когда снижение ключевой процентной ставки до нулевых значений оказалось бесполезным в вопросе предотвращения дефляции. В тот момент главный идеолог монетаризма Милтон Фридман в ответ на отсутствие возможностей дальнейшего монетарного расширения через понижение процентных ставок Банком Японии предложил регулятору начать скупку долгосрочных государственных облигаций и предоставлять системе деньги повышенной мощности (служащие для кредитной экспансии) до тех пор, пока закачка этими деньгами не приведет к расширению экономики. Фридман также соглашался с тем, что рост денежной базы (в это понятие он вкладывал «деньги повышенной мощности») обязательно приведет к росту расходов, который предотвратит развитие дефляционного сценария. В теории рост потребления должен создавать устойчивый спрос на товары и услуги, увеличение рабочих мест и помогать оздоровлению экономики.

Таким образом, понятие quantitative easing было введено Банком Японии для описания перехода к новой политике, согласно которой регулятор смещал свой предыдущий операционный ориентир по таргетированию процентной ставки овернайт на установление количественных параметров размера банковских резервов (избыточных), то есть произвел переход от традиционной монетарной политики к нетрадиционной.

Неоспоримым фактом является то, что Центральный банк может продолжать расширение монетарной базы и далее, после того, как объем избыточных банковских резервов станет достаточно большим для «прижатия» краткосрочных процентных ставок к уровню ставки по избыточным резервам (или к нулю, если по резервам проценты не платятся). Но очень спорным является тот факт, что это может оказать положительный эффект на уровень агрегированных номинальных расходов. И яркий пример — сама Япония.

КРИЗИС 2008 ГОДА И ПОЛИТИКА ФРС

Во время острой фазы финансового кризиса 2008 года, после установления целевого уровня ставки по федеральным фондам (Fed Funds Rate) в пределах 0–0.25%, а депозитной ставки на уровне 0.25%, Федеральная резервная система США приняла решение о запуске нескольких целевых программ по выкупу активов (Large-Scale Asset Purchase Program, LSAP), то есть пошла по пути расширения балансового счета через увеличение избыточных резервов в системе. По опыту Японии подобную нетрадиционную политику регулятора обозначили термином «количественное смягчение» (QE).

Дополнительными опциями, которые начал использовать Федрезерв, помимо «обнуления» процентных ставок и политики расширения балансового счета, стали так называемые forward guidance, посредством которых регулятор озвучивает свои ожидания об уровне процентных ставок и макроэкономических параметров на определенный период в будущем, тем самым он предоставляет рынку целевые ориентиры монетарной политики, желая повысить доверие системы к действиям ФРС.

Осенью 2008 года испытывающие трудности с фондированием коммерческие банки США активно использовали возможность кредитования через «дисконтное окно» — ФРС тогда выступала в качестве кредитора последней инстанции. На тот момент раздел «Кредиты депозитным институтам» был одним из самых быстрорастущих в активе баланса ФРС после раздела «свопы с центральными банками». Посредством предоставления своповых линий Федрезерв спасал банки-нерезиденты, которые работали в тесной связке с американскими институтами.

Начавшийся в 2008 году bank run вызвал резкое сокращение денежных мультипликаторов. Причем для агрегата M1 показатель впервые в истории упал ниже единицы. Интересно проследить динамику в агрегате M3, где мультипликатор летом 2008 года зафиксировал абсолютный максимум, а уже спустя год с небольшим обвалился до своего исторического минимума. Таким образом, на фоне сокращения денежных мультипликаторов, влиять на которые Центробанк напрямую не может, для предотвращения сжатия денежной массы ФРС должна была сконцентрировать внимание на расширении денежной базы. При этом два из трех основных инструментов влияния на денежную базу (дисконтное окно и учетная ставка) были задействованы в полной мере.

Под натиском угрозы сокращения денежной массы и скатывания экономики в дефляцию Бену Бернанке, следовавшему заветам монетариста Фридмана, не оставалось ничего иного, как повторить «успех» Японии и начать скупку активов через использование основного инструмента влияния на денежную базу — операции на открытом рынке (Open Market Operations, OMO).

OMO-операции стали основой для регулирования балансового счета Федрезерва, которое, в отличие от Банка Японии, происходит несколькими путями: прямой выкуп активов на баланс (Large-Scale Asset Purchase Program, или программа QE) и ребалансировка портфеля с целью увеличения дюрации бумаг, находящихся у ФРС на балансе (Maturity Extension Program, MEP, или программа Twist).

ЦЕЛИ ПРОГРАММ QE ОТ ФРС

Каждая программа выкупа активов на баланс ФРС в конкретный период времени преследовала определенную цель:

1. Программа QE1 в декабре 2008 года была призвана спасти мировую финансовую систему от полного краха через восстановление стоимости фондовых активов, нейтрализацию резкого сжатия кредитной массы, предотвращение развития дефляционного сценария.

2. Запуск QE2 осенью 2010 года был направлен против ускоренного деливериджа, который происходил на всех уровнях, от банков до потребителей. ФРС также была очень озабочена рисками реализации дефляционного сценария.

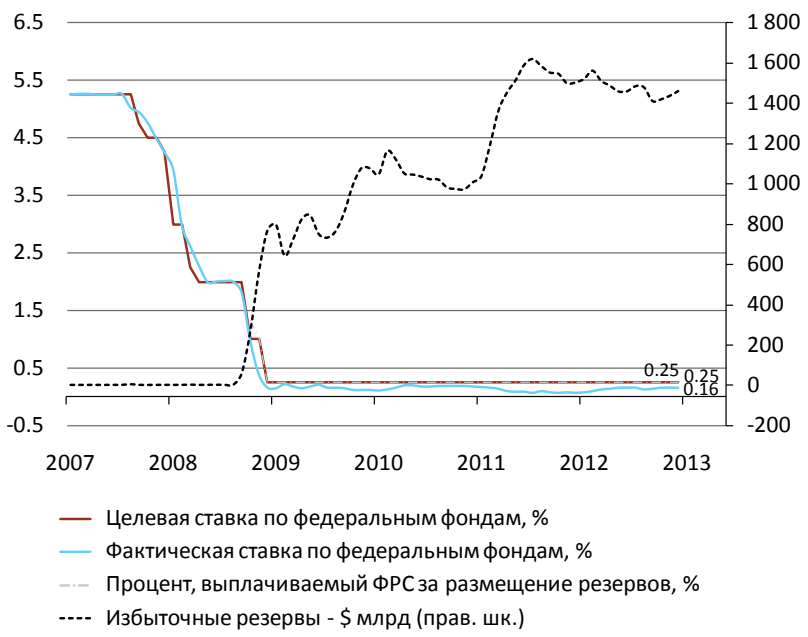
3. Главной целью программы ребалансировки портфеля ФРС (Twist) в сентябре 2011 года было сжатие ставки доходности tresuaries и корпоративных спредов. Давление на длинный конец кривой доходности UST проявилось в снижении ставок по ипотечным кредитам. Рынок недвижимости США начал оживать с момента запуска Twist. Дефляционная угроза в конце 2011 года, исходя из графика инфляционных ожиданий Федерального резерва, также стояла на повестке дня.

4. Начатая в сентябре 2012 года и расширенная в декабре программа QE3 в виде выкупа MBS и tresuaries предназначена для активации процесса секьюритизации, так как скорее раньше, чем позже американские банки встанут в очередь

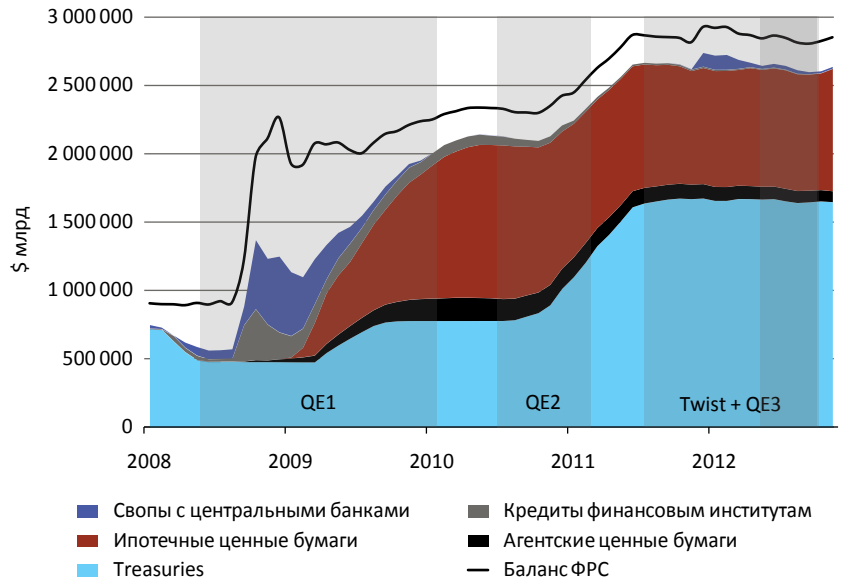
«РАЗЛИЧИЕ В ПОВЕДЕНИИ МОНЕТАРНОЙ И ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ ВО ВРЕМЯ РЕЦЕССИИ И ДЕЛЕВЕРИДЖА ЯВЛЯЕТСЯ КЛЮЧОМ К ПОНИМАНИЮ ТОГО, В КАКОЙ СТАДИИ СЕГОДНЯ НАХОДИТСЯ ГЛОБАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА»

Рисунок 1

ФРС. Ключевые процентные ставки vs избыточные резервы на балансе



Источник: Federalreserve



Источник: Bloomberg

Рисунок 2

Активы баланса ФРС в разрезе по компонентам

на выдачу ипотечных кредитов по той причине, что теперь есть крупный покупатель ипотечных бумаг под закладные в лице Федерального резерва.

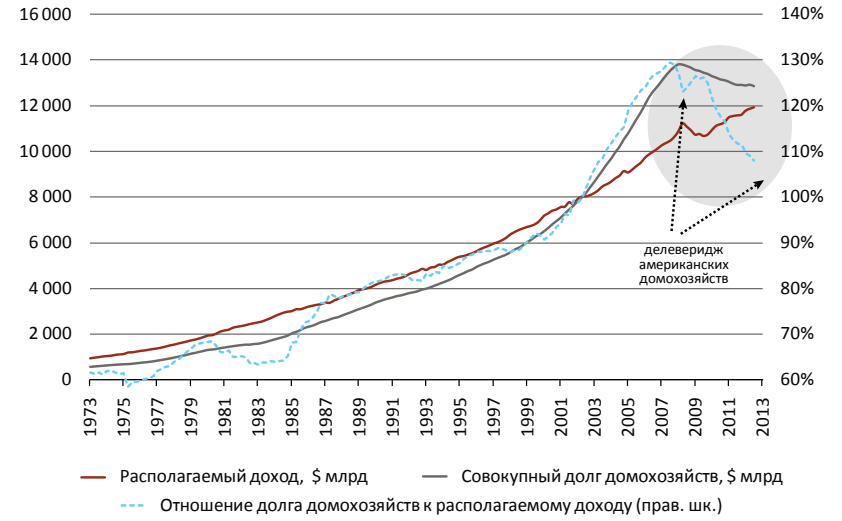
БАЛАНС ФРС И ОБЪЕМ ИЗБЫТОЧНЫХ РЕЗЕРВОВ

Баланс ФРС претерпел значительные изменения за последние годы под тяжестью многочисленных ОМО-операций. Сальдо баланса регулятора до наступления острой фазы кризиса 2008 года составляло порядка $0.9 трлн, а сегодня — более $3.01 трлн (увеличение в 3.4 раза).

В рамках программ QE и Twist через операции на открытом рынке ФРС довела долю ценных бумаг на балансе до 90% от всех активов. В пассиве крупнейшими статьями являются банкноты в обращении ($1.1 трлн, или 40% всех обязательств) и депозиты депозитных институтов ($1.54 трлн, или 54% всех обязательств), которые в сумме дают значение денежной базы ($2.66 трлн).

Рисунок 3

США. Делеверидж домохозяйств



Источник: Bloomberg

«Количественное смягчение» правильнее называть политикой расширения избыточных резервов (excess reserves). На рисунке 2 отчетливо видно, что основной прирост баланса Федрезерва (как Банка Японии, так и ЕЦБ) обеспечивается именно увеличением избыточных резервов банковской системы, которые на данный момент составляют более $1.5 трлн при общем объеме резервов в $1.6 трлн[1].

ИЗБЫТОЧНЫЕ РЕЗЕРВЫ В ЭПОХУ ДЕЛЕВЕРИДЖА

По мнению Бернанке, давшего в сентябре 2012 года отмашку к запуску open-ended QE, это произойдет не ранее того момента, когда уровень безработицы в США не опустится к уровню в 6.5%, при условии что инфляция не превысит целевой 2-процентный уровень более чем на 0.5 п.п.

Как нам известно, глава ФРС направил всю боевую мощь ФРС в виде ежемесячного выкупа ипотечных ценных бумаг на $40 млрд и tresuaries в объеме $45 млрд на рынок недвижимости. Несмотря на то что данный сегмент формирует чуть более 2% ВВП США, восстановление рынка недвижимости, наиболее сильно пострадавшего от кризиса 2008 года, является крайне важным для всей экономики. В теории, позитивные сдвиги в этом направлении существенно повысят благосостояние рядового американца, поспособствуют созданию новых рабочих мест, улучшат качество банковского залогового обеспечения и тому подобное.

Как бы то ни было, Бернанке дал нам четкий сигнал о том, что операции на открытом рынке будут продолжаться, денежная база и баланс ФРС будут расти вместе с избыточными резервами банковской системы как минимум в ближайшие два года.

Но главный вопрос состоит в том, можно ли инструментами монетарной политики решить проблему глобального делевериджа? Перед началом кризиса американские домохозяйства и корпорации оказались просто перегружены долгом, и едва ли они начнут наращивать заимствования, пока размер обязательств не опустится до приемлемых среднеисторических уровней. Последствия делевериджа американских домохозяйств сложно переоценить, так как потребительские расходы составляют 71% от ВПП. В 2008 году объем долгов американских домохозяйств к распола-

[1] Избыточные резервы банковской системы представляют собой сумму депозитов депозитных институтов и наличных в кассе за вычетом обязательных резервов.

гаемым доходам составлял более 130%, в 2012 году — уже 107%.

Важно различать понятия рецессии (сокращение экономики в рамках коротких деловых циклов) и длительной экономической депрессии (сокращение экономики, вызванное процессом делевериджа). Как бороться с рецессиями, хорошо известно по той причине, что они случаются достаточно часто. В то время как депрессии и делеверидж остаются малоизученными процессами, потому что в историческом срезе наблюдаются достаточно редко.

Различие в поведении монетарной и фискальной политики во время рецессии и делевериджа является ключом к пониманию того, в какой стадии сегодня находится глобальная экономика. К примеру, во время делевериджа центральные банки обычно «печатают» деньги, которые направляются на покупку большого количества активов с целью замещения выпадающего спроса частного сектора (это и наблюдаем при анализе политики ФРС). С этой же целью в период делевериджа правительства обычно тратят огромные средства (резко увеличивая долговую нагрузку). Подобных действий со стороны монетарных властей вы не встретите во время обычных рецессий.

Однако нетрадиционная монетарная политика помогает лишь смягчить последствия делевериджа, но кардинально повлиять на него не может. Нужны скоординированные действия монетарных и фискальных властей. И время.

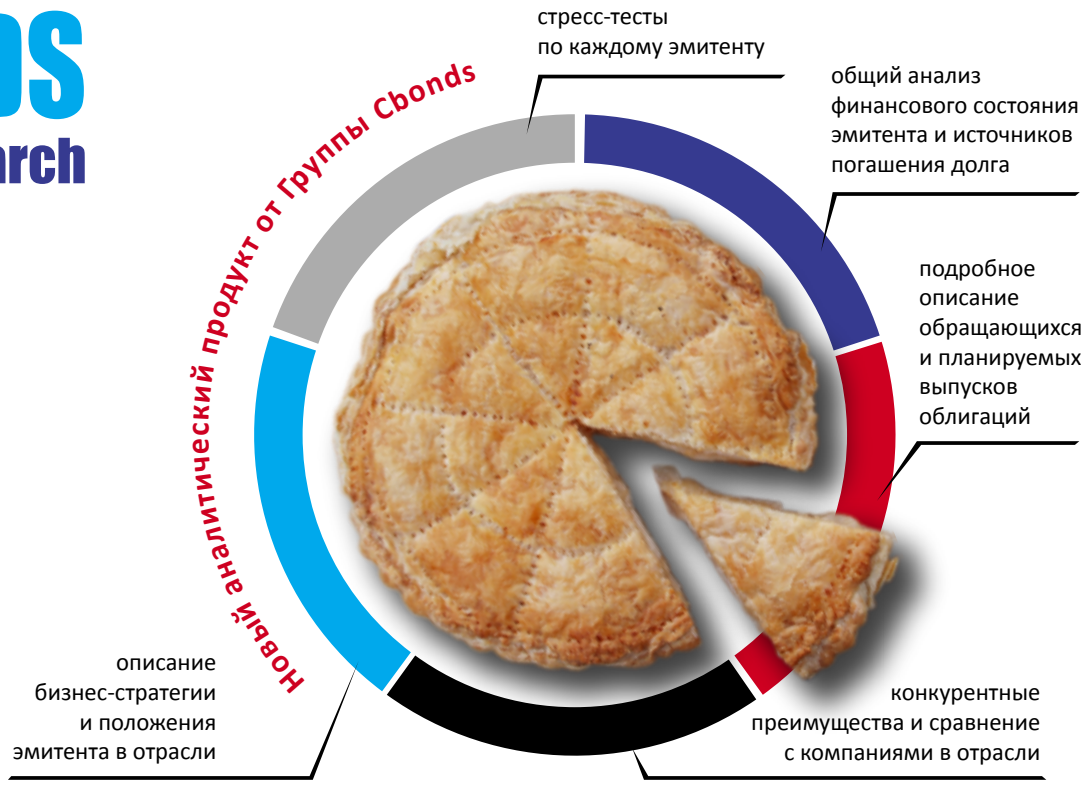
Но все же нельзя исключать того, что монетаристская модель сможет заработать по завершении длительного процесса потребительского/корпоративного делевериджа и полномасштабного восстановления рынка недвижимости США. Судя по оценкам ФРС, это может произойти в перспективе ближайших лет, то есть к 2015 году. Однако если доходы населения продолжат расти такими же медленными темпами, процесс делевериджа может растянуться и до 2018 года с соответствующими негативными последствиями для мировой экономики.

А пока монетаристская «зараза» расползается по миру и уже поразила все ключевые центробанки (в особенности ЕЦБ, Банк Англии и Банк Японии). Тотальная накачка крупнейших мировых экономик избыточной ликвидностью создает предпосылки для начала «валютных войн».

«НЕТРАДИЦИОННАЯ МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА ПОМОГАЕТ ЛИШЬ СМЯГЧИТЬ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЕЛЕВЕРИДЖА, НО КАРДИНАЛЬНО ПОВЛИЯТЬ НА НЕГО НЕ МОЖЕТ. НУЖНЫ СКООРДИНИРОВАННЫЕ ДЕЙСТВИЯ МОНЕТАРНЫХ И ФИСКАЛЬНЫХ ВЛАСТЕЙ. И ВРЕМЯ»

НЕЗАВИСИМАЯ КРЕДИТНАЯ АНАЛИТИКА ДЛЯ ВАС И ВАШИХ КЛИЕНТОВ!

CBONDS
Credit Research



на правах рекламы