Екатерина МЕНЬШЕНИНА,
аналитик, Fusion Asset Management

Старый новый мир

Программа количественного смягчения в США (QE) была инициирована как инструмент политики «дешевых денег», способных «разогнать» замедляющуюся после кризиса экономику. Основная идея заключалась в том, чтобы передать «плохие» активы с балансов банков на баланс ФРС и тем самым очистить систему в надежде дальнейшего экономического роста. По сути, QE должна была стать краткосрочным реанимационным решением, дающим экономике время восстановиться за счет естественных процессов, в том числе за счет растущего спроса на товары и услуги. Спустя пять лет и $2 трлн пациент все еще скорее жив, чем мертв. Не выполнив своей основной задачи, QE создала условия для дальнейшего развития дисбалансов в системе, которые сами по себе стали не менее, а возможно, и более опасными, чем исходная болезнь. Поэтому разговоры о постепенном сворачивании программы вышли из стен кабинетов «академиков» и аналитиков и переместились в конгресс.

Можно выделить три возможных сценария выхода из QE, мотивированных разными причинами прекращения программы: выход, мотивированный экономическими причинами, выход, связанный с внутренним (США) политическим решением, и выход, обусловленный внешними геополитическими факторами. Каждый сценарий реализуется на определенном временном горизонте, и только сценарий с кратчайшим временным горизонтом является осуществимым и релевантным. Исходя из анализа текущей картины, на выход из программы по экономическим причинам требуется больше времени, чем на реализацию политически-мотивированного решения, которое, скорее всего, займет больше времени, чем реализация геополитического сценария.

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ СЦЕНАРИЙ

Начнем с того, что текущий вариант QE не решает свою основную задачу, ради которой все затевалось, — напечатанные деньги не доходят до реального сектора экономики. Это подтверждается динамикой денежного агрегата M3 за последнее время. При значительном росте баланса ФРС значение M3, отражающее реальные средства, доступные населению, остается на докризисных уровнях. Банки не спешат выдавать кредиты, так как текущие рекордно низкие процентные ставки не отражают риски кредитования в реальном секторе. В итоге банки предпочитают просто зарабатывать на перераспределении эмиссионных денег, при этом большая часть всех свежепечатанных бумажек оседает внутри финансового сектора, приводя к росту прибылей финансовых институтов.

Надо добавить, что предприятия и сами не сильно заинтересованы в увеличении своей долговой нагрузки в условиях падающего спроса. С 80-х годов спрос стимулировался за счет сокращения сбережений домохозяйств и постоянного увеличения их долгов. Обслуживать растущую долговую нагрузку можно было только при постоянном снижении стоимости кредитов, но сейчас процентные ставки опускать больше некуда. По некоторым оценкам, за счет кредитования и снижения сбережений удавалось стимулировать спрос в размере $3 трлн в год, и, следовательно, чтобы вернуть спрос на докризисные уровни, надо эти $3 трлн чем-то компенсировать. Напомним, что текущий объем покупки активов в рамках QE3 равен примерно $1 трлн в год, и даже если бы все эти деньги шли в реальный сектор, этого было бы по-прежнему недостаточно.

ПОЛИТИЧЕСКИЙ СЦЕНАРИЙ

В конечном итоге, неспособность «протолкнуть» средства в реальную экономику через стандартные банковские каналы — это то, что препятствует

успешному осуществлению программы оздоровления экономики в рамках QE. Сложившуюся ситуацию можно назвать «мягкой коррупцией», когда государство и в конечном счете налогоплательщики гарантируют высокодоходный бизнес для узкого круга банков и частных интересов, связанных с политической элитой. По данным CNBC, только 5% населения ощущают увеличение дохода и богатства, в то время как 95% по-прежнему живут хуже, чем до кризиса. Более того, именно политика дешевых денег способствует росту расслоения и неравенства в доходах населения. Вывод страны из сложившейся спирали требует политических решений и не может больше полагаться на чисто экономическую логику.

Проблема эта не только социальная — многие сотрудники ФРС и политики понимают, какой «джинн» выпущен из бутылки и какие риски связаны с программой. Поэтому разговоры о выходе из QE и о сокращении или, по крайней мере, об остановке роста государственного долга принимают политический характер миссии «спасения Родины». Если меры не могут быть приняты, то хотя бы активность в этом направлении должна быть продемонстрирована. Интересно, что в конце мая ФРС объявила о возможном частичном сворачивании QE, чтобы удовлетворить конгресс и показать, что ФРС ответственно управляет механизмами ликвидности. Мы считаем, что частичное сворачивание из $85 млрд в месяц в $65 млрд в месяц произойдет уже в этом году.

Исторически для любой страны наиболее простым, продуктивным и быстрым выходом из экономического кризиса было бы «созидательное разрушение», с дефолтами банков и страны, упавшим курсом доллара и взлетевшими процентными ставками. Для любой страны, но не для США, где доллар уже давно стал основным экспортом и инструментом внешней политики. Падение доллара и казначейских обязательств США больше не только и не столько вопрос внутреннего благосостояния граждан страны, сколько вопрос внешнеполитического положения США. Именно это обстоятельство вместе с постоянно увеличивающимся государственым долгом является одним из главных геополитических угроз интересам США в мире. Программа QE — это внутренний ответ на механизм потенциального давления на Соединенные Штаты при массовых продажах третьими странами казначейских обязательств США.

Многие думают, что в процессе количественного смягчения ФРС увеличивает свой процент владения казначейскими облигациями. Однако это не так — на конец 2006 года ФРС держала 16% всех выпущенных облигаций, на конец 2012 года доля Федерального резерва составляла 15%. Следовательно, доля ФРС не увеличилась за последние шесть лет. Интересно, что на данный момент иностранные инвесторы держат более 50% казначейского долга США. С 2007-го по 2012 год Казначейство США выпустило бумаги на $6.4 трлн, и основными покупателями этого долга были иностранные инвесторы ($3.2 трлн, или 52%). Иностранные центральные банки взяли на себя $2.5 трлн, тогда как Федеральная резервная система приобрела всего лишь $866 млрд. Есть несколько причин, почему иностранные банки увеличивают долю в казначейских бумагах США: естественное накопление в результате торгового потока; гарантийное обеспечение для своей собственной валюты; инструмент поддержания внутренней денежной политики.

Пять стран были наиболее активными скупщиками бумаг США за этот период: Китай, Япония, Бразилия, Россия и Швейцария. Япония, Бразилия и Швейцария использовали казначейские бумаги США в процессе «валютных войн» для активной де-

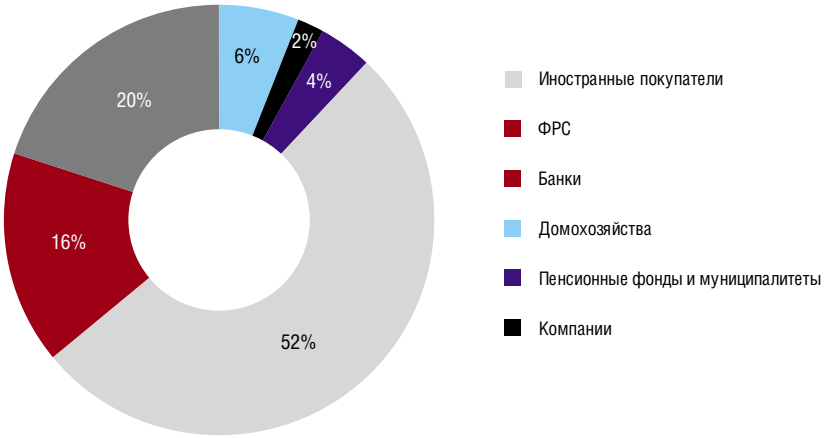

Рисунок 1
Основные держатели казначейских облигаций США

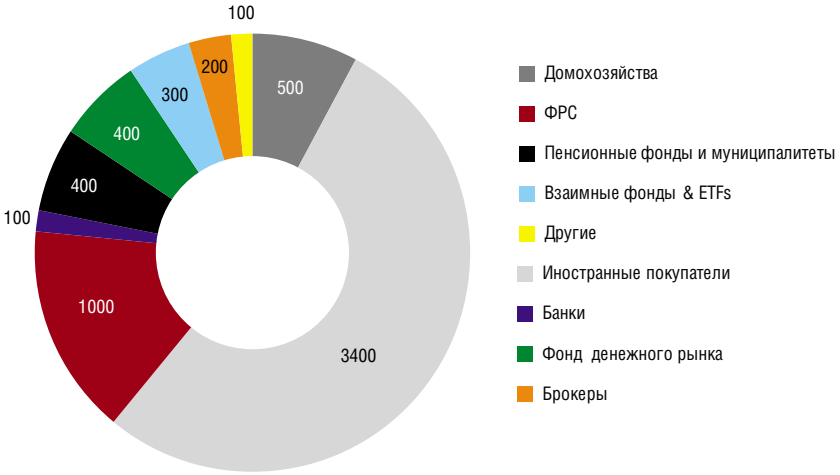

Рисунок 2
Основные покупатели казначейских бумаг США за кризисный период 2007–2012 гг., $ млрд

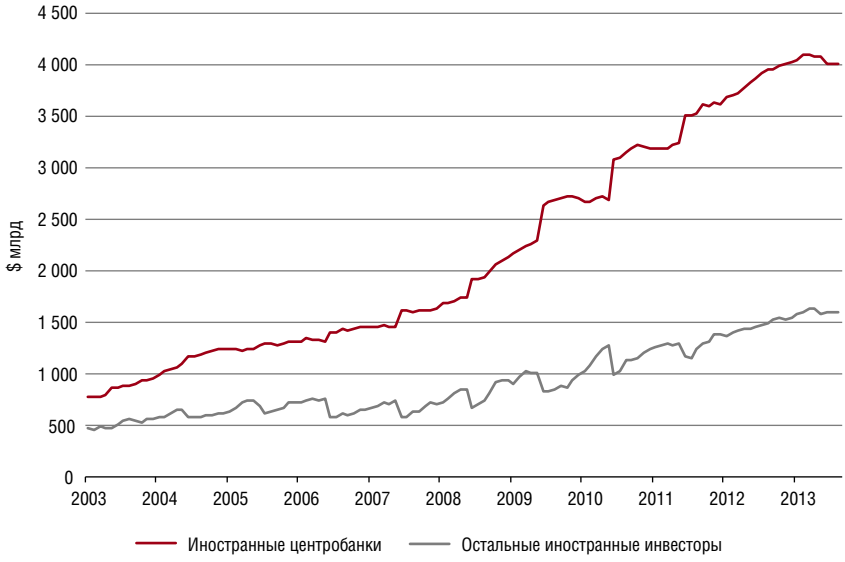

Рисунок 3
Динамика покупки казначейских облигаций США иностранными инвесторами

вальвации своей валюты. Возможно, остальные развивающиеся страны (Китай, Россия и Индия), которые не могут увеличить внутренний рост экономики, также последуют примеру Бразилии и начнут девальвировать свои валюты, чтобы увеличить экспортный поток в развитые страны. Если на данный момент страны БРИК держат более 30% американского долга, то в ближайшие два года этот уровень может достичь 50% и сделать эти страны основной силой, которая будет угрожать геополитическим интересам Америки.

ГЕОПОЛИТИЧЕСКИЙ СЦЕНАРИЙ ВЫХОДА ИЗ QE — ТРЕТЬИ СТРАНЫ

Опыт последних лет показывает, что новые региональные конфликты возникают не из-за желания захвата Штатами новых экономических пространств, а из-за внутренних причин в отдельных регионах, которые часто идут вразрез с поддерживаемым США установленным порядком. Эти конфликты естественым образом приводят к обострению региональной конкуренции между блоком США и его союзников, с одной стороны, и геополитическими соперниками Штатов — с другой.

В случае любого регионального конфликта, который не будет в интересах основных кредиторов США, одна из стран может начать атаку на внешний долг Америки, распродавая казначейские облигации. Если давление на ценные бумаги будет достаточно сильным, то это приведет к лавинообразному процессу, при котором никто не захочет держать долг США, тем более что в основном держателями долга являются как раз не сторонники Америки. Облигации упадут в цене, процентные ставки взлетят. Средства, вырученные от продажи казначейских облигаций, будут потрачены на инвестиции в валюты других стран и реальные активы, и это естественным образом приведет к неконтролируемому падению доллара. 100-летняя модель долларизации мировой экономики падет. Давление на ликвидируемые облигации и на доллар станет таким, что они перестанут быть эффективным средством экономического стимулирования региональных союзников США. Последнее приведет к нарушению баланса сил и потенциально расширит региональный конфликт до глобального. Это экономический аналог «ядерной кнопки», которому можно противопоставить только организованную программу закупки своего государственного и квазигосударственного долга, то есть вечноживущее QE США и их союзников.

Завершая наш далеко не полный и поверхностный анализ, можно сказать, что полномасштабное сворачивание программы QE не отвечает интересам Соединенных Штатов и их союников и способено привести к вооруженным конфликтам и изменению мирового порядка не в пользу США. Поэтому до того момента, пока выход из QE не будет организован принудительно третьими странами, США сохранит программу количественного смягчения, возможно видоизменив ее под давлением внутренних политических сил. Так что после QE мира не будет, если он и сохранится, то это будет очень непохожий на старый новый мир.

Таблица 1
Размер позиций отдельных стран в казначейских облигациях США, $ млрд

Китай	1 275.8	22.8%
Япония	1 083.4	19.3%
Карибские острова	290.8	5.2%
ОПЕК	256.8	4.6%
Бразилия	253.7	4.5%
Тайвань	186.2	3.3%
Швейцария	180.4	3.2%
Россия	138.0	2.5%
Великобритания	162.6	2.9%
Люксембург	150.6	2.7%
Гонконг	124.2	2.2%
Ирландия	121.2	2.2%
Сингапур	85.4	1.5%
Норвегия	75.7	1.4%
Германия	59.3	1.1%
Мексика	64.5	1.2%
Индия	61.2	1.1%
Таиланд	50.2	0.9%
Турция	59.1	1.1%
Корея	51.2	0.9%
Другие	870.3	15.5%

РЕКЛАМА. ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК». ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ ЦБ РФ № 1942.

ИНВЕСТИЦИОННО-БАНКОВСКИЕ УСЛУГИ

- Организация облигационных займов для корпоративных клиентов и банков
- Организация синдицированных кредитов для корпоративных клиентов и банков
- Сделки с акционерным капиталом / слияния и поглощения

www.globexbank.ru

ГЛОБЭКС
банк решений