Александр ВАРЮШКИН,
руководитель департамента по управлению активами, ИК «Третий Рим»

The great beyond

За последние несколько месяцев рынки забыли о проблемах с американским бюджетом, европейских государственных долгах и волнениях на Ближнем Востоке — все разговоры только о сокращении или закрытии программ количественного смягчения. Рынки считают, что это вопрос решенный. Согласен с консенсусом в том, что сокращение начнется осенью 2013-го и к середине 2014 года программы сойдут на нет. Но здесь речь пойдет не о том, будут программы закрыты или нет, — рано или поздно это все равно произойдет. Главный вопрос в том, что дали эти программы рынкам и чего можно ожидать после их сворачивания. Причем именно с точки зрения цен на активы, а не с точки зрения экономики, что, как мы знаем, далеко не одно и то же. Кроме того, важно отдельно рассмотреть влияние на рынки других инструментов монетарной политики, в частности краткосрочной процентной ставки, — а здесь не стоит ожидать никаких изменений как минимум до конца 2014 года.

Ниже приведен перечень основных этапов программ количественного смягчения за последние пять лет (я намеренно рассматриваю только программы ФРС США и только QE. Если попытаться вспомнить все программы монетарного стимулирования четырех крупнейших центральных банков мира, один только список растянется на пару страниц):

- QE1 (ноябрь 2008-го — март 2010 года) — выкуп облигаций с ипотечным покрытием на $700 млрд (включая agencies). В марте 2009 года программа была увеличена еще на $850 млрд для выкупа облигаций с ипотечным покрытием и на $300 млрд для выкупа долгосрочных US treasuries. Программа завершилась в первом квартале 2010 года, баланс ФРС к тому моменту достиг $2.1 трлн.
- QE2 (ноябрь 2010-го — июнь 2011 года) — дополнительно к реинвестированию полученных средств от погашений ФРС анонсировало программу по выкупу долгосрочных US treasuries на сумму $600 млрд.
- QE3 или операция Twist (сентябрь 2011-го — декабрь 2012 года) — своп между краткосрочными и долгосрочными US treasuries на сумму $400 млрд. В июне 2012 года увеличен на сумму $267 млрд.
- QE4 (сентябрь 2012-го — настоящее время) — ежемесячная покупка облигаций с ипотечным покрытием и долгосрочных US treasuries на сумму $85 млрд ежемесячно.

Баланс ФРС на текущий момент составляет $3.6 трлн, из них $2 трлн приходится на US treasuries и $1.35 трлн — на облигации с ипотечным покрытием.

Рисунок 1 иллюстрирует динамику доходностей 10-летних US treasuries в период действия различных программ количественного смягчения. Мы берем в расчет динамику 10-летних доходностей, поскольку, во-первых, они являются основным объектом QE, а во-вторых,

служат главным бенчмарком стоимости длинных денег в мировой экономике. При ближайшем рассмотрении графика можно сделать следующие выводы:

- Снижение доходностей, которого стоило бы ожидать в периоды количественного смягчения, не происходит. Можно предположить, что рынки «предвосхищали» действия монетарных властей? Однако этот тезис плохо выдерживает критику. QE2 и QE3 не были «регулярными» (или «рядовыми») операциями ФРС на открытом рынке, поэтому «предвосхищение» этих событий можно поставить под сомнение. Кроме того, легко вспомнить, что короткие периоды снижения доходностей в 2010 и 2011 годах на самом деле сопровождались значительным ухудшением макроэкономических прогнозов — вплоть до катастрофических сценариев.
- Доля US treasuries (из всех находящихся в обращении) на балансе ФРС с начала 2008 года по текущий момент выросла с 12% до 17%. Это правда. Однако и размер долга за прошедшие пять лет вырос практически в два раза, это означает, что размер позиций, находящихся не на балансе ФРС, вырос на сопоставимую величину. То есть ФРС отнюдь не единственный покупатель на рынке казначейских обязательств США, особенно в период резкого снижения доходностей.
- За пять лет 10-летняя доходность снизилась с 4% до 3% (если не учитывать последние несколько месяцев, то до 2%). Однако за это же время ставка рефинансирования снизилась с 2% до 0.25%. И как показывают многочисленные исследования, ставка рефинансирования в наибольшей степени отвечает за динамику долгосрочных доходностей. На текущий момент спред между краткосрочными и долгосрочными доходностями (наклон кривой доходностей) близок к максимальным историческим уровням, соответственно, дальнейший рост долгосрочных доходностей должен быть обусловлен ростом ставки рефинансирования, что пока не предполагают ни рыночные участники, ни ФРС, судя по последним заявлениям регулятора.

Таким образом, на самом деле подтвердить тезис, ставший в каком-то смысле догмой на финансовых рынках, о том, что программы монетарных властей по выкупу активов (и только они) привели к значимому снижению уровней доходностей на облигационных рынках, нечем.

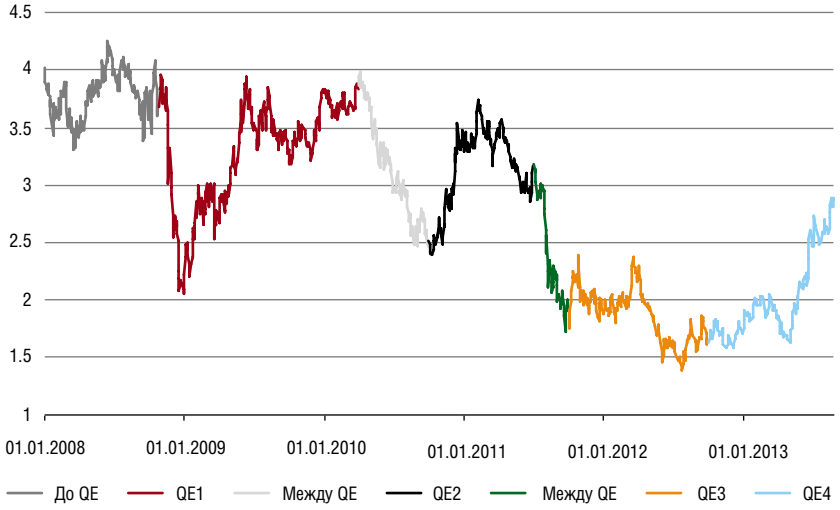

Рисунок 1
Динамика доходностей 10-летних US treasuries в период действия различных программ количественного смягчения

Очевидное влияние программы количественного смягчения оказали только на ликвидность (программа QE1 была крайне своевременной именно с этой точки зрения) и на денежную базу, но при этом не смогли ни повлиять на увеличение широких денежных агрегатов, ни стимулировать инфляцию (а сколько было разговоров об инфляции при старте этих программ?). Здесь важно отметить еще и то, что окончание программ не будет означать снижения М0, потому что о сокращении баланса ФРС (продаже облигаций) речи не идет. Соответственно, нельзя поставить знак равенства между окончанием программ количественного смягчения и ростом долгосрочных доходностей.

На вопрос о том, как мы будем жить «после», ответ напрашивается сам собой — точно так же, как и «до». Рынок преувеличивает значимость QE для среды, в которой у большого количества инструментов финансового рынка нет проблем с ликвидностью. После прекращения программ количественного смягчения рынок довольно быстро повернется лицом к тем показателям, которые, как нам кажется, имеют гораздо большее значение для будущей динамики процентных ставок, — инфляции, уровню безработицы и ставке рефинансирования (она, как правило, является функцией от предыдущих двух показателей). А эти индикаторы в последнее время (то есть последние пять лет) дают мало поводов для оптимизма: согласно этим показателям, мировая экономика медленно-медленно пытается преодолеть последствия кредитного бума 2001–2006 годов. Так что поводов для беспокойства этой осенью не найдет себе только ленивый.

ПОДТВЕРДИТЬ ТЕЗИС, СТАВШИЙ В КАКОМ-ТО СМЫСЛЕ ДОГМОЙ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ, О ТОМ, ЧТО ПРОГРАММЫ МОНЕТАРНЫХ ВЛАСТЕЙ ПО ВЫКУПУ АКТИВОВ (И ТОЛЬКО ОНИ) ПРИВЕЛИ К ЗНАЧИМОМУ СНИЖЕНИЮ УРОВНЕЙ ДОХОДНОСТЕЙ НА ОБЛИГАЦИОННЫХ РЫНКАХ, НЕЧЕМ