Егор СУСИН,
главный эксперт Центра экономического прогнозирования, Газпромбанк

QE3: выгоды снижаются, риски растут?

Прошло около года с начала запуска ФРС третьей программы количественного смягчения (QE3). В середине сентября 2012 года было объявлено о начале выкупа ипотечных облигаций (на $40 млрд в месяц), в середине декабря объемы были расширены за счет выкупа облигаций Госказначейства (на $45 млрд в месяц). К концу октября 2013 года общий объем выкупа гособлигаций достиг триллиона долларов, а баланс ФРС превысил $3.8 трлн. На фоне сокращения дефицита бюджета экономического эффекта от программы QE3 практически не видно.

В результате секвестра ожидалось сокращение темпов роста ВВП США на 1–1.5 п.п., что и происходит в 2013 году: рост экономики в первом полугодии составил 1.5% (3% — в первом полугодии 2012 года и 2.8% — в целом за 2012 год). За последний год рост замедлился по многим направлениям: промышленное производство, потребительская активность, располагаемые доходы населения. Отсутствуют серьезные сдвиги в инвестициях корпораций (доля инвестиций в ВВП практически не меняется).

Инфляционное давление снизилось, несмотря на активную политику монетарного стимулирования со стороны ФРС, что неудивительно на фоне достаточно слабой потребительской активности. Ужесточение регулирования банковской деятельности и неоднозначность монетарной политики сдерживают восстановление банковского кредита, несмотря на созданные «тепличные» денежно-кредитные условия. Ипотечный кредит в 2013 году показывает негативные темпы роста, а делеверидж домохозяйств продолжается. Рынок недвижимости начал восстанавливаться после самого сильного за послевоенный период спада, но до докризисных уровней ему еще далеко, а спрос формируется в основном инвестиционным сектором. В условиях низких объемов строительства это привело к резкому ускорению роста цен и снижению доступности жилья. Потребительское кредитование восстанавливается крайне медленно, но основной его рост сосредоточен в секторе субсидируемых правительством студенческих ссуд, объем которых достиг триллиона, а просрочки превысили уровни просрочек по кредитным картам при значительно более низких ставках. Общий объем банковских кредитов относительно депозитов упал до минимального за 35 лет уровня 76.4%.

На кредитование корпоративного сектора политика ФРС оказывает более ощутимое влияние: в номинальном выражении объемы кредитования компаний со стороны банков восстановились до уровней 2008 года. В реальном же выражении они все еще отстают от докризисных уровней, а рост за последний год замедлился с 12–14% до 7–8%. Что касается корпоративного сектора, то можно говорить о структурных сдвигах в кредитовании, значительная часть которого сейчас сместилась в область рыночных заимствований через выпуск облигаций. К середине 2013 года в США было выпущено корпоративных облигаций на общую сумму $9.35 трлн, что на 53% превысило уровень докризисного 2007 года. Причем в общем объеме эмиссии корпоративных облигаций доля бумаг с рейтингом ниже инвестиционного устойчиво держится на уровне 24–25%. В последний раз она была выше 20% в период «пузыря доткомов» (1997–1998 годы).

Все это происходило на фоне снижавшихся до лета текущего года ставок заимствований и увеличения сроков заимствований компаний. Для корпоративного сектора данная динамика позитивна, но легкий доступ на рынки капитала не привел к соответствующему росту инвестиций. Объем инвестиций относительно ВВП находится на уровне 12% (соответствует уровням 2002–2004 годов, которые наблюдались после краха «пузыря доткомов», и далек от докризисных уровней 2007–2008 годов, а также ниже средних уровней последних десятилетий).

Такая динамика инвестиций не предполагает и активного восстановления рынка труда, где ситуация остается крайне неоднозначной. Рост количества занятых в последние два года держится на уровне 2 млн в год, что компенсирует рост рабочей силы, но не приводит к существенным положительным сдвигам. Сокращение уровня безработицы с 10% до 7.2% обусловлено не улучшением ситуации на рынке труда, а сокращением доли экономически активного населения до минимальных уровней с 1978 года — 63.2%. Показатель занятости в экономике США за последние годы практически не изменился и держится на уровне 58.2–58.7% гражданского населения. Реальные заработные платы почти не растут, а безработица носит затяжной характер и продолжает оставаться на крайне высоком уровне.

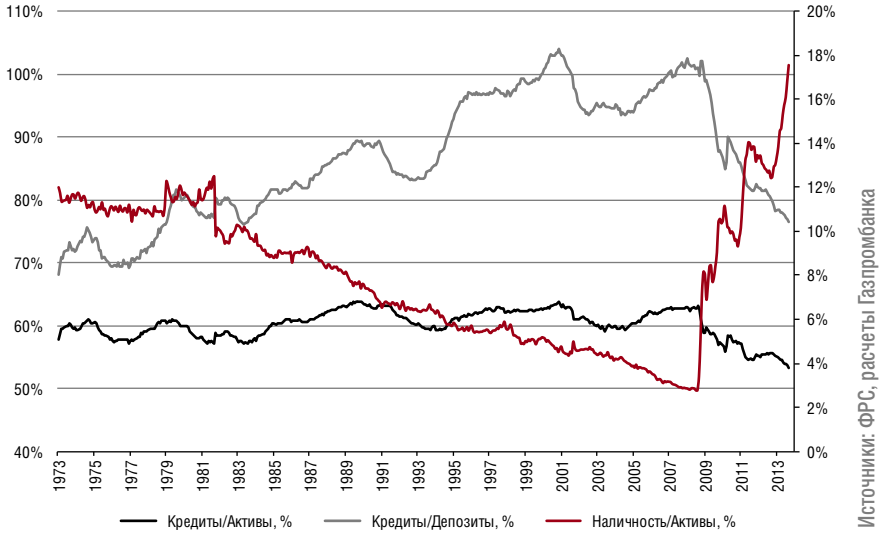
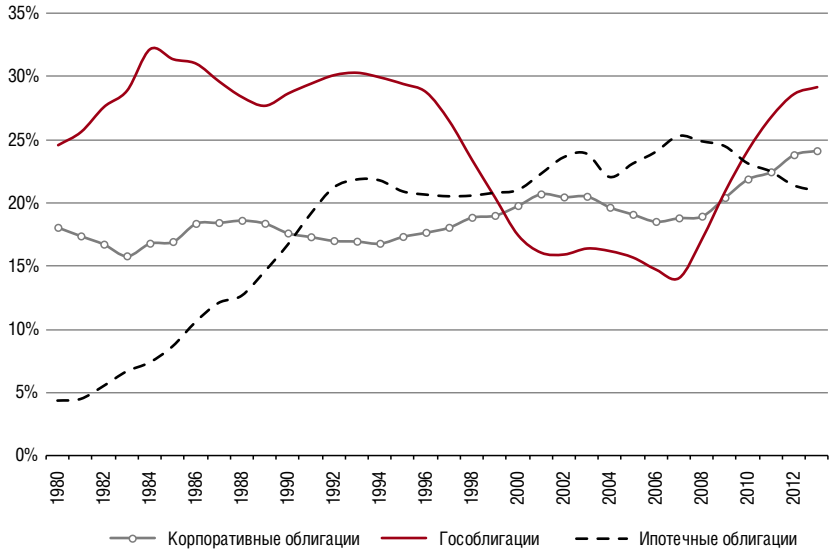


Рисунок 1
Показатели банков США, %

По факту ультрамягкая монетарная политика практически не транслируется в реальную экономику и рост реальной экономической активности. Эффективность текущих программ стимулирования крайне низкая, о чем уже не раз заявляли и многие представители ФРС, которые указывают на значительный рост потенциальных рисков от проводимой политики при достаточно низкой эффективности, особенно в условиях консолидации бюджетного дефицита. На все это накладываются рекордные уровни концентрации капиталов и доходов, которые существенно снижают влияние так называемого эффекта богатства.

Не создавая достаточного экономического эффекта, политика ФРС оказывает сильнейшее воздействие на финансовые рынки, приводя к их деформации. Смещение заемщиков в пользу рыночных заимствований — только одна сторо-

Рисунок 2
Доля корпоративного долга и госдолга в общем объеме выпущенных в США облигаций, %



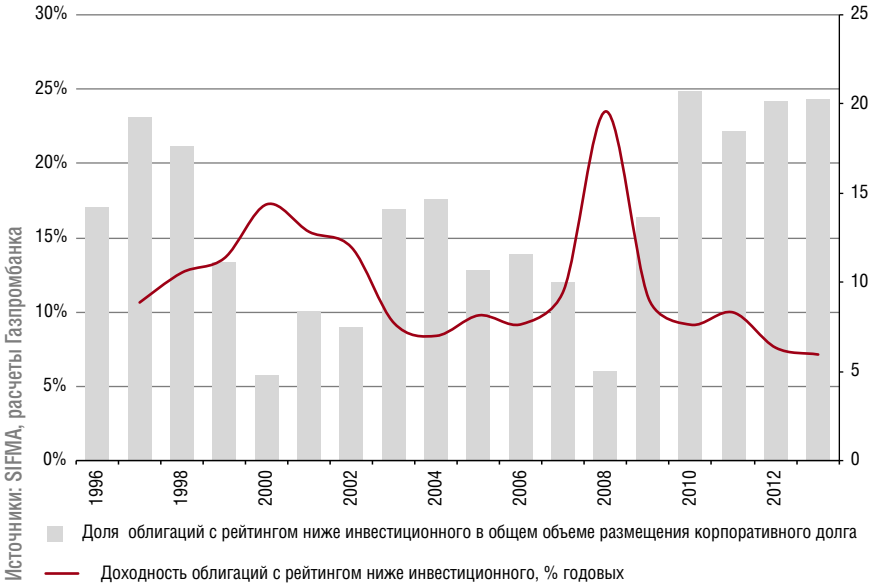


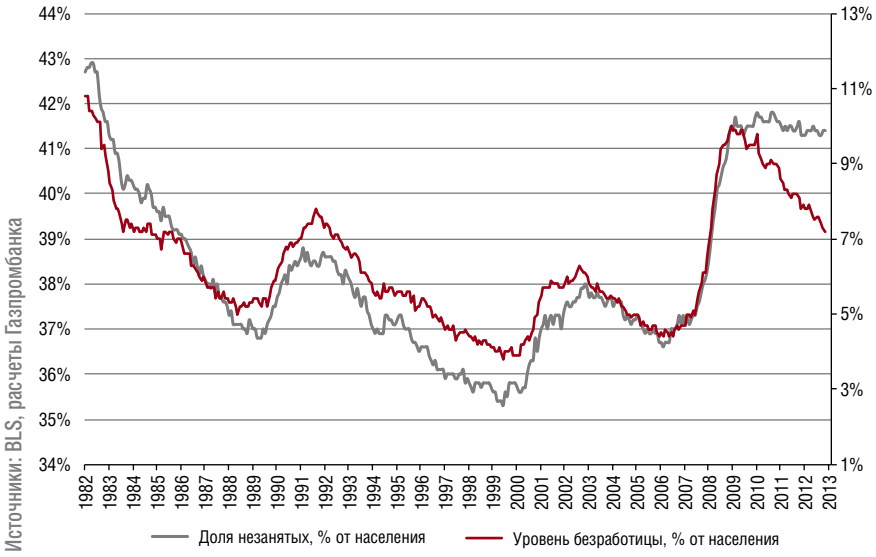
Рисунок 3

Доля облигаций с рейтингом ниже инвестиционного в объеме размещения корпоративных облигаций в США, %

на процесса. Избыточная долларовая ликвидность привела к тому, что одним из основных поставщиков капиталов на кредитном рынке стали инвестиционные фонды, действия которых сильно подвержены изменениям рыночной конъюнктуры. Это уже привело к росту волатильности движений инструментов с фиксированной доходностью — в ответ на сигналы о свертывании программы QE3 произошел резкий вывод капиталов из инвестиционных фондов, вкладывающих средства в облигации, что спровоцировало сильный скачок доходностей долгосрочных облигаций на 1–1.5 п.п. за несколько месяцев. Своими заявлениями Бен Бернанке изменил рыночные ожидания, причем влияние оказалось более значительным, чем предполагали в

Рисунок 4

Доля незанятых, % от гражданского населения и уровень безработицы (%)



ПО ФАКТУ УЛЬТРАМЯГКАЯ МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА ПРАКТИЧЕСКИ НЕ ТРАНСЛИРУЕТСЯ В РЕАЛЬНУЮ ЭКОНОМИКУ И РОСТ РЕАЛЬНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ

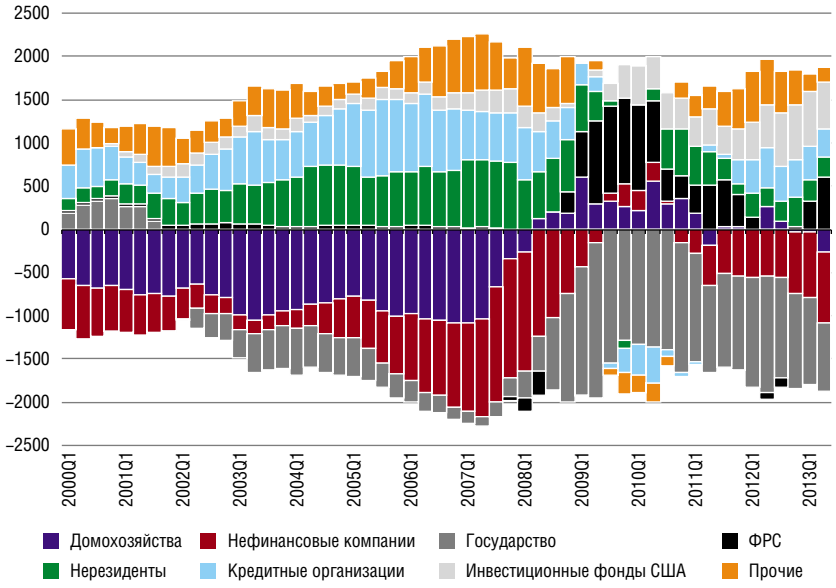
Центробанке США, это вызвало активные попытки монетарных властей охладить рыночную истерию. Подобные изменения по своей природе краткосрочны, пока не будут подтверждены реальными тенденциями, но они же и отодвигают эти самые тенденции. Резкая коррекция ставок для конечного заемщика произошла, несмотря на нулевые краткосрочные ставки и продолжавшийся выкуп облигаций Федеральным резервом в прежних объемах.

Динамика второй половины 2013 года указывает на то, что риски потери со стороны ФРС контроля над дальним концом кривой доходности в период смены политики существенно выросли. Рынки в моменте переоценили возможность восстановления экономики США, а также перспективы реального ужесточения монетарной политики и сейчас пересматривают свои ожидания, поэтому ставки стабилизируются. Текущая ситуация — всего лишь сигнал о том, какими могут быть реакция кредитного рынка и волатильность в более долгосрочной перспективе.

В результате политики ФРС внешние рынки получили значительные объемы долларовой ликвидности. Это, в свою очередь, спровоцировало массовый приток капитала и рост валют ряда развивающихся стран, снижение доходностей облигаций. На середину 2013 года объемы годовой эмиссии облигаций развивающихся стран на внешних рынках достигли рекордной суммы $556 млрд, чистые заимствования — $393 млрд, что вдвое превышает предкризисный рекорд. Общий объем облигаций, размещенных на внешних рынках, к середине 2013 года составил $2.2 трлн, впервые с 2001 года превысив 10% от всего объема выпущенных бумаг. Значительная часть эмиссии

облигаций развивающихся стран — бумаги, номинированные в долларах. С середины года ситуация изменилась: пересмотр ожиданий рынка спровоцировал резкое падение стоимости облигаций развивающихся стран и девальвацию валют наиболее зависимых от притока капитала регионов (Бразилия, Индия и другие страны). Зависимость развивающихся рынков от долларового фондирования существенно выросла, а значит, усилились и зависимость от политики ФРС, и риски волатильности. Но в отличие от прошлых периодов падение спроса на активы развивающихся стран не сопровождалось возвратом капитала в США. Чистый приток капитала в американские активы за последний год составил мизерные $26 млрд против ежегодных $665 млрд в среднем за последние 10 лет. ФРС продолжает выкупать активы в прежних объемах. Это создает избыток ликвидности на рынках, особенно на внешних, для США, что стало одной из основных причин падения доллара к валютам европейских стран в последний год. С февраля текущего года, несмотря на отрицательный текущий счет, США сталкивались с оттоком капиталов из своих активов. Чистые обязательства американских банков перед нерезидентами (безналичные доллары, сконцентрированные вне США) к августу достигли рекордного за всю историю уровня $956 млрд. Изменение ожиданий привело к изменению аллокации по активам как внутри США, так и вне, но произошло это в условиях рекордных и растущих объемов долларовой ликвидности за пределами Америки.

Экономический эффект от продолжения программ выкупа активов неочевиден, баланс рисков и выгод текущей политики смещен в пользу повышенных рисков. Продолжение текущей монетарной политики ФРС приведет к дальнейшему снижению контроля ФРС над долгосрочными ставками и будет сопровождаться ослаблением доллара при отсутствии значимого экономического эффекта. Усиливаются риски формирования пузырей в ряде финансовых активов. Ультрамягкая денежно-кредитная политика потребует в перспективе крайне медленного выхода из стимулирующих мер, но чем позднее он будет начат — тем меньше ФРС будет контролировать ситуацию. Это уже вызывает рост внутренних противоречий в ФРС и может привести к возобновлению разговоров о валютных войнах со стороны



Источники: ФРС, расчеты Газпромбанка

Рисунок 5
Чистые кредиторы (+) и заемщики (-) в США, $ млрд

других центральных банков. Конечно, возможности ужесточения ограничены крайне сложной ситуацией с принятием бюджета, но компенсировать политические проблемы своей политикой ФРС не может. Возможно, рынки слишком оптимистично оценивают перспективы продолжения программ выкупа активов в прежних объемах, как они это делали, ожидая начала цикла сокращения объемов покупок ценных бумаг в сентябре, без достаточных на то причин. Даже в условиях смены руководства ФРС может начать сокращать объемы выкупа уже в январе, но будет это делать крайне медленно, что обеспечит сохранение избыточного предложения долларовой ликвидности.

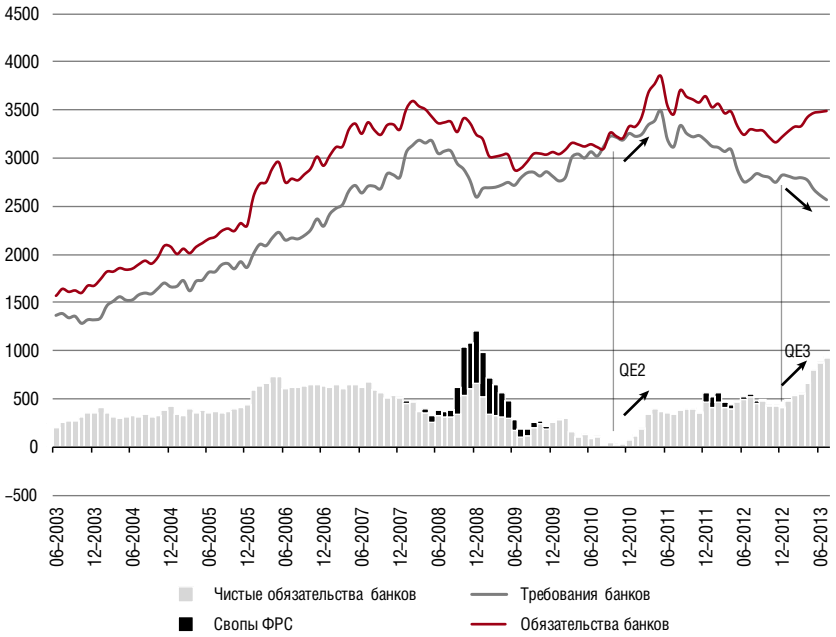



Рисунок 6
Обязательства и требования банков США перед нерезидентами, $ млрд