

Михаил Ершов*

Потакание кризису

Регуляторы развитых стран вынуждены продолжать политику накачки ликвидности, чтобы смягчить вторую волну кризиса. Тем самым они лишь откладывают решение болезненных структурных проблем

Статистика по итогам 2011 года для экономики США выглядит обнадеживающе: ВВП вырос на 1,7%, промышленность — на 4%. В феврале 2012-го уровень безработицы сократился до 8,3%. Однако ситуация, похоже, вызывает беспокойство регуляторов.

В своих недавних оценках состояния американской экономики (февраль 2012-го) глава ФРС Бен Бернанке заявил, что «ее оживление разочаровывает». Важнейшие факторы вытягивания экономики из депрессии — потребительский спрос и ипотека — не работают. Падение цен на жилье почти на треть от предкризисного пика привело к сокращению активов домохозяйств более чем на 7 трлн долларов и к дальнейшему росту объемов ипотеки с непокрытым залогом, что осложняет проблему рефинансирования ипотечных займов и продажу жилья. В свою очередь, сокращение уровня богатства домохозяйств уменьшает их расходы и тормозит рост. По оценкам, эластичность составляет 5%, что означает возможное сокращение расходов на 350 млрд долларов, или на 2,3% ВВП.

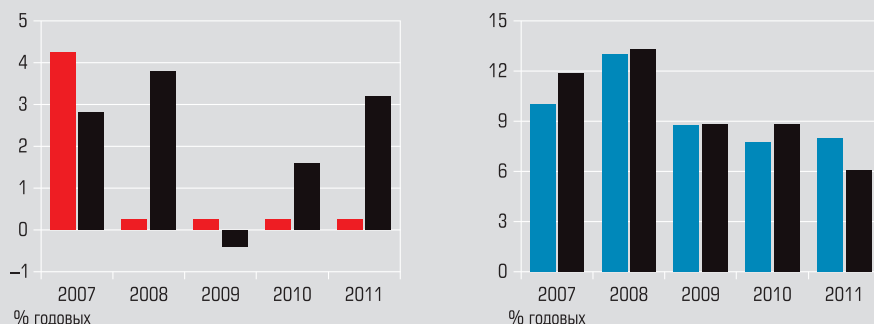
Для стимулирования экономики ФРС пошла на решительные шаги. Было объявлено, что процентные ставки ФРС (federal funds rate) до конца 2014 года останутся на нынешнем минимальном уровне — в диапазоне от 0 до 0,25% (сейчас 0,10%), что, отметим, значительно ниже темпов инфляции в США. Обращает на себя внимание и то, что регулятор впервые заранее объявляет ставки на столь длинный временной горизонт. Такой долгосрочный сигнал рынку может означать, что настроения там действительно плохие, а для оживления ситуации в экономике требуется настолько низкая цена ресурсов в течение целых трех последующих лет. Для сравнения: российские подходы выглядят гораздо жестче (см. график 1).

То же касается и общего прироста ликвидности, возникшего вследствие

ФРС США проводит существенно более мягкую денежную политику, чем Банк России

График 1

Ставки рефинансирования ФРС США и ЦБ РФ



■ Ставка ФРС по федеральным фондам

■ Инфляция (декабрь к декабрю предыдущего года)

■ Ставка рефинансирования ЦБ РФ (на конец года)

Источник: US Fed, Bureau of Labor Statistics, Росстат, Банк России

При масштабной эмиссии долларов инфляция в американской экономике выглядит вполне приемлемо. Среди причин этого — хранение в ФРС избыточных резервов американских банков, что препятствует поступлению эмитируемых долларов в экономику

антикризисных мер (см. график 2). Показательно, что при столь масштабной эмиссии долларов инфляция в американской экономике выглядит вполне приемлемо (см. график 3).

Среди причин этого — хранение в ФРС избыточных резервов американских банков, что препятствует поступлению эмитируемых долларов в экономику и тормозит действие мультипликатора, превращающего денежную базу в соответствующий агрегат денежной массы (еще в октябре 2008 года ФРС установила платежи по размещенным в ней резервным требованиям

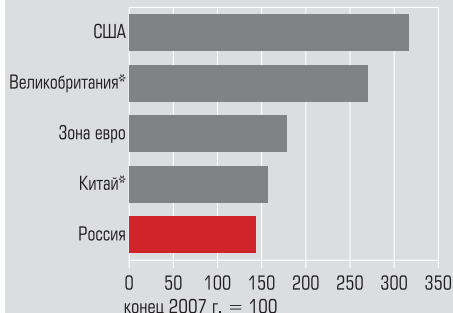
банков — в настоящее время ставка составляет 0,25%). Этому же способствует и формирование больших запасов наличности ведущими банками США, которая выступает в качестве своего рода резерва. В результате наблюдается интересная картина: денежная база растет значительно быстрее, чем денежная масса (см. графики 4).

При этом большая часть эмиссии носит длинный, а значит, менее инфляционный характер. Происходит также значительный отток долларов на рынки третьих стран. В условиях низкого потребительского спроса все это позволяет проводить масштабную эмиссию с минимальными инфляционными последствиями.

*Старший вице-президент Росбанка, доктор экономических наук. Статья отражает личное мнение автора.

Эмиссионная активность центробанков в развитых странах и Китае в последние годы существенно выше, чем в России

Рост денежной базы в некоторых странах на 1 февраля 2012 г.



*Середина 2011 г.

Источник: национальные центральные банки

Еще одной зоной риска может стать валютный курс доллара. О его возможном обвале говорили, когда кризис в США только разразился. Ситуация усугубляется тем, что по формальным признакам обеспеченности (например, по отношению денежной базы к золотовалютным резервам) доллар является самой необеспеченной из ведущих мировых валют — коэффициент его обеспечения составляет 21% (с учетом возможной монетизации госдолга это соотношение опускается ниже 4%).

При этом уровень инфляции в России в 2011 году оказался максимальным в рассматриваемой выборке стран



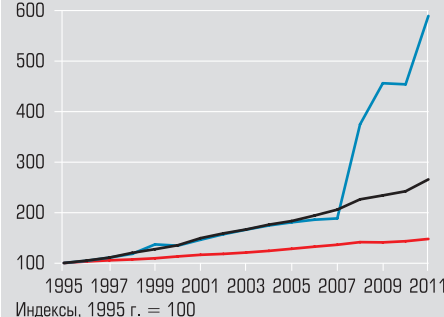
Источник: национальные центральные банки

И накачка ликвидности эту ситуацию только обостряет.

В последнее десятилетие доллар действительно вступил в полосу системного снижения. Однако востребованность американской валюты в других государствах, усилившаяся в кризисный период, приводила на отдельных этапах не к снижению, а к росту ее курса (см. график 5).

Предлагаемые ФРС меры способствуют поддержке доллара. В марте Бернанке заявил, что в конце прошлого года ФРС продлила до 2013-го действие механиз-

Денежная масса в США увеличивается гораздо медленнее, чем денежная база График 4



■ Денежная масса (M2)
■ Денежная база ■ Инфляция

Источник: расчеты автора по данным US Fed,
US Department of Labor Statistics

мов валютных свопов с ЕЦБ и с центральными банками Канады, Японии, Швейцарии, Великобритании (такие механизмы были первоначально введены в период кризиса, а затем возобновлены в мае 2010 года). В результате объемы операций с долларом между центральными банками достигли пика, превысив 100 млрд долларов в середине февраля.

Щедрая раздача

Все развитые страны после кризиса расширяют объемы длинных ресурсов



ФЕСТИВАЛЬ
05.04.12 – 03.06.12
КОЛЛЕКЦИОНЕРЫ
КОЛЛЕКЦИИ

ВСЕРОССИЙСКИЙ МУЗЕЙ
ДЕКОРАТИВНО-ПРИКЛАДНОГО
И НАРОДНОГО ИСКУССТВА
УЛ. ДЕЛЕГАТСКАЯ, Д.3

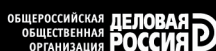
WWW.VMDPNI.RU



ДИНАКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦКИЕ** РЕНЖИН **ТАИРОВ** НАСОБИН **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦКИЕ** РЕНЖИН **ТАИРОВ**
 Н **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦКИЕ** РЕНЖИН **ТАИРОВ** НАСОБИН **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦКИЕ** РЕНЖИН
 АСОБИН **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦКИЕ** РЕНЖИН **ТАИРОВ** НАСОБИН **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦКИЕ** Р
 ОВ НАСОБИН **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦКИЕ** РЕНЖИН **ТАИРОВ** НАСОБИН **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦ**
ТАИРОВ НАСОБИН **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТАНИЦКИЕ** РЕНЖИН **ТАИРОВ** НАСОБИН **НИКИШИН** ЯКОБАШВИЛИ **ПОДСТА**



ВСЕРОССИЙСКИЙ МУЗЕЙ ДЕКОРАТИВНО-ПРИКЛАДНОГО
И НАРОДНОГО ИСКУССТВА



Генеральный спонсор

Р-ФАРМ
Инновационные
технологии
здоровья

СМЕДЪ

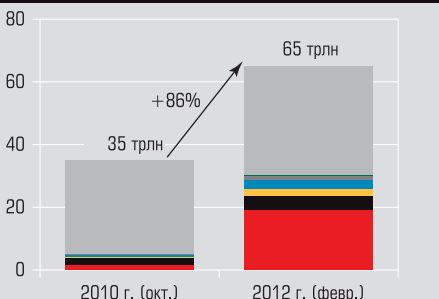
В последнее десятилетие доллар США демонстрирует устойчивый понижающийся тренд

Реальный эффективный курс доллара

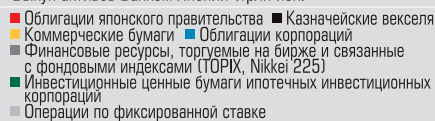


Источник: Bank for International Settlements

Эмиссионная активность Банка Японии в последние два года чрезвычайно велика

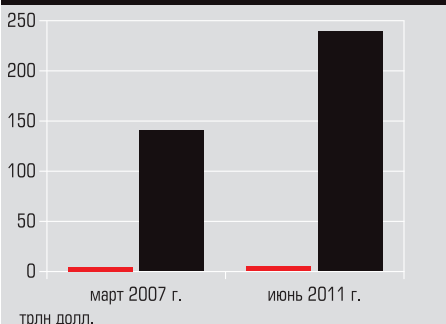


Выкуп активов Банком Японии (трлн иен)



Источник: M. Shirakawa. «The Bank of Japan's Efforts Toward Overcoming Deflation», 17.02.2012

Пять крупнейших банков США*: активы и деривативы



*2007 г. — JP Morgan Chase Bank NA, Citibank National ASSN, Bank of America NA, HSBC Bank USA National ASSN, Wachovia Bank National ASSN; 2011 г. — JP Morgan Chase Bank NA, Citibank National ASSN, Bank of America NA, Goldman Sachs Bank USA, HSBC Bank USA National ASSN.

Источник: US Comptroller of the Currency

для своей экономики. Так, ФРС продолжает объявленную в сентябре прошлого года программу увеличения объема долгосрочных казначейских облигаций в своем портфеле при уменьшении объема коротких бумаг (asset swap). На длинные бумаги в настоящее время

В последнее десятилетие доллар вступил в полосу системного снижения. Однако востребованность американской валюты в других государствах, усилившаяся в кризисный период, приводила на отдельных этапах не к снижению, а к росту ее курса

приходится почти 90% всей накопленной долларовой эмиссии. Это, очевидно, должно сделать длинные деньги более дешевыми, а ипотеку — более подъемной.

Аналогичный подход анонсировал в феврале Банк Японии. Его руководитель **Масааки Сиракава** заявил, что банк продолжит мощное денежное смягчение путем сохранения нулевых уровней процентных ставок и увеличит покупку активов, причем в виде не только бумаг японского минфина, но и рискованных инструментов частного сектора (корпоративных облигаций и др.), что является исключительно необычной практикой для центрального банка (см. график 6; об этом подробнее см. www.ershovm.ru).

ЕЦБ также удлинит ресурсную базу банков в рамках двух циклов программы долгосрочного рефинансирования (LTRO). Он выдает кредиты сроком на три года по фиксированной ставке 1% годовых (инфляция в ЕС составляет 3%). Кредит можно погасить досрочно полностью или частично через год. Кроме того, существенно расширяется перечень активов, принимаемых в залог. В конце февраля ЕЦБ провел очередной аукцион трехлетних кредитов более чем на 500 млрд евро. Их востребованность со стороны европейских банков резко увеличилась по сравнению с первым аукционом (в декабре 2011-го), в аукционе приняло участие 800 банков, то есть за два месяца число участников выросло более чем на 50%.

Для справки. В российской экономике в период кризиса существовали кредиты в рамках рефинансирования сроком на один год, однако сейчас сроки сокращены до шести месяцев. В марте Банк России, правда, объявил (пока это лишь намерение) о расширении ломбардного списка при рефинансировании и о возможном увеличении сроков кредитования до одного года.

Формирование длинной и дешевой ресурсной базы должно, по мнению регуляторов, хоть как-то помочь решить накопившиеся системные перекосы в экономике ведущих стран.

Кочующие риски

По словам главы Банка Англии **Мервина Кинга**, ни одна из причин текущего кризиса не устранена. Действительно, помимо уже упоминавшихся проблем в ипотечной сфере (которая в результате не может сыграть присущую ей роль драйвера экономического роста), а также низкого потребительского спроса в целом речь по-прежнему идет о накопившихся и не решенных в развитых странах долговых проблемах, сохраняющемся дефиците и глобальных дисбалансах, что существенно тормозит возможности роста.

Кроме того, на уровне компаний и банков настораживает, в частности, возобновившийся рост производных инструментов (деривативов) ведущих банков, в первую очередь американских. Мы помним ту негативную роль, которую сыграли деривативы в развитии кризиса. Сейчас их количество у крупнейших американских банков существенно превышает даже предкризисный объем (см. график 7). И мы опять слышим, что это следствие реструктуризации портфелей, а также попытки уменьшения и распыления рисков, хотя подобные доводы приводились и в преддверии кризиса.

Последствия европейского долгового кризиса тоже стали предметом озабоченности американских регуляторов, поскольку могут отразиться на США, в том числе вследствие взаимозависимости американских и европейских банков (особенно в части CDS-деривативов, составляющих почти 1 трлн долларов, то есть около 7% активов). В таких условиях, по оценкам ОЭСР, кризис может быстро вернуться в США в случае банкротств в Европе. ■