

Михаил Ершов*

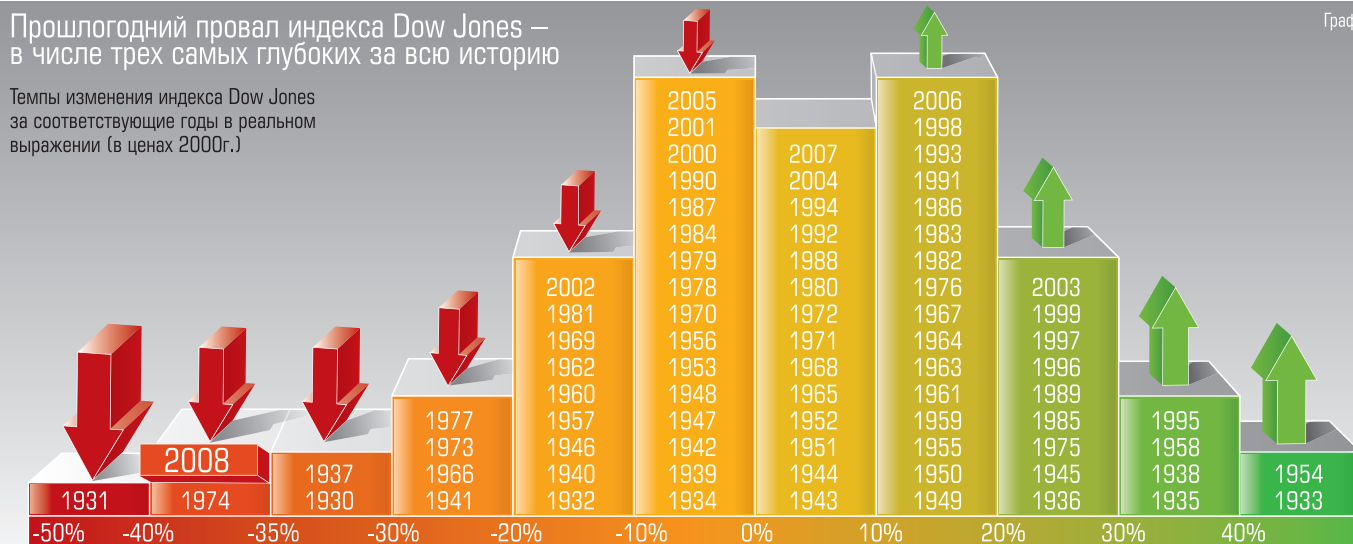
Ферзь идет ва-банк

Антикризисная политика Федерального резерва не имеет аналогов в прошлом и угрожает стабильности доллара и всей финансовой системы США. Следствием этой политики в глобальном масштабе могут стать рост финансового протекционизма и усиление альтернативных резервных валют

Прошлогодний провал индекса Dow Jones — в числе трех самых глубоких за всю историю

Темпы изменения индекса Dow Jones за соответствующие годы в реальном выражении (в ценах 2000г.)

График 1



Источник: расчеты по данным NYSE

3

а последний месяц произошел целый ряд событий, этапных с точки зрения противостояния глобальному кризису. Речь прежде всего идет о расширении долларовой эмиссии ФРС США и решении лидеров стран «двадцатки» о значительном увеличении ресурсов МВФ, более слаженной координации валютно-финансовой политики стран — членов фонда. Понятно, что реализация международных мер потребует времени и будет осуществляться в дополнение к действиям национальных регуляторов. Оперативные меры последних становятся решающими, особенно при нынешнем масштабном падении фондовых рынков (график 1).

Говоря о возможностях международного регулирования, министр финансов США **Тимоти Гейтнер** заявил, что регулирование остается суверенной прерогативой: «Мы не намерены уступать кому-либо ответственность за определение баланса стабильности и эффективности, который необходим для наших рынков».

Ситуация по отдельным компаниям демонстрирует масштабное падение рыночной капитализации и позволяет сде-

лать еще несколько важных наблюдений (график 2). На техническом уровне — о том, что сейчас для инвесторов настает время покупать, потому что так дешево активы не стоили никогда. В геоэкономическом плане — о том, что назревает глобальный передел собственности и за падениями котировок стоят глубинные интересы новых игроков и центров силы. В результате таких изменений экономическая картина мира в обозримом будущем станет совсем иной.

И наконец, еще один аспект: если не будет обеспечена адекватная поддержка балансов финансовых институтов, то неизбежны масштабные банкротства и паралич всей финансовой системы. Напомним, что при расширении финансирования за счет кредитного плеча (leverage) соотношение между активами и капиталом может превышать 10–12 раз для коммерческих банков и часто приближается к 20–30 (а иногда и выше) у инвестиционных банков и хедж-фондов. Для коммерческих банков такое соотношение было ограничено базельскими нормативами достаточности капитала — соотношения капитала и активов, взвешенных по группам рисков (в российском случае это норматив Н1, который установлен на уровне 9–10%). Обратная величина этого норматива как раз и показывает коэффициент расширения (кредитного плеча). Если капитал не

восполняется, то все потери, связанные со снижением стоимости активов, списываются из капитала (причем в случае с инвестбанками это должно происходить регулярно на основе принципа текущей рыночной переоценки — mark-to-market). В результате если капитал не будет восполнен, то для выполнения требуемых нормативов его сокращение должно сопровождаться уменьшением активов в указанных выше пропорциях (deleveraging). При больших потерях обеспечение ликвидностью становится задачей выживания — как для отдельных компаний, так и для всей экономики.

Именно накачка ликвидностью, в первую очередь своего финансового сектора, похоже, стала одним из важных инструментов текущей политики ФРС.

Что означают решения ФРС

Для обеспечения притока дополнительной ликвидности в американскую экономику 18 марта ФРС приняла решение о дополнительном выкупе больших объемов ценных бумаг с рынка. Это предполагает почти полуторакратное увеличение баланса ФРС (более чем до 3 трлн долларов; график 3) и рост денежной базы. Объявленные планы сразу же вызвали существенное падение доллара по отношению к евро и к ряду других валют, а также к росту цен на золото, серебро и нефть.

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

Укажем также на наметившийся разрыв между динамикой денежной базы и баланса ФРС — раньше этого столь явно не наблюдалось. В первую очередь это связано с тем, что часть эмитированных Федеральным резервом средств размещается на счетах госинститутов (казначейства и др.), которые открываются в ФРС, что ограничивает ликвидность таких средств. В результате баланс ФРС расширяется, а денежная база не растет. Увеличивается она лишь тогда, когда происхо-

дит снятие таких средств со счета и направление их в экономику.

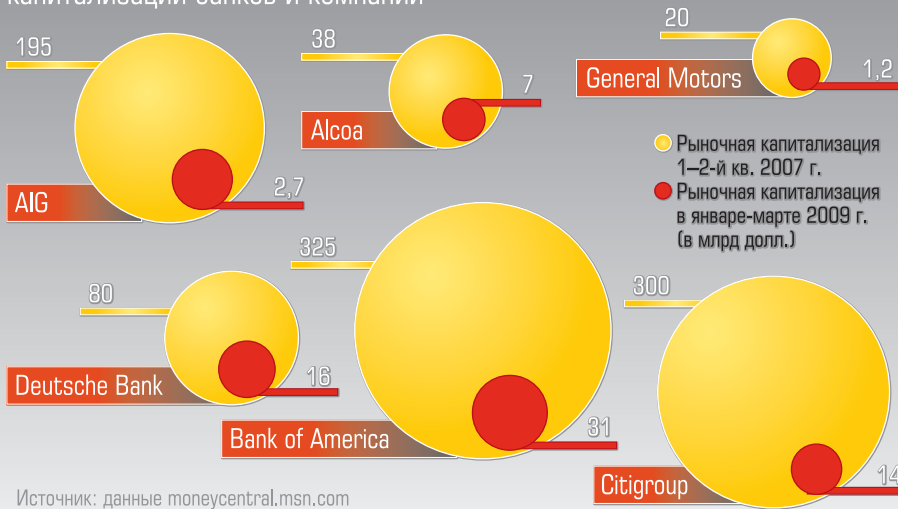
Решения ФРС предусматривают, что помимо выкупа ипотечных бумаг одним из каналов роста будет покупка ФРС казначейских облигаций. Эта практика устойчиво применяется уже многие годы, в первую очередь при формировании денежной базы (график 4).

Однако последние кризисные события заставили ФРС не только существенно увеличить саму денежную базу, но и кар-

динально изменить структуру ее компонентов и источников формирования. При уменьшении доли казначейских бумаг на балансе ФРС и в денежной базе возросло значение ипотечных бумаг специализированных ипотечных агентств (Fannie Mae, Freddie Mac). Принятие антикризисных программ, предусматривающих кредитование участников рынка напрямую под обеспечение коммерческими бумагами и иными активами (CPFF, TALF), дало около 20% сформированной денежной базы.

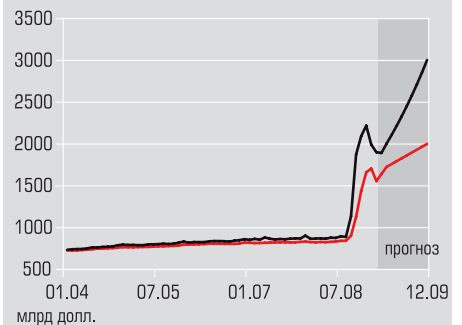
Кризис привел к катастрофическому снижению рыночной капитализации банков и компаний

График 2



Накачка баланса ФРС в острой фазе кризиса не приводит к пропорциональному росту денежной базы

График 3



При поддержке Правительства Москвы

Министерство культуры Российской Федерации

Главные спонсоры фестиваля:

ВТБ, Газпром, Сбербанк России

Спонсоры фестиваля:

Yoko Nagae Ceschina

Спонсоры:

PEHOVA, TOTAL, MOM Bank, bp, ГОСУДАРСТВЕННАЯ КОМПАНИЯ "РОСТЕХНОЛОГИИ", ГИ, ВНЕШКОМБАНК, РЖД, Российские железные дороги, ВОЗРОЖДЕНИЕ БАНК, РусГидро, NISUS, BOMBARDIER, УГМК, БАЗОВЫЙ СЕМЕНТ, СИСТЕМА, DLA PIPER, ROSATOM FLOT

Симфонические концерты
Опера • Хоровая программа
Звонильная неделя
Благотворительные выступления

с 19 апреля по 9 мая

ПАСХАЛЬНЫЙ ФЕСТИВАЛЬ
 ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РУКОВОДИТЕЛЬ
ВАЛЕРИЙ ГЕРГИЕВ

МОСКОВСКИЙ

МОСКВА • КАЗАНЬ • ЕКАТЕРИНБУРГ • ПЕРМЬ • ЯРОСЛАВЛЬ • НИЖНИЙ НОВГОРОД • ВЕЛИКИЙ НОВГОРОД • САНКТ-ПЕТЕРБУРГ • ПЕТРОЗАВОДСК • МУРМАНСК
 БЕЛОМОРСК • ЕРЕВАН • ЯКУТСК • МИРНЫЙ • БЛАГОВЕЩЕНСК • ХАБАРОВСК • ВЛАДИВОСТОК • ТОЛЬЯТТИ • САРОВ • САМАРА • ВЛАДИКАВКАЗ • НАЛЬЧИК • МАЙКОП

www.easterfestival.ru



СПРАВКА И ЗАКАЗ БИЛЕТОВ:

Parter.ru 2580000 **kontramarka.ru 933 3200**

РЕКЛАМА

График 4
Интенсивный рост денежной базы в США в последние полтора года был обеспечен новыми инструментами



График 5
В течение 2008 года наблюдалась устойчивая тенденция быстрого роста краткосрочных источников денежной базы в США. в начале 2009 года тренд развернулся

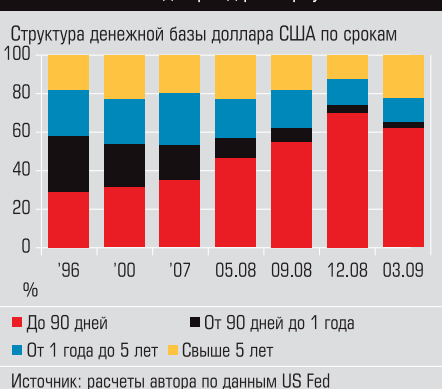


График 6
Денежная экспансия ФРС в острой фазе кризиса сопровождается умеренным ростом денежной массы. Денежный мультипликатор резко снизился



Использование новых инструментов носит вынужденный характер, в результате чего должны быть обеспечены необходимая ликвидность, в первую очередь на целевых рынках (в частности, на рынке ипотечных продуктов), а также удешевление ресурсов в целом.

При этом существенно возрос краткосрочный компонент ресурсов (график 5).

Управляемость денежных потоков и предсказуемость их динамики в новых условиях, как представляется, становится более сложной. Та часть кредитных ресурсов, которая предоставляется на краткосрочной основе, может сильно зависеть от конъюнктуры денежного рынка. В последние месяцы доля казначейских бумаг снижается (а это важный источник системных долгосрочных ресурсов), при этом значительная часть (свыше 50%) денежной базы приходится на обеспеченные коммерческие кредиты и инструменты аукционов. В результате возникают проблемы качества баланса самой ФРС, риска залогов, предсказуемости денежного предложения и в целом обеспечения равномерности и бесперебойности оборота денежных средств.

Одновременно растет денежная масса, хотя значительно более медленными темпами, чем денежная база, поскольку в кри-

График 7
После отказа США в 1971 году от золотоденежного стандарта Америка резко активизировала долларовые займы из-за границы



зисных условиях участники рынка неохотно расстаются с ликвидностью, которая в результате поступает в экономику ограниченно, что отражается в снижении мультипликатора — с 9 в июле прошлого года до 5 в феврале нынешнего (график 6).

Такая сверхактивная, но при этом связанная денежная накачка ФРС в перспективе может привести к вытеснению негативных эффектов схлопнувшегося финансового пузыря в реальную экономику.

График 8
Обеспеченность доллара золотовалютными резервами вновь приближается к предкризисному уровню 1971 г.



*Включает денежную базу, долг денежных властей, уменьшенный на величину казначейских обязательств, находящихся на балансе ФРС.

В дальнейшем, если позволят условия, ФРС будет стараться вытеснить проблемы, вызванные фондовым пузырем, за пределы США, инвестируя во внешние активы и при этом решая задачу эффективного размещения дополнительной ликвидности (особенно если внешние активы будут недооцененными, что очень вероятно) и одновременно упреждая возможное обесценение доллара.

Глобальные альтернативы доллару

Валютный рынок нервозно отреагировал на решение ФРС о дополнительной эмиссии, считая, что доллару будет нанесен существенный урон. По мнению международных экспертов, на «новом витке истории мы наблюдаем конец Рима на Потомаке» (Bloomberg, 23.03.2009), «наблюдается начало обрушения мировой резервной валюты» (там же).

Доллар может войти в ту же полосу рисков, что и перед крушением Бреттон-Вудской системы в начале 1970-х, когда он утратил необходимое обеспечение золотом (график 7).

С объявленным ростом эмиссии его обеспечение необходимыми резервами, хотя бы для поддержания спокойствия рынков, становится очень слабым — особенно с учетом накопленного объема американского внутреннего долга.

Встревоженность рынков последствиями объявленных решений ФРС была понятна и дала повод вновь поднять вопрос о новых резервных валютах. Очевидно, что процесс адекватного замещения доллара другими валютами не может быть быстрым. Очевидно и то, что он будет наталкиваться на мощное противодействие как на геополитическом, так и на геоэкономическом уровне. Так, при всей своей актуальности он даже не был включен в обсуждаемые вопросы на лондонском саммите «двадцатки».

Однако объективная потребность в этом становится все более ощутимой. В начале апреля Китай объявил о предоставлении таким странам, как Аргентина, Индонезия, Малайзия, Белоруссия, Южная Корея, свыше 600 млрд юаней (почти 100 млрд долларов) для расчетов по китайскому экспорту в эти страны. При этом говорится о необходимости уменьшения опоры на доллар и превращения юаня в региональную резервную валюту. Ранее об уменьшении привязки к доллару заявлял ряд нефтедобывающих государств. Кризис вновь заставляет искать более устойчивые валютные механизмы. В таких условиях усилия России и ряда других стран по формированию новых точек опоры в валютной сфере являются необходимыми для противодействия будущим рискам.