

Георгий Трофимов\*

## Количественное смягчение рискует ослабить доллар

Входящие в привычку приемы, которые ФРС использует для противодействия кризису, могут иметь целый веер нежелательных для экономики США последствий. Главное из них — долгосрочное ослабление доллара, подрывающее его позиции как мировой резервной валюты

**Н**а заседании комитета по открытым рынкам Федеральной резервной системы, прошедшем 10 июня, монетарная власть США впервые с начала пандемии сформулировала свое видение происходящего и очертила контуры проводимой политики. Председатель ФРС Джером Пауэлл в своем выступлении по итогам заседания подчеркнул экстраординарность нынешней ситуации: «Это самый большой экономический шок для США и всего мира на памяти живущих поколений: мы перескочили с наименьшего уровня безработицы за последние 50 лет до наибольшего уровня за последние 90 лет, и это произошло всего лишь за два месяца».

Действительно, в феврале 2020 года уровень безработицы в США опустился до рекордно низкого значения 3,5%. К концу апреля, то есть до снятия карантинных ограничений, официальное число безработных подскочило до 23 млн человек, или 14,7% трудоспособного населения (см. график 1). С учетом неоплачиваемых отпусков это число достигло 40 млн человек, что соответствует уровню безработицы 26%. Падение ВВП в первом квартале 2020 года составило, по официальным данным, 5% (в 2019 году был рост на 2,3%).

\*Главный экономист Института финансовых исследований.

Согласно вердикту Национального бюро экономических исследований, экономика США вошла в рецессию на пике своего подъема в феврале 2020 года. Пандемия положила конец 128-месячному периоду непрерывного экономического роста, рекордному по длительности за всю более чем полуторавековую историю бизнес-циклов в Америке. Шок безработицы, пришедшийся на март–апрель, по своей масштабности и остроте тоже не имеет аналогов в американской истории.

### Экстренные действия

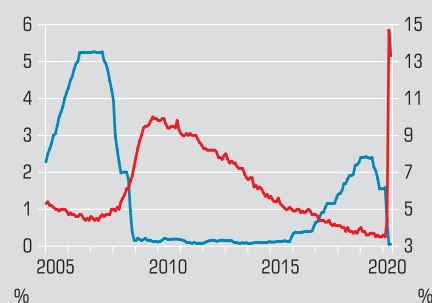
В марте–апреле ФРС провела два внеплановых заседания и почти не делала официальных заявлений, но приняла ряд экстренных мер по спасению финансовой системы США. Наиболее важная — широкомасштабная программа денежно-кредитной эмиссии в режиме количественного смягчения (КС). С помощью покупки финансовых активов в объеме 3 трлн долларов, объявленной в середине марта, Федрезерв обеспечил мощный приток ликвидности на финансовые рынки, предотвратив их обрушение.

Количественные смягчения, в принципе, не ограничены ни временными рамками, ни объемами. Как было заявлено, эмиссия денег будет происходить через покупку гособлигаций и коммерческих бумаг с ипотечным обеспечением. Объем операций составит 1,3 трлн долларов во втором полугодии 2020-го в добавок

к операциям на 3 трлн долларов, уже произведенным в прошедшие месяцы. В частности, предусматриваются ежемесячные объемы покупок на 80 млрд долларов гособлигаций и коммерческих бумаг. Стоимость активов на балансе ФРС достигла 7,2 трлн долларов к середине июня, а общий размер денежной эмиссии в текущем году превысит суммарное накопление активов на балансе ФРС с 2008 по 2014 год (см. график 2).

В марте 2020-го целевая ставка Федрезерва дважды была снижена в общей сложности на 150 базисных пунктов. В результате процентная ставка за избы-

ФРС начала плавно снижать ставку осенью 2019 г. в попытке поддержать экономический рост. С началом кризиса весной 2020 г. ставка была быстро снижена до околонулевого уровня



Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

## Стадии количественных смягчений ФРС в 2008–2019 гг.

КС-1 (ноябрь 2008-го — март 2010-го): активы увеличены с 900 млрд до 2 трлн долларов к концу 2008 г. за счет аукционных кредитов банкам и других инструментов, которые замещались ипотечными инструментами и госбумагами.

КС-2 (ноябрь 2010-го — июнь 2011-го): активы выросли за счет покупки госбумаг до 2,9 трлн долларов.

Операции Twist (сентябрь 2011-го — декабрь 2012-го): покупка длинных госбумаг за счет продажи коротких для снижения длинных ставок.

КС-3 и КС-4 (декабрь 2012-го — декабрь 2014-го): активы ФРС увеличены с 2,9 трлн до 4,5 трлн долларов.

Стадия постепенного выхода из активов (ноябрь 2017-го — сентябрь 2019-го): ФРС сократила свои активные счета до 3,8 трлн долларов.

точные резервы коммерческих банков на счетах ФРС составила 0,1% при целевом диапазоне ставки овернайт 0–25%. В апреле–мае базовая ставка оставалась без изменений, а на июньском заседании было объявлено о сохранении целевого диапазона до 2022 года, «пока не будет уверенности, что экономика пережила кризисные события и находится на пути к достижению максимальных показателей в области занятости и стабильности цен». Как заявило руководство ФРС, достижение поставленных целей может потребовать нескольких лет.

### Количественные смягчения в 2008–2014 годах

Имеет смысл сопоставить происходящее с событиями, начавшимися двенадцать лет назад. Кризис 2008–2009 годов разворачивался не так быстро, как нынешний. Базовая ставка начала снижаться с уровня 5,25% еще в августе 2007-го на фоне разгоравшегося кризиса субстандартной ипотеки. В январе 2008 года ставка опустилась с 4,25 до 3,0% в связи с падением фондового рынка и признаками приближающейся рецессии. Наконец, в декабре 2008-го, после краха банка Lehman Brothers, ставка была опущена до 0,16% и держалась примерно на таком уровне ровно семь лет, до декабря 2015-го. При этом общий период снижения базовой ставки до минимального уровня в 2007–2008 годах составил 14 месяцев (для сравнения: в 2019–2020 годах для этого потребовалось девять месяцев, так как ставка снижалась летом и осенью 2019 года в попытке предотвратить замедление экономического роста).

Когда в 2008 году базовая ставка была снижена почти до нуля, ФРС последовала примеру Банка Японии, который использовал КС в борьбе с дефляцией в 2000-е. На графике 2 показано изменение структуры активов на балансе ФРС. Еще с лета 2008 года Федеральная резервная система начала наращивать свои активы, чтобы нейтрализовать ипотечный кризис и влить ликвидность в банковскую систе-

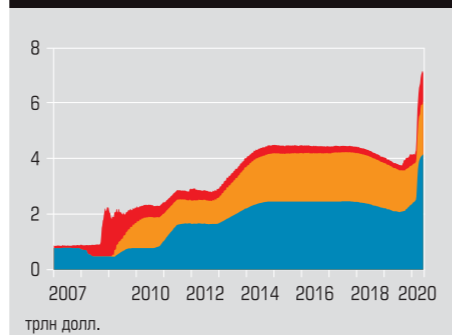
му, а с начала 2009-го покупал ипотечные бумаги и гособлигации. Бумаги, которые возвращались на рынок или погашались, замещались новыми покупками облигаций и ипотечных инструментов. По этой причине объем активов ФРС практически не снижался вплоть до конца 2017 года, затем началось постепенное уменьшение активной части баланса (см. график 2). К этому моменту общий прирост активов относительно середины 2008 года составил 3,6 трлн долларов, а к октябрю 2019-го — 2,9 трлн долларов. В период с января 2018-го по август 2019-го Федеральная резервная система сокращала свои активы в среднем на 32 млрд долларов в месяц. Если бы сжатие продолжалось таким же темпом (а именно это предполагалось делать), то к докризисному объему активов — 900 млрд долларов — можно было бы вернуться за девять лет, к 2026 году.

Федеральная резервная система пыталась влиять на кредитную активность банков, которая в период кризиса 2008–2010 годов была ослаблена из-за переоценки кредитных рисков и использования ликвидности для улучшения банковских балансов. Монетарная власть применяла различные средства, в том числе снижение процентных ставок по длинным госбумагам. С сентября 2011-го проводились операции Twist с продажей коротких бумаг и покупкой длинных без изменения баланса ФРС. Эту программу пришлось завершить в декабре 2012 года, поскольку на балансе не осталось коротких бумаг. Кроме того, использовался механизм управления рыночными ожиданиями. В конце 2012-го председатель ФРС Бен Бернанке объявил, что базовая ставка сохранится на нулевом уровне до 2015 года, и это обещание было выполнено.

### Пузырь сильнее Трампа

Вернемся в 2020 год. К моменту июньского заседания ФРС ситуация в американской экономике несколько изменилась в лучшую сторону. Принесла свои плоды денежная эмиссия, вселившая оптимизм в действия финансовых игроков и обеспе-

Так ФРС скупала активы на баланс График 2



■ Бумаги казначейства США ■ Ипотечные бумаги  
■ Другие активы

Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

чившая ралли фондовых индексов, уже в значительной мере отыгравших обвал, вызванный пандемией (см. график 3). Пик значений S&P 500 был достигнут 14 февраля, а дно — 23 марта, при этом масштаб падения составил 34%. По состоянию на 19 июня индекс был ниже пика всего на 8%.

Фондовые индексы растут несмотря на то, что, по информации Bloomberg, шансы переизбрания Дональда Трампа на второй президентский срок серьезно ухудшились, а значит, возросли политические риски. Оценки шансов Трампа новозеландским рынком политических и финансовых предсказаний PredictIt (при Университете Виктории в Веллингтоне) резко упали в начале марта из-за пандемии, а в конце мая — из-за массовых протестов на расовой почве. Однако фондовый рынок не принимает эти сдвиги во внимание и уверенно продолжает расти.

По всей видимости, с точки зрения участников фондового рынка, проигрыш Трампа не повлияет на продолжение начавшегося ралли, так как предыдущее происходило в течение ряда лет в президентский период Барака Обамы. В случае прихода к власти демократов весьма вероятен пересмотр налогово-бюджетной политики Трампа, и в первую очередь это касается налогов на прибыль, которые могут быть существенно увеличены. По всей видимости, возможные фундаментальные изменения в корпоративном секторе не столь значимы, когда основным объектом спекуляции является раздувающийся фондовый пузырь гигантских размеров.

Оптимистический настрой финансовых рынков США был усилен благодаря снятию в мае карантинных мер в ряде штатов и новостям о снижении безработицы. По данным Бюро статистики труда, ее уровень опустился с 14,7% в апреле до 13,3% в мае. В абсолютном выражении

Индекс S&P 500 в мае 2020 г. График 3

возобновил рост, несмотря на резкое ухудшение предвыборных позиций Дональда Трампа



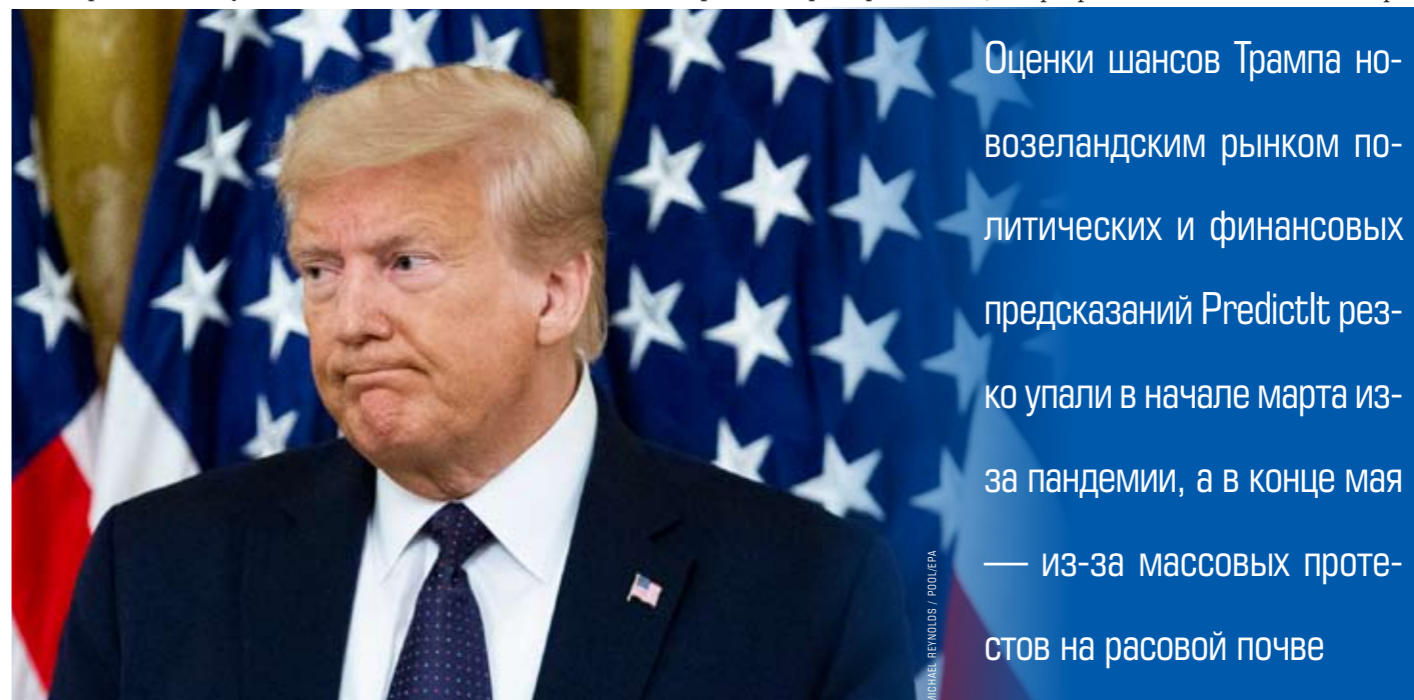
■ Сальдо шансов победы Трампа и кандидата от Демократической партии на президентских выборах в ноябре 2020 г.  
■ Индекс S&P 500 (правая шкала)

Источник: John Authers, Powell's Ready to Play the Fresh Prince of Bubble, Bloomberg, June 11, 2020

официальное число безработных составило 21 млн человек, то есть за месяц было создано 2 млн рабочих мест.

### Позиция руководства ФРС

Тем не менее руководство ФРС довольно сдержанно отнеслось к позитивным новостям. По итогам заседания было заявлено, что ситуация в экономике остается очень сложной и восстановление занятости может быть медленным. Такая позиция более приближена к реальности, чем уверенность многих игроков фондового рынка в V-образной динамике выхода из рецессии, означающей быстрое возвращение экономики к докризисному состоянию. Руководители ФРС в основном придерживаются более умеренного предположения об U-образном, то есть не столь интенсивном восстановлении, а некоторые даже допускают возможность



Оценки шансов Трампа новозеландским рынком политических и финансовых предсказаний PredictIt резко упали в начале марта из-за пандемии, а в конце мая — из-за массовых протестов на расовой почве

После кризисов требовалось не менее пяти лет, чтобы размеры кредитования вернулись к докризисным значениям График 4



коммерческие и промышленные кредиты банков, трлн долл.

Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

L-образного сценария с продолжительной рецессией.

Как следует из заявлений ФРС, размеры количественных смягчений могут быть увеличены сверх запланированного уровня, если этого потребует ситуация на финансовом рынке или на рынке труда и в реальных секторах экономики. При этом ослабление курса доллара может быть значительным из-за снижения доходности госбумаг, но пока это не сильно волнует монетарную власть: за валютный курс она формально не отвечает, а инфляция потребительских цен не является для нее проблемой, по крайней мере в ближайшие два года. Официальные оценки темпов инфляции по индексу РСЕ (Personal Consumption Expenditures), используемому Федеральным резервом, таковы: 0,8% в 2020 году, 1,6% в 2021-м и 1,7% в 2022-м (заметим, что индекс РСЕ систематически недооценивает инфляцию примерно на

Окончание программ количественного смягчения привело к значительному ослаблению доллара в 2014–2016 гг. График 5



Евро / доллар ■ Фунт стерлингов / доллар

Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

0,5 п. п. в годовом выражении по сравнению с традиционным показателем СРП).

Если исходить из приведенных цифр, то инфляция в течение двух лет не должна достичь целевого значения 2%, а значит, электронный «печатный станок» будет работать столько, сколько нужно. Как заявил Джером Пауэлл на пресс-конференции, «инфляция, по всей вероятности, будет какое-то время ниже целевого уровня, поэтому наше внимание будет сосредоточено главным образом на восстановлении рынка труда».

Таким образом, первоочередная цель ФРС на ближайшие полгода — обеспечить рост занятости. В 2008–2014 годах действия монетарной власти были четко разделены во времени на две части. На кризисном этапе, в 2008–2010-м, стояла задача выйти из рецессии и смягчить последствия финансового кризиса с помощью программ КС-1 и КС-2. На посткри-

зисном этапе, в 2011–2014 годах, главной задачей программ КС-3 и КС-4 стало снижение уровня безработицы ниже 6,5% и стимулирование роста ВВП не ниже 2%. В 2020 году выход экономики из рецессии, восстановление занятости и обеспечение условий для роста рассматриваются не как последовательные этапы, а как триединая задача монетарной политики в среднесрочной перспективе.

Количественные цели этой политики неявно отражаются в прогнозных оценках, которые дают члены комитета по открытым рынкам на конец текущего года: медианное значение уровня безработицы составляет 9,3% (для выборки из 17 членов при разбросе их оценок от 7 до 14%). Это означает снижение на 4 п. п. во втором полугодии 2020 года, то есть восстановление около 6 млн рабочих мест в июле–декабре. Медианная оценка снижения американского ВВП в 2020 году довольно умеренна — 6,5% (для той же выборки при разбросе оценок от минус 4,2 до минус 10%), причем руководство ФРС рассчитывает, что в 2021 году экономика вырастет на 5%. Как отметили некоторые комментаторы, в официальных прогнозах безработицы на текущий год не фигурируют двузначные цифры, и это само по себе выглядит вполне оптимистично.

### Кредитные стимулы

Чтобы обеспечить выход из рецессии, необходимо направить созданную Федеральным резервом ликвидность в реальный сектор. Эта проблема была краеугольной в 2008–2010 годах и проявилась еще раньше, в начале 2000-х после краха пузыря доткомов в 2001-м, что видно из графика 4. В обоих случаях после кризисов происходило значительное кредитное сжатие и требовалось не менее пяти лет, чтобы размеры кредитования вернулись к докризисным значениям. Даже имея доступ к неограниченному объему ликвидности, банки не торопятся расширять кредитование реального сектора.

С одной стороны, государство пытается нивелировать несостоятельность банковской системы, используя центра-



Джером Пауэлл: «Мы перескочили с наименьшего уровня безработицы за последние 50 лет до наибольшего уровня за последние 90 лет, и это произошло всего лишь за два месяца»

лизованные программы кредитования бизнеса, домохозяйств и муниципалитетов, например The Main Street Lending Facility объемом 600 млрд долларов, которая будет запущена в июле этого года (см. Main Street Lending), а также четыре аналогичные программы, которые пока дорабатываются. Суммарный размер всех объявленных программ кредитования нефинансовых секторов составляет 2,3 трлн долларов. С другой стороны, чтобы минимизировать стоимость среднесрочных кредитов, нужно снизить доходность по среднесрочным финансовым инструментам. Федеральное резерв пытается влиять на понижение процентных ставок в экономике, делая упор, в традициях Бернанке, на практику управления ожиданиями через коммуникации с обществом в различных формах.

Программа количественного смягчения и управление ожиданиями могут быть дополнены контролем над кривой доходностей облигаций, который ис-

пользовался в США много десятилетий тому назад, в 1942–1947 годах. Некоторые ведущие американские экономисты, включая Бена Бернанке и Джаннет Йеллен, поддерживают идею зафиксировать около нуля доходность среднесрочных казначейских облигаций. Это могут быть, например, трехлетние бонды, доходность которых к середине июня опустилась на довольно низкий уровень — 0,22%. Чтобы зафиксировать доходность на таком или еще более низком значении, Федеральное резерв придется в обязательном порядке поддерживать высокие цены облигаций. В этом отличие контроля над кривой доходностей от операций Twist и КС, в которых нет обязательств ценовой фиксации.

Если рынок доверяет таким обязательствам, то монетарной власти может не понадобиться скупать большие объемы для поддержания цен облигаций. Они могут привлечь консервативных инвесторов, если последние будут уверены в отсутствии ценовых рисков. Этот эффект проявился значимым образом в Японии, где контроль над процентом был введен еще в 2016 году для десятилетних гособлигаций. В Австралии такой механизм действует с марта 2020-го для трехлетних бумаг. Вполне вероятно, что в ближайшие месяцы Федеральное резерв последует примеру этих стран, чтобы дать дополнительный импульс кредитованию экономики, не опуская базовую ставку в зону отрицательных значений.

Однако контроль над процентной кривой несет в себе риски ослабления доллара из-за отрицательного процентного дифференциала. Отток капитала

С начала 2015 г. доля нерезидентов в госдолге США существенно снизилась



из долларовых бумаг подпитывается девальвационными ожиданиями, определяющими валютную премию. Так, курс доллара уже серьезно снизился в 2014–2016 годах, по окончании программ количественного смягчения в США (см. график 5). На ослабление доллара повлияла неформальная фиксация базовой ставки около нуля в 2013–2015 годах. Доллар упал на 28% к евро (с марта 2014-го по март 2015-го) и на 30% к фунту (с июля 2014-го по июль 2016-го).

### Девальвация доллара и дилемма Триффина

Падение курса доллара возобновилось из-за выхода иностранных инвесторов из американских долговых инструментов. Это происходило в марте–апреле 2020 года как результат резкого снижения базовой ставки. За два месяца иностранные держатели, официальные и частные, продали казначейских бумаг США на 301 млрд долларов, что составляет 4,4% общего портфеля американского госдолга. Сопоставимый по размерам сброс Treasuries нерезидентами случился в ходе предыдущей президентской кампании Трампа: во втором и третьем кварталах 2016 года их вложения в госдолг США сжались на 273 млрд долларов, то есть на 4,5% его стоимости. За пять с половиной лет, с начала 2015-го, эта доля упала на 7 п. п., с 34 до 27% (см. график 6). Снижение процента по облигациям до нулевого значения может усилить этот процесс. Чтобы удерживать контроль над процентом в условиях ухода нерезидентов с рынка Treasuries, Федеральное резерв будет вынужден скупать гособлигации в объемах, выходящих за рамки действующей программы количественного смягчения.

Подобный исход неизбежен для финансовой системы, основанной на фиатных деньгах, коль скоро страна, их создающая, оказывается в трудном положении.

Суммарные официальные долларové резервы уже вышли на плато, а их доля в мировых валютных резервах снижается



Ситуация осложняется, если монетарная власть эмитирует мировую резервную валюту и должна по возможности поддерживать доверие к ней, тогда как внутренние экономические проблемы диктуют необходимость значительной девальвации.

Фундаментальное противоречие национальных и глобальных функций резервной валюты носит название дилеммы Триффина по имени сформулировавшего ее американского экономиста бельгийского происхождения Роберта Триффина. Суть его аргументов была в том, что мировая резервная валюта должна обеспечивать ликвидность, чтобы покрыть спрос на резервные активы. Но из-за фиксации курсов неизбежен перманентный дефицит текущего счета страны-эмитента, что в условиях золотого стандарта подрывает доверие к резервной валюте. Дилемма заключалась в выборе из двух альтернатив: либо дефицит текущего счета и потеря доверия к валюте, либо дефицит ликвидности и дефляционные процессы в мировой экономике. Опираясь на эти рассуждения, Триффин предсказал крах Бреттон-Вудской системы, а решение дилеммы он видел в переходе к наднациональной валюте типа банкора, предложенного Джоном Кейнсом на Бреттон-Вудской конференции 1944 года, но отвергнутого американской стороной.

Крах Бреттон-Вудской системы в 1971 году был ускорен Вьетнамской войной, вызвавшей монетарную инфляцию в США. Аналогично, крах британского фунта как мировой резервной валюты произошел из-за Первой мировой войны. В обоих случаях военные конфликты лишь форсировали естественный ход вещей.

Напрашивается аналогия с существующей системой мирового доминирования доллара: станет ли для нее пандемия COVID-19 таким же роковым событием,

как Вьетнамская война для Бреттон-Вудской системы? И в том и в другом случае последствия для США сопоставимы как по числу людских потерь, так и по финансовым затратам государства. Хотя в отличие от второй половины 1960-х ФРС не допускает инфляции потребительских цен (по официальным данным), но демонстрирует ничем не сдерживаемое инфляционное поведение в глобальных масштабах.

В современных условиях дилемма Триффина видится как противоречие между краткосрочными узконациональными целями монетарных властей, ответственными за накопление дисбалансов, и задачей обеспечения глобальной финансовой стабильности. Очевидно, такая стабильность не является первоочередной проблемой для администрации Трампа и не будет таковой для администрации, которая придет на смену в случае его поражения. Это значит, что дилемма Триффина в очередной раз найдет свое решение, в котором приоритетом будет поддержка экономики США за счет других стран.

Такое возможно только благодаря глобальному доминированию долларовой системы. Вопрос в том, насколько другие страны будут способны противодействовать инфляционным последствиям долларовой экспансии. В абсолютном выражении суммарные официальные долларové резервы в 2019 году вышли на плато, а их доля в общих валютных резервах снижается (см. график 7). Это долговременная тенденция, которая, по всей видимости, усилится в нынешнем году с учетом массивного сброса Treasuries официальными держателями в марте–апреле.

Надо признать, что долговременным явлением стала также устойчивая зависимость экономики США от денежной эмиссии. По всей видимости, количественные смягчения теперь будут применяться всякий раз, когда возникнет необходимость, будь то повторение пандемий или угроза новых рецессий. Происходящая в настоящее время накачка ликвидности началась не в марте текущего года, когда в США был введен карантин, а в сентябре 2019-го из-за не очень значительного падения американского фондового рынка и временной нехватки ликвидности в банковской системе. Вряд ли политическое руководство этой страны сможет в дальнейшем отказаться от такого простого способа решения возникающих проблем. При этом инфляционная монетарная политика ФРС вкупе с санкционными мерами ускоряет дедолларизацию мировой экономики вопреки всем преимуществам от использования долларовой инфраструктуры.