



мы развитых стран. Из-за длительного периода количественного смягчения, дезинфляции и негативных ставок рискуют исчезнуть и так называемые длинные деньги. Для того чтобы банки не оказались без средств клиентов, ЕЦБ возобновляет программу целевых долгосрочных операций рефинансирования (TLTRO).

Сумма, которую коммерческий банк может занять у ЕЦБ в рамках программы TLTRO, зависит от размера его кредитного портфеля частному сектору, за исключением ипотеки. Первоначальная процентная ставка устанавливается на 0,1% выше основной ставки рефинансирования ЕЦБ, которая в настоящее время равна нулю. Если банк выполняет план по предоставлению кредитов компаниям и домохозяйствам, то ЕЦБ предоставляет ему рефинансирование по еще более низким ставкам вплоть до отрицательного значения –0,4%, что всего на 10 базисных пунктов выше ставки по депозитам (–0,50%).

Такая политика может привести к тому, что банки станут слишком зависимыми от ЕЦБ, и это значительно затруднит возможное возвращение к нор-

мальной работе финансового рынка, если его привычное функционирование будет возможно в принципе.

К тому же такая политика маскирует проблемы неработающих кредитов и мешает оздоровлению финансовой системы. Нечто подобное происходит и в Японии, где отрицательные ставки были установлены с 2016 года и сейчас также наблюдается снижение кредитования, а банковские акции показывают худшую динамику на фондовом рынке. Отрицательные ставки могут не только дестабилизироваться банковскую и пенсионную систему, но и в обозримом будущем стать социально-политической проблемой.

Дефицит долларов в США

Отрицательные ставки и проблемы банковских систем вынуждают капиталы искать процентный доход там, где ставки хотя бы номинально еще положительные, а кредитные риски низкие. И таким финансовым пространством, куда потекли потоки капиталов, стал финансовый рынок Соединенных Штатов. Спрос на казначейские облигации казначейства США оказался настолько ажиотажным, что

американский Минфин решил заметно увеличить объем выпуска казначейских обязательств, а это привело к нехватке долларовой ликвидности. Казначейство США, продавая банкам свои облигации, на какое-то время изымает доллары из банковской системы, поскольку бюджетные расходы, пополняющие счета в банках, производятся не сразу. В отличие от операций на денежном рынке, когда средства остаются внутри системы, рост объемов выпуска казначейских облигаций приводит к нетто-оттоку ликвидности из банковской системы. И вот в середине сентября внезапно возник дефицит долларов, краткосрочные ставки на денежном рынке США вдруг вышли из-под контроля, создав и для ФРС, и для всего мира новую проблему.

Ликвидность на денежном рынке помогают регулировать сделки репо (от англ. repurchase agreement, репо) — сделки купли-продажи ценных бумаг с обязательством обратного выкупа через определенный срок по заранее определенной в этом соглашении цене. По сути, репо — это механизм предоставления краткосрочных кредитов

под залог ценных бумаг, в случае американского рынка — под залог казначейских обязательств, которые считаются безрисковым активом и отличаются от наличных долларов лишь сроком обращения. По этой причине ставки кредитования по операциям репо на протяжении длительного времени были сопоставимы с доходностями краткосрочных казначейских векселей и в последнее время не превышали 2% годовых.

Внезапно в середине сентября 2019 года ставка репо по сделкам с казначейскими облигациями США подскочила до 10% годовых. Механизм стабилизации стоимости финансирования и регулирования процентных ставок сломался, не хватило денег для тех участников рынка государственных облигаций, кто в них нуждался. Эта ситуация оказалась настолько экстраординарной, что ее окрестили «репокалипсисом», объединив слова «апокалипсис» и «репо» в единый термин.

У крупных игроков не оказалось достаточного количества средств, чтобы удовлетворить потребность в фондировании в условиях, когда рынок пытался переварить рекордные объемы размещения казначейских облигаций, которые выпускались правительством, чтобы покрыть не менее рекордный дефицит бюджета США.

Негативные последствия репокалипсиса проявились не только на денежном и облигационном рынках. Самым опасным сигналом для ФРС оказался тот факт, что сжатие ликвидности вывело эффективную ставку по федеральным фондам (остаткам по резервным активам банков в Федеральном резерве) на уровень 2,30%, что оказалось выше верхней границы целевого диапазона 2,25%, установленного ФРС США, в то время как сама ФРС рассчитывала снизить этот уровень до 2%.

Чтобы стабилизировать ситуацию на денежном рынке, Федеральное резерв было вынуждено впервые с момента кризиса 2007–2008 годов начать операции по предоставлению средств рынку репо. После четырех дней вливаний по \$75 млрд кризис финансирования удалось остановить и снизить эффективную ставку.

Но стало очевидно, что волатильность ставок репо — это новый признак более серьезной проблемы. Избыточных денег, которые находились в банковской системе США после нескольких лет проведения операций