Елена Зотова,
независимый обозреватель

ФРС выходит на АВАНСЦЕНУ

ПРОШЕЛ ЯНВАРЬ, И С НИМ ЗАКОНЧИЛОСЬ ПЕРВОЕ ДЕЙСТВИЕ МИРОВОГО ШОУ «ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ В 2010 ГОДУ». ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ ВПЕРЕДИ — ВЕДЬ В ПРЕДСТАВЛЕНИИ 12 ДЕЙСТВИЙ. СЮЖЕТ ТАК ЗАПУТАН, ЧТО ДАЖЕ ВЕДУЩИЕ АКТЕРЫ, НЕ ГОВОРЯ УЖ О ЗРИТЕЛЯХ И СТАТИСТАХ, НЕ ОЧЕНЬ ХОРОШО ПОНИМАЮТ ПРОИСХОДЯЩЕЕ. ПОМНЯ О ЧЕХОВСКИХ ЗАКОНАХ ДРАМАТУРГИИ, ЗРИТЕЛИ И УЧАСТНИКИ СПЕКТАКЛЯ НАСТОРОЖЕННО ПРИСМАТРИВАЮТСЯ К «РУЖЬЯМ» НА СЦЕНЕ: ВЫСТРЕЛЯТ ИЛИ НЕТ?

Первый «выход» ФРС в 2010 году не вызвал волнений. Ее монетарное оружие, ставка по федеральным фондам, зачехлено. В заявлении комитета ФРС (FOMC) по итогам заседания 26–27 января ключевые слова о ставке не изменились по сравнению с заявлениями 2009 года. «Комитет будет удерживать целевую ставку по федеральным фондам на уровне от 0% до 0.25%», — сказано в его январском коммюнике. Комитет «продолжает ожидать, что экономические условия, включая низкие уровни использования ресурсов, пониженные тренды инфляции и стабильные инфляционные ожидания, будут, вероятно, оправдывать чрезвычайно низкие уровни ставки по федеральным фондам в течение длительного периода».

Низкие уровни использования ресурсов, подразумевающие, в первую очередь, высокую безработицу, являются для ФРС главным ориентиром для оценки и прогнозирования инфляции. Высокая безработица влечет за собой пониженный спрос, который в развитой экономике ведет к подавлению инфляции. Согласно мандату ФРС, ее задача состоит в том, чтобы обеспечивать сочетание умеренно низкой безработицы с умеренно низкой инфляцией. ФРС не таргетирует инфляцию, но ее руководители многократно высказывали мнение, что годовая инфляция, измеряемая индексом цен потребительских расходов без учета цен на энергоносители и пищевые продукты, то есть Core PCE price index, должна находиться в пределах 1–2%. Резко опустив ставку в конце 2008 года в ответ на финансовую панику и экономический обвал, ФРС предотвратила дефляцию, но затормозить рост безработицы ей не удалось. В 2009 году в США было сокращено более 4 млн рабочих мест; в четвертом квартале 2009 года уровень безработицы достиг 10%. С декабря 2007 года, когда началась нынешняя американская рецессия, по декабрь 2009 года США потеряли более 7 млн рабочих мест. Учитывая тяжелую ситуацию на американском рынке труда,

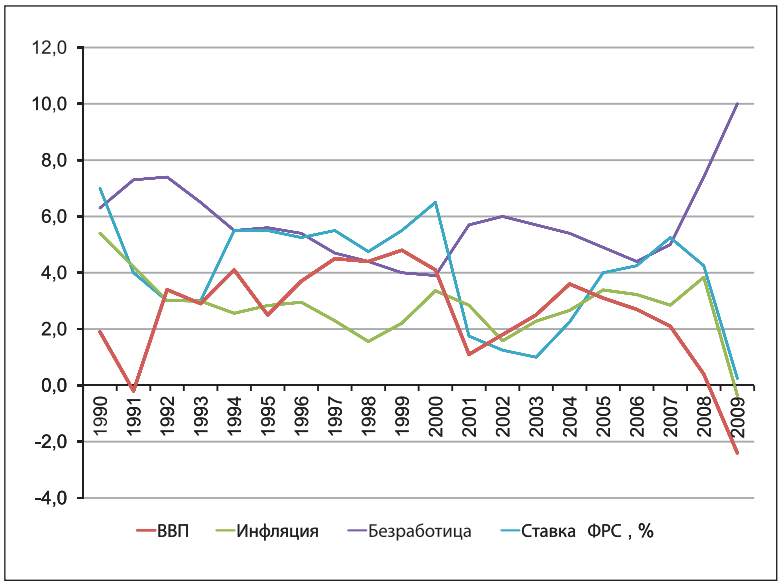
ряд экономистов полагает, что «длительный период», в течение которого ФРС будет удерживать базовую ставку в пределах от 0% до 0.25%, завершится не раньше декабря 2010 года или уже в 2011 году.

Однако переживаемый нами глобальный финансово-экономический кризис так непрост, что диапазон оценок относительно перспектив экономики и монетарной политики США очень широк и зачастую включает противоположные мнения. В отношении инфляции и политики ФРС существуют две основные «школы мышления». Представители одной были упомянуты в предыдущем абзаце: в своих прогнозах они исходят из того, что при нынешней избыточности ресурсов в американской экономике никакой угрозы инфляции в США нет, и ничто не мешает ФРС ради экономического стимулирования удерживать ставку на рекордно низком уровне в течение длительного времени. Их оппоненты указывают, что необыкновенная дешевизна доллара, обеспечиваемая почти нулевой ставкой ФРС, создает почву для раздувания новых финансовых пузырей и для разгона инфляции даже при избыточности ресурсов.

Сохранив в заявлении от 27 января прежнюю формулировку про «длительный период», FOMC в очередной раз подтвердил, что не собирается повышать ставку в скором будущем. Однако некоторые особенности текста заявления и обстоятельства его составления сделали уместным вопрос о том, как долго комитет ФРС будет повторять слова о «длительном периоде».

По сравнению с заявлением от 16 декабря, выпущенным по итогам предыдущего заседания, в тексте от 27 января FOMC выбрал более позитивные оттенки для описания экономической ситуации. В январском тексте появились фразы о том, что «расходы бизнеса на оборудование и программное обеспечение, по-видимому, восстанавливаются» и что «хотя банковское кредитование все еще сокращается, условия на финансовых рынках продолжают оказывать поддержку экономическому росту». В декабрьском заявлении присутствовала фраза, которая начиналась так: «Хотя экономическая активность останется, вероятно, слабой в течение некоторого времени...» В январском заявлении эта фраза изменилась и зазвучала следующим образом: «Хотя темпы экономического оживления будут, вероятно, умеренными в течение некоторого времени, комитет ожидает постепенного возвращения к более высоким уровням использования ресурсов в контексте ценовой стабильности». Правда, в одном отношении январское заявление оказалось менее позитивным по

Рисунок 1. Динамика ключевых макроэкономических показателей США



сравнению с декабрем: из текста исчезли слова о том, что в жилищном секторе обозначились признаки улучшения ситуации. Очевидно, руководство ФРС учло вышедшие в январе слабые данные о продажах жилья за декабрь. Но в целом январское заявление FOMC получилось более оптимистичным, чем декабрьское. Неудивительно, что в заявлении от 27 января руководство ФРС подтвердило объявленные ранее планы по сворачиванию к 1 февраля почти всех программ вливания ликвидности в банковско-финансовую систему. ФРС не отказалась и от плана, согласно которому ее программа поддержки рынка жилья через покупку ипотечных облигаций должна быть завершена к концу первого квартала. При этом она оговорила, что планы по покупке ценных бумаг могут быть скорректированы в зависимости от ситуации в экономике и на финансовых рынках.

Не обошлось и без сюрпризов. Оказалось, что 27 января один из голосующих членов FOMC выступил с более «ястребиной» позицией, чем его коллеги. При голосовании за то, чтобы одобрить текст заявления комитета, глава Федерального резервного банка в Канзас-Сити Томас Хёниг проголосовал против. По мнению Хёнига, приведенному в конце заявления FOMC, «экономические и финансовые условия изменились достаточным образом, чтобы ожидания сохранения чрезвычайно низких уровней ставки по федеральным фондам в течение длительного периода стали необоснованными». По-видимому, на январском заседании комитета ФРС Хёниг выступил за отказ от концепции «длительного периода».

После выхода заявления FOMC 27 января котировки фьючерсов на ставку ФРС показали, что представления участников фьючерсного рынка о сроках ее первого повышения несколько изменились. По данным Reuters, участники торгов на бирже Chicago Board of Trade заложили в котировки фьючерсов на ставку ФРС 86-процентную вероятность ее повышения в сентябре на 0.25 п.п. Непосредственно перед публикацией заявления FOMC вероятность повышения ставки в сентябре оценивалась фьючерсным рынком в 64%.

Большинство комментаторов январского заявления FOMC отметило оптимистичные вкрапления в его текст и особую позицию Хёнига. Экономист Дин Маки из Barclays Capital написал

в аналитической записке, что «диссидентство Хёнига сигнализирует о том, что споры о модификации или удалении формулировки [о длительном периоде] будут, вероятно, возникать на каждом из последующих заседаний FOMC, пока формулировка не изменится». Маки добавил, что, по его ожиданиям, ФРС начнет повышать ставку в сентябре.

Через день после заседания FOMC, 29 января, вице-председатель ФРС Дональд Кон выступил на симпозиуме Федеральной корпорации страхования вкладов (FDIC), который был посвящен управлению рисками, связанными с процентными ставками. В частности, Кон отметил, что «если экономика будет следовать по траектории, ожидаемой ФРС», то краткосрочные ставки, вероятно, останутся вблизи нуля в течение «длительного периода». В то же время Кон указал, что по мере того как экономическое оживление будет набирать силу, настанет момент для повышения ставки ФРС. В целом его речь напоминала краткий курс подготовки банкиров к грядущим изменениям на долговых рынках. Как подчеркнул Кон, реакцию процентных ставок во всех сегментах кривой на реальное или ожидаемое ужесточение монетарной политики предсказать всегда нелегко и особенно трудно в текущих условиях.

Естественно предположить, что ожидания ужесточения политики ФРС или отсутствие таковых будут тесно связаны с развитием ситуации в американской экономике. 29 января вышли предварительные данные о ВВП США за четвертый квартал 2009 года. Как сообщило министерство торговли США, американская экономика выросла в четвертом квартале на 5.7% в годовом исчислении. В третьем квартале 2009 года ВВП США увеличился на 2.2% в годовом исчислении. Перед этим ВВП сокращался на протяжении четырех кварталов подряд.

Несмотря на сильное впечатление от роста ВВП на 5.7%, экономисты в основном удержались от восторга по поводу полученной цифры. Многих смутил тот факт, что 3.39 п.п. в показатель роста ВВП в четвертом квартале привнесло замедление темпов сокращения товарно-материальных запасов американских компаний. По подсчетам министерства торговли, в четвертом квартале компании сократили запасы на $33.5 млрд, тогда как в третьем квартале сокращение составило $139.2 млрд, а во втором квартале — $160.2 млрд. Экономисты-скептики высказали мнение, что резкое замедление сокращения запасов послужило разовым фактором и поэтому в дальнейшем динамика ВВП США будет гораздо слабее. Например, Иэн Шепердсон из High Frequency Economics предположил в интервью для The New York Times, что в текущем и следующем кварталах американская экономика будет расти на 1% или 2%. Другое мнение высказал Роберт Барбера, главный экономист Investment Technology Group, который заявил, что позитивный эффект от изменения динамики запасов еще не отработан. В четвертом квартале этот эффект был достигнут за счет замедления сокращения запасов, а не благодаря их пополнению. За сокращением последует пополнение. «С учетом вклада от экспорта, корпоративных инвестиций в оборудование, потребительских расходов и кое-каких остатков от государственных стимулов, я полагаю, что цифра 3.8% является обоснованным прогнозом для роста ВВП в 2010 году», — сказал Барбера.

В четвертом квартале 2009 года расходы американских потребителей увеличились на 2% в годовом исчислении против 2.8% в третьем квартале. Однако в третьем квартале потребительские расходы были взвинчены краткосрочной правительственной программой «Деньги за автохлам», так что 2% роста потребления в четвертом квартале без стимулирующих программ были неплохим показателем с учетом высокой безработицы, слабого рынка жилья и ограниченного кредита. Корпоративные расходы на оборудование и программное обеспечение повысились в четвертом квартале на 13.3%. Экспорт по темпам роста обогнал импорт в соотношении 18.1% к 10.5%, что дало прибавку к положительной динамике ВВП.

Оптимистичный сценарий предполагает, что подвижки, произошедшие в экономике США, повысят деловую уверенность в стране, приведут к пополнению истощенных товарно-материальных запасов и наращиванию инвестиций. Далее последует рост занятости и увеличение потребительских расходов; экономический рост приобретет устойчивость.

Картину омрачает присутствие рисков, включающих угрозу суверенного дефолта в одной или нескольких странах еврозоны и опасность перегрева экономики Китая. Большую проблему может создать американский фондовый рынок, который в январе стал опасаться, что стоимостные характеристики акций завышены. Ситуацию осложнили внутриполитические события в США, плохо повлиявшие на фондовые биржи. По мнению многих американцев, за первый год пребывания на посту президента США Барак Обама не сделал ничего для улучшения ситуации с занятостью. К началу 2010 года Обама утратил поддержку значительной части электората, что обострило борьбу демократической и республиканской партий в год проведения промежуточных выборов в Сенат. Выборы состоятся в ноябре. В приступе популизма сенаторы едва не провалили утверждение Бена Бернанке на посту председателя ФРС на второй срок. Политические страсти ужесточили и подход президента Обамы к реформированию банковской отрасли в США, направленному на предотвращение новых финансовых кризисов. Чтобы обстановка в политике и на биржах разрядилась, Америке необходим рост занятости.