Год назад, в марте, ФРС дала обещание, что будет удерживать ставку по федеральным фондам на «чрезвычайно низких уровнях» — от 0% до 0.25% — «в течение длительного периода». Предопределенность монетарного курса ФРС избавила финансовое сообщество от обычных волнений, связанных с базовой ставкой в США. В 2009 году ФРСология, или наука объяснения и предсказания политики ФРС, находилась в забвении. Однако в 2010 году интерес к ней начал оживать, поскольку поведение монетарных властей США перестало быть совершенно однозначным.

Наука ФРСология

Елена ЗОТОВА,
независимый обозреватель

Началось с того, что на январском заседании комитета ФРС (FOMC) один из его участников, глава Федерального резервного банка в Канзас-Сити Томас Хёниг, не согласился с мнением большинства. Хёниг не хотел, чтобы FOMC в своем коммюнике подтвердил обещание удерживать чрезвычайно низкую базовую ставку в течение длительного периода. Особое мнение Хёнига было отмечено в конце заявления FOMC от 27 января.

Протокол январского заседания FOMC, опубликованный 17 февраля, прояснил позицию Хёнига. Согласно протоколу, он выразил озабоченность тем, что на фоне улучшившихся экономических и финансовых условий удержание краткосрочных ставок вблизи нуля в течение длительного периода создаст основу для будущих финансовых дисбалансов и усиления инфляционных ожиданий. По мнению Хёнига, отраженному в протоколе, комитету ФРС следовало бы указать в заявлении, «что базовая ставка будет низкой в течение некоторого времени», а не «чрезвычайно низкой в течение длительного периода».

Между тем на своем январском заседании FOMC рассмотрел вопрос о возможных в будущем изменениях в политике ФРС. Протокол показал, что значительную часть заседания заняло обсуждение «стратегии выхода», то есть стратегии сворачивания антикризисных программ кредитования банков и постепенного отказа ФРС от сверхмягкой монетарной политики. «Стратегии выхода» был посвящен и специальный доклад председателя ФРС Бена Бернанке, который он подготовил к 10 февраля. Доклад был опубликован на сайте ФРС. Позднее, 24 февраля, Бернанке выступил с полугодовым докладом Конгрессу, в котором также затронул тему «стратегии выхода», однако в более сжатой форме.

В докладе от 10 февраля, говоря о временных антикризисных программах кредитования, Бернанке отметил, что некоторые из них завершились еще в 2009 году, большинство было закрыто 1 февраля, еще одна закончится в начале марта, а последняя будет свернута поэтапно к концу июня. «Помимо этого, — сказал Бернанке, — ФРС находится в процессе нормализации условий по кредитам, предоставляемым через постоянное дисконтное окно». Одно из направлений нормализации — уменьшение срока указанных кредитов. «Кроме того, в скором времени мы, как ожидается, рассмотрим вопрос о небольшом увеличении спреда между ставкой дисконтирования и целевым значением ставки по

федеральным фондам», — сообщил Бернанке 10 февраля. Спред, который до кризиса составлял 1 п.п., в период бурных потрясений на финансовых рынках был доведен до 0.25 п.п.

Особое внимание в докладе от 10 февраля Бернанке уделил выходу из программ количественного монетарного смягчения. В рамках одной из них ФРС приобрела у банков долгосрочные казначейские облигации США на сумму $300 млрд. Покупки по этой программе закончены, но облигации остаются на балансе ФРС. 31 марта должна завершиться вторая программа, предусматривающая покупку ипотечных облигаций (MBS), гарантированных ипотечными агентствами, и долговых обязательств ипотечных агентств. Стоимость этой программы — $1.25 трлн в MBS и $175 млрд в долговых бумагах ипотечных агентств.

Согласно докладу Бернанке, «в должное время, по мере укрепления экономического роста, ФРС перейдет к ужесточению монетарных условий, чтобы предотвратить развитие инфляционного давления». В первую очередь ФРС займется избыточными резервами коммерческих банков. Их объем в ходе реализации программ количественного смягчения превысил $1.1 трлн.

По словам Бернанке, ФРС имеет в своем распоряжении несколько инструментов для реализации «стратегии выхода». Это операции обратного РЕПО, формирование срочных депозитов банков в ФРС и увеличение процента, который она платит банкам за избыточные резервы на ее счетах. По словам Бернанке, «обратные РЕПО и механизм депозитов вместе позволят ФРС очень быстро откачать сотни миллиардов долларов резервов». Временные параметры указанных операций и их последовательность еще не определены. Они будут зависеть от развития ситуации в экономике и на финансовых рынках. Повышение ставки по федеральным фондам станет целесообразным на следующем этапе, когда банковские резервы сократятся до разумных размеров.

После того как 10 февраля был опубликован доклад о «стратегии выхода», а 17 февраля — протокол январского заседания FOMC, новостей от ФРС не предвиделось вплоть до выступления Бернанке с полугодовым докладом Конгрессу. Однако вечером

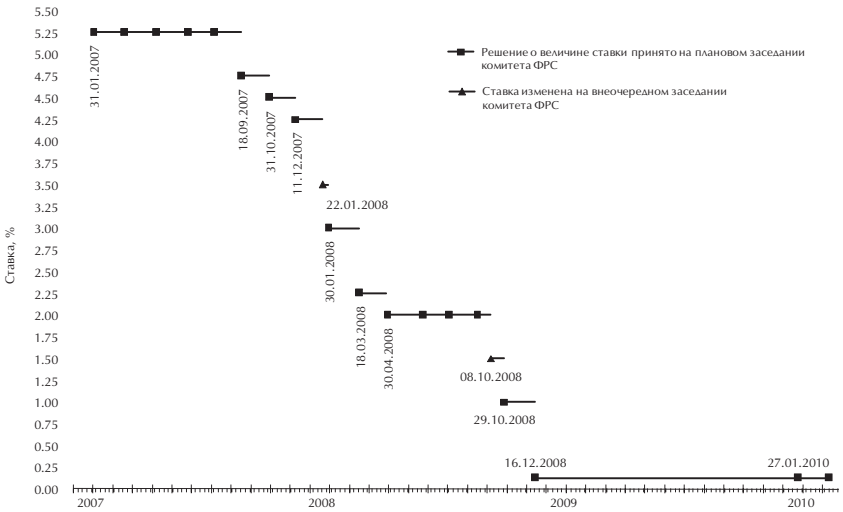


Рисунок 1

Ставка ФРС в эпоху кризиса 2007–2010 гг.

18 февраля ФРС ошеломила участников финансовых рынков, повысив ставку дисконтирования с 0.5% до 0.75%.

Нельзя сказать, что финансовое сообщество не получило предупреждений. Вопрос о нормализации операций через дисконтное окно рассматривался и в докладе Бернанке о «стратегии выхода», и на январском заседании FOMC. Согласно протоколу заседания, его участники согласились, что «скоро будет уместно вернуться к нормальному сроку кредитов, предоставляемых через дисконтное окно, и расширить спред между ставкой дисконтирования и верхней границей диапазона целевых значений для ставки по федеральным фондам». Тем не менее, участники финансовых рынков не думали, что «скоро», о котором говорили и Бернанке, и FOMC, наступит так быстро. Если само повышение ставки дисконтирования не было удивительным в свете улучшения условий на денежном рынке и предупреждений ФРС, то момент повышения оказался неожиданным.

Руководители ФРС постарались успокоить разволновавшихся участников финансовых рынков. Президент ФРБ в Нью-Йорке Уильям Дадли заявил 19 февраля, что повышение ставки дисконтирования явилось «маленьким техническим изменением», а не сигналом о переменах в монетарной политике. Президент ФРБ в Сент-Луисе Джеймс Буллард тоже заявил, что повышение ставки дисконтирования никак не связано с политикой в отношении ставки по федеральным фондам. И вообще, продолжил Буллард, ожидания рынков, что ФРС по-

СОГЛАСНО ДОКЛАДУ БЕРНАНКЕ ОТ 10 ФЕВРАЛЯ, «В ДОЛЖНОЕ ВРЕМЯ, ПО МЕРЕ УКРЕПЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА, ФРС ПЕРЕЙДЕТ К УЖЕСТОЧЕНИЮ МОНЕТАРНЫХ УСЛОВИЙ, ЧТОБЫ ПРЕДОТВРАТИТЬ РАЗВИТИЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ДАВЛЕНИЯ»

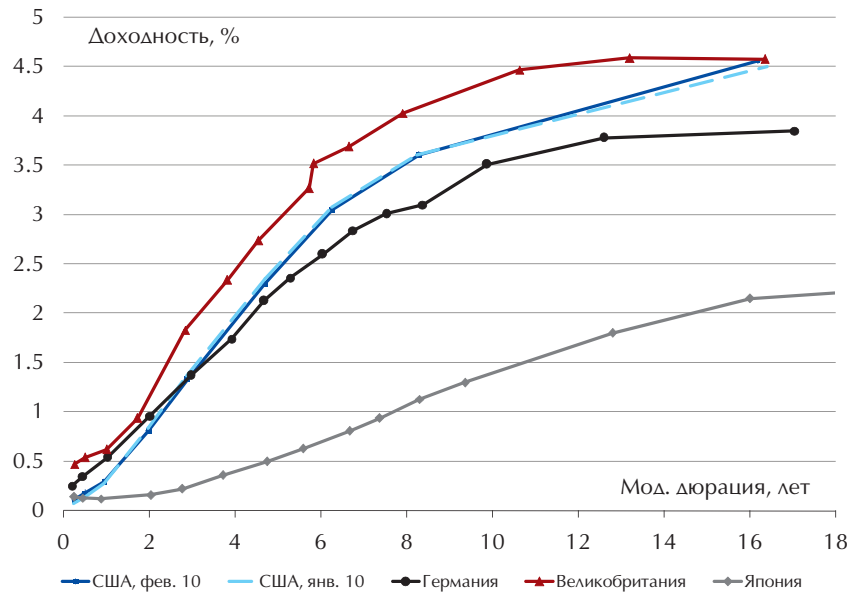


Рисунок 2
Индикативные кривые доходности

высит базовую ставку в текущем году, не очень реалистичны. По его словам, повышения базовой ставки в 2011 году «гораздо более вероятны».

Однако, что бы ни говорили руководители ФРС, их расторопность в повышении ставки дисконтирования вызвала вопросы. Почему ставка была изменена так скоро, 18 февраля? Прошло всего восемь дней после первого предупреждения о ее повышении, прозвучавшего в докладе Бернанке о «стратегии выхода».

Дополнительные вопросы появились 23 февраля, после выхода протокола заседания совета управляющих ФРС от 25 января. В отличие от ставки по федеральным фондам, которая находится в ведении FOMC, решения о величине ставки дисконтирования принимаются советом управляющих ФРС по просьбе 12 федеральных резервных банков. В январе совет управляющих получил ходатайства о повышении ставки дисконтирования до 0.75% от президентов ФРБ в Канзас-Сити и в Сент-Луисе, то есть от Хёнига и Булларда. Президенты остальных десяти федеральных резервных банков в январе просили оставить ставку дисконтирования без изменения — на уровне 0.5%. Соответственно, на заседании 25 января совет управляющих так и поступил. К 18 февраля все ФРБ попросили о повышении ставки дисконтного окна. Что изменилось для руководства десяти ФРБ с конца января? Предположений по этому поводу может быть несколько. Возможно, прежде чем повысить ставку дисконтирования, руководство федеральных резервных банков хотело убедиться, что закрытие нескольких антикризисных программ кредитования 1 февраля не привело к нежелательным последствиям. Но все равно, убедившись в стабильности ситуации с ликвидностью, руководители федеральных резервных банков могли бы подождать, пока финансовое сообщество свыкнется с мыслью о готовящемся повышении ставки дисконтирования. Судя по всеобщему изумлению, вызванному повышением ставки, 18 февраля до этого свыкания было еще далеко.

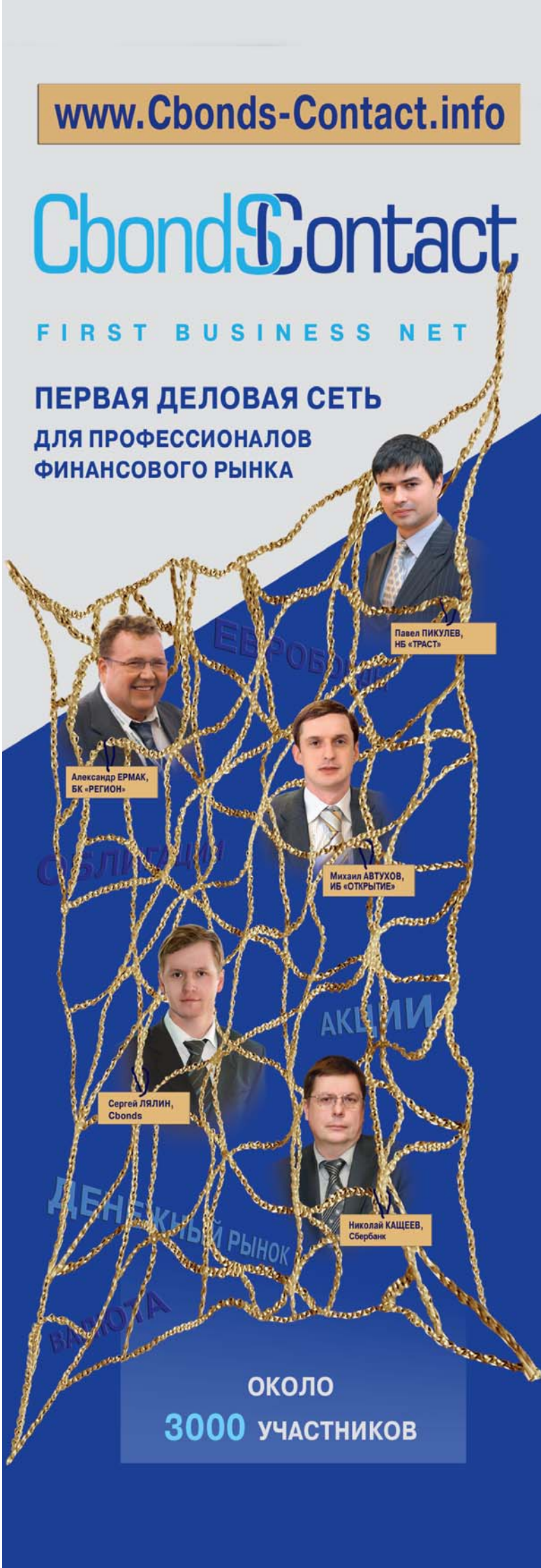
> «УБЕДИВШИСЬ В СТАБИЛЬНОСТИ СИТУАЦИИ С ЛИКВИДНОСТЬЮ, РУКОВОДИТЕЛИ ФЕДЕРАЛЬНЫХ РЕЗЕРВНЫХ БАНКОВ МОГЛИ БЫ ПОДОЖДАТЬ, ПОКА ФИНАНСОВОЕ СООБЩЕСТВО СВЫКНЕТСЯ С МЫСЛЬЮ О ГОТОВЯЩЕМСЯ ПОВЫШЕНИИ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ»

О причинах оперативности ФРС можно гадать. Само по себе повышение ставки дисконтного окна не предполагает изменения курса монетарной политики, как это и подчеркнули руководители ФРС. Однако данное повышение является необходимым этапом на пути к восстановлению нормального соотношения между ставкой дисконтирования и ставкой по федеральным фондам. Возможно, ФРС решила не затягивать с прохождением промежуточных этапов нормализации своей политики или захотела продемонстрировать, что способна действовать очень быстро.

Информацию к размышлению дает контекст, в котором была повышена ставка дисконтирования. Например, данные о январской инфляции в США, поступившие в феврале, носили неоднозначный характер. В розничной сфере прирост цен в январе был умеренным и в отдельных случаях негативным, а в оптовой сфере цены значительно выросли, что показали индексы PPI и ISM.

Рынок долгосрочных казначейских облигаций США был в феврале очень нестабильным. Доходность десятилетних UST, важный ориентир для ставок на рынках долгосрочного кредита в США, в начале и в конце февраля находилась на уровнях вблизи 3.6%, но в промежутке скакала и вверх, и вниз. 5 февраля, в связи с бегством инвесторов от европейских проблем, доходность десятилетних UST упала до 3.53%, но 10 февраля поднялась до 3.7%. В тот день, а также накануне и на следующий день состоялись аукционы казначейства по размещению крупных выпусков долгосрочных облигаций. Параметры размещения оказались хуже ожиданий. 18 февраля доходность десятилетних UST достигла 3.81%, а разница между этим по-

казателем и доходностью двухлетних казначейских бумаг выросла до рекордного значения в 2.94 п.п.

Еще одной особенностью прошедшего месяца стало обострение тревоги американских властей в отношении гигантского дефицита бюджета и огромного госдолга США. В 2009 финансовом году дефицит федерального бюджета составил $1.42 трлн. По подсчетам Белого дома, в 2010 финансовом году дефицит увеличится до $1.56 трлн. Предполагается, что он составит 10.6% ВВП. Казначейство покрывает нехватку бюджетных средств за счет размещения долговых бумаг. Огромный бюджетный дефицит делает Америку все более зависимой от желания крупных инвесторов вкладываться в казначейские бумаги. На первое место среди кредиторов США в последние годы вышел Китай. Однако данные казначейства о потоках капитала, опубликованные 16 февраля, показали, что в декабре Китай сократил свой портфель UST и сместился в списке кредиторов США на второе место. Правда, к концу февраля казначейство пересчитало свои данные, и Китай снова оказался первым в списке с $894.8 млрд вложений в UST. Однако цифра за декабрь была ниже, чем показатели за пять предыдущих месяцев. В любом случае, в феврале американские власти откровенно занервничали по поводу дефицита и долга, чему способствовало обострение отношений между Вашингтоном и Пекином.

Глубокую озабоченность фискальной проблемой выразили представители ФРС, осудившие неспособность администрации и Конгресса предпринять шаги по сдерживанию расходов и увеличению доходов. ФРС опасается, что инвесторы потеряют доверие к рынку UST; это приведет к резкому скачку доходности долгосрочных казначейских облигаций и, как следствие, к скачку процентных ставок в США. ФРС может повлиять на бюджетную политику только призывами. Но в ее власти дать сигнал инвесторам, что инфляция в США находится под контролем и не угрожает стоимости долгосрочных казначейских облигаций. Лучше пережить умеренное повышение ставок в результате ужесточения монетарной политики, чем допустить их резкий скачок. С учетом данного обстоятельства ФРС может оказаться активнее со «стратегией выхода», чем это было бы в благоприятных фискальных условиях. Однако в самой ближайшей перспективе ФРС, вероятно, будет осторожна. Монетарные власти захотят увидеть, как отреагируют рынки на закрытие программы покупки ипотечных бумаг.