В последние 12 месяцев участники финансовых рынков ждали заседания комитета ФРС (FOMC) с единодушным спокойствием. Никто не сомневался, что монетарные власти США в очередной раз сохранят ставку по федеральным фондам в диапазоне от 0% до 0.25% и снова заявят, что будут удерживать ее на «чрезвычайно низких уровнях в течение длительного периода».

ФРС в формате 3D

Елена ЗОТОВА,
независимый обозреватель

Так было в прошлом году, так было в январе и марте, когда состоялись последние по времени заседания FOMC. Однако в преддверии заседания, запланированного на 27–28 апреля, ожидания финансового сообщества не столь единодушны, как раньше. Неопределенность касается будущих формулировок в тексте коммюнике, которое FOMC выпустит по итогам предстоящего заседания. Понятно, что целевое значение базовой ставки в апреле не изменится, а вот с описанием перспектив монетарной политики не все так ясно.

В конце марта агентство Bloomberg провело опрос среди экономистов 18 банковских и брокерских компаний, составляющих группу первичных дилеров по казначейским обязательствам США. Представители 10 компаний – первичных дилеров ожидали, что до конца 2010 года ФРС повысит базовую ставку, при этом семеро из них прогнозировали, что на конец года ставка будет не ниже 1%. Очевидно, что экономисты, давшие такой прогноз, полагали в конце марта, что ФРС пора отказаться от обещания по поводу «длительного периода».

Однако представители восьми компаний – первичных дилеров придерживались другого мнения. Их прогноз предполагал, что на конец 2010 года ставка ФРС останется в диапазоне от 0% до 0.25%. В число банков, не ожидавших скорых перемен в монетарной политике ФРС, вошли Goldman Sachs и JP Morgan.

Главный экономист по США в Goldman Sachs Ян Хатциус сказал в одном из интервью в конце марта, что оживление в американской экономике будет медленным и что пройдет время, прежде чем озабоченность ФРС относительно безработицы сменится озабоченностью в отношении инфляции.

Так называемый «двуединый мандат» ФРС предписывает, что целями ее монетарной политики является обеспечение максимальной занятости и стабильных цен. В рамках этого мандата реализацию монетарной политики ФРС можно сравнить с подбором оптимального значения ставки-функции в двухмерной системе координат, где осями являются занятость и инфляция.

Если исходить из того, что инфляция в США остается низкой, а безработица очень высокой, то у ФРС нет причин смещаться с курса, направленного на поддержку занятости. Уровень безработицы превышает 9%, а базовая годовая инфляция, измеряемая индексом Core PCE price index, по последним имеющимся данным, за февраль, находилась на уровне 1.3%. Этот показатель близок к нижней границе диапазона 1–2%, который руководство ФРС считает приемлемым для значений годового прироста индекса.

Низкая инфляция в США при практически нулевой базовой ставке и огромном объеме ликвидности в американской финансовой системе демонстрирует эффективность постулата о том, что избыточность экономических ресурсов — она же высокая безработица — препятствует раскручиванию инфляции. В заявлении по итогам мартовского заседания комитет ФРС в очередной раз подтвердил свою приверженность этому постулату. «С учетом существенной избыточности ресурсов, продолжающей сдерживать ценовое давление, и стабильности долгосрочных инфляционных ожиданий инфляция, по всей вероятности, будет низкой в течение некоторого времени», — сказано в заявлении FOMC от 16 марта.

Однако, как выяснилось в том же месяце, среди руководителей ФРС появились «еретики». Так, член совета управляющих ФРС Кевин Уорш заявил 26 марта, что низкие текущие показатели инфляции не должны настраивать монетарные власти на благодушие в отношении инфляционных рисков. Как сказал Уорш, для оценки инфляционной перспективы недостаточно учитывать избыточность экономических ресурсов. «Разумно было бы смотреть на более широкий набор индикаторов», — заявил Уорш, предложив включить в их число курс доллара и цены на сырьевые товары.

Чуть ранее, 23 марта, с вольнодумной речью выступил президент ФРБ в Филадельфии Чарльз Плоссер, который сказал, что ФРС не следует всецело полагаться на «расплывчатое» понятие избыточности ресурсов. Вместо этого, заявил Плоссер, монетарные власти должны решительно реагировать на отклонения показателей инфляции от целевых значений и на данные об экономическом росте. «Мой подход согласуется с идеей о том, что по мере того как ускоряется экономический рост, реальные процентные ставки в экономике тоже растут, сигнализируя о необходимости ужесточения монетарной политики», — указал Плоссер.

По данным министерства торговли США, в четвертом квартале 2009 года ВВП страны вырос на 5.6% в годовом исчислении после увеличения на 2.2% в третьем квартале. Значительную часть прироста ВВП в четвертом квартале обеспечило резкое замедление темпов сокращения товарно-материальных запасов американских компаний. Поскольку этот фактор не может быть долговременным, экономисты полагают, что в 2010 году темпы роста американской экономики будут гораздо более умеренными, чем под занавес минувшего года. В конце марта, согласно опросу Bloomberg, консенсус-прогноз экономистов предполагал, что в 2010 году ВВП США вырастет на 3%. Известный центр экономического прогнозирования UCLA Anderson Forecast предсказывал в марте, что рост американской экономики в первом квартале 2010 года составит 3.2% в годовом исчислении, а в последующую часть года будет находиться на уровне 2% «с плюсом».

Министерство торговли опубликует предварительный отчет о ВВП США за первый квартал 30 апреля, через два дня после заседания FOMC. Однако обнадеживающие данные о потребительских расходах и повышение активности в производственном секторе позволят ФРС рассчитывать на неплохой показатель экономического роста.

В условиях роста ВВП США третий квартал подряд отказ ФРС от клятвы удерживать ставку в диапазоне от 0% до 0.25% в течение длительного периода был бы понятен. Президент ФРБ в Канзас-Сити Томас Хениг уже дважды, на январском и мартовском заседаниях FOMC, предлагал отказаться от тезиса про длительный период.

Однако известно, что многочисленную фракцию в руководстве ФРС составляют «голуби», которые в большей степени пекутся о снижении безработицы, чем о сдерживании инфляции. В марте свою «голубиную ориентацию»

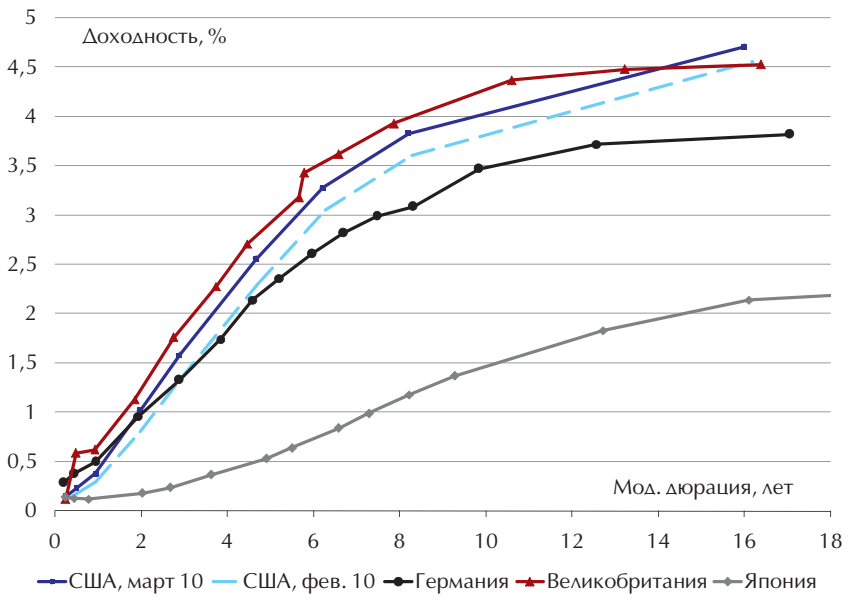

Рисунок 1
Индикативные кривые доходности

ПРИШЛО ВРЕМЯ ВСПОМНИТЬ, ЧТО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО США ОПРЕДЕЛЯЕТ НЕ ДВЕ, А ТРИ ЦЕЛИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ ФРС. ОНИ СОСТОЯТ В ТОМ, ЧТОБЫ ОБЕСПЕЧИВАТЬ МАКСИМАЛЬНУЮ ЗАНЯТОСТЬ, СТАБИЛЬНЫЕ ЦЕНЫ И УМЕРЕННЫЕ ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

подтвердили несколько представителей ФРС. Президенты ФРБ в Сан-Франциско, Кливленде, Чикаго и Атланте — Дженет Йеллен, Сандра Пианалто, Чарльз Эванс и Деннис Локхарт соответственно — высказались в том духе, что оживление в американской экономике остается «хрупким», безработица еще долго будет высокой и поэтому обещание ФРС удерживать ставку вблизи нулевого уровня в течение длительного периода должно оставаться в силе.

Дженет Йеллен выбрана президентом США Бараком Обамой в качестве главной кандидатуры на замещение поста вице-председателя ФРС. Пост станет вакантным в конце июня, после выхода на пенсию нынешнего вице-председателя Дональда Кона. Выступая с речью 23 марта, Йеллен заявила, что в конце текущего года безработица в США все еще будет выше 9%. Высокая безработица, сказала Йеллен, означает, что экономическая активность в США находится на уровне гораздо ниже потенциала, а это препятствует развитию инфляционного давления.

Приверженцем «голубиных» принципов считается и председатель ФРС Бен Бернанке. Однако в последнее время его слова и дела были не совсем ортодоксальны для «голубя». Несмотря на слабые данные о состоянии американского рынка жилья, поступавшие в январе-марте, ФРС, возглавляемая Бернанке, не отказалась от объявленного ранее плана закрыть 31 марта крупномасштабную программу покупки ипотечных бумаг. Цель программы, стартовавшей в начале 2009 года, состояла в том, чтобы добиться понижения ипотечных ставок и тем самым поддержать рынок жилья. По данным ипотечного агентства Freddie Mac, в декабре 2009 года средняя ставка 30-летнего ипотечного кредита в США с фиксированной ставкой опустилась до рекордно низкого значения в 4.71%. В конце марта этот показатель был близок к 4.99%. Среднее значение ставки за последние 10 лет равнялось 6.20%.

25 марта Бернанке выступил в профильном комитете Палаты представителей Конгресса, где рассказал — в третий раз — о стратегии выхода ФРС из режима сверхмягкой монетарной политики, созданного программами количественного смягчения. Ранее, в феврале, Бернанке дважды рассказывал про стратегию выхода, о чем говорилось в предыдущем выпуске Cbonds Review. На слушаниях 25 марта Бернанке повторил, что набор инструментов ФРС для реализации выхода из режима сверхмягкой монетарной политики включает операции обратного РЕПО, формирование срочных депозитов банков в ФРС и увеличение процента, который она платит банкам за избыточные резервы на ее счетах. Эти меры позволят абсорбировать избыточные банковские резервы в США, которые превысили $1.1 трлн, и окажут повышательное давление на краткосрочные процентные ставки. В феврале Бернанке упомянул, что ФРС в качестве средства «монетарного ограничения» имеет также опцию продажи ценных бумаг, аккумулированных на ее балансе. Однако он добавил тогда, что не ожидает продажи бумаг с баланса ФРС в скором будущем. В выступлении 25 марта Бернанке уделил этой теме большее внимание. Продажи бумаг, сказал Бернанке, позволили бы не просто абсорбировать избыточные резервы, но и реально сократить баланс ФРС, раздувшийся до $2.3 трлн. Бернанке заявил, что в более долгосрочной перспективе хотел бы уменьшить баланс до предкризисного размера, составлявшего менее $1 трлн. Бернанке не сказал, когда ФРС начнет применять меры по связыванию резервов, но заметил, что они будут протестированы нынешней весной, после чего их можно будет использовать, «если необходимо».

Есть подозрение, что ФРС уже ощущает такую необходимость. Пришло время вспомнить, что законодательство США определяет не две, а три цели монетарной политики ФРС. Они состоят в том, чтобы обеспечивать максимальную занятость, стабильные цены и умеренные долгосрочные процентные ставки. Поскольку на протяжении многих лет долгосрочные процентные ставки в Америке находились на умеренных уровнях, третья цель монетарной политики ФРС была неактуальна. Однако в последние месяцы в ФРС стали опасаться, что гигантский дефицит бюджета и растущий, как снежный ком, государственный долг США подорвут доверие инвесторов к рынку казначейских обязательств. Тогда произойдет скачок доходности долгосрочных UST и, как следствие, долгосрочных ставок на американских рынках кредита. В феврале Бернанке предостерег конгрессменов, что если инвесторы потеряют «доверие к долгосрочной способности правительства сбалансировать свои дела, это может вызвать подъем процентных ставок прямо сегодня».

Рынок UST в феврале был волатильным, но избежал потерь по итогам месяца. Спрос на госбумаги США с их традиционным статусом «тихой гавани» поддержало стремление инвесторов обезопаситься от долгового кризиса в Греции. Однако в марте сохранить позиции UST не помогли даже греческие проблемы. Доходность десятилетних казначейских нот, важный ориентир для долгосрочных ставок в США, в конце февраля находилась на уровне 3.60%, а в конце марта – примерно на 0.25 п.п. выше. Результаты аукционов казначейства по размещению выпусков пятилетних и семилетних бумаг, состоявшихся 24 и 25 марта, оказались хуже ожиданий. Но еще 23 марта на долговом рынке произошло событие, смутившее его участников: 10-летние UST, имеющие высочайший суверенный кредитный рейтинг, впервые стали торговаться с дисконтом к кредиту частного сектора на рынке процентных свопов. Необычная ситуация отчасти была связана с преходящими техническими факторами, но многие участники рынка восприняли ее как предупредительный сигнал Вашингтону о том, что растущие объемы размещения государственного долга грозят привести к росту ставок.

Для ФРС это означает, что формировать монетарную политику придется не в двухмерной, как раньше, а в трехмерной системе координат: занятость, инфляция, долгосрочные процентные ставки. В этом «трехмерном пространстве» первые шаги в направлении монетарного ужесточения центральный банк США сделает скорее раньше, чем позже.

КАЧЕСТВО стало платным!

Информационная услуга Cbonds по рынку облигаций

CBONDS-PRO

Информационная услуга Cbonds по рынку синдицированных кредитов

LOANS-PRO

Услуга предоставляется неограниченному количеству сотрудников подписавшейся организации. Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info или на сайте Loans.cbonds.info соответственно.

Платный сервис Cbonds-PRO включает:

- Расширенный поиск по базе эмиссий;
- Возможность просмотра документов по еврооблигациям;
- Доступ к архиву индексов и индикаторов долгового рынка;
- Полный доступ к истории кредитных рейтингов;
- Сохранение в XLS результатов поисков.

Платный сервис Loans-PRO включает:

- Доступ к полной базе синдицированных кредитов;
- Возможность поиска сделок по заемщикам и подробным параметрам;
- Доступ к списку планируемых синдицированных кредитов;
- Доступ к архиву тематических новостей;
- Возможность поиска новостей по ключевым словам.

Подпишись на PRO!