Каждый год в конце августа ФРС проводит экономический симпозиум на живописном горном курорте в долине Джексон-Хоул, штат Вайоминг. Мероприятие организуется для руководителей ФРС, председателей центральных банков других стран и именитых экономистов из академических и финансовых кругов. Великолепие долины Джексон-Хоул создает превосходный фон для саммита, но в последние годы его атмосферу омрачает глобальный финансово-экономический кризис.

ТРУДНАЯ РАБОТА Бена Бернанке

Елена ЗОТОВА,
независимый обозреватель

Даже в августе 2010 года, спустя год после возобновления роста американской экономики, повестка дня симпозиума была унылой. Экономические показатели в Америке, выглядевшие очень неплохо минувшей зимой и весной, существенно ухудшились летом. В финансовом сообществе заговорили об угрозе повторной рецессии в США. С учетом изменений в экономической ситуации планы ФРС по выходу из режима сверхмягкой монетарной политики оказались неактуальными. Вместо того чтобы обсуждать «стратегию выхода», о которой много говорилось в первой половине года, председатель ФРС Бен Бернанке был вынужден посвятить свой доклад на симпозиуме вопросу о дополнительных монетарных стимулах.

Доклад, с которым Бернанке выступил в Джексон-Хоул 27 августа, отчасти стал развернутым комментарием к заявлению, выпущенному комитетом ФРС (FOMC) по итогам заседания 10 августа. В заявлении от 10 августа руководству ФРС пришлось признать, что темпы восстановления экономической активности и занятости «замедлились в последние месяцы» и что рост экономики в ближайшей перспективе будет «более умеренным, чем это ожидалось». Указав, как и в предыдущих заявлениях в текущем году, что «инфляция, вероятно, будет пониженной в течение некоторого времени», FOMC повторил, что будет удерживать базовую ставку на «чрезвычайно низком уровне в течение длительного периода». Не ограничившись старым обещанием про ставку, FOMC добавил, что, «чтобы поддержать экономическое оживление», он будет сохранять постоянный объем ценных бумаг в портфеле ФРС путем реинвестирования поступлений от погашаемых ипотечных облигаций в долгосрочные казначейские обязательства.

Всего за четыре месяца до этого заявления, в конце марта, ФРС завершила покупку ипотечных бумаг в рамках своей программы количественного смягчения (QE), инициированной в разгар кризиса и направленной на понижение долгосрочных процентных ставок в США. Покупку казначейских обязательств в рамках той же программы QE ФРС закончила в октябре 2009 года. С февраля текущего года по июль Бернанке много говорил о методах, с помощью которых ФРС начнет реализовывать «стратегию выхода» из сверхмягкой монетарной политики за счет связывания избыточных банковских резервов, образовавшихся в результате выполнения программы QE. С июня ФРС стала проводить небольшие пробные операции обратного РЕПО с целью тестирования заявленных методов «стратегии выхода».

Таким образом, решение FOMC от 10 августа резко разошлось с «плановым курсом» ФРС. Впрочем, финансовое сообщество не удивилось развороту в намерениях монетарных властей США. Активное обсуждение темы повторной рецессии, начавшееся в финансовых кругах в июле, естественным образом привело к предположениям, что ФРС инициирует вторую программу количественного смягчения (QE2). Поскольку 10 августа FOMC объявил только о сохранении постоянного объема ценных бумаг в портфеле ФРС, а не о расширении этого объема, то комментаторы окрестили принятое решение QE2 lite. Многие восприняли его как пролог к полноценной программе QE2. Финансовое сообщество стало ждать выступления Бернанке на симпозиуме в Джексон-Хоуле, рассчитывая, что тот прояснит позицию ФРС.

Интересной интермедией в период ожидания явилась публикация в The Wall Street Journal статьи о разногласиях среди руководства ФРС. Автор статьи поговорил с рядовыми участниками заседаний FOMC, в число которых входят многочисленные экономисты ФРС, советники и начальники отделов. Оказалось, что на заседании FOMC 10 августа из 17 высших руководителей ФРС — пяти членов совета управляющих и 12 президентов региональных федеральных резервных банков — по меньшей мере семеро высказали сомнения или возражения по вопросу о поддержании постоянного объема ценных бумаг в портфеле ФРС. Этот вопрос возник не только в связи с ухудшением экономических показателей в США, но и потому что объем ипотечных облигаций в портфеле ФРС стал заметно уменьшаться ввиду ускорившегося процесса погашения в этом классе бумаг. Досрочное погашение значительных объемов ипотечных облигаций явилось следствием существенного снижения ипотечных ставок в Америке в последние месяцы, что, в свою очередь, было связано с падением доходности долгосрочных казначейских обязательств.

Согласно статье в WSJ, при обсуждении вопроса об объеме портфеля ФРС мысль об увеличении этого объема была отметена очень быстро. Зато в отношении идеи о сохранении постоянного объема «чиновники разбились на два лагеря». «Голуби» во главе с президентами ФРБ в Нью-Йорке, Бостоне и Сан-Франциско (Уильям Дадли, Эрик Розенгрен и Дженет Йеллен соответственно) сетовали на высокую безработицу в США и пониженные показатели инфляции и выступали за поддержание постоянного объема портфеля ФРС. Против этой идеи высказались член совета управляющих ФРС Кевин Уорш и президенты ФРБ в Далласе, Миннеаполисе, Филадельфии, Ричмонде и Канзас-Сити (Ричард Фишер, Нарайана Кочерлакота, Чарльз Плоссер, Джеффри Лэкер и Томас Хениг соответственно). Ко второму лагерю примкнула и член совета управляющих Элизабет Дьюк. Дискуссия закончилась выступлением Бернанке, который заявил, что в текущих экономических условиях ФРС не может допустить «пассивного ужесточения» монетарной политики, предполагаемого уменьшением ее портфеля. В итоге из десяти членов FOMC с правом голоса все, кроме одного, проголосовали за реинвестирование поступлений от погашения ипотечных бумаг в казначейские обязательства. Диссидентом в очередной раз стал Томас Хениг. На всех предыдущих заседаниях FOMC в 2010 году Хениг голосовал против обещания удерживать ставку по федеральным фондам «на чрезвычайно низком уровне в течение длительного периода». 10 августа Хениг голосовал и против этого обещания, и против реинвестирования.

13 августа Хениг выступил на конференции в штате Небраска. Подчеркнув в своей речи, что, пусть и умеренными темпами, американская экономика уже год растет после спада, Хениг заявил, что ФРС должна проявить осмотрительность и воздержаться от повторения политических решений, принятых в период после рецессии 2001 года. Он напомнил, что в середине 2003 года, когда американская экономика росла, но по-

Долина Джексон-Хоул, штат Вайоминг

«В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ ДЕФЛЯЦИЯ НЕ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СУЩЕСТВЕННОГО РИСКА ДЛЯ США, ПОЯСНИЛ ГЛАВА ФРС, НО ЭТО ОТЧАСТИ СВЯЗАНО С ТЕМ, ЧТО ОБЩЕСТВО ПОНИМАЕТ: ФРС БУДЕТ ДЕЙСТВОВАТЬ В УПРЕЖДАЮЩЕМ РЕЖИМЕ В СЛУЧАЕ ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ ДЕЗИНФЛЯЦИИ»

казатели деловой активности были вялые, ФРС, опасаясь дефляции, понизила базовую ставку до 1%. На этом уровне ставка удерживалась год, несмотря на рост экономики. «При столь низких ставках в течение длительного периода кредит стал расти значительным образом, что создало почву для самого тяжелого экономического кризиса со времен Великой депрессии», — указал Хениг и заявил, что в период, когда экономика растет, поддержание нулевой ставки является «опасной игрой».

Речь Хенига не произвела впечатления на финансовое сообщество, дожидавшееся «политической установки» от Бернанке. Наилучшую трибуну для программного выступления главы ФРС предоставил очередной ежегодный симпозиум в Джексон-Хоуле. В экономической части своего доклада на симпозиуме Бернанке отметил депрессивное состояние американского рынка жилья, проблемы с доступом к кредиту для малого бизнеса, вялый рост занятости в частном секторе и ухудшение баланса США в международной торговле. Кроме того, Бернанке указал, что в последнее время показатели инфляции «опустились до уровня слегка ниже того, который члены FOMC считают наиболее благоприятным для здоровой экономики в долгосрочной перспективе». Тем не менее, заявил глава ФРС, «несмотря на более слабые данные, появившиеся в последнее время, предпосылки для повышения темпов роста в 2011 году остаются в силе».

Далее Бернанке перешел к политической части доклада и в первую очередь пояснил решение FOMC от 10 августа. Поскольку экономический рост несколько замедлился, сказал Бернанке, долгосрочные процентные ставки упали, что привело к активизации рефинансирования ипотечных кредитов. Объем ипотечных бумаг ФРС стал сжиматься быстрее, чем это предполагалось. Решив сохранить постоянный объем портфеля ценных бумаг ФРС, FOMC избежал «нежелательного пассивного ужесточения монетарной политики», сказал Бернанке, что совпало с информацией The Wall Street Journal, о которой говорилось выше. «Это решение подчеркнуло также намерение комитета сохранять стимулирующие финансовые условия для поддержания экономического оживления. Мы будем продолжать следить за развитием экономической ситуации и будем анализировать, не окажется ли полезным дополнительное монетарное смягчение», — сказал Бернанке. Далее он рассказал о трех инструментах дополнительного смягчения, имеющихся в арсенале ФРС. Это покупка новых объемов долгосрочных ценных бумаг; модификация заявлений FOMC с усилением акцента на длительном удержании базовой ставки вблизи нуля; и уменьшение процента, который ФРС платит банкам по избыточным резервам. Упомянув предложение некоторых экономистов использовать в качестве средства монетарного смягчения повышение целевых значений для инфляции, Бернанке твердо сказал, что члены FOMC не являются сторонниками этого предложения.

«БЕРНАНКЕ ВЫДЕЛИЛ ПОКУПКУ ДОЛГОСРОЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ КАК НАИБОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТ МОНЕТАРНОГО СМЯГЧЕНИЯ»

Глава ФРС подробно рассмотрел три перечисленные опции дополнительного монетарного смягчения. Отметив, что каждая из опций имеет свои достоинства и недостатки, Бернанке выделил покупку долгосрочных ценных бумаг как наиболее эффективный инструмент. В качестве одного из недостатков этого инструмента Бернанке назвал отсутствие надежных знаний о влиянии дальнейшего расширения баланса ФРС на финансовые условия.

«В настоящий момент FOMC не пришел к соглашению о конкретных критериях для принятия решения о дополнительном смягчении», — сказал далее Бернанке, однако тут же представил «два общих замечания». Во-первых, сказал глава ФРС, FOMC будет решительно бороться с отклонением инфляционных показателей от уровней ценовой стабильности в сторону снижения. В настоящее время дефляция не представляет существенного риска для США, пояснил Бернанке, но это отчасти связано с тем, что общество понимает, что ФРС будет действовать в упреждающем режиме в случае значительной дезинфляции. Во-вторых, продолжил Бернанке, «независимо от рисков дефляции, FOMC сделает все, что возможно, чтобы обеспечить продолжение экономического оживления». К этому Бернанке добавил, что поскольку в случае дальнейшего ухудшения экономической перспективы произойдет, вероятно, и дальнейшее усиление дезинфляции, то действия ФРС по достижению целей поддержания занятости и ценовой стабильности не будут противоречить друг другу.

Отзывы на доклад председателя ФРС касались как вероятности нового этапа количественного смягчения (QE2), так и его целесообразности. Главный экономист по США в Goldman Sachs Ян Хатциус был несколько разочарован докладом. Перед симпозиумом в Джексон-Хоуле Хатциус написал в аналитической записке, что, учитывая риск повторной рецессии, ФРС приступит к дополнительной покупке UST «позднее в этом году или в начале будущего года». После того как Бернанке выступил на симпозиуме, Хатциус сказал, что общий тон его выступления был «наблюдать и ждать». Экономист Питер Ньюлэнд из Barclays Capital отметил, что доклад Бернанке сообразен с его собственным взглядом, согласно которому для перехода к QE2 ФРС потребуются более серьезные основания, чем те, которые были учтены при принятии решения о QE2 lite.

Профессор экономики в Гарварде Мартин Фельдстайн, входящий в состав Национального бюро экономического анализа (NBER), высказал сомнение в том, что QE2 вообще принесет пользу экономике на данном этапе. По его мнению, даже если ФРС накупит бумаг еще на $1 трлн, это не даст значительного эффекта. В то же время, Фельдстайн упомянул «возможный пузырь» на рынке UST, отметив очень высокую стоимость долгосрочных казначейских бумаг. К концу августа доходность десятилетних казначейских нот упала до уровня 2.5%.