

НОВЫЙ РАУНД ОСЛАБЛЕНИЯ – ПОВТОРЕНИЕ ПРОЙДЕННОГО?

ТРОФИМОВ Г.Ю., ГЛАВНЫЙ ЭКОНОМИСТ ИФИ, 11 ноября 2010 г.

Заявление ФРС от 3 ноября о выкупе казначейских облигаций США на сумму 600 млрд долл. не стало большим сюрпризом. Информация о возможном втором раунде широкомасштабного количественного ослабления денежной политики озвучивалась властями с конца августа. Заявление лишь конкретизировало параметры и график денежной эмиссии: ежемесячные покупки долговых обязательств в размере 75 млрд долл. будут происходить до июня 2011 года.

Этот шаг продолжает политику легких денег, начавшуюся в разгар кризиса. Напомним, что в 2009-м и начале 2010 года ФРС осуществила скупку долговых обязательств государства на сумму 1,75 трлн долл. Однако тогда главной задачей было спасение финансовой системы США и выход экономики из кризиса, сейчас же – стимулирование экономического роста и решение долговой проблемы. Разница имеет принципиальное значение, так как эмиссионное финансирование госрасходов уже не является антикризисной мерой, а принимает вполне системный характер. Вопрос в том, насколько долговременным может оказаться режим дешевых денег. Объявленная эмиссия станет, скорее всего, лишь первым этапом денежной экспансии, на которую готова пойти ФРС, сохраняющая за собой возможность дальнейших ослаблений. По некоторым оценкам, суммарный объем эмиссии во "втором раунде" может достичь 1,5 трлн долл., что сопоставимо с антикризисным денежным вливанием.

Краткосрочный выигрыш экономики США от этих действий является очевидным. Во-первых, государство сможет продолжить политику фискальных стимулов для усиления потребительской активности и сокращения безработицы. Во-вторых, сохранение базовых ставок на предельно возможных уровнях (0,2% и ниже) дает потенциальный стимул для роста производственных инвестиций, которые сдерживаются из-за недостатка банковского кредитования. В-третьих, девальвация доллара к основным мировым валютам уже началась (с сентября 9% к евро и 5% к корзине), что положительно сказалось на экспортных заказах американским предприятиям. Можно предположить, что, реализуя последовательность мер денежного расширения, ФРС добьется снижения курса доллара на 20-25% (если, конечно, торговые партнеры США не ответят аналогичными действиями и сценарий мировой валютной войны не станет реальностью). В-четвертых, денежная эмиссия и девальвация доллара облегчают государству долговое бремя, обесценивая обязательства и снижая риски рефинансирования.

Все эти шаги могут быть реализованы только потому, что у ФРС пока имеется определенное "окно возможностей". Нарастивание денежной массы без серьезных инфляционных последствий происходит благодаря жесткости номинальных цен и зарплаты, мягким условиям на рынках факторов производства и – что самое главное – благодаря сохранению доверия к монетарной политике. Можно сколь угодно иронизировать на тему "печатного станка", но фактор доверия пока еще играет ключевую роль в политике американской монетарной власти. Причина заключается в накопленном репутационном капитале: в течение почти тридцати лет ФРС могла эффективно контролировать инфляцию.

Тем не менее монетарному руководству необходимо принимать во внимание ограниченные пределы денежного расширения, прежде всего, ради сохранения своей репутации. Инфляционные ожидания, отражающиеся в кривой доходности государственных облигаций США, уже составляют 2,3% годовых. При достижении порога 5-6% власти должны будут ужесточить режим внутреннего кредитования, причем наиболее желательным вариантом является опережающее ужесточение. Как представляется, в последующие два года это будет самый болезненный вопрос американской монетарной политики.

Скорее всего, ФРС будет крайне осторожно подходить к вопросу смены режимов. Но чем дольше будет откладываться смена режимов, тем серьезней могут оказаться последствия. Об этом свидетельствует опыт ФРС в период руководства А. Гринспена. Базовая ставка снижалась с 6,5% в 2000 г. до 1% в 2003 г., а очень постепенное повышение началось лишь с 2004 г. Количественное ослабление позволило избежать кризиса в 2000-01 г., однако в дальнейшем было нацелено главным образом на стимулирование потребительского спроса. Нежелание монетарной власти своевременно ужесточить политику обернулось мощной инфляцией активов и кредитным бумом, которые катализировали кризис 2007-08 г.

Поддержание финансовой стабильности не входило в круг задач тогдашнего руководства ФРС. Меры в этом направлении были выдвинуты на первый план лишь после кризиса, однако они могут оказаться неэффективными при проводимой монетарной политике, особенно если ослабление затянется. Стимулирование роста потребительских расходов через искусственное удорожание активов домохозяйств является, по сути, возвращением к методам Гринспена. Ожидания начала количественного ослабления уже подстегнули спекулятивную игру на повышение: рост американского фондового рынка составил 15% за последние два месяца, и при этом финансовые инвесторы сохраняют умеренный оптимизм. Чтобы с успехом продолжиться, такая игра должна быть поддержана новой кредитной экспансией, которая вполне вероятна при сверхнизких ставках. В такой ситуации власти должны сделать непростой выбор: либо

поддерживать финансовую стабильность путем ограничения кредитования, либо стимулировать экономический подъем с помощью новых пузырей.

Ситуация усложняется из-за непредсказуемости поведения внешних кредиторов, включая центральные банки других стран. Их действия могут резко усилить инфляционные ожидания в США: во-первых, в случае массированного сброса долларовых активов и, во-вторых, из-за принятия защитных мер против притока спекулятивного капитала. Основную угрозу в этом отношении представляет Китай. В любом случае должно быть ясно, что легкие американские деньги не будут поглощаться мировой экономикой так, как это происходило в начале десятилетия, а в какой-то момент начнут ею отторгаться.

И наконец, необходимо принимать во внимание риски политического цикла. Возможно, что второй раунд количественного ослабления начался слишком рано. Если "окно возможностей" закроется к 2012 году, то вопрос об ужесточении политики встанет со всей остротой в предвыборном периоде. Денежная экспансия тогда, скорее всего, будет продолжена, несмотря на усиление инфляционных ожиданий. Это чревато возвращением экономики в режим стагфляции 1970-х в следующем политическом цикле.

В посткризисной ситуации такой среднесрочный сценарий представляется вполне вероятным. Нарастивание денежной массы дает кратковременные импульсы в пределах допустимых возможностей, но не может быть двигателем экономического роста. Если ослаблением политики монетарные власти хотят лишь запустить механизм роста, то важно понимать, какова его модель. Если та же, что раньше – на основе внутреннего потребительского спроса с использованием финансовых пузырей и внешнего кредитования, – то в конечный успех политики ФРС поверить трудно. Говорить же о переходе экономики США к модели экспортно-ориентированного роста еще более затруднительно из-за накопленных глобальных противоречий и дисбалансов.