

Экстраординарные действия в привычной манере

На прошедшем 10 июня 2020 г. заседании Комитета по открытым рынкам Федеральной Резервной Системы монетарная власть США впервые с начала пандемии сформулировала свое видение происходящего и очертила контуры проводимой политики. Председатель ФРС Джером Пауэлл в выступлении по итогам заседания подчеркнул экстраординарность нынешней ситуации: «Это самый большой экономический шок для США и всего мира на памяти живущих поколений: мы перескочили с наименьшего уровня безработицы за последние 50 лет до наибольшего уровня за последние 90 лет, и это произошло всего лишь за 2 месяца».

Действительно, в феврале 2020 г. уровень безработицы в США опустился до рекордно низкого значения 3.5%. К концу апреля, то есть до снятия карантинных ограничений, официальное число безработных подскочило до 23 млн. человек или 14.7% трудоспособного населения. По неофициальным данным, это число достигало 40 млн. человек, чему соответствует уровень безработицы 26%. Падение ВВП в первом квартале 2020 г. составило по официальным данным 5%, тогда как в 2019 г. рост был 2.3%. Во втором квартале ожидается падение американского ВВП на рекордные –48.5% в годовом выражении по оценке Федерального Резервного Банка Атланты от 9 июня 2020 г.

Экстренные действия ФРС

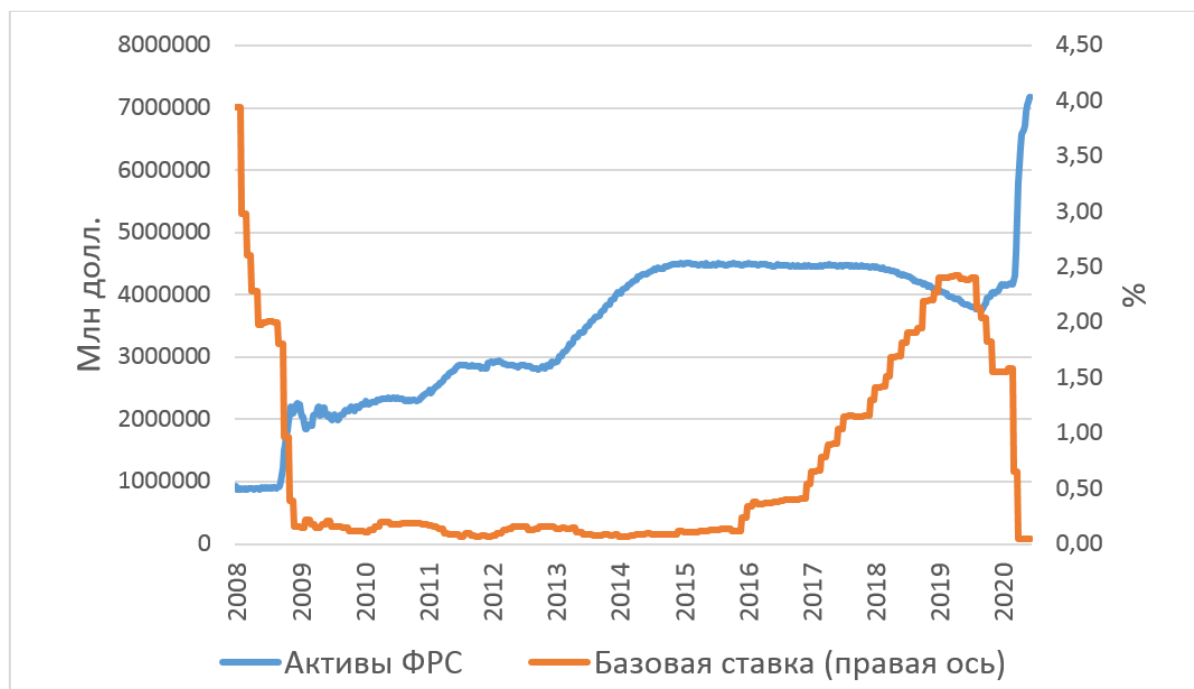
В марте-апреле ФРС провел два внеплановых заседания и почти не делал официальных заявлений, но предпринял ряд экстренных мер по спасению финансовой системы США. Наиболее важная – широкомасштабная программа денежно-кредитной эмиссии в режиме «количественного смягчения». С помощью скупки финансовых активов в объеме 3 трлн долл., проводимой со середины марта, Федрезерв обеспечил мощный приток ликвидности на финансовые рынки, предотвратив их обрушение.

Кроме того, в марте целевая ставка Федрезерва дважды была снижена в общей сложности на 150 базисных пунктов. В результате ставка процента за избыточные резервы коммерческих банков на счетах ФРС составила 0.1% при целевом диапазоне ставки овернайт 0-25%. В апреле-мае базовая ставка оставалась без изменений, а на июньском заседании было объявлено о сохранении целевого диапазона до 2022 г. «пока не будет

уверенности в том, что экономика пережила кризисные события и находится на пути к достижению максимальных показателей в области занятости и стабильности цен». Как было заявлено руководством ФРС, достижение поставленных целей может потребовать нескольких лет.

Это означает, что период «почти-нулевой» базовой ставки предполагается достаточно длительным, и, судя по всему, финансовые рынки в полной мере доверяют данному заявлению ФРС. Такое доверие имеет веские причины: достаточно взглянуть на динамику ставок с 2008 г, представленную на рис. 1. Режим почти-нулевой базовой ставки стал нормальным состоянием для американской экономики благодаря серии мощнейших денежно-кредитных накачек, происходивших в течение шести лет с 2008 по 2014 г. Впервые базовая ставка была снижена до 0.16% в декабре 2008 г. и держалась примерно на таком уровне ровно семь лет, до декабря 2015 г. Затем началось постепенное повышение, и ставка поднялась до 2.4% в начале прошлого года, но затем вновь начала снижаться, опустившись из-за пандемии до значения 0.1% в марте 2020 г. (см. рис. 1).

Рис. 1: Активы ФРС и базовая ставка



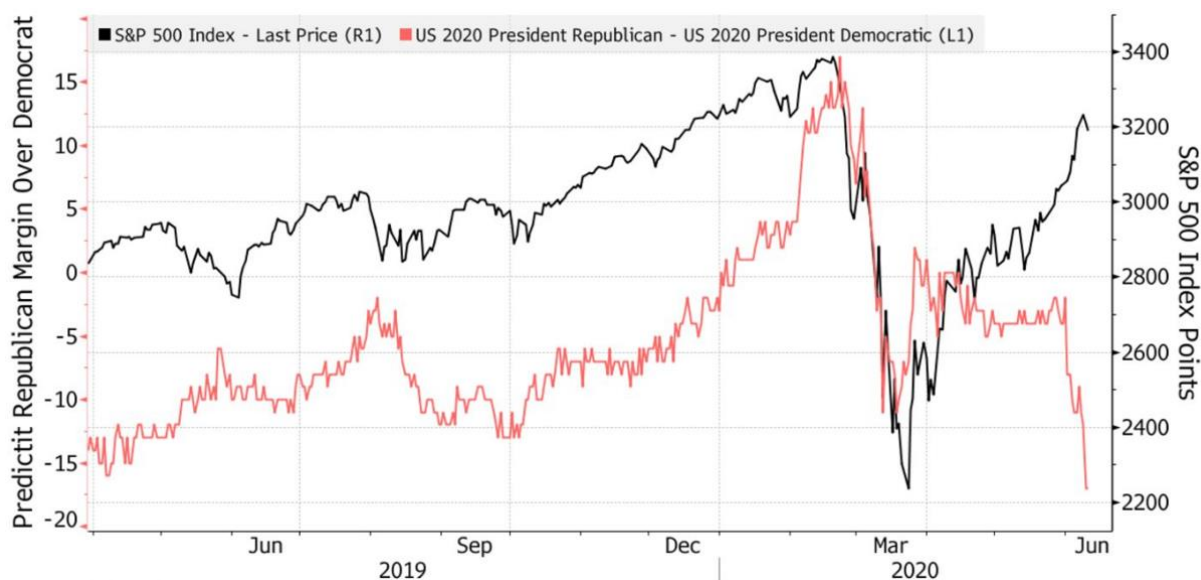
Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Оптимистичный спекулятивный настрой

К моменту июньского заседания ФРС ситуация в американской экономике несколько изменилась в лучшую сторону. Принесла свои плоды денежная эмиссия, вселившая оптимизм в действия финансовых игроков и обеспечившая ралли фондовых индексов, уже почти отыгравших обвал, вызванный пандемией, что видно из рис. 2. Не менее важен общий настрой этого рынка на повышательный тренд, поскольку участники рассчитывают на повторение сценария предыдущего цикла количественных смягчений 2008-2015 г. Как было сказано, инвесторы уверены в сохранении почти-нулевой базовой ставки в ближайшие два года, а этого вполне достаточно для продолжения спекулятивной игры.

Фондовые индексы растут несмотря на то, что шансы переизбрания Дональда Трампа серьезно ухудшились, согласно PredictIt, рынку предсказаний президентских выборов-2020, а значит возросли политические риски. Оценки этим рынком шансов Трампа резко упали в начале марта из-за пандемии, а в конце мая – из-за массовых протестов на расовой почве. Однако фондовый рынок не принимает эти сдвиги во внимание и уверенно продолжает свой рост (см. рис. 2).

Рис. 2: Индекс S&P 500 и оценка рынком предсказаний разрыва шансов победы Трампа и кандидата-демократа.



Источник: John Authers, Powell's Ready to Play the Fresh Prince of Bubble, Bloomberg, June 11, 2020
<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-06-11/powell-signals-fed-is-ready-to-let-asset-bubbles-inflate-again-kba982so>

По всей видимости, с точки зрения участников фондового рынка проигрыш Трампа не повлияет на продолжение начавшегося ралли, так как предыдущее происходило в течение ряда лет в президентский период Барака Обамы. В случае прихода к власти демократов весьма вероятен пересмотр налогово-бюджетной политики Трампа: в первую очередь, это касается налогов на прибыль, которые могут быть существенно увеличены. По всей видимости, возможные фундаментальные изменения в корпоративном секторе не столь значимы, когда основным объектом спекуляции является раздувающийся фондовый пузырь гигантских размеров.

Оптимистичный настрой финансовых рынков США был усилен благодаря снятию в мае карантинных мер в ряде штатов и новостям о снижении безработицы. По данным Бюро статистики труда её уровень опустился с 14.7% в апреле до 13.3% в мае. В абсолютном выражении официальное число безработных составило 21 млн. человек, то есть за месяц было восстановлено 2 млн. рабочих мест.

Позиция руководства ФРС

Тем не менее, руководство ФРС отнеслось достаточно сдержанно к позитивным новостям. По итогам заседания было заявлено, что ситуация в экономике остается очень сложной, и восстановление занятости может быть медленным. Такая позиция более приближена к реальности, чем уверенность многих игроков фондового рынка в V – образной динамике выхода из рецессии, означающей быстрое возвращение экономики к докризисному состоянию. Руководители Физрезерва в основном придерживаются более умеренного предположения об U – образном, то есть не столь интенсивном восстановлении, а некоторые даже допускают возможность L – образного сценария с продолжительной рецессией.

Каковы основные характеристики дальнейшей политики ФРС? Количественные смягчения, в принципе, не ограничены ни временными рамками, ни объемами. Как было объявлено, эмиссия денег будет происходить через покупку гособлигаций и коммерческих бумаг с ипотечным обеспечением. Объем эмиссии составит 1.3 трлн. долл. во втором полугодии 2020 в добавок к 3 трлн. долл. уже выпущенным. В частности, предусматриваются ежемесячные объемы покупок на 80 млрд. гособлигаций и коммерческих бумаг. Стоимость активов на балансе ФРС достигла 7.2 трлн долл. к середине июня 2020 г., а общий размер денежной эмиссии в текущем году превысит суммарное накопление активов в этой системе с 2008 г. по 2019 г. (см. рис. 1).

Как следует из заявлений Федерезерва, объемы денежной эмиссии могут быть еще больше увеличены, если этого потребует ситуация на финансовом рынке или на рынке труда и в реальных секторах экономики. При этом ослабление курса доллара может быть значительным из-за снижения доходностей госбумаг, но пока это не сильно волнует монетарную власть: за валютный курс она не отвечает, а инфляция потребительских цен не является для неё проблемой, по крайней мере в ближайшие два года. Официальные оценки темпов инфляции по индексу PCE (Personal Consumption Expenditures), используемому Федерезервом, таковы: 0.8% в 2020 г., 1.6% в 2021 г. и 1.7% в 2022 г. Если исходить из этих цифр, то инфляция не должна достичь целевого значения 2%, значит электронный «печатный станок» будет работать столько, сколько нужно. Как заявил председатель ФРС Пауэлл на пресс-конференции: «Инфляция, по всей вероятности, будет какое-то время ниже целевого уровня, поэтому наше внимание будет сосредоточено главным образом на восстановлении рынка труда».

Таким образом, основная цель ФРС на ближайшие полгода – обеспечить рост занятости и восстановление ВВП. Количественные цели этой политики неявно отражаются в прогнозных оценках, которые дают члены Комитета по открытым рынкам на конец текущего года: медианное значение уровня безработицы составляет 9.3% (при разбросе их оценок от 7% до 14%). Это означает снижение на 4 процентных пункта во втором полугодии 2020 г., то есть восстановление около 6 млн рабочих мест. Медианная оценка снижения американского ВВП в 2020 г. является достаточно умеренной: –6.5% (при разбросе оценок от –4.2% до –10%), причем в 2021 г. руководство ФРС рассчитывает на подъем экономики на 5%. Как отметили некоторые комментаторы, в официальных прогнозах безработицы на текущий год не фигурируют двузначные цифры, и это само по себе выглядит вполне оптимистично.

Кредитные стимулы и курс доллара

Чтобы обеспечить выход из рецессии, необходимо направить созданную Федерезервом ликвидность в реальный сектор. С одной стороны, этой цели служат программы кредитования бизнеса, домохозяйств и муниципалитетов, например, «The Main Street facility» объемом 600 млрд долл., которая должна начать действовать к середине июля 2020 г., а также четыре аналогичные программы, которые пока дорабатываются. С другой стороны, чтобы минимизировать стоимость среднесрочных кредитов, нужно снизить доходности по среднесрочным и долгосрочным финансовым

инструментам. Федер резерв пытается влиять на понижение процентных ставок в экономике, делая упор на практику управления ожиданиями через коммуникации с обществом в различных формах.

Программа количественного смягчения и управление ожиданиями могут быть дополнены контролем над процентной кривой, который использовался в США единственный раз много десятилетий тому назад: в военный и послевоенный период 1942-1947 г. Некоторые ведущие американские экономисты, включая Бена Бернанке и Джаннет Йеллен, предлагают зафиксировать около нуля доходности гособлигаций, например, однолетних или трехлетних (к середине июля они опустились на достаточно низкие уровни 0.17% и 0.22%, соответственно). При этом Федер резерв должен принять на себя обязательство поддерживать высокие цены таких облигаций вплоть до погашения в соответствии с зафиксированной почти-нулевой доходностью. Если рынок доверяет данному обязательству, то монетарной власти может не понадобится скупать большие объемы для поддержания цен облигаций. Такой эффект проявился значимым образом в Японии, где контроль над процентом был введен еще в 2016 г. для 10-летних гособлигаций, и в Австралии, где данный механизм действует с марта 2020 г. для 3-летних бумаг. Вполне вероятно, что в ближайшие месяцы Федер резерв последует примеру этих стран, чтобы повысить эффективность политики низкого процента и дать дополнительный импульс кредитованию экономики.

Однако данная политика несет в себе инфляционные риски, которые могут проявиться не столько в росте потребительских цен, сколько в обесценении доллара по отношению к другим валютам. Падение курса доллара уже началось и может усилиться из-за выхода иностранных инвесторов из американских долговых инструментов. Это происходило в марте-апреле 2020 г. как результат резкого снижения базовой ставки. За два месяца иностранные держатели, официальные и частные, сбросили казначейские бумаги США на сумму 301 млрд долл. или 4.4% их суммарного портфеля Treasuries. Снижение процента по среднесрочным и долгосрочным облигациям до нулевого значения может значительно ускорить данный процесс. Чтобы в таких условиях поддерживать низкий процент, Федер резерв будет вынужден скупать гособлигации в объемах, выходящих за рамки действующей программы количественного смягчения.

Подобный исход неизбежен для финансовой системы, основанной на фиатных деньгах, коль скоро страна, их создающая, оказывается в трудном положении. Ситуация осложняется, если монетарная власть эмитирует мировую резервную валюту и должна, по возможности, поддерживать доверие к ней, тогда как внутренние экономические

проблемы диктуют необходимость значительной девальвации. Фундаментальное противоречие национальных и глобальных функций резервной валюты известно как дилемма Триффина. Она была сформулирована в начале 1960-х американско-бельгийским экономистом Робертом Триффином, который предсказал крах Бреттон-Вудской системы, произошедший в 1971 г. Как представляется, сохранение доллара в статусе доминирующей резервной валюты на данный момент не является первостепенной проблемой для администрации Дональда Трампа. Это значит, что долларовая дилемма Триффина, скорее всего, найдет свое решение, в котором приоритет получит поддержка национальной экономики Соединенных Штатов.

Трофимов Г. Ю.