

Николай КАЩЕЕВ,
директор аналитического
департамента, Промсвязьбанк

Рейв никак не начнется

Просто чтобы напомнить... Мы уже довольно подробно отмечали некоторое сходство, точнее, элементы сходства между событиями начала XX века и нынешними. В частности, упоминали самоустранение США от международных — тогда в основном европейских — дел, инвестиционный бум в Германии, Австрии и Венгрии (тогдашний BRIC) во второй половине 1920-х годов и его резкое свертывание из-за Великой депрессии, рост популистских настроений в Европе, имевших в основном националистическую окраску, увлечение в Старом Свете, да и в Новом тоже, сомнительными режимами, несущими «нечто новое», видимость прогресса: немало последователей было и у Гитлера, и у Советов. Можно было бы поговорить о философии и культуре молодого индустриального общества, общества модерна, но уж ладно...

С точки зрения экономики, поиск параллелей требует еще более абстрактного видения. Великая депрессия продолжалась примерно 10 лет, пока некто не перевернул не просто шахматную доску, а весь стол. Потребность в смене экономической парадигмы была удовлетворена не столько в результате осознанных действий министерств финансов и центральных банков вовлеченных экономик, ведомых новой экономической теорией вроде кейнсианства (хотя и теоретические находки сыграли свою роль), а в результате просто-напросто массового уничтожения — в прямом смысле — европейских и даже части азиатских экономик. Вот уж creative destruction — созидательное разрушение во всей красе, которое первоначально не казалось уж столь созидательным...

Чтобы разрубить гордиев узел додепрессивной экономики с ее краеугольным камнем — золотым стандартом, в итоге пришлось сокрушить ее до основания, до руин. На расчищенном поле можно было с большей легкостью построить что-то новое. Построили несколько паллиативную систему — мир Бреттон-Вудс, в котором золотой стандарт сохранился в виде рудимента — в форме золотого обеспечения бумажного доллара, ставшего, в свою очередь, обеспечением для других валют. Вообще-то такой рудиментарный якорь, по всей видимости, выполнил чрезвычайно важную задачу: спас послевоенную Западную Европу от инфляции à la Веймарская республика после Первой мировой. Так что, почив в начале 1970-х, Бреттон-Вудская система могла-таки рассчитывать на памятник от благодарных граждан — если бы экономическим миропорядкам ставили памятники.

В 2013–2014 ГОДАХ, КОГДА ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ УДАРИЛИСЬ О ДНО, СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК НА АКЦИЮ S&P 500 ВЫШЕЛ НА ПЛАТО И БОЛЬШЕ НЕ РОС

Ну и после такой исторической преамбулы констатируем: сегодня подобным образом переходный период от экономического устройства периода до 2008 года к чему-то новому, что мы все пытаемся рационализировать, так же затягивается, как когда-то разрешение Великой депрессии, хотя внешне и на фоне более успешной экономической динамики: некоторые важные уроки все же были усвоены. Откровенно говоря, автор этих строк предполагал несколько более стремительное развитие событий, однако явление Трампа остудило и его горячую голову. Как это ни банально, но перемены — экономические ли, политические или даже технологические — происходят прежде всего в головах. И если эти головы даже by a narrow margin выбирают в лидеры человека, который, например, ставит под сомнение деятельность EPA и заявляет о возрождении угольной промышленности США, то, значит, шаг в будущее еще преждевременен. Не заслужили! Борьба будет более непростой, о чем, кстати, ярко свидетельствовал и первичный разгром криптовалют не без помощи регуляторов сложившейся еще в 1970-х кредитной фиатной системы.

В марте 2019 года активы крупнейших центральных банков мира (Fed, ECB, BoJ) впервые за время наблюдений снизились на 5% год к году и составили $14.2 трлн. Совокупно активы этих трех центробанков не растут, а постепенно снижаются уже с первого квартала 2018-го. Банк Китая, aka НБК, который в 2017 году возвращал ранее свернутые им стимулы в полном объеме и даже с лихвой, с начала 2018 года тоже вновь сжимал активы, которые сегодня составляют $5.2 трлн — примерно столько же, сколько и у ФРС. На пике у НБК было $5.8 трлн, ФРС столько не печатала. Сегодня по факту не нормализирует (не ужесточает) денежную политику с точки зрения денежного предложения только BoJ. Хотя, как мы знаем, ФРС недавно обещала прекратить даже скромную нормализацию. Почему?

Последняя по времени не просто серьезная, а очень глубокая коррекция S&P 500, как и падение цены нефти в октябре 2018 года, случилась ровно в тот момент, когда доходность US Trys 10 лет укрепилась не ниже 3%. Рынок поверил в дальнейший рост инфляции и — ужесточение ФРС. Сегодня доходность UST вернулась к 2.5%, ФРС пообещала не ужесточать, и S&P нарисовал необычный паттерн — неуклонный и быстрый полный выкуп коррекции. Это показывает, насколько наш финансовый мир сегодня зависим от беспрецедентных денежных стимулов, которые имеют место уже более 10 лет. Именно эти стимулы позволили сохранить прежнюю экономическую парадигму в целом в неприкосновенности, несмотря на то что признаки неизбежных перемен прорываются из-под ее пресса тут и там, словно подземный пожар. Очевидно, что криптовалюты — это нечто, что возникло в ответ на потребности отнюдь не только мошенников, а, несмотря на ядовитый скепсис Трампа по отношению к EPA и его задачам, например, электрический транспорт продолжает развиваться. И так далее.

Десятилетние скользящие средние, отражающие темпы роста ВВП разных стран, на сегодня продолжают показывать закат эпохи быстрого развития в Китае и РФ (6.9% в Китае и 0% в РФ), но как будто демонстрируют преодоление долговременного тренда на замедление роста США и ЕС: 2.4% роста в США и почти 2% роста в ЕС — это преодоление тренда на торможение, существовавшего с 2000 года. (Напомню, что речь идет о 10-летних скользящих.) Однако очень вероятно, что эта тенденция висит на волоске, поскольку прежняя экономическая парадигма, обеспечивавшая рост, поддержана лишь чрезвычайными мерами: как мы знаем, совокупный объем долга в мире после 2008 года не уменьшился и затронул лишь финансовую отрасль и отчасти долги домохозяйств, но экономический рост в самой значительной степени обеспечивал до сих пор корпоративный сектор, который продолжал активно занимать, особенно в сегменте High Yield, а самый разнообразный долг в экономике крупнейшего мирового генератора кредита — Китая уже стал притчей во языцех.

Ну и наконец, «горючее» для роста. Доходность, например, 5-летних UST в 2013 году достигла дна, невиданного как минимум с 1960-х годов — чуть выше 0%, и сейчас колеблется около 2.6%. Эта весьма невысокая по прежним меркам величина — верхняя граница полувекового снижающегося канала! Столько же было в момент начала сверхстимулирования и все еще продолжавшегося бегства от рисков — в начале 2009 года. То же самое легко пронаблюдать на примере коротких ставок денежного рынка: тренд на снижение ставок, сохранявшийся много десяти-

ФРС окончательно попалась в силки – ловушку ликвидности: ужесточение политики одновременно приведет и к снижению фондового рынка

летий, уперся в ноль в 2013–2014 годах. Дальше — только отрицательные ставки и окончательная ловушка ликвидности. Примерно как в Японии, уже давно применявшей активные монетарные стимулы.

Подтверждением того, что динамика ставок имеет краеугольное значение и это — не пустые слова, служит превосходная логичная взаимосвязь разных сегментов развитых и все еще в высокой степени свободных рынков: в 2013–2014 годах, когда процентные ставки ударились о дно, свободный денежный поток на акцию S&P 500 вышел на плато и больше не рос. Вплоть до 2018 года, когда г-н Трамп разрубил этот локальный гордиев узелок с помощью своей налоговой реформы. Остаток роста S&P 500 пришелся уже не на период денежных стимулов — они-то затухали, а на последствия реформы неистового Дональда. Все прекрасно... Если бы не дефицит бюджета и дальнейший рост госдолга Штатов из-за политики пассионарного пользователя Твиттера. В ходе всех этих маневров ФРС окончательно попалась в силки — ловушку ликвидности: ужесточение политики одновременно приведет и к снижению фондового рынка (что он весьма убедительно и продемонстрировал недавно), на который очень и очень завязана такая экономическая категория, как уверенность потребителей, и к росту долговой нагрузки бюджета из-за увеличения стоимости обслуживания высокого — и растущего —долга.

Впрочем, одна проблема, которая и способствовала в известной степени явлению Трампа миру в качестве президента главной экономики планеты, позволяет ФРС оттянуть неприятный момент принятия рокового решения о денежной

	1990-2000	2001-2010	2011-2017
Франция	1.3	0.2	0.3
Германия	1.3	0.5	0.9
Япония	1.3	0.5	0.6
Швеция	0.7	0.8	0.3
Швейцария	0.3	0.5	0.3
Великобритания	1.5	0.8	0.1
США	0.9	1.2	0.2

Таблица 1
Темпы роста совокупной факторной производительности, средние за период

политике: материальное неравенство, долгая стагнация доходов среднего класса, вдобавок сильно потрепанного Великой рецессией (вместе с ужесточением банковского законодательства), продолжают сдерживать рост инфляции. Годовая скользящая средняя инфляции в США (и ИПЦ, и базовой) остается ниже уровня 2.5%, который она тронула — сюрприз! — в конце 2018 года, а инфляция в ЕС, представленная скользящей средней 12 месяцев, находится в диапазоне от 1.4% до 1.7%. И там, и там — никакого сравнения с первой декадой века, когда подобные уровни были значительно более высокими.

Ну и вишенка на торте — замедление темпов роста производительности труда в основных экономиках мира. При этом рост совокупной факторной производительности наблюдается в основном из-за так называемого «фактора углубления капитала». Этот феномен, несомненно, будет нами рассмотрен в дальнейшем, хотя мы его уже бегло касались ранее.

Короче говоря, переход в, без всякого сомнения, светлое, но все еще не совсем ясное будущее откладывается. И это создает дополнительные риски. Как бы сдерживаемый разными методами переход количества в качество не произошел скачкообразно... Нечто не совсем приятное из этой области уже имело место в прошлом: см. выше. История, конечно, не повторяется, но... бывает разное.

PS. По сообщению Bloomberg, в марте обороты мировой торговли упали на самую большую величину за 10 лет. По тем индикаторам, которые используем мы, самое заметное падение наблюдается в экспорте из ЕС.

Вишенка на торте – замедление темпов роста производительности труда в основных экономиках мира

Таблица 2
Темпы роста производительности труда, средние за период

	1990-2000	2001-2010	2011-2017
Франция	1.6	0.8	0.6
Германия	1.3	0.7	0.7
Япония	2.1	0.7	0.5
Швеция	2.4	1.7	0.6
Швейцария	1.1	0.7	0.4
Великобритания	2.2	1.0	0.6
США	1.9	1.6	0.6