

Николай КАЩЕЕВ,
начальник Центра анализа
и экспертизы, ПСБ

Звериный инстинкт в ловушке ликвидности

В конце 2019 года S&P 500 штурмовал новые исторические высоты. Тогда это была величина слегка выше 3000 пунктов. Вместе с главным фондовым индексом мира карабкался к вершинам и индекс потребительской уверенности США (по версии Conference Board) — массовых настроений главных потребителей мира. Тогда это было значение свыше 130 пунктов; обе линии росли почти параллельно с 2010 года. С этого времени S&P 500 вырос еще, но потребительская уверенность в США закрепилась возле значения 131 пункт. Есть между двумя индексами и такое различие: если S&P 500 находится на самом высоком в своей истории уровне, то индекс уверенности потребителей не смог преодолеть рекордную величину около 145 пунктов, достигнутую в начале века перед кризисом доткомов. Не хватило animal feeling: рекордные темпы роста фондового рынка, с которым отлично коррелировали в своем оптимизме американские потребители, не смогли придать их настроениям решающего импульса в самый последний момент. Что случилось? Что-то почувствовали?

Что вообще не так? Почему нулевые ставки не могут существовать вечно и, кажется, таки не способны решить всех проблем? Почему кого-то должен волновать государственный долг страны, которая сама эмитирует валюту, в которой этот долг создается? В конце концов, до японских значений большинству — пока еще — стран мира все же далековато. Почему, наконец, центральный банк не может постоянно поддерживать очень высоким свой баланс, если инфляционная угроза не реализуется? Что плохого в том, что фондовый рынок все время растет?

Наивно спрашивать такое? Собственно, в этих вопросах и скрывается главный: если мы растем с 2010 года и если меры, обеспечивающие этот рост, в целом работают, то о чем беспокоиться? Попробую ответить на это сразу: затянувшиеся меры государственного стимулирования неправильны тем, что они произвольно меняют картину рынка и, таким образом, изменяют структуру экономики в неверном направлении, а «нулевые ставки» (меры монетарного стимулирования) изменяют экономику таким образом, что ей нет смысла поддерживать собственную эффективность за пределами финансового сектора. В результате мы получаем экономику, виртуальную настолько, что однажды все валюты мира превратятся в биткоины — в них будет столько же экономического смысла. Что мы, собственно, и наблюдаем на примере краткосрочного поведения фондового и сырьевого рынков. Что касается центральных банков, то тут все понятно: они — в ловушке ликвидности. Когда придет день X, ответить им будет уже нечем.

Поясню свою мысль. Ценность (value), как мы знаем, имеет лишь ограниченный ресурс. Пока не сбылся страшный сон Греты Тунберг, мало где в мире, например, воздух стоит денег. Почти точно так же сегодня сами деньги стоят в мире беспрецедентно мало.

Кое-где их стоимость просто-напросто отрицательна. И не совсем даже «кое-где»... Объем такого долга — а это (как минимум в основном) государственный долг — уже превысил $13 трлн.

На такое необычное (до сих пор) явление можно посмотреть с точки зрения различных инвесторов. Скажем, уже общим местом стало предположение, что в случае стабилизации негативных ставок на долгое время консервативные инвесторы, такие как пенсионные фонды, будут нести убытки, которые еще недавно покрывались ростом стоимости облигаций при падении их доходности.

Пока погоня за high yield с точки зрения объемов бумаг под риском не вызывает больших опасений. Цена вопроса — всего немногим более $1.2 трлн для HY облигаций и около $1 трлн для leveraged loans. При этом рост рисковых портфелей идет довольно медленно (хотя, например, объем CLO — уже на максимуме, свыше $120 млрд) и на базе довольно сильных фундаментальных показателей: HY в большинстве показывают и низкий уровень дефолтов, и приличную способность обслуживать долг. Но! В Европе, когда ЕЦБ объявил о завершении программы QE, эффективная доходность HY-сегмента выросла почти до 5% и ЕЦБ вскоре был вынужден вернуть QE на игровой стол. Доходность опустилась до примерно 3%, что, как вы понимаете, большая разница.

Низкие ставки стали наркотиком, прекращение поставок которого может привести к большим неприятностям у всех пациентов. Заметим, что банки, зажатые регуляторами и имеющие в виду печальный опыт 2008 года, кажется, начинают-таки поддаваться неизбежному, вспоминая и изобретая методы вступления в прежнюю реку, например растет объем HY с минимальным числом ковенантов. Центральные банки будут и далее всё глубже оказываться в этой зависимости, вызванной нулевыми ставками. Они, безусловно, осознают это и пытаются влиять на ситуацию, например регулятивными методами, но ловушка ликвидности — как черная дыра — сильнее. Выбор, собственно, уже сделан: если посмотреть на график доходности Treasuries с 1980-х годов, то можно заметить, что дно — около нуля — наконец-то было достигнуто во втором десятилетии XXI века. Увы, в этой точке все больше и больше признаков того, что это — билет в один конец.

Ниже — heat map, «тепловая карта» индекса PMI в различных странах мира, которая ясно показывает, что, несмотря на околонулевые ставки и возврат наиболее отчаянных центробанков после робких попыток нормализовать денежную политику к прежней, сверхмягкой ее версии и даже к повторным раундам QE, мировая экономика снова тормозит. Торможение проявилось сперва в промышленности. Так, по итогам 2019 года индекс промышленного производства в ЕС сократился почти на 2%, уникальная своей долей промышленности в ВВП (свыше 25% против, например, 12% в США) Германия проявила весьма последовательные признаки рецессии в промышленности: по итогам года ожидается падение промпроизводства на 0.4%. Можно винить в этом Китай, который за пару десятилетий был опрометчиво превращен в почти монопольный сборочный цех мира и на который были сделаны неразумные, сверхоптимистичные ставки в области потребления. (Кстати, Китай — один из наиболее активных переработчиков денег в воздух, а качество воздуха в Китае — просто притча во языцех.) Можно винить торговые войны — горячий топик времен правления Дональда Трампа. Можно найти какие-то другие объяснения.

Но есть и еще фактор, причем вполне эндогенного свойства: падение внутреннего спроса, причем весьма парадоксальное. Если посмотреть на длительный отрезок времени, то немецкий индекс доверия потребителей GfK, несмотря на относительно небольшое снижение в прошлом и позапрошлом годах, находится исторически на высоких показателях — около 10 пунктов. Например, в 2013 году он был примерно на уровне 6 пунктов. Индекс DAX, который обязан, как и в США, коррелировать с подобными настроениями, достиг вслед за S&P 500 рекордных 13 700 пунктов. И при этом уровень сбережений немецких потребителей достиг 11% — рекорда с 2008 года. Он неуклонно рос как раз примерно с 2013 года. Вместо потребления, несмотря на внешне «тефлоновый» оптимизм, граждане Германии, наоборот, сберегают.

Помимо естественного «почему?» резонный вопрос: в каких инструментах? Неужели в банковских депозитах, доходность которых в евро является... ну и мы тоже знаем какой? Еще парадокс: именно в них! Пока, во всяком случае. Лишь 18% сбережений немцев сделано в акции в прямой и непрямой форме (через фонды и т. п.), и эта цифра остается более-менее неизменной. Что удивительно, немцы даже держат деньги в большом количестве на текущих счетах, урезая при этом их объемы на сберегательных. Что это, если не проявление недоверия, которое почему-то не схватывает диффузный индекс?

Такое удивительное поведение немцев показывает на ограниченность возможностей самых отчаянных центральных банков влиять на потребителей. При этом и банки не способны переложить на плечи вкладчиков бремя очень низких ставок и сделать их негативными и по депозитам — это вызывает политическую реакцию. Чрезмерные стимулы, не оставляющие центробанкам свободы маневра, лишают такой же свободы маневра и всю экономику в целом.

Между тем высокие доходы от инвестиций становятся всё более и более привилегией профессионалов и талантливых спекулянтов, тем самым углубляя пресловутое неравенство и подавляя конечный спрос прямо и косвенно. 88% акций в США принадлежат сегодня 10% самых богатых граждан, тогда как значительная часть остальных не способна немедленно мобилизовать более $400 на непредвиденные расходы. Так откуда взяться инфляции? Тем более что инфляция и стоимость жизни (включающая некоторое число необходимых и обязательных платежей) — разные истории.

«Непокорное» поведение, по-видимому, плохо понимаемых потребителей, вызванное в том числе растущим неравенством в столь специфической монетарной обстановке, начинающее выдыхаться «звериное чувство» наиболее оптимистичных из них (которые все равно не похожи на собственные аналоги периода до Великой рецессии), вынужденный медленный разворот банковской системы к принятию риска «докризисного типа», ловушка ликвидности, в которой оказались банковские системы в ключевых экономических регионах мира, — все это подкрепляется государственной политикой в экономической области. Если Кейнс в своих трудах предполагал использование мер государственной поддержки лишь в состоянии кризиса, нынешняя ситуация делает

государственную стимулирующую политику перманентной. Назовем это еще одной ловушкой — ловушкой бюджетного дефицита.

Смысл государственного стимулирования сводится к тому, что часть денег изымается из экономики (у одних ее субъектов) и передается кому-то по усмотрению не рынка, а государства, то есть чиновников. Понятно, что профессиональный уровень таковых весьма разнится от одной юрисдикции к другой, но в целом суть госстимулов именно в этом. Когда государством не финансируются, например, научные разработки национального масштаба, что нормально, а снижаются налоги на корпорации, как это сделал г-н Трамп, при том, что дефицит бюджета был — и есть — весьма высок, а денежные средства на счетах корпораций — на максимумах, то это значит одно из двух: а) при балансировке бюджета государство изымает у кого-то деньги взамен, б) при покрытии выпадающих доходов займами — изымает деньги у будущих поколений. Трамп загнал экономику США еще глубже в ловушку бюджетного дефицита.

Говорят, что не бывает бесплатного ланча. Но именно про это мир начинает забывать на фоне вакханалии низких ставок и необузданного государственного стимулирования. Кажется, уже никто и не помнит, что все эти стимулы должны были восстановить нормальное функционирование рыночной экономики. Теперь, похоже, это стимулирование и стало «нормой» — стремиться просто больше не к чему.

Таблица 1
Heat map индекса PMI в различных странах мира

2018											2019											2020	
фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	
																								Гана
																								Ливан
																								Замбия
																								Кения
																								ЮАР
																								Уганда
																								Гонконг
																								Мексика
																								Саудовская Аравия
																								ОАЭ
																								Египет
																								МИР В ЦЕЛОМ
																								Колумбия
																								США
																								Канада
																								Сингапур
																								Бразилия
																								Великобритания
																								Еврозона
																								Греция
																								Германия
																								Франция
																								Италия
																								Швейцария
																								Чехия
																								Испания
																								Нидерланды
																								Польша
																								Венгрия
																								Швеция
																								Россия
																								Индия
																								Китай
																								Ирландия
																								Япония
																								Южная Корея
																								Индонезия
																								Таиланд
																								Тайвань
																								Филиппины
																								Малайзия
																								Вьетнам
																								Австралия
																								Турция
																								Австрия

Источник: PMI