

Егор СУСИН,
начальник центра разработки стратегий,
Газпромбанк

Эпоха «нулевых» и «отрицательных»

Еще не завершившийся 2020 год, видимо, многим только предстоит осмыслить, но нет сомнений, что изменения, которые мы сейчас наблюдаем на рынках и в мировой экономике, смело можно называть уникальными и экстраординарными. Хотя входили мы в этот год тоже не в простой ситуации: торговые войны, разворот денежно-кредитной политики ФРС на 180 градусов, замедление мировой экономики.

Пандемия коронавируса COVID-19 привела к синхронному «выключению» ведущих экономик, что спровоцировало квартальное падение ВВП крупнейших экономик мира на 8–20%. В моменте почти половина рабочей силы в мире не могла находиться на своих рабочих местах, а ряд отраслей просто остановились. По итогам текущего года ожидается самое сильное за послевоенный период падение мировой экономики — на 5–6% относительно 2019 года. Ответ со стороны правительств и центральных банков был разнообразным, но по объемам он беспрецедентен: дефициты бюджета взлетели до 10–25% от ВВП, балансы ключевых ЦБ вырастут в текущем году на $7–8 трлн. Госдолг правительств стран G20 в 2020 году вырастет на $11–13 трлн, значительная часть этого роста прямо либо косвенно будет профинансирована центральными банками за счет масштабных программ покупки активов. Покупки активов были расширены на частный сектор, а ряд правительств запустили программы прямых выплат населению. Фактически это говорит о частичной национализации риска правительствами и ЦБ. Предпринятые меры помогли купировать ряд экономических проблем и привели к быстрому восстановлению рынков, но не экономик. Учитывая, что источник проблем лежит в медицинской плоскости, то и решение здесь привязано скорее к медицинским решениям и восстановление экономик во многом зависит именно от этого.

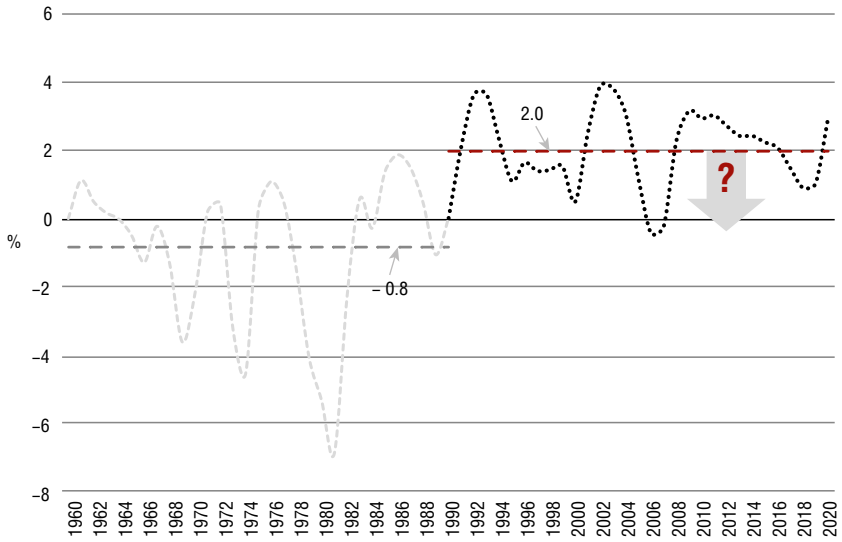
ДЕНЬГИ РЕКОЙ И МИР КРИВЫХ ЗЕРКАЛ

Финансовые рынки на волне невиданной ликвидности уже дисконтировали все экономические проблемы. Агрессивное вмешательство центральных банков настолько искажает ценообразование на финансовом рынке, что сейчас финансовая система — это мир кривых зеркал, где

доходность перестала выступать отражением риска. На долговом рынке сложилась ситуация, когда из $60 трлн мирового рынка облигаций, отслеживаемого Ice Data Services, 86% бондов торгуются с доходностью ниже 2% (официальной цели по инфляции ключевых ЦБ), а более 60% имеют доходность ниже 1%. Это означает, что большинство покупателей этих бумаг на текущих уровнях фактически соглашаются на частичную потерю капитала. Положительный результат возможен для них лишь в случае переоценки бумаг и падения доходностей еще ниже. Такое, конечно, не исключено, но для этого центральным банкам придется выкупить активов значительно больше, чем сейчас анонсировано. Настроения инвесторов на фондовом рынке вернулись к предкризисным уровням, рынок поверил в «бычий тренд», а капитализация мирового рынка обновила свои исторические максимумы, приблизившись к $90 трлн. В 2019 году, по данным ФРС, прибыли компаний после налогов упали до 3% в год от их стоимости, учитывая падение прибыли и рост капитализации, они сместятся в текущем году в район 2–2.5%, повторив послевоенные минимумы, которые мы видели в период Dot-com bubble 2000 года. Американские компании последние десятилетия были крайне щедрыми по отношению к инвесторам и не скупились на выплаты (в виде buyback и дивидендов), потому практически вся прибыль — это доход инвестора.

КОНЕЦ ВЫСОКИХ ПРИБЫЛЕЙ

Но основная история даже не в том, что прибыли упали в текущем году, а в том, что цикл высоких прибылей завершился. С начала 2000-х доля прибыли компаний США сместилась в район около 10% от ВВП, и практически вся эта прибыль шла инвестору. В последние годы мы видим движение прибылей к более естественным уровням для американской экономики — 4–8% ВВП. Накопившиеся дисбалансы не позволяют ожидать, что компании смогут продолжать консолидировать сверхвысокую долю национального дохода, характерную для последних 15 лет, в свои прибыли. В таких условиях выплаты акционерам останутся низкими, так как прибыль будет увеличиваться медленнее роста экономики, который тоже не обещает быть быстрым. Конечно, сейчас цены на акции адаптируются к новым, близким к нулю, ставкам дисконтирования, но по мере этой адаптации

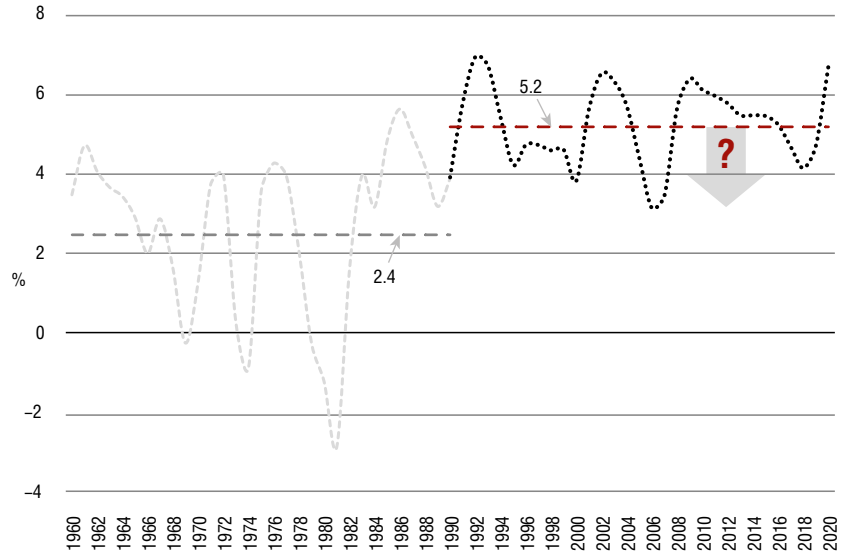


Источник: ФРС, BEA, расчеты ГПБ

Рисунок 1
Премия стоимости обслуживания госдолга США относительно ставки ФРС

рынок столкнется с отсутствием драйверов для роста по причине низкой внутренней доходности самих компаний. Вместе с возросшей долговой нагрузкой это создает ситуацию, когда любое значимое повышение ставок станет триггером нового кризиса.

Центральные банки будут вынуждены плестись в хвосте рынка, даже если инфляцию удастся вернуть на заданную траекторию. Для инвесторов такая ситуация означает, что «безрисковые» активы вошли в длительный цикл отрицательной реальной доходности, а их потенциальная волатильность будет напрямую зависеть от готовности ЦБ покупать еще больше. Сберегательная функция денег продолжит деградировать, и получать хоть какую-то положительную доходность вряд ли получится в режиме пассивных инвестиций. Для управляющих же это будет время поиска и нестандартных инвестиционных решений.



Источник: ФРС, BEA, расчеты ГПБ

Рисунок 2
Премия стоимости обслуживания долга в частном нефинансовом секторе США относительно ставки ФРС