Павел ПИКУЛЕВ,
аналитик долговых рынков,
Газпромбанк

Никогда еще не было в мире ситуации, когда центральные банки столь масштабно печатали деньги и при этом инфляционной угрозы не было бы на горизонте. С осени 2008 года балансы ФРС и Банка Англии увеличились более чем в 2.5 раза, баланс ЕЦБ — на 30%, а некоторый рост базовой инфляции наблюдается лишь в Британии, да и то пока весьма умеренный. В большинстве других развитых стран по-прежнему прослеживается нарастание дефляционных рисков.

Верхом на дохлой лошади

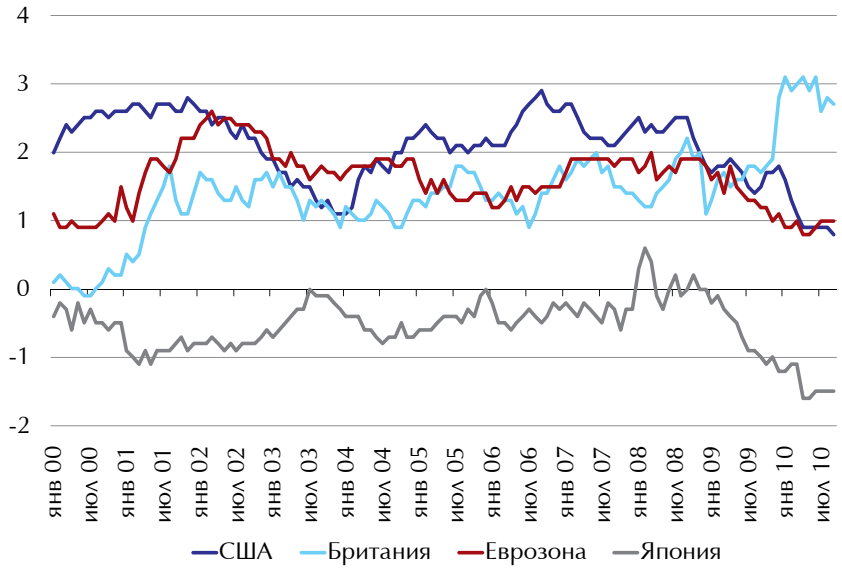
Причины сложившейся ситуации, в общем-то, банальны и многократно озвучены. Потребитель, главным образом американский, больше не в состоянии или не хочет брать кредиты и продолжать потреблять. На фоне ощущения неуверенности в завтрашнем дне, которое дает высокая безработица, растет склонность к сбережениям. Корпорации, не уверенные в том, что завтра будет спрос на их продукцию, накапливают «кэш» и тормозят инвестиционные планы. Спроса на банковские кредиты нет. Несмотря на обилие первичных денег, создаваемых центробанками, ликвидность оседает в виде избыточных резервов банковской системы, не идет в экономику и не создает инфляционного давления.

В отношении следующего года понятны две вещи. Во-первых, центральные банки — главным образом ФРС — продолжат печатать деньги. Во-вторых, эффективность этих мер с точки зрения их влияния на экономическую активность в условиях низкого спроса на кредиты останется под вопросом. Более очевидный стимулирующий эффект могли бы оказать дополнительные фискальные меры, которые бы доставили живые деньги напрямую конечному потребителю, однако масштабное использование фискальных методов затруднено и маловероятно в условиях, когда большинство развитых стран в той или иной степени начинает ощущать проблему растущего государственного долга и опасается угроз, связанных с этим. Так что ФРС и другим ЦБ приходится пользоваться доступным им инструментарием.

Из того, что непонятно на сегодняшний день, главное — это инфляционные риски, которые сейчас исключительно сложно оценить. На горизонте прямой видимости инфляционные риски в развитых странах не видны, однако не скрываются ли они за ближайшим углом?

На первый взгляд, большой объем свободных мощностей и отрицательный разрыв ВВП закрывают дверь перед инфляцией. С другой стороны, инфляция может «пролезть в окно» через рост издержек, если избыточная ликвидность и утрата доверия к валютам приведут

Рисунок 1
Базовая инфляция в развитых странах (YoY)



Источник: Bloomberg

к взлету цен на commodities. Причем такая инфляция возможна и на фоне экономической стагнации.

Обобщая сказанное выше, можно заключить, что у развитых стран исключительно мало инструментов, позволяющих что-либо сделать со своей экономикой в рамках сложившейся мировой экономической парадигмы, но это не значит, что они не будут пытаться. Лучше жалеть о сделанном, чем о несделанном. В этой связи современная история количественного смягчения еще далеко не окончена.

ПОСТИНДУСТРИАЛЬНЫЙ ТУПИК

Нынешний экономический тупик очевидным образом связан с потребительской моделью роста и деиндустриализацией ключевых экономик Запада. Невозможно бесконечно потреблять в долг, невозможно построить устойчивую в долгосрочной перспективе модель экономического роста, основанную на секторе услуг. Где-то в мире должно находиться материальное производство, которое будет шить одежду, плавить сталь и собирать бытовую технику для всей этой армии юристов, экономистов, маркетологов, мерчандайзеров и прочих. В свою очередь материальное производство в условиях современного глобализованного мира мигрирует туда, где ниже всего издержки. То есть в Азию. Остальной развитый мир получает возможность заниматься «высокопроизводительным» творческим трудом и инновациями, которых, к сожалению, недостаточно для того, чтобы оплатить все потребляемые западным миром материальные блага, поставляемые из Азии. Какой бы ни была инновационной компания Apple, а iPhone все равно собирают не в США, а в Китае, соответственно, и американцам, и европейцам, и россиянам при покупке iPhone приходится оплачивать труд китайских рабочих.

В результате растет долг развитых стран, а их экономики оказываются под мощным дефляционным давлением, так как их бизнес ввязывается в заведомо проигранную ценовую войну с азиатскими конкурентами. Так появляются мировые дисбалансы.

УСТРАНИТЬ ДИСБАЛАНСЫ: MISSION IMPOSSIBLE

Единственным выходом из сложившейся ситуации сейчас видится радикальная ревальвация юаня, которая бы привела к резкому удорожанию китайского производства и позволила бы сбалансировать мировую экономику. К сожалению, даже этот болезненный и сопряженный с проблемами путь решения далек от реализации, несмотря на то что развитые страны дружно наседают на Китай с целью принудить его к ревальвации.

Источник: Bloomberg

Рисунок 2
Средняя ставка по 30-летнему ипотечному кредиту (США, %)

Риски и проблемы здесь следующие:

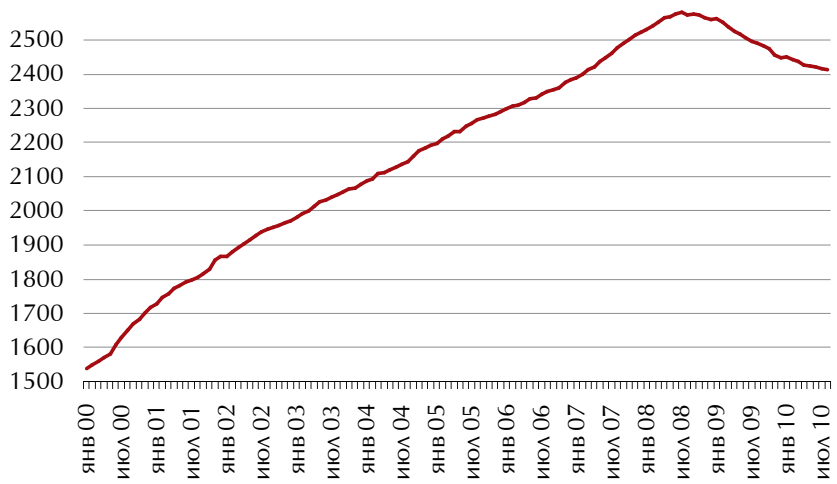
– Во-первых, экономика западных стран уже деиндустриализирована, и производство не вернется в США из Китая по мановению волшебной палочки. Так что результатом ревальвации юаня может стать удорожание китайской продукции на фоне отсутствия альтернатив. Результат — глобальный всплеск инфляции.

– Во-вторых, кроме Китая есть еще Вьетнам, Камбоджа и другие кандидаты на то, чтобы подхватить упавшее знамя самой дешевой кузницы мира. Договариваться надо не только с Китаем, но и с ними.

– В-третьих, либерализация и ревальвация юаня автоматически ведет к падению спроса на Treasuries, а соответственно, к обострению проблемы американского госдолга.

– В-четвертых, есть еще китайская сторона проблемы. Если американцы готовы сейчас рискнуть и попытаться сменить парадигму роста, то Китай на это явно не готов. Похоже, китайцы слишком хорошо помнят Плаза Аккорд, ревальвацию йены и то, что случилось с японской экономикой дальше. Пока что страх потерять рабочие места в экспортных отраслях перевешивает потенциальные блага от перехода китайской экономики к модели роста, основанной на внутреннем потреблении.

«МАСШТАБНОЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ФИСКАЛЬНЫХ МЕТОДОВ ЗАТРУДНЕНО И МАЛОВЕРОЯТНО В УСЛОВИЯХ, КОГДА БОЛЬШИНСТВО РАЗВИТЫХ СТРАН В ТОЙ ИЛИ ИНОЙ СТЕПЕНИ НАЧИНАЕТ ОЩУЩАТЬ ПРОБЛЕМУ РАСТУЩЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА И ОПАСАЕТСЯ СВЯЗАННЫХ С ЭТИМ УГРОЗ»



Источник: Bloomberg

Рисунок 3
Объем выданных потребительских кредитов (США, $ млрд)

НЫНЕШНИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ТУПИК ОЧЕВИДНЫМ ОБРАЗОМ СВЯЗАН С ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ МОДЕЛЬЮ РОСТА И ДЕИНДУСТРИАЛИЗАЦИЕЙ КЛЮЧЕВЫХ ЭКОНОМИК ЗАПАДА

Итог: нам пока слабо верится в то, что в ближайшее время проблема юаня и сбалансирования мировой экономики будет решена.

КАК ЖИТЬ ДАЛЬШЕ В УСЛОВИЯХ НЕРЕШЕННЫХ ПРОБЛЕМ?

К сожалению, единственный ответ, который видится в данной ситуации — это стегать дохлую лошадь дальше. То есть пытаться с помощью любых дефибрилляторов реанимировать американский и не только потребительский спрос в надежде день простоять да ночь продержаться, а там, глядишь, и китайская проблема решится сама собой.

Монетарные стимулы — это единственный доступный дефибриллятор. Бюджетные стимулы сработали бы лучше, однако европейский долговой кризис заставил даже чиновников американского казначейства и конгрессменов внимательнее относиться к проблеме госдолга, так что отсюда особой помощи ждать не приходится.

ЕДИНСТВЕННЫМ ВЫХОДОМ ИЗ СЛОЖИВШЕЙСЯ СИТУАЦИИ СЕЙЧАС ВИДИТСЯ РАДИКАЛЬНАЯ РЕВАЛЬВАЦИЯ ЮАНЯ, КОТОРАЯ БЫ ПРИВЕЛА К РЕЗКОМУ УДОРОЖАНИЮ КИТАЙСКОГО ПРОИЗВОДСТВА И ПОЗВОЛИЛА БЫ СБАЛАНСИРОВАТЬ МИРОВУЮ ЭКОНОМИКУ

Тем не менее, в нынешних условиях печатный станок способен лишь превратить жесткую депрессию в долгую и мучительную стагнацию, пусть и без спецэффектов в виде выпрыгивающих из окон бизнесменов и длинных очередей за бесплатной едой.

Нужны перемены, которых пока не предвидится.

СТЕНА ДЕНЕГ НЕ ПРИНОСИТ СЧАСТЬЯ

Нельзя сказать, что Китай, азиатская экономика и БИК являются бенефициарами сложившейся ситуации. Избыток свободной ликвидности идет на эти рынки, увеличивает риск перегрева экономики, подстегивая инфляцию, и затрудняет проведение монетарной да и вообще взвешенной экономической политики в целом.

Риск образования пузырей нарастает, равно как и риск неизбежного со временем их схлопывания. Все больше стран (Бразилия, Таиланд, Южная Корея, Южная Африка) испытывают искушение или уже пытаются закрыться от этой стены денег административными методами, чтобы избежать указанных выше проблем. Это еще больше усугубляет непонимание между странами и увеличивает риск так называемых валютных войн. Однако ни одна страна в отдельности не может разобраться со сложившейся ситуацией, а для глобального соглашения, пусть даже и для Плаза Аккорд-II, мир еще не дозрел.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ НОВОГО ПОРЯДКА

Чего ждать инвесторам в мире сверхдешевых денег и анемичного экономического роста? На наш взгляд, ответ может быть только один — волатильность нового порядка. Слабый рост означает дефицит инвестиционных идей и хороших проектов. Дефицит идей в сочетании с избытком денег — это гремучая смесь.

Рынкам всегда нужны идеи, должен быть какой-то консенсус. В условиях слабого глобального роста лишь малое число идей окажется оправданными в долгосрочной перспективе, следовательно разочарования неизбежны. Огромная ликвидность, вероятно, будет метаться между рынками в поисках новых идей, подхватывая, а затем отбрасывая их, как ненужный мусор. В результате головокружительные взлеты цен могут сменяться не менее головокружительными падениями в отсутствие явного долгосрочного тренда.

На устойчивый долгосрочный рост стоимости активов, вероятно, можно будет рассчитывать только тогда, когда глобальные дисбалансы будут устранены или же придет спасительная для развитых стран инфляция.

CBONDS MM
MONEY MARKET

mm.cbonds.info

Время денег

Всё о рублевой ликвидности
Интерактивный календарь событий
Котировки межбанковского рынка
Индексы и индикаторы
Лента новостей и комментариев