Нил МАККИННОН,
аналитик по макроэкономической стратегии на глобальных рынках, «ВТБ Капитал»

В 2013 ГОДУ КРУПНЕЙШИЕ ЭКОНОМИКИ ПОСТЕПЕННО ВЕРНУТСЯ НА БОЛЕЕ УСТОЙЧИВУЮ ТРАЕКТОРИЮ РОСТА, ПРИ ЭТОМ ФАКТОРЫ ДАЛЬНЕЙШЕГО СОКРАЩЕНИЯ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ И УЖЕСТОЧЕНИЯ ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ СОХРАНЯТСЯ И ПРОДОЛЖАТ СДЕРЖИВАТЬ ВОССТАНОВЛЕНИЕ. ПРОГНОЗ ПО РОСТУ МИРОВОГО ВВП НА 2013 ГОД ОСТАЕТСЯ НА УРОВНЕ 2.5%, НОВЫЙ ПРОГНОЗ НА 2014 ГОД РАВЕН 3.0%. В 2013 ГОДУ ОЖИДАЕТСЯ НЕКОТОРЫЙ РОСТ ЦЕН В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ, ГДЕ ТЕМПЫ РОСТА ЦЕН СРАВНИТЕЛЬНО ВЫШЕ.

Мировая экономика: карабкаемся вверх

Фактические темпы роста ВВП в 2013 году могут оказаться ниже базовых прогнозов, если фискальные стимулы не дадут ожидаемого эффекта, и, как следствие, экономика США вступит в полосу рецессии, экономическая ситуация в еврозоне ухудшится и китайская экономика замедлит рост. Инфляция может быть более высокой, если реальный сектор экономики будет осваивать вливания ликвидности со стороны центробанков быстрее, чем ожидалось, или если возможные стратегии мировых регуляторов по выходу из кризиса окажутся недостаточно взвешенными и последовательными.

Рискованные активы — акции и сырьевые товары — получат поддержку благодаря мягкой денежно-кредитной политике, хотя не исключается и появление факторов, подталкивающих вверх ставки доходности гособлигаций. Ввиду снижения рисков еврозоны прогноз по курсу доллара относительно евро на конец 2013 года — 1.25. Вместе с тем я не исключаю ослабления евро в среднесрочной перспективе с возможностью снижения курса в направлении отметки 1.15 ближе к 2014 году.

США: БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА НУЖДАЕТСЯ В УЖЕСТОЧЕНИИ

Последняя экономическая статистика США отражает улучшение ситуации в обрабатывающей промышленности: объем производства растет, последствия урагана «Сэнди» были быстро ликвидированы. Американские потребители склонны к осторожности, поэтому придется еще какое-то время подождать, прежде чем реальные признаки улучшения фундаментальной ситуации начнут проявляться. Уровень реальных доходов населения остается невысоким, и домохозяйства пока не сократили размер своих долговых обязательств до докризисных уровней.

Согласно последнему отчету ФРБ Нью-Йорка, в третьем квартале 2012 года суммарный размер потребительского долга в США составил $11.3 трлн, сократившись на 0.7% относительно предыдущего квартала и на $1.37 трлн — по сравнению с рекордно высоким значением, зарегистрированным в третьем квартале 2008 года. Несмотря на признаки улучшения ситуации на рынке труда, количество рабочих мест в частном секторе по сравнению с предыдущими циклами восстанавливается медленно.

Американский рынок недвижимости продолжает демонстрировать тенденцию к восстановлению, правда, относительно низкой базы: индекс NAHB Национальной ассоциации строителей жилья находится на максимальном уровне за период с апреля 2006 года. Стоимость жилой недвижимости остается значительно ниже предыдущего пика, хотя индикаторы активности на рынке, такие как число продаж новых домов, растут на фоне снижения ставок по ипотеке. Я ожидаю, что в 2013 году восстановление данного рынка продолжится.

В краткосрочной перспективе рост реального ВВП США составит около 1.7%, что близко к тем 1.5%, которые мы прогнозируем по итогам 2012 года. Очевидно, что участники рынка хорошо представляют себе рецессионные риски, связанные с «фискальным обрывом». Между тем на момент написания этой колонки договоренности между президентом Обамой и республиканской частью конгресса по данной проблеме пока нет. Если предположить, что соглашение все же будет достигнуто, пусть даже частичное, то 2013 год обязан стать более благополучным для экономики США. Однако, независимо от «фискального обрыва», в долгосрочной перспективе американская бюджетная и денежно-кредитная политика нуждается в ужесточении, которое будет иметь негативные последствия для экономического роста. На 2013 год мы прогнозируем невысокие темпы роста — на уровне 1.8%, но в 2014 году ожидаем возврата к устойчивому подъему американской экономики — около 2.5% в год.

Монетарная политика правительства США сохраняет стимулирующий характер.

В декабре ФРС объявила о запуске третьего этапа программы количественного смягчения, в связи с чем мы ожидаем, что в течение 2013 года регулятор продолжит ежемесячный

выкуп облигаций на сумму $85 млрд. Станет ли ФРС вновь наращивать свой баланс? На сегодняшний день мы уже меньше, чем на протяжении 2012 года, уверены в дальнейших намерениях регулятора. Глава ФРС Бен Бернанке убежден в эффективности программ количественного смягчения, о чем он прямо заявил в своей речи на симпозиуме в Джексон-Хоуле, выразив уверенность в том, что такие программы благоприятно отражаются и на росте глобальной экономики, — хотя с последним утверждением руководители стран с развивающейся экономикой, возможно, не согласятся.

ЕВРОЗОНА: НЕЛЕГКАЯ БОРЬБА С РЕЦЕССИЕЙ

Еврозона по-прежнему прочно зажата в тисках рецессии, хотя последняя статистика вновь указывает на разницу в экономической ситуации в странах валютного альянса, условно разделяемых на «север» и «юг».

Германия, например, в меньшей степени испытывает на себе влияние спада, а такие индикаторы, как индекс деловых настроений ZEW, индекс деловых ожиданий IFO и сводный индекс PMI, свидетельствуют о том, что экономическая активность в самой Германии как минимум стабилизируется.

Иначе обстоит ситуация в экономике «юга», где в 2013 году, скорее всего, продолжится экономический спад, а запланированные бюджетные показатели вновь не будут достигнуты, хотя расхождение с ними в худшую сторону может быть менее значительным, чем в 2012 году. Бюджетная политика стран этой части еврозоны остается жесткой, и пока ничто не указывает на вероятность ее существенного смягчения в среднесрочной перспективе.

В то же время есть информация, что на декабрьском заседании руководства ЕЦБ рассматривался вопрос о снижении процентных ставок и даже возможность установления отрицательных ставок по депозитам. Я по-прежнему считаю, что ЕЦБ неоправданно задерживает смягчение монетарной политики и что понизить процентные ставки следовало еще в начале экономического цикла.

Теперь сложно сказать, принесет ли потенциальное снижение ставки рефинансирования какие-либо значимые плоды с точки зрения стимулирования восстановления экономики. На протяжении нескольких месяцев доходность двухлетних облигаций еврозоны оставалась близкой к нулевой, а порой опускалась ниже нуля.

Как показал обзор кредитной активности банков, проведенный ЕЦБ, заметного смягчения условий кредитования не произошло. Очередной отчет ЕЦБ о финансовой стабильности указывает на высокую вероятность снижения рентабельности банков и увеличения портфеля неработающих кредитов. Темпы роста денежной массы остаются низкими, а объем кредитования частного сектора не меняется. Не вижу в этом ничего странного, учитывая напряженное состояние баланса банков, которое в среднесрочной перспективе потребует их реструктуризации и дальнейшей рекапитализации. Главным политическим событием 2012 года в этом смысле, безусловно, стало объявление ЕЦБ о запуске программы по выкупу облигаций (Outright Monetary Transactions), имевшее особенную важность в свете угрозы распада валютного альянса. На данный момент эта программа пока не запущена из-за нежелания Испании и Италии подавать официальные заявки на выделение антикризисного кредита, но доходность суверенных облигаций этих стран в любой момент может начать расти, особенно если учесть, что потребность в финансировании в 2013 году будет высокой, а Италии в феврале к тому же предстоят парламентские выборы.

Тактика пассивного наблюдения, которой придерживается еврозона, на самом деле доказывает свою эффективность. Однако, как со всей очевидностью показал декабрьский саммит ЕС, процесс формирования банковского союза по-прежнему не выходит за рамки договоренности о надзорных функциях. Германия, в частности, продолжает сопротивляться принятию мер, предполагающих объединение ответственности по суверенным и банковским обязательствам, и маловероятно, чтобы до выборов в немецкий парламент, которые состоятся в сентябре 2013 года, позиция страны по этому вопросу изменилась.

КИТАЙ: ПРИЗНАКИ СТАБИЛИЗАЦИИ

Последняя макроэкономическая статистика указывает на некоторую стабилизацию динамики китайской экономики после периода усиления риска так называемой жесткой посадки. Данные по обороту розничной торговли, промпроизводству и инвестициям в основной капитал свидетельствуют о достаточной устойчивости позитивных тенденций, тогда как динамика кредитования указывает на то, что китайские власти внимательно следят за ситуацией в монетарной сфере, с тем чтобы не допустить повторения кредитного бума. Чтобы обеспечить бесперебойный доступ банков к фондированию и рефинансированию кредитов, Народный банк Китая в последние месяцы увеличил объемы предоставляемой ликвидности, что, в частности, способствовало развороту понижательного тренда индекса Shanghai Composite.

В заявлении китайского руководства, распространенном в ходе прошедшей недавно Центральной экономической рабочей конференции, подчеркивается намерение проводить взвешенную денежно-кредитную политику и поддерживать стабильность национальной валюты; вместе с тем власти страны не исключают в 2013 году дальнейших мер, направленных на обеспечение свободной конвертируемости валюты по капитальным операциям, а также смещения акцента фискальной политики в пользу стимулирования роста. В сущности, заявление вполне согласуется с пятилетним планом, предусматривающим переход от экспортно-инвестиционной экономической модели, благодаря которой экономика Китая в последние годы демонстрировала двузначные темпы роста, к модели роста, основанной на потреблении.

Новая модель неизбежно предполагает более низкие темпы экономического роста в будущем — на уровне 5–6%. Очевидно, что процесс урбанизации и модернизации будет продолжаться, однако здесь необходимо иметь в виду такие факторы, как образование так называемой ловушки средних доходов и потеря «демографического дивиденда», обусловленная достижением максимальных темпов роста численности трудовых ресурсов страны.

Реальный рост ВВП Китая в 2013 году, как я ожидаю, составит 7.2%, что немного ниже консенсус-прогноза (8.0%). На 2014 год прогнозирую те же 7.2%.

Новое руководство КНР едва ли пойдет на столь же масштабные меры фискального стимулирования роста, какие были предприняты в 2008 году, поэтому существует риск попадания китайской экономики в начале 2013 года в своего рода «воздушную яму». Любые фискальные меры, вероятнее всего, окажут позитивное воздействие на траекторию реального роста ВВП Китая во второй половине 2013 года.