Егор СУСИН,
главный эксперт Центра экономического прогнозирования, Газпромбанк

За неимением лучшего

В последний год дезориентация финансовых рынков, пожалуй, стала очевидной. Традиционные ориентиры потеряны, медленный рост мировой экономики, постоянно поддерживаемый различными стимулами и «подпорками», сопровождается только незначительными структурными изменениями, без которых возврата к фундаментально устойчивому росту не получается. Независимость центральных банков становится все менее очевидной, потому как их деятельность уже стала многоцелевой. Надежды на активный рост китайской экономики не оправдываются, здесь все меньше возможностей для дальнейшей поддержки быстрого роста за счет инвестиций, а переход на потребительскую модель требует времени и серьезных реформ. Европе предстоит тяжелый период внутренней трансформации и интеграции, исправления дисбалансов, что также требует времени и политической воли.

Надежды на активизацию экономики США остаются пока только надеждами, хотя и присутствуют признаки восстановления рынка жилья, но это будет крайне медленный процесс. Структурные проблемы в американской экономике не решены, а некоторые дисбалансы только усилились. Ни среди политиков, ни среди экономистов и рыночных экспертов нет четкого понимания последствий и среднесрочных рисков агрессивной фискальной и монетарной поддержки экономики.

Рисунок 1
Доходы и долг американцев

За последние десятилетия американская экономика, как и мировая, значительно изменилась. Сокращение инвестиционной активности на фоне вывода из страны трудоемких производств и концентрации прибылей сильно трансформировало структуру доходов. Глобализация сделала капиталы значительно мобильней, способствуя взрывному росту трансграничной торговли и инвестиций. Доля потребления в США выросла до рекордных 70–72% от ВВП, расслоение населения по доходам усилилось, а значительная часть активов сконцентрировалась у очень небольшой части населения, как и доходы от этих активов. Чрезмерный рост расслоения — это дисбаланс, который отражает

неэффективность работы экономики и сформировавшиеся в ней перекосы.

В последние пять лет уровень расслоения в США достиг отметок 1930-х годов и даже превысил их. Горячие дискуссии в мире относительно слишком большого количества долгов практически не касаются обратной стороны долга — сбережений. За исключением монетарной эмиссии центральных банков, долг — это и есть сбережения, а высокая долговая нагрузка отражает высокие уровни валовых сбережений и концентрации активов. В условиях рекордного уровня расслоения есть несколько каналов перераспределения сбережений в потребительский сектор:

- долг: государственный, частный, внешний;
- налоги: фискальное перераспределение доходов;
- инвестиции: государственные, частные, внешние.

С начала 1990-х американская экономика прошла два цикла (инвестиционный и долговой). 1992–2000 годы характеризовались стремительным ростом инвестиций, занятости и сокращением долговой нагрузки. Это было обусловлено расширением рынков сбыта, стремительным развитием компьютерных технологий и Интернета. В итоге пузырь интернет-компаний, обвал рынков и схлопывание инвестиционной активности — вполне нормальный инвестиционный цикл, если бы не кардинальные изменения мировой конъюнктуры. К концу 1990-х процессы глобализации ускорились, а девальвация азиатских валют и открытие рынков создали условия для переноса производственной активности в развивающиеся страны. С 2000-х темпы роста производства в США резко замедлились, а в развивающихся странах резко ускорились. Все это происходило на фоне агрессивного смягчения монетарной политики (снижение ставок ФРС с 6.5% до 1%), снижения финансовой дисциплины и игнорирования рисков, стимулирующей фискальной политики. Перенос производственных мощностей в развивающиеся страны позволил сократить издержки компаний и инфляционное давление. Американская экономика достаточно быстро вернулась к росту, однако основным драйвером этого роста стало стремительное увеличение долгов в частном секторе при слабом восстановлении инвестиций и занятости, практически стагнации реальных доходов большей части населения, что компенсировалось легким доступом к кредиту. Итогом стало повышение ставок ФРС в ответ на разгоняющуюся инфляцию, резкое падение чистой процентной маржи банков и схлопывание ипотечного пузыря, делевериджинг домохозяйств и Великая рецессия.

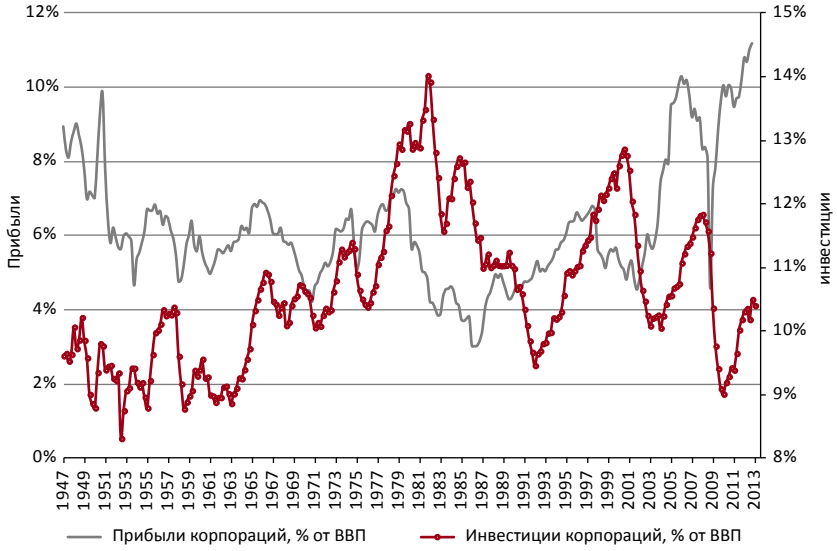


Рисунок 2
Динамика прибыли и инвестиций американских корпораций

Стремительный рост расходов бюджета в ответ на кризис и беспрецедентное смягчение монетарной политики позволил вывести экономику из штопора и спасти финансовую систему от краха, но это не может создать устойчивый фундамент для роста. Заместив сокращение частного долга наращиванием государственного, сделав деньги практически бесплатными, можно «купить» время, но без структурных изменений экономика обречена на анемичный рост в лучшем случае.

Есть и позитивные процессы: рынок жилья достиг дна и постепенно будет восстанавливаться, но значительная часть аме-

Рисунок 3
Долг в США, % от ВВП

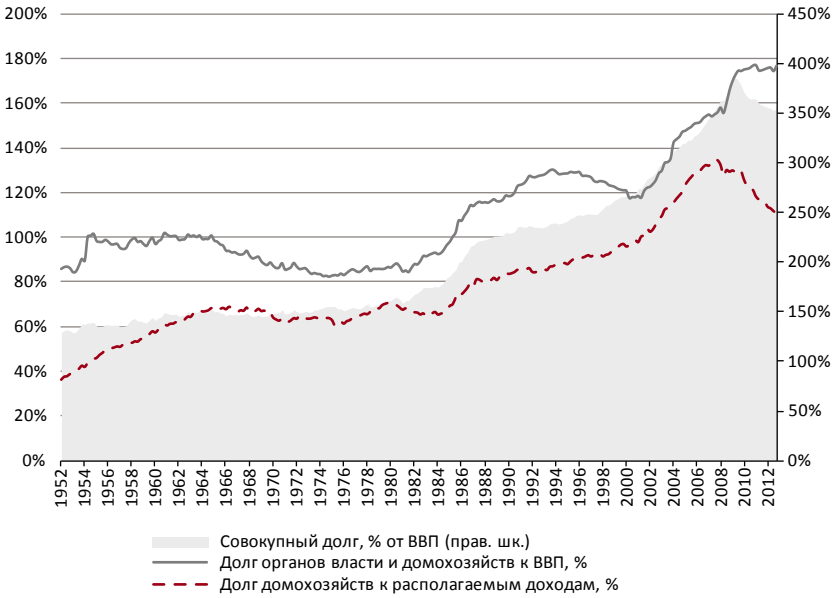


Рисунок 4
Безработица в США

ВОЗНИКАЕТ ВПОЛНЕ ЛОГИЧНЫЙ ВОПРОС: НУЖЕН ЛИ ЭКОНОМИКЕ США ЕЩЕ БОЛЕЕ ВЫСОКИЙ УРОВЕНЬ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ И КАК СИЛЬНО ЭКОНОМИКА МОЖЕТ НАРАСТИТЬ ДОЛГИ БЕЗ ПОТЕРИ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ?

риканских домохозяйств не имеет доступа к кредитованию, долговая нагрузка все еще остается высокой, поэтому восстановление будет медленным. Энергетический рынок США стал менее зависим от импорта, а низкие внутренние цены создают конкурентные преимущества, однако вернуть экономику к устойчивому росту это не сможет.

Та позиция, в которой сейчас находится американская экономика и финансовая система, во многом уникальна, а монетарные действия беспрецедентны. Инвестиции восстановились после кризисного провала, но их уровень сейчас соответствует минимумам начала 2000-х. Долги перераспределились в пользу госсектора, но делевериджинг домохозяйств происходил крайне неравномерно — оценки ФРС указывают на значимое снижение долговой нагрузки в секторе наиболее состоятельных домохозяйств, но сохранение высокой нагрузки на средний класс. Доходы среднего класса практически не восстанавливаются, уровень занятости не растет после кризисного шока, а экономическая активность населения сокращается, что и обусловило снижение безработицы.

Заработная плата в частном секторе обеспечивает только 51% всех потребительских расходов американских домохозяйств, что меньше, чем после Великой депрессии, причем улучшения здесь практически нет. Это говорит о крайне плохом положении среднего класса, основной доход которого — все же заработная плата. Социальная нагрузка на бюджет США выросла и продолжит расти в долгосрочной перспективе.

Банковский сектор снова в цикле устойчивого снижения чистой процентной маржи, причем наращивать кредит в этой ситуации крайне сложно — это потребует существенного смягчения требований к заемщикам, причем риски банки вынуждены будут брать на себя. Финансовый рынок деформирован на фоне беспрецедентной монетарной активности ФРС и других центральных банков. Большинство долговых инструментов имеют отрицательную реальную доходность, что практически лишает инвесторов выбора, заставляя игнорировать риски и активно вкладываться в «мусорные» активы, где еще сохраняется доходность.

При всем этом ужесточение регулирования крайне негативно сказалось на трансграничных потоках капитала. Инвесторы предпочитают риск, но с возможностью быстрого избавления от него, то есть понятные и более-менее ликвидные инструменты, стараясь обходить стороной долгосрочные и неликвидные инвестиции. Крупные компании накопили рекордные объемы ликвидных активов, резервы банков достигают $2 трлн, но кредитование практически не растет и накопления в инвестиции не трансформируются. Платежеспособному заемщику кредит сейчас не особо нужен, а тот, кто предъявляет спрос на кредит, — неплатежеспособен.

Сами представители монетарных властей признают, что они действуют вслепую и до конца не понимают последствий проводимой политики. Если исходить из того, что основной стимулирующий эффект ФРС осуществляет через стоимость кредита, то возникает вполне логичный вопрос: нужен ли экономике США еще более высокий уровень долговой нагрузки и как сильно экономика может нарастить долги без потери платежеспособности? Безусловно, нулевые ставки снижают расходы на обслуживание долга, но что будет в случае роста этих ставок с финансовыми институтами и заемщиками? Проблема не в стоимости кредита, а в его доступности и уже сформированной высокой долговой нагрузке на экономику. Текущий цикл беспрецедентно мягкой монетарной политики создает высокие процентные риски в перспективе, но уже практически не оказывает позитивного влияния на экономический рост. Данные Бюро переписи США показывают, что чистые активы большинства американцев снизились в 2011 году на 4% относительно 2009 года, активы наиболее состоятельных американцев выросли на 28% (PEW Research). «Эффект богатства» просто не работает, когда уровень концентрации этого самого богатства слишком высок.

В условиях фискальной консолидации монетарная политика имеет ограничен-

ное влияние на экономику, а бюджетного компромисса пока так и не найдено. Сложившаяся экономическая ситуация указывает на низкую вероятность активизации экономики США в ближайшие годы. Данные по росту ВВП за последние два квартала подтверждают скорее негативные ожидания, секвестр бюджета и повышение налогов ухудшат ситуацию. В первом квартале американская экономика, по предварительным данным, выросла на 2.5%, но без учета запасов рост составил 1.4% — это худшее значение за два последних года. Инфляционное давление снижается, доходы американцев практически не растут, последние отчеты продемонстрировали замедление роста занятости. В таких условиях ФРС остается только продолжить программу выкупа активов, не столько по причине эффективности монетарного стимулирования, сколько по причине отсутствия иных инструментов поддержки роста. Многие действия ведущих центральных банков указывают на лояльное отношение к инфляционным рискам. Вероятно, они будут склонны проводить запаздывающую антиинфляционную политику, которая окажет поддержку рынкам активов. Такая политика обещает еще больше увеличить разрыв между экономическими реалиями и положением рынков. Причем чем больше будет этот разрыв (пузырь), тем сложнее будет впоследствии монетарным властям противостоять инфляционным рискам.

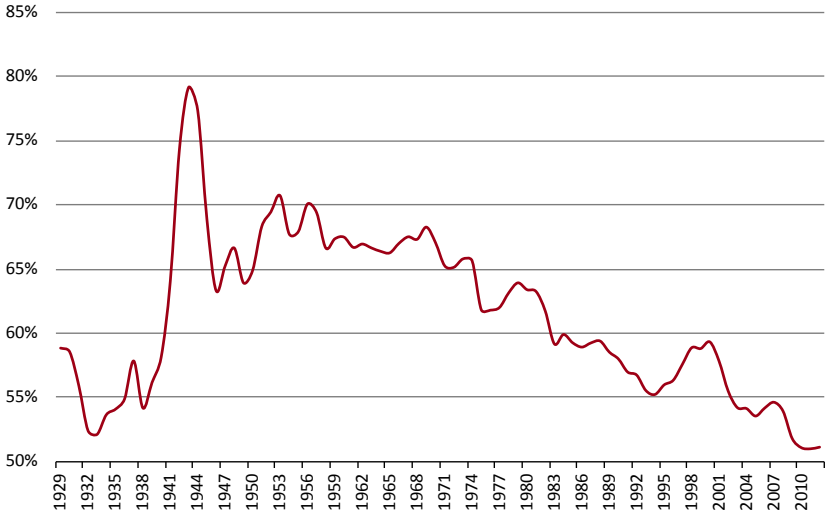
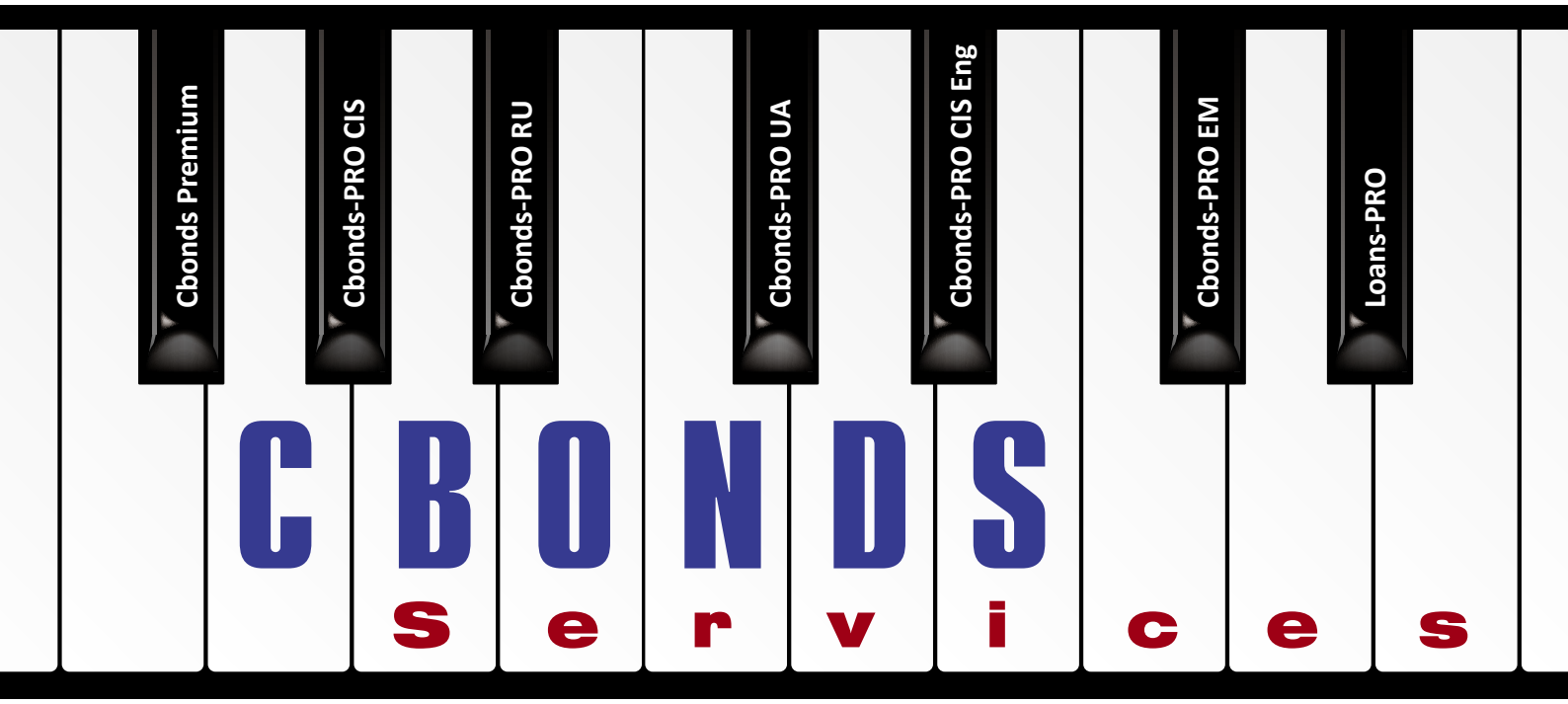


Рисунок 5
Зарплаты в частном секторе США, % от потребительских расходов



В ГАРМОНИИ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Оперативный доступ к необходимой информации по долговому рынку России, Украины, СНГ, Emerging Markets и Европы

Для оформления платного или пробного доступа к сервисам зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на Cbonds.info

на правах рекламы