Егор СУСИН,
главный эксперт Центра экономического прогнозирования, Газпромбанк

Рынкам пора одуматься

Последние несколько кварталов финансовые рынки жили ожиданиями ускорения роста экономики США и последующего ужесточения денежно-кредитной политики ФРС. Эти ожидания поддерживаются прогнозами международных организаций и консенсус-прогнозами по росту в США в 2015 г.: МВФ — 3,6%[1], ВБ — 3,2%, ОЭСР — 3,1%, профессиональные прогнозисты ФРС[2] — 3,2%. При этом текущие темпы роста экономики США последние пять лет не превышают 2,5%, а последние три года колебались в диапазоне 2,2–2,4%. Самые сдержанные ожидания по росту экономики были у ФРС, декабрьский прогноз предполагал рост на 2,6–3% в 2015 г., а в марте он был понижен до 2,3–2,7%.

Бросается в глаза недавняя сильная дивергенция ожиданий по ставкам ФРС: рыночные оценки ожидания ставки перед мартовским заседанием ФРС предполагали повышение ставок ФРС к концу года до 0,5%, в то время как декабрьский консенсус ФРС указывал на повышение ставок до уровня 1,25% к концу года. Эта дивергенция усиливается тем, что рыночный консенсус относительно роста экономики США выше, чем прогноз ФРС, то есть на фоне более оптимистичных ожиданий по экономике рынок предполагал более слабое повышение ставок. В марте ФРС понизила прогнозы по росту экономики, снизился и консенсус-прогноз ФРС по повышению ставок с 1,25% до 0,625% к концу 2015 г. Причем стремительно растет вероятность того, что никакого повышения вообще не произойдет. Кроме того, не исключено, что потребуется искать новые инструменты для поддержания экономики США.

ОЧЕРЕДНЫЕ НЕСОСТОЯВШИЕСЯ НАДЕЖДЫ?

Можно выделить два основных драйвера ожиданий по экономике США в последний год: резкое ускорение роста экономики в середине 2014 г. и позитивная динамика создания рабочих мест (около 3,3 млн новых рабочих мест за 12 месяцев). Первый фактор — это иллюзия ускорения роста, поскольку рост в середине года носил компенсационный характер после провала в первом квартале 2014 г.: ВВП упал на 2%, сократились инвестиции, запасы и экспорт, замедлился рост потребления. Уже в четвертом квартале 2014 г. темпы роста экономики США вернулись к обычным для последних лет 2,2%, а в среднем за 2014 г. экономика США выросла на 2,4% (средний темп роста за 2010–2014 гг. составляет 2,3%). Никакого объективного ускорения роста мы не видим. Мало того, укрепление доллара создает серьезные риски ухудшения экономической динамики. Хотя более низкие цены на бензин и окажут поддержку потребительскому сектору, высвободившиеся доходы пойдут на накопления и импорт.

Другой фактор, дающий повод для сдержанного оптимизма — рынок труда США и активный рост числа рабочих мест. Даже при крайне низких темпах роста оплаты труда и существенной доле частичной занятости рост числа рабочих мест до февраля был на уровне

[1] 14 апреля прогноз понижен с 3,6% до 3,1%.

[2] ФРБ Филадельфии ежеквартально публикует консенсус-прогноз профессиональных прогнозистов: https://www.philadelphiafed.org/research-and-data/real-time-center/survey-of-professional-forecasters/

270 тыс. ежемесячно. Последние месяцы этот фактор был основой оптимистичных ожиданий относительно экономики США.

Практически все остальные экономические индикаторы указывают на резкое замедление американской экономики. Розничные продажи по итогам первого квартала показали падение на 5% в годовом исчислении без учета бензина и продуктов питания, рост продаж близок к нулю. Заказы на товары длительного пользования без учета транспорта фиксируют падение пять месяцев подряд, что говорит о снижении инвестиционной и потребительской активности (в последний раз такое происходило в середине 2012 г., что заставило ФРС запустить QE3). Производство в обрабатывающем секторе промышленности США с начала года сократилось, загрузка производственных мощностей ниже уровней начала 2014 г., что обусловлено усилением доллара. Учитывая рекордные уровни затоваренности складов (соотношение запасов и продаж выросло до максимумов с 2009 г.), можно говорить о том, что в последние месяцы американское производство работает на склад, что создает риски дальнейшего сокращения производственной активности. Укрепление доллара крайне негативно сказывается на экспортном секторе: объемы экспорта США в феврале 2015 г. были на минимальном уровне с ноября 2012 г. Рынок труда обычно реагирует на замедление экономического роста с запозданием, потому плохой отчет в марте может оказаться только началом негативной динамики. Если обобщить все последние данные, то они указывают на существенное замедление роста американской экономики, причем в первом квартале 2015 г. есть риски обнуления роста.

Сможет ли ФРС пойти на повышение ставок в ситуации, которая развивается даже несколько хуже, чем в 2012 г., когда была запущена программа QE3? Формальным поводом могла бы стать низкая безработица, но предпринимать какие-то реальные шаги до публикации экономических отчетов за второй и третий кварталы решиться будет крайне сложно. Если учитывать итоги последнего заседания ФРС по ставкам, то именно монетарным властям придется подстраиваться под экономические тенденции и рыночные ожидания. Одновременно индекс экономических сюрпризов Citigroup указывает на то, что рынок все еще слишком оптимистично смотрит на экономику США. Пересмотр прогнозов вниз должен спровоцировать и смещение рыночных ожиданий от повышения ставок на более поздний период, что снова увеличит разрыв между консенсусом членов ФРС и рынком. Монетарным властям придется дрейфовать вслед за рынком и экономикой, отодвигая перспективу повышения ставок. Если ФРС этого не сделает и решит повышать ставки в условиях слабой экономики и ожиданий, то есть риск спровоцировать рыночную нестабильность и еще больше подорвать экономический рост.

Учитывая сложившуюся в экономике США ситуацию, а также тот факт, что ЕЦБ и Банк Японии продолжат проводить политику активного монетарного стимулирования, а постепенно к ним присоединится и Народный банк Китая, ФРС будет вынуждена проводить крайне осторожную политику. Вероятность того, что ФРС решится в этой ситуации на повышение ставок до конца года, стремится к нулю. Для доллара на мировом рынке это может быть чревато прекращением цикла роста и серьезной коррекцией. ©

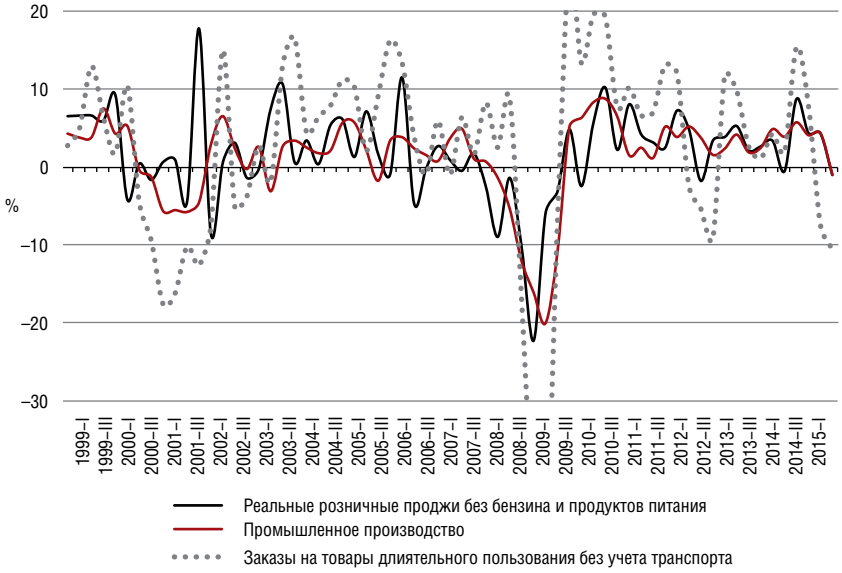

Рисунок 1
Квартальный прирост экономических показателей США в годовом измерении, %

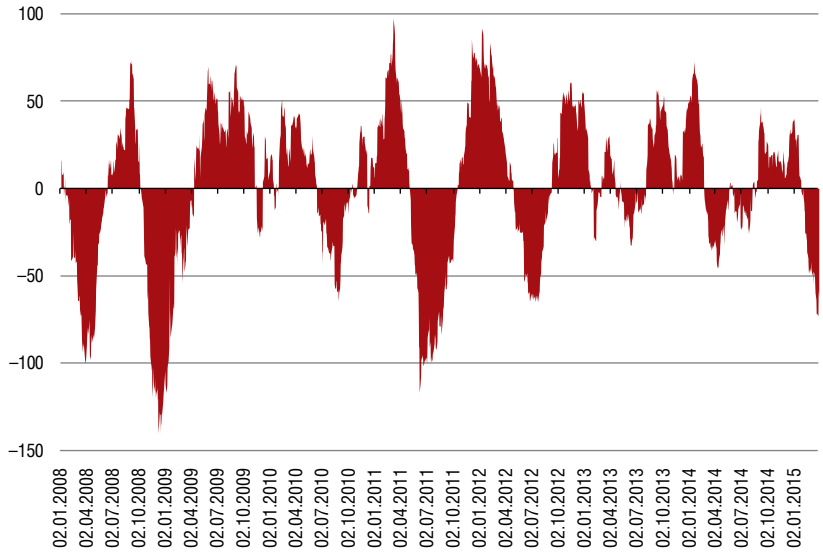

Рисунок 2
Индекс экономических сюрпризов Citigroup