Егор СУСИН,
главный эксперт Центра
экономического прогнозирования,
Газпромбанк

Стимулов много, а роста все нет

Текущий год запомнится ярко выраженной рефлексией рынков, не всегда адекватными рыночными ожиданиями и последующими реакциями. Рынки рефлексировали на темы обвала евро до паритета, краха Китая, повышения ставок ФРС и падения развивающихся экономик.

Европейская валюта, конечно, упала на мощной волне оттока капитала в начале года, но это только повысило доходы региона от внешнеэкономической деятельности, а рост волатильности на фондовом рынке, напротив, спровоцировал резкий возврат евро, указав на то, что валюта все больше похожа на иену 1990-х. Паника относительно китайской экономики, фондового рынка и курса юаня — лишь результат недооценки происходящего, а именно того, что китайская экономика неизбежно пришла к пределу инвестиционного роста. В новой реальности Китай будет предпринимать все для обеспечения постепенного замедления роста, а основными инструментами здесь будут перманентное смягчение монетарной политики и либерализация, то есть экспорт капитала. Вера в ускорение роста экономики США и повышение ставок ФРС уже в сентябре столкнулась с реальностью, которую не видел только тот, кто не хотел видеть. Обвал валют развивающихся экономик — это скорее результат неуемных заимствований последних лет и падения цен на ресурсы в отсутствие серьезных внутренних реформ. От 1990-х ситуацию отличают значительные накопленные резервы и плавающие курсы валют. Чем больше центральные банки вливают ликвидности в финансовые рынки, тем сильнее будет их рефлексия, так как вряд ли ситуация с экономическим ростом улучшится в ближайшие годы.

Весь год международные финансовые институты пересматривали прогнозы экономического роста с понижением; тем же занимались национальные регуляторы большинства стран и инвесторы. Ожидавшееся в начале года восстановление роста мировой экономики снова не состоялось. Сохраняющиеся дисбалансы и структурные проблемы мировой экономики указывают на не-

возможность возврата к устойчивому росту в рамках привычных экономических моделей (в Китае, еврозоне, Японии или США — неважно). Развитые страны сталкиваются с крайне негативными эффектами расслоения и истощения среднего класса, развивающимся странам требуются значительные внутренние реформы и поиск внутренних резервов роста. Действия центральных банков смогли разве что поспособствовать анемичному экономическому росту, но при этом они создают значительные риски финансового кризиса в будущем. Резкий обвал валют развивающихся стран на фоне рекордного оттока капитала на опасениях ужесточения политики ФРС, падение курсов валют развитых стран против доллара, стремительный (хоть и краткосрочный) обвал фондовых рынков — только предвестники возможного шторма, который может накрыть рынки при резких изменениях денежно-кредитной политики ведущих стран. За семь лет политики тотального монетарного стимулирования рынки просто разучились жить и работать в иных условиях.

Накачивание финансовой системы ликвидностью в контексте серьезного ужесточения регулирования финансового сектора привело к парадоксальной ситуации, когда предоставляемая центральными банками ликвидность огромна, а большинство сегментов финансового рынка неликвидны. Концентрация доходов и капиталов существенно выросла, но это практически не повлияло на финансовое положение основного двигателя экономического роста в развитых экономиках — среднего класса. Денежные мультипликаторы стремительно снизились, многие экономики балансируют на грани дефляции, что уже само по себе говорит о низкой эффективности политики, проводимой центральными банками. Провал «Абэномики» — прямое тому доказательство: на японском горизонте опять замаячила дефляция, реальные доходы населения упали, бюджет в глубоком дефиците, торговый баланс улучшился в основном за счет падения цен на импортируемые ресурсы, производство так и не вернулось на траекторию устойчивого роста.

Вливание денег со стороны центральных банков не трансформируется в соответствующий рост экономической активности. Кредитование остается угнетенным, что отчасти обусловлено серьезным системным повышением требований к банкам со стороны регуляторов. Также на это накладывается неуверенность среднего класса в долгосрочных перспективах и неготовность занимать. Даже в США резко меняются потребительские привычки: несмотря на постепенное восстановление рынка недвижимости, доля собственников жилья в США продолжает стремительно падать и достигла минимумов с 1967 года. Американцы больше не торопятся брать на себя риски 30-летней ипотеки и все больше предпочитают арендовать жилье. Спрос на кредит, несмотря на рекордно низкие ставки, выглядит слабым во всех развитых странах, особенно со стороны домохозяйств (в меньшей степени со стороны корпоративного сектора).

Рыночная стоимость многих финансовых активов рекордна при слабом росте доходов населения и относительно низкой потребительской активности. Самым показательным в этой ситуации является отношение стоимости финансовых активов американских домохозяйств к их располагаемым доходам. В середине 2015 года даже традиционно ликвидные рынки гособлигаций развитых стран сталкивались с краткосрочными провалами ликвидности.

Падение цен на энергию должно было поддержать американского потребителя (американские домохозяйства выигрывают около $100 млрд ежегодно от падения цен на бензин). С одной стороны, это действительно подстегнуло активность в США, но по факту весь позитивный эффект был нивелирован укреплением

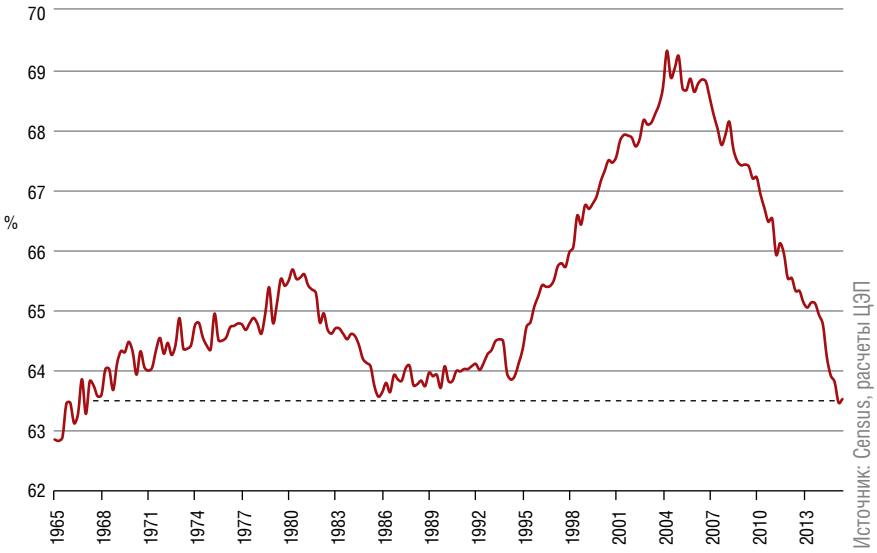

Рисунок 1
Доля владельцев собственного жилья в США, %

ЗА СЕМЬ ЛЕТ ПОЛИТИКИ ТОТАЛЬНОГО МОНЕТАРНОГО СТИМУЛИРОВАНИЯ РЫНКИ ПРОСТО РАЗУЧИЛИСЬ ЖИТЬ И РАБОТАТЬ В ИНЫХ УСЛОВИЯХ

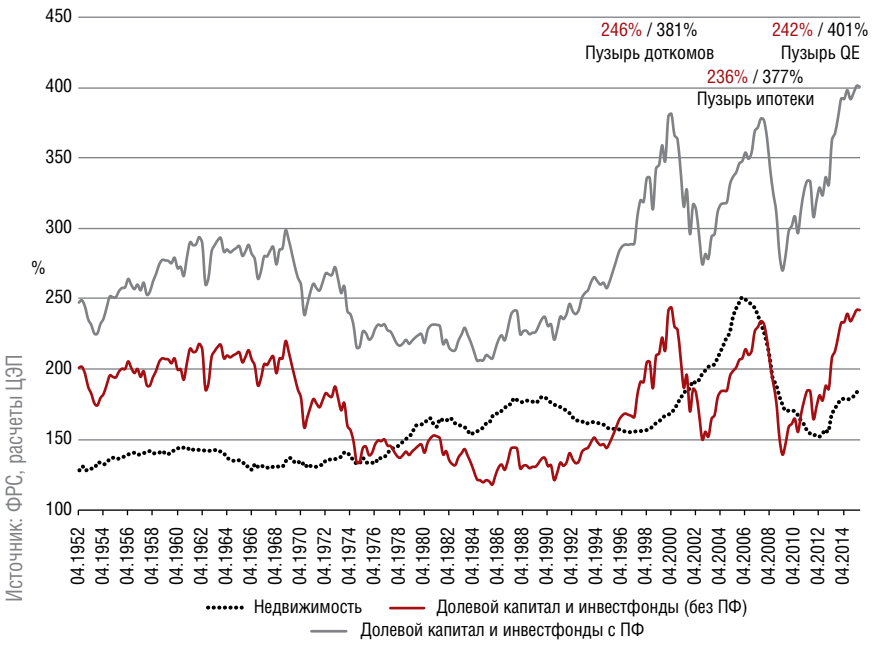

Рисунок 2
США: активы домохозяйств и неприбыльных организаций в % от располагаемых доходов

РЫНКИ НАХОДЯТСЯ В КРАЙНЕ СИЛЬНОЙ ЗАВИСИМОСТИ ОТ ОЖИДАНИЙ, КОТОРЫЕ ТРАНСЛИРУЮТ ИМ ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ — ОСОБЕННО ФРС

доллара, которое существенно ухудшило внешнеторговые позиции США: снизилась инвестиционная и производственная активность. Данные тенденции стали проявляться уже весной 2015 года, когда американская экономика столкнулась с серьезными встречными ветрами (падение объема заказов, торможение производства и инвестиций, затоваривание складов). Уже тогда было понятно, что она вряд ли сможет избежать негатива от неблагоприятной внешней конъюнктуры (подробнее по этой теме см. Cbonds Review №2/93 за апрель 2015 г.), но рынки упорно продолжали игнорировать негатив вплоть до осени. Даже сейчас мы видим, что рыночные ожидания остаются оптимистичней реальности.

Почему же рынки до сентября игнорировали наблюдающееся ухудшение экономической ситуации в американской экономике? Однозначно ответить на этот вопрос достаточно сложно, но трудно не увидеть взаимосвязи между настроениями рынков и транслируемыми ожиданиями ФРС. До сентябрьского заседания Федрезерв транслировал в рынок уверенность в перспективах, делая акцент на том, что для американской экономики риски слабой внешней конъюнктуры незначительны. И рынок верил, настраиваясь на повышение ставок! А в сентябре вдруг протокол FOMC зафиксировал разворот на 180 градусов: в пресс-релизе было прямо указано на наличие внешних рисков для экономического роста и инфляции (ровно то, что уверенно отрицалось еще на июльском заседании). Такой шаг тут же спровоцировал волну критики действий регулятора. Хотя вряд ли ФРС можно критиковать за то, что она приблизила свою позицию к реалиям рынка — скорее за то, что сделано это было достаточно резко. Недооценивали ли монетарные власти в США внешние риски (хотя эти риски начали проявляться задолго до сентября), просто пытались сохранять фон позитивных настроений на рынках или же испугались роста турбулентности на китайском рынке, не так уж и важно. Значимым является тот факт, что рынки находятся в крайне сильной зависимости от ожиданий, которые транслируют им центральные банки — особенно ФРС, так как ведущие центральные банки фактически переняли ее подходы, пытаясь вдохнуть жизнь в свои экономики. Текущая ситуация говорит о больших возможностях управления рыночными ожиданиями, но сможет ли ФРС сохранить равновесие и накопленное доверие, когда выбор между ростом экономики, инфляцией и финансовой стабильностью встанет более жестко? А ведь в ближайшие годы это предстоит делать. Отсутствие серьезных шагов по решению структурных проблем сделало монетарную политику основным инструментом поддержки экономического роста. Риски такого подхода еще предстоит оценить, но уже понятно, что низкими они не будут, в то время как экономический эффект от проводимой политики вряд ли будет достаточным, чтобы компенсировать ее последствия.

В НОВОЙ РЕАЛЬНОСТИ КИТАЙ БУДЕТ ПРЕДПРИНИМАТЬ ВСЕ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПОСТЕПЕННОГО ЗАМЕДЛЕНИЯ РОСТА