Егор СУСИН,
главный эксперт Центра
экономического прогнозирования,
Газпромбанк

ФРС на перепутье, но повышать будут

В последнее десятилетие мировая экономика столкнулась со структурным кризисом: в развитых странах можно говорить о сжатии среднего класса, развивающиеся страны исчерпали возможности роста в рамках прежних моделей. Отчаянные попытки регуляторов вывести экономику на путь роста за счет нулевых ставок и расширения балансов центральных банков вряд ли можно считать успешными. Хотя монетарные стимулы и позволили на определенном этапе не допустить депрессии, они по-прежнему не могут обеспечить условия для устойчивого роста.

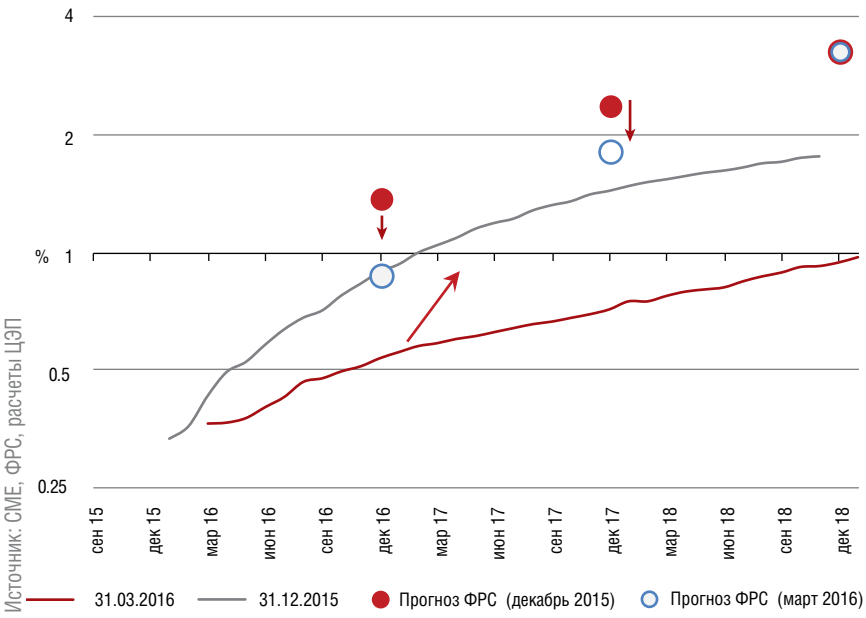
Когда в экономике не работают трансмиссионные механизмы, можно сколько угодно накачивать ее деньгами, но к желаемому результату это не приведет. Увеличение стоимости финансовых активов и долгов в результате ультрамягкой политики несет значительные долгосрочные риски в условиях по-прежнему анемичного роста доходов среднего класса. Эта тенденция только усиливает концентрацию капиталов и расслоение по доходам, влияние же эффекта богатства на общий экономический рост крайне ограничено. Безусловно, в процессе расширения монетарного стимулирования центральные банки руководствуются вполне понятными целями — поддержать экономический рост и не допустить дефляции, но в долгосрочной перспективе у подобной политики есть цена, которую мы узнаем только после нормализации ставок. Определенные последствия мы видим уже сейчас — это стремительный рост волатильности на развивающихся рынках, которые существенно нарастили долги на волне количественного смягчения ФРС в предыдущие годы. Безумный танец инвесторов в поисках хоть каких-то активов, которые бы давали разумное соотношение риска и доходности в условиях, когда глобально многие активы переоценены, приводит к резким движениям капитала, растущей волатильности всех активов и разрывам ликвидности. Любая ошибка ФРС в процессе нормализации политики будет стоить очень дорого, в том числе и с точки зрения доверия к политике регулятора, потому ведомство Джанет Йеллен может сейчас только стараться грамотно балансировать между рисками.

КОГДА В ЭКОНОМИКЕ НЕ РАБОТАЮТ ТРАНСМИССИОННЫЕ МЕХАНИЗМЫ, МОЖНО НАКАЧИВАТЬ ЕЕ ДЕНЬГАМИ, НО К ЖЕЛАЕМОМУ РЕЗУЛЬТАТУ ЭТО НЕ ПРИВЕДЕТ

На последнем заседании ФРС оставила ставку неизменной, пересмотрев свои прогнозы по дальнейшему снижению. Оба решения вполне ожидаемы, но они сопровождались достаточно мягкими комментариями. Смягчение позиции монетарных властей США подтвердила в своих выступлениях Джанет Йеллен. Разнонаправленные тенденции в экономике ставят ФРС перед сложным выбором, когда относительно неплохая динамика на рынке труда и перспективы компенсационного усиления инфляции после стабилизации курса доллара и цен на ресурсы сопровождаются достаточно слабым экономическим ростом и стагнацией производства на фоне рекордной с 2009 г. затоваренности складов. К концу 2016 г. эффект от падения цен на нефть и удешевления импорта сойдет на нет. Это приведет к нормализации инфляции в США, и она вернется на уровни 2% и выше (при нефти в районе $35–40 за баррель). При восстановлении цен на нефть до $50 за баррель инфляция может скакнуть до 3% в начале 2017 г. Уже сейчас рост цен в ряде секторов существенно выше 2%: медицина — 3.9%, образование — 3.4%, жилье — 3.3%, отдых и развлечения — 2.7%. Общий низкий уровень инфляции обусловлен исключительно падающими ценами на энергоресурсы и снижением цен на импортные товары. В условиях низкой безработицы — даже при сохранении серьезных структурных проблем на рынке труда и стагнации производства — усилятся позиции сторонников повышения ставок. Это должно изменить обычную для последнего года ситуацию, когда ФРС снижала свои прогнозы по ставкам в сторону рыночных ожиданий.

По всей видимости, рынки недооценивают потенциал повышения ставок ФРС в разрезе ближайшего года. Безусловно, на действия ФРС будут оказывать влияние внешняя конъюнктура и опасения существенного замедления мировой экономики. Основным риском здесь остается Китай, но в перспективе одного – трех лет китайские власти обладают достаточным резервом для поддержания приемлемого экономического роста, который они, без сомнения, будут использовать. Китайский риск — это скорее риск на горизонте трех-пяти лет, и он будет усиливаться по мере исчерпания имеющихся ресурсов для поддержания экономики. Панические же настроения на рынках сейчас обусловлены скорее нервозностью и страхами инвесторов в условиях перегруженности активами с неочевидным соотношением риска и доходности в среднесрочной перспективе. Рынки переоценивают и проблемы в развивающихся странах, которые по сравнению с 1990-ми гг. обладают большей финансовой устойчивостью, обусловленной наличием значительных ЗВР, переходом на плавающие курсы валют, более качественной фискальной и монетарной политикой. При отсутствии сильных шоков в середине 2016 г. под давлением усиления инфляции ФРС вернется к повышению ставок, потому сейчас прогноз ФРС (два повышения на конец года) более актуален, чем ожидания фьючерсного рынка.

Рисунок 1
Рыночные ожидания по ставке ФРС



Источник: CME, ФРС, расчеты ЦЭП

ОЖИДАНИЯ БЕЗУСЛОВНОГО УКРЕПЛЕНИЯ ДОЛЛАРА ПРИ ПОВЫШЕНИИ СТАВОК ФРС НЕКОРРЕКТНЫ

Классическим примером того, что относительно низкие ставки могут сопровождаться активным укреплением валюты, является японская иена. Банк Японии не раз вынужден был проводить значительные интервенции, чтобы не допустить укрепления иены, несмотря на огромный дифференциал ставок не в пользу национальной валюты. В последние полтора года резкое укрепление доллара было обусловлено двумя основными факторами: бегством капиталов с

развивающихся рынков, которые стали сильно зависеть от долларового фондирования в период осуществления QE, и существенным смягчением политики ЕЦБ на фоне ожидания нормализации политики ФРС. На волне рыночных страхов мы видели стремительную распродажу активов развивающихся стран американскими инвесторами, которые вывели из иностранных долговых бумаг более $400 млрд за последние полтора года, однако никакой значимой активизации притока капитала иностранцев в американские бумаги нет — ни в государственные, ни в корпоративные. Отчасти это обусловлено тем, что значительный спрос на американские активы в предыдущие годы формировался за счет наращивания ЗВР развивающихся стран, и этот спрос вряд ли восстановится. Вероятно, наиболее интенсивную фазу вывода капитала из развивающихся стран мы уже прошли.

Анонс запуска программ стимулирования ЕЦБ спровоцировал агрессивный вывод краткосрочных капиталов из зоны евро в долларовые активы и рост спекулятивной позиции против евро. С декабря 2014 г. по март 2015 г. из евро в доллар одномоментно было выведено более 300 млрд евро краткосрочных активов, но такой вывод капитала не был длительным. Смещение евро в диапазон 1.05–1.15 спровоцировало рост положительного сальдо текущего счета еврозоны даже в условиях крайней слабости мировой торговли с 246 до 314 млрд евро. Фактически за год еврозона заработала более 300 млрд евро. Чтобы мы увидели устойчивое падение европейской валюты к доллару до паритета и ниже, необходим не одномоментный, а устойчивый отток капитала в долларовые активы в объемах, превышающих положительное сальдо текущего счета. При этом США необходимо привлекать на внешних рынках около $500 млрд ежегодно, чтобы нивелировать негативные эффекты для доллара от отрицательного сальдо текущего счета, которое продолжает ухудшаться.

Сейчас европейская валюта «японизуется». У японской иены есть важная особенность: она резко укрепляется при ухудшении конъюнктуры на внешних рынках, так как японцы осуществляют огромные инвестиции в международные активы, и рост рисков приводит к массированному выводу капиталов обратно в иену. Чем больше краткосрочных капиталов выведено из еврозоны, тем больше динамика евро становится похожей на японскую валюту. В 2015 г. мы это уже видели: тогда ухудшение настроений на рынках из-за китайского фактора провоцировало волны резкого укрепления (а не ослабления!) евро к доллару. Положительное сальдо текущего счета оказывает перманентную поддержку европейской валюте, и оно менее изменчиво, чем потоки капитала. А это означает, что валютный риск для инвестора, обменивающего актив в евро на актив в долларах, будет расти, и премия в ставках должна быть достаточной для потенциальной компенсации волатильности. **Основным значимым системным риском для евро в этой ситуации остается риск политической и экономической дезинтеграции еврозоны.** Ставка на carry trade в долларах против евро, учитывая потенциал повышения ставок в США, вряд ли принесет устойчивый положительный результат.

Сложившаяся ситуация позволяет говорить, что стагнация в мировой экономике становится реальностью, но страхи относительно развивающихся стран и Китая сильно преувеличены. Рост инфляции в США к концу текущего года, скорее всего, заставит ФРС повысить ставки дважды, но своих максимумов на ближайшие год-два доллар уже достиг. На фоне огромных объемов свободной ликвидности, которая не может найти себе применение, волатильность рынков будет расти, что повышает риски системного сбоя и неопределенности в мировой финансовой системе.

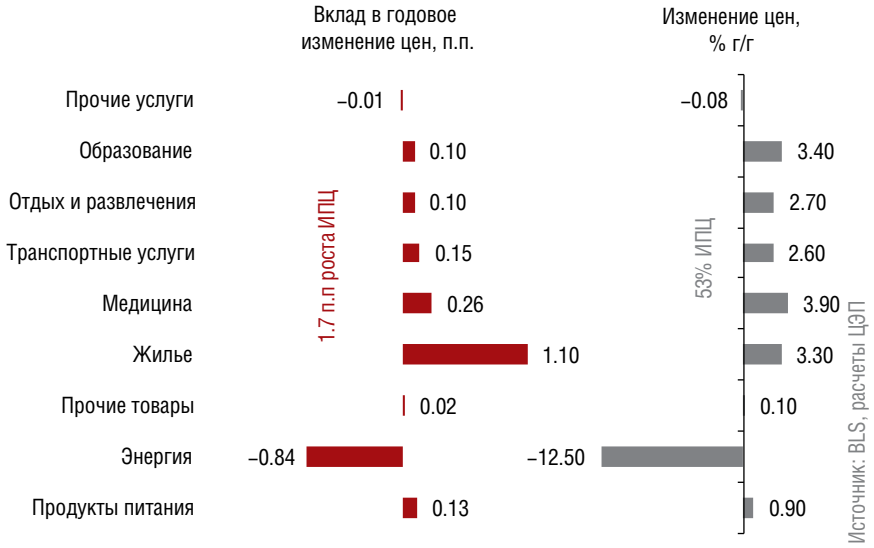


Рисунок 2
Инфляция в США, февраль 2016 г.

СТАГНАЦИЯ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ СТАНОВИТСЯ РЕАЛЬНОСТЬЮ, НО СТРАХИ ОТНОСИТЕЛЬНО РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН И КИТАЯ СИЛЬНО ПРЕУВЕЛИЧЕНЫ