Дмитрий ШАГАРДИН,
начальник аналитического управления дирекции операций на финансовых рынках, банк «Санкт-Петербург»

Ольга ЛАПШИНА,
заместитель начальника аналитического управления дирекции операций на финансовых рынках, банк «Санкт-Петербург»

Цикл повышения ставок откладывается

Падение цен на commodities, довольно сильная волатильность на финансовых рынках в начале 2016 г. и очевидная слабость американской экономики в четвертом квартале 2015 г. стали причинами того, что по итогам январского заседания ФРС не пошел на дальнейшее ужесточение монетарной политики. Ни о каком цикле или серии повышения ставок пока говорить не приходится.

Мы согласны с позицией Рея Далио, основателя крупнейшего в мире хедж-фонда Bridgewater Associates: сегодня американская экономика проходит свои максимумы в рамках краткосрочного бизнес-цикла после кризиса 2008 (уже прошло почти семь лет). Но более важно то, что экономика США и глобальная экономика близки к завершению долгосрочного кредитного суперцикла, который обычно длится 50–75 лет. Если за точку отсчета брать Великую депрессию 1930-х, которая является прообразом кризиса 2008 г., то мы как раз подошли к этому моменту.

Именно завершение глобального долгового суперцикла является причиной того, что мировая экономика растет слабыми темпами и страдает от дефляционного давления — это означает сохранение мягкой монетарной политики, но не ее ужесточение.

Рынок фьючерсов на ставку по федеральным фондам говорит о том, что следующего повышения стоит ждать не ранее декабря 2016 г. — правда, вероятность повышения в июне и июле также довольно высока. Сегодня рынок предполагает, что ставка ФРС на конец года составит лишь 0.6%, то есть ожидает однократного повышения на 25 б.п. с текущих значений.

Когда дело шло к декабрьскому повышению ставки, ФРС уделял особое внимание состоянию рынка труда. Но теперь фокус регулятора полностью сместился в сторону достижения целевых значений по инфляции. Напомним, что ФРС имеет двойной мандат — обеспечение полной занятости и поддержание инфляции на уровне 2% в долгосрочном периоде. Если с первым мандатом вопрос можно считать решенным, то со вторым сегодня явные проблемы.

Внешнее дефляционное давление в США со стороны сильного доллара и низких цен на commodities сохранится на более длительный период, чем это предполагалось в конце 2015 г., когда ФРС впервые за многие годы

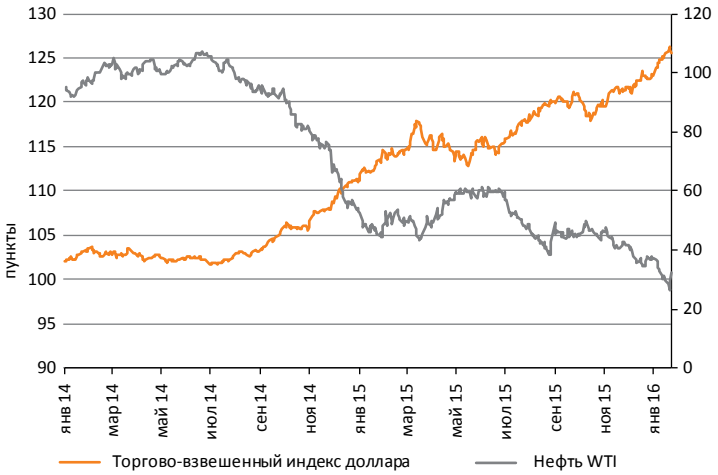

Рисунок 1
Индекс доллара и котировки нефти WTI
Источник: Bloomberg

пошел на ужесточение монетарной политики через повышение учетной ставки. Но текущая динамика цен на энергоносители означает, что базовая инфляция останется в пределах 1% до конца 2016 г. и вряд ли достигнет значения в 2% до 2017 г. Доллар, который укрепился на 20% против валют основных торговых партнеров США с середины 2014 г., продолжает серьезно давить на цены основных товаров, но эффект базы со временем сойдет на нет. Несмотря на то что внешнее дефляционное давление продолжит оказывать негативное влияние в течение достаточно длительного периода времени, рост внутренней инфляции, особенно в секторе услуг, поможет несколько нивелировать этот эффект.

Индекс потребительских цен в США снизился в декабре на 4% к ноябрю на фоне падения цен на бензин. С учетом того что цены на нефть в январе колебались ниже $30 за баррель, падение цен на бензин продолжится. Базовый индекс инфляции в США остается чуть выше 2%, но альтернативный индекс личных потребительских расходов (PCE), на который ориентируется ФРС в рамках инфляционного мандата, остается подавленным — во многом из-за того, что широко покрывает медицинские услуги и товары.

Некоторые представители ФРС, оценивая ситуацию на рынке долгосрочных облигаций, отмечают довольно существенное снижение инфляционных ожиданий. Однако, согласно мнению ФРБ Атланты, это может быть связано со снижением премии за ликвидность на рынке TIPS — облигаций, защищенных от инфляции. Альтернативные оценки ФРБ Атланты говорят о том, что инфляционные ожидания остаются относительно стабильными.

Темпы роста ВВП США замедлились до 0.8% в четвертом квартале 2015 г. С учетом роста занятости в частном секторе в среднем на 284 тыс. чел. в течение квартала и роста конечных покупок домохозяйств на 1.8% нет оснований говорить о том, что экономика страны начала серьезно замедляться. Рост ВВП США в 2015 г. составил 2.4%.

Снижение темпов роста потребительского спроса до 2.2% в четвертом квартале против 3% в третьем квартале можно частично объяснить рекордно теплой погодой. Реальные располагаемые доходы выросли на значительные 3.2%, несмотря на очень скромный прирост расходов на оплату труда. Это вылилось в увеличение уровня сбережений до 5.4%, что является максимумом за три года.

Спад в промышленности в последнем квартале года наблюдался по всем фронтам. Необычайно теплая зима привела к серьезному падению производства в коммунальном секторе. Выпуск в добывающих отраслях падает с начала года, преимущественно в сегменте буровых, хотя объем добычи нефти сохранялся на относительно стабильном уровне в течение года. Сектор обрабатывающих отраслей близок к состоянию рецессии. Если доллар по-прежнему будет стоить дорого, выпуск продукции продолжит сокращаться в первой половине текущего года.

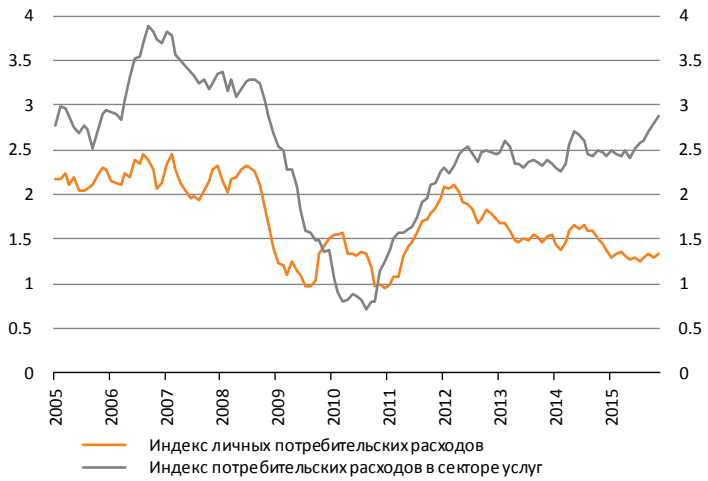

Рисунок 2
Индекс личных потребительских расходов и базовой инфляции в секторе услуг
Источник: Bloomberg

Вне промышленного сектора ситуация в американской экономике складывается относительно хорошо. Действительно, если индекс деловой активности в обрабатывающих отраслях ISM Manufacturing остается ниже 50 пунктов, которые отделяют рост от падения, то индекс непроизводственного сектора (ISM Non-manufacturing) держится на относительно высоких уровнях. Взвешенное среднее значение по этим индексам предполагает рост ВВП США на 2–2.5%, хотя мы считаем эти оценки завышенными.

Темпы роста реальных расходов замедлились до 2% в годовом выражении в четвертом квартале. Снижение темпов роста в последние месяцы 2015 г. скорее связано с необычайно теплой погодой. Продажи автомобилей держатся вблизи максимумов последнего десятилетия.

Домохозяйства сегодня тратят на бензин на $150 млрд в год меньше, чем это было в середине 2014 г. Но эти средства не пошли на покупку других товаров и услуг. Напротив, домохозяйства увеличили свои сбережения на $150 млрд. Такое поведение объяснить сложно. Возможно, домохозяйства по-прежнему считают текущий уровень цен на нефть временным явлением.

Существенное снижение буровой активности из-за снижения цен на нефть более чем на 70% с середины 2014 г. приведет к падению инвестиций в отрасли на 40% в годовом пересчете в первом квартале 2016 г. Если смотреть шире, то расходы на строительство нежилых объектов сжимаются с середины 2015 г.

Слабые данные по поставкам товаров длительного пользования (за исключением самолетов) отражают тот факт, что инвестиции сократились в четвертом квартале 2015 г. Значительный рост в доходностях корпоративных бондов — следствие существенного увеличения доходностей в сегменте мусорных облигаций, которые в большей степени выпускались компаниями, добывающими полезные ископаемые (особенно «сланцевиками»).

Вклад чистого экспорта и запасов в ВВП будет нейтральным в первой половине года, а инвестиции скорее дадут отрицательный прирост, так что экономика США будет сильно зависеть от уровня потребительских расходов. Сегодня на повестке дня действительно стоит вопрос о том, является ли замедление темпов экономического роста временным явлением или нет. Мы склонны считать, что темпы экономического роста в США в этом году сохранятся на уровне 1.8–2.4%.

ЕДИНАЯ РАЗЪЕДИНЕННАЯ ЕВРОПА

Одним из ключевых вопросов для еврозоны остается будущая политика ЕЦБ в области процентных ставок. Европейский регулятор снизил депозитную ставку в декабре и увеличил срок действия программы выкупа активов. Инвесторы этого ждали, но по итогам заседания оказались разочарованы. Дело в том, что ранее на рынках были сформированы ожидания того, что ЕЦБ предпримет некоторые экстраорди-

нарные меры по поддержке экономики, и неспособность выполнить свои же собственные обещания сыграла с регулятором злую шутку.

Напомним, что на заседании 3 декабря депозитная ставка была снижена на 10 б.п. до -0.3%, а программа выкупа активов с темпом по 60 млрд евро в месяц была продлена до марта 2017 г. Таким образом, общий объем программы расширился с 1.1 трлн евро до порядка 1.5 трлн евро. Но тот факт, что программа не была существенно расширена, делает ее несравнимой по объемам с программами ФРС и Банка Англии. Общий объем выкупа по APP (Asset Purchases Program) не превысит 15% ВВП еврозоны. В США и Великобритании объемы подобных программ были близки к 25% ВВП.

Разочарование рынков вылилось в существенное падение рынка акций, а также возврат курса евро к уровню 1.08+ после снижения до диапазона в 1.05–1.06 в преддверии заседания.

Январское заседание ЕЦБ прошло без особых сюрпризов. Как и ожидал рынок, регулятор намекнул на возможность продолжения курса на ослабление ДКП на мартовском заседании. Хотя следует отметить и то, что уровень доверия рынков к риторике регулятора существенно снизился после большого декабрьского разочарования 2015 г.

Сейчас инвесторы ждут нового снижения депозитной ставки на очередные 10 б.п. и расширения объемов программы выкупа на 20 млрд евро. Принимая решения, ЕЦБ придется учитывать риски, которые свидетельствуют как минимум о неоднозначности проведения подобной политики.

В частности, ЕЦБ, как и любой другой регулятор в мире, при принятии решений относительно денежно-кредитной политики опирается не только на данные о самочувствии экономики вверенного ему региона, но и на блок индикаторов уровня фактической инфляции, а также инфляционных ожиданий.

В настоящее время инфляция в еврозоне составляет 0.2% по CPI и 0.9% по Core CPI. Легко заметить, что рост цен без учета топлива и продовольствия существенно выше. В условиях падения цен на нефть влияние энергетической дефляции усилится, что будет противодействовать достижению целевых уровней по общему показателю инфляции в еврозоне. Эта ситуация фактически развязывает ЕЦБ руки для введения дополнительных мер поддержки экономики. В частности, для нового снижения ставок и расширения программ выкупа, о котором уже было сказано выше.

Однако не все так просто. При установлении сверхмягких условий денежно-кредитной политики возникает опасность образования различного рода пузырей на рынках. Последние данные показывают, что уровни цен на недвижимость в третьем квартале 2015 г. в среднем в еврозоне выросли на 2.3%, то есть практически в 12 раз превысили уровень среднеевропейской инфляции. При этом в различных странах динамика цен существенно отличается, в некоторых регионах цены падают, а в других недвижимость дорожает — и довольно существенно. Так, если во Франции

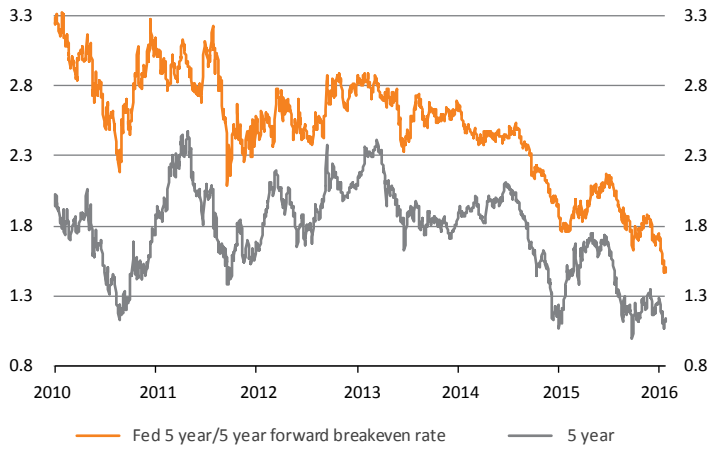

Рисунок 3
Инфляционные ожидания
Источник: Bloomberg

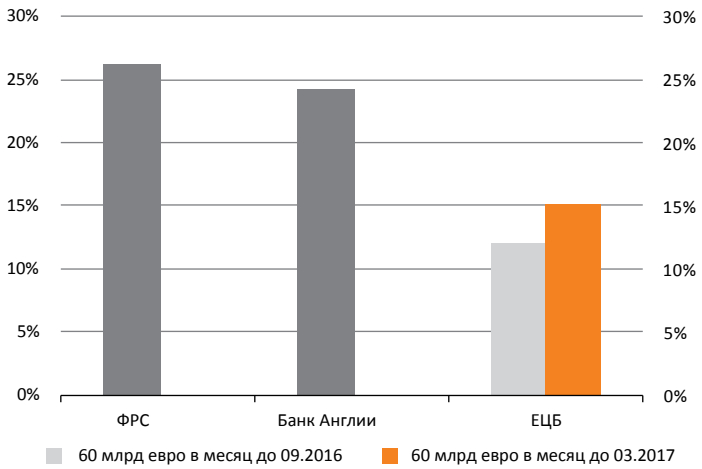

Рисунок 4
Активы ЦБ к ВВП
Источник: Bloomberg

и Италии в третьем квартале недвижимость дешевела, то в Германии подорожала на 5.6%, в Ирландии — на 8.9%, а в Австрии — на 9.3%. Таким образом, сверхмягкая денежно-кредитная политика явно приводит к некоторым побочным эффектам, с которыми странам придется иметь дело в будущем.

Если обратиться к проблеме установления единой учетной ставки для всех стран, входящих в еврозону, то здесь стоит вспомнить о правиле Тейлора, которое любят многие эксперты и которое при этом активно критикует не меньше экономистов. В соответствии с правилом Тейлора, уровень ставки в стране должен устанавливаться в зависимости от соотношения текущей и целевой инфляции, а также от наличия и размера разрыва ВВП. Применительно к еврозоне данное правило может давать сбои, ведь параметры входящих в нее стран существенно разнятся. Если для Германии правило Тейлора предусматривает положительный уровень ставки, то для многих стран, не относящихся к странам ядра (core countries), ставка должна быть глубоко отрицательной. В соответствии с моделями Bloomberg, равновесный уровень учетной ставки в ключевых экономиках еврозоны составляет на сегодняшний день порядка +3.3% против реально наблюдающейся ставки в 0%. В странах европейской периферии, не относящихся к ядру, расчетный уровень ставки по правилу Тейлора отрицательный и составляет -3.3%. Две группы стран существенно отличаются друг от друга по уровню инфляции и безработицы. В Германии, Франции и Италии инфляция находится на уровнях порядка 0.2–0.4% год к году, а средняя по группе безработица составляет 6.9%, что в условиях кризиса выглядит довольно приемлемым уровнем. В Италии, Португалии, Испании безработица существенно выше — от 11.35% до 20.9%, в среднем по блоку — 15.2%. В связи с этим экономики дан-

Таблица 1
Инфляция и безработица в странах ядра и в группе стран, не входящих в ядро еврозоны
Источник: Bloomberg

	Безработица	Инфляция
Ключевые страны		
Австрия	1.0%	10.6%
Бельгия	7.8%	0.6%
Франция	10.3%	0.1%
Германия	6.4%	0.1%
Нидерланды	6.6%	0.7%
Периферия		
Греция	26.6%	-1.1%
Италия	12.7%	0.1%
Португалия	13.9%	0.5%
Испания	24.5%	-0.6%
Еврозона	10.5%	0.2%

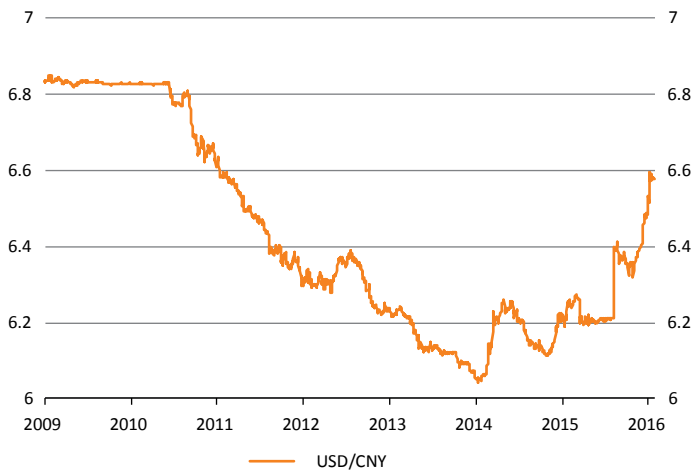

Рисунок 5
Курс доллара к китайскому юаню
Источник: Bloomberg

ных стран нуждаются в более серьезной поддержке со стороны Европейского центрального банка, то есть в более мягкой денежно-кредитной политике.

Таким образом, Европейский центральный банк, проводя политику накачки ликвидности, поддерживает преимущественно наиболее слабые экономики блока, а в ключевых экономиках при этом нарастают риски образования пузырей, в первую очередь на рынке недвижимости. Тем не менее, мы полагаем, что регулятору придется снизить ставку и нарастить программу выкупа. Весьма вероятно, это произойдет уже в марте.

КИТАЙ: КОНТРОЛИРУЕМЫЙ СПАД?

Большинство экономистов придерживаются мнения о том, что в Китае в настоящее время продолжается масштабный кризис. Тем не менее, текущий темп роста ВВП Китая позволяет ему оставаться одной из наиболее быстро растущих экономик мира. Среди стран, близких к Китаю по объему ВВП на душу населения, более существенный рост демонстрируют только пять. Среди них Туркменистан, Панама, Доминиканская Республика, Намибия и Малайзия. Легко заметить, что ни одна из перечисленных стран не может сравниться с Китаем по масштабам своих экономик. Тем не менее, стоит признать тот факт, что текущие темпы роста ВВП в Китае являются гораздо более низкими, чем ожидалось большинством экономистов. Кроме того, многие эксперты испытывают обоснованные подозрения относительно того, что официальная статистика несколько завышает темпы роста в стране. На этом фоне появляются различные негосударственные оценки прироста ВВП, это серьезно снижает доверие к официальным данным. В этой ситуации Китаю не остается другого выхода, кроме как бороться за возобновление темпов роста экономики. По итогам 2015 г., согласно официальной статистике, экономика страны показала рост на 6.9%, не достигнув даже умеренного консенсус-прогноза экономистов на уровне 7%.

Для поддержки роста и конкурентоспособности своей продукции на мировых рынках с августа 2015 г. ЦБ Китая приступил к девальвации юаня. Подобные действия стали неожиданностью для инвесторов и первоначально вызвали у них шок, что отразилось на динамике большинства развивающихся валют. С августа 2015 г. по конец января 2016 г. девальвация юаня составила 2.7%. По меркам волатильности emerging markets это весьма сдержанные темпы, однако пока ни у кого нет уверенности в том, что предпринятых мер достаточно для ускорения экономического роста в стране. В связи с этим рынки довольно активно закладывают ожидания того, что в Китае будут введены новые стимулирующие программы. Стоит отметить, что Китай является страной, импортирующей большую часть сырья для переработки. Поэтому в текущей ситуации, когда наблюдается существенное удешевление основных сырьевых товаров, это само по себе является дополнительным стимулом для экономики страны. Есть и негативные факторы. Так, слабая экономика Европы, одного из основных торговых партнеров Китая, явно угнетающе действует на экономическую активность в стране.

В ближайшее время Китаю предстоит определиться с тем, каким образом он будет стимулировать рост. А учитывая масштаб экономики этой страны, предпринимаемые шаги безусловно скажутся и на других развивающихся и развитых стран, в том числе на их валютах.