Владимир БРАГИН,
директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики,
УК «Альфа–Капитал»

Сегодня мы многое поняли…

Прошедший год запомнится надолго. Как самим коронавирусом COVID-19 и его скоростью распространения, так и беспрецедентными мерами, применявшимися для сдерживания эпидемии, и тем, к чему это привело. То, что год назад воспринималось как «новости с далеких окраин», всего через несколько месяцев стало касаться почти каждого. Довольно быстро стало понятно, что COVID-19 — это всерьез и надолго, а опасения инфекционистов, что глобализация увеличивает и риски пандемий, были ненапрасны.

Сначала COVID-19 воспринимался как внутренняя китайская проблема, которую он решал очень жестко, фактически изолировав целый регион. Это даже провоцировало критические замечания. Но когда с необходимостью решать такие же задачи столкнулись и другие страны, оказалось, что никто не способен даже приблизиться к Китаю по эффективности сдерживания эпидемии. И основным препятствием стало не отсутствие понимания опасности, а экономические, политические, а также правовые соображения и ограничения. В результате проблема приобрела глобальный характер, превратившись при этом во внешнюю проблему для Китая (в самом Китае сейчас случаи COVID-19 единичны).

Пандемия — это болезненно, но не смертельно для экономики. Пример Китая показывал, что вообще можно обойтись «малой кровью» — сильным, но временным сокращением экономической активности с последующим быстрым восстановлением макропоказателей. По последним данным, экономика этой страны уже вышла на докоронакризисную траекторию. Но такой сценарий, как уже было сказано, был реализован только в Китае. В других странах картина сложнее.

Сохранение фактора COVID-19 означает, что спад в ряде отраслей — это проявление структурных изменений в экономике, а это исключает V-образное восстановление. Грубо говоря, люди будут меньше ходить в кинотеатры, меньше пользоваться общественным транспортом и реже появляться в офисах. Соответственно, восстановительный рост экономики должен идти за счет других отраслей. Например, может вырасти спрос на личный автотранспорт, увеличится спрос на IT-услуги, связанные с удаленной работой, покупки быстрее начнут перемещаться в онлайн. Могут получить преимущество другие отрасли, например товары для дома, загородное строительство и пр. Но процесс создания новых производственных активов, привлечение и обучение персонала — это процессы на порядок медленнее, чем просто возобновление прерванной активности. Так что рост будет не таким интенсивным, как при циклическом восстановлении.

Вопрос «Куда подевалась инфляция?» остается без ответа. Казалось, что из-за локдаунов, которые повысят издержки, вырастут и потребительские цены. Но этого не произошло, если не считать короткого периода спекуляций туалетной бумагой. Наоборот, инфляция во многих странах даже замедлилась, причем на фоне новых массированных вливаний ликвидности.

Печатать деньги можно в еще больших объемах, причем не только развитым странам. ФРС, ЕЦБ и другие ключевые центральные банки отреагировали на ухудшение макропоказателей стандартно: кто мог — обнулил ставки, и все увеличили объемы вливаний ликвидности. Произошло почти мгновенное переключение в режим сверхмягкой денежно-кредитной политики.

Центральные банки развивающихся стран могут действовать не шаблонно. Обычной реакцией центральных банков ЕМ на ослабление национальных валют было резкое повышение ставок с целью увеличить привлекательность валюты для иностранных инвесторов. В этот раз они действовали прямо противоположно: ставки были снижены, причем существенно. И это не привело к ухудшению ситуации на валютном рынке, наоборот, демонстрация приоритета поддержки экономик оказала положительное влияние на инвесторов. Были и исключения, например Турция, но там ситуация на валютном рынке обусловлена проблемами с платежным балансом.

Долга может быть еще больше. Многие страны вошли в коронакризис с высокими бюджетными дефицитами и уже большой долговой нагрузкой. Соответственно, уровни долга, которые раньше казались запредельными, сейчас воспринимаются уже почти как норма. Причем это касается как развитых стран, так и подавляющего числа развивающихся. Несмотря на это, доходности уже в основном снизились, и на рынке снова дефицит привлекательных инструментов. Причин для этого две: ликвидность и низкие базовые ставки. Причем оба фактора будут в силе еще очень продолжительное время.

Ставки будут оставаться низкими намного дольше. После кризиса 2008 года ФРС и ЕЦБ, да и другие ключевые центральные банки, не решались на повышение ставок почти до того момента, как экономика достигла верхней части экономического цикла. С учетом того что в этот раз размер долга больше, экономика просела глубже и будет восстанавливаться не быстрее, период околонулевых ставок может оказаться намного продолжительнее. Это, кстати, уже отражается в доходностях по длинным казначейским облигациям США и длинным гособлигациям еврозоны.

Тренд на снижение долларовых доходностей может продолжиться. Если в 2019 году казалось, что снижение доходностей казначейских облигаций не может больше продолжаться, и даже высказывались прогнозы их роста, то сегодня стало понятно, что предел еще не достигнут. Более того, хотя ФРС пока еще довольно категорично высказывается против отрицательных ставок, рыночные ожидания уже не столь однозначны. И кстати, как показывает опыт еврозоны, отрицательными доходности могут быть и при положительных ключевых ставках. Пока, впрочем, отрицательные доходности — это в основном удел облигаций в евро, зато объем таких инструментов (если верить Bloomberg) недавно обновил исторический максимум.

Онлайн
семинар
презентация
интервью
5000+
просмотров
записи на YouTube
канале Cbonds
200–300
регистраций
Cbonds
adv@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21, доб. 111, 112
Каждую неделю Cbonds проводит прямые трансляции, в ходе которых спикеры и пользователи сайта могут обсудить актуальные темы и события на финансовом рынке
Реклама