«У всех суббота, а у нас четверг»

Антон ТАБАХ,
главный экономист,
«Эксперт РА»

Этой весной была поставлена жирная точка в прошлогодних дискуссиях о природе инфляции и монетарных последствиях борьбы с пандемией. ФРС, а вслед за ней и ЕЦБ объявили «крестовый поход» против инфляции, начав распродажу активов со своих балансов, а затем и повышение процентных ставок, причем темпами, опережающими ожидания рынка.

Самые амбициозные проекты администрации Байдена были существенно урезаны в Конгрессе, но сейчас экономика США переваривает осуществлявшиеся в пандемию вливания денег

Ветераны, давно отошедшие от дел, вспоминают минувшие дни и то, как Пол Волкер рубал инфляционного дракона 43 года назад. Большинство участников рынка, не работавшие в условиях ненулевых ставок на долговых рынках развитых стран, ждут неизведанного, молятся и постятся, подсчитывая потери и ожидая весьма постных бонусов. В России, где все привыкли к жесткости регуляторов и живут в стиле известного анекдота «у всех суббота, а у нас четверг», идущие процессы не оказывают сильного влияния ни на заемщиков, ни на инвесторов в силу изоляции российских финансовых рынков и запроса на ослабление национальной валюты.

Главные вопросы: насколько монетарные методы способны компенсировать во многом геополитическую природу нынешнего витка инфляции? Готовы ли ФРС и ЕЦБ наращивать ставки ценой спада экономики? Будет ли посадка мягкой или мы увидим даже не рецессию, а депрессию, усугубленную напряженностью во многих регионах? Наконец, как поведут себя наши рынки в условиях изоляции и вызванной санкциями дедолларизации, а также отказа от активов «недружественных стран» (а это большинство развитых рынков)?

Текущую ситуацию достаточно часто сравнивают с ситуацией 1979–1982 годов, но в тот период в США наличествовала политическая воля покончить с инфляцией как монетарными, так и фискальными методами. Предыдущий всплеск инфляции в начале 70-х годов сошел на нет, но после перерыва инфляция опять пошла в гору. С одной стороны, применявшиеся меры не были такими жесткими, как в конце десятилетия, с другой стороны, новый виток инфляции был связан с нефтяным эмбарго со стороны производителей, а эта проблема не лечилась в нужной степени методами денежно-кредитной политики. При этом рост инфляции в самом начале 90-х годов был остановлен тем же сочетанием жесткой монетарной и бюджетной политики.

Сейчас же и монетарная политика довольно мягкая по историческим меркам, и бюджетная — после сверхмягкой в 2020–2021 годах — стала просто мягкой. Самые амбициозные проекты администрации Байдена были существенно урезаны в Конгрессе, но сейчас экономика США

переваривает осуществлявшиеся в пандемию вливания денег. При этом республиканцы в случае прихода к власти в 2024 году, скорее всего, не будут урезать бюджет, то есть обе партии в целом не собираются сдерживать расходы, которые будет проводить их администрация. В этом плане ожидаемый «разделенный» Конгресс при демократическом президенте может дать два года умеренности в бюджетных расходах и отсутствие новых программ снижения налогов.

Ситуация в Еврозоне еще более сложная: существенная часть инфляции вызвана ограничениями на поставку газа и высокими ценами на другие виды топлива. Ускоренный переход на зеленую энергетику, требующий больших расходов, усугубил эти проблемы. При этом экономика большинства стран Еврозоны уже вошла в рецессию, а проведение более жесткой бюджетной политики маловероятно — она и так была достаточно сурова в наиболее проблемных либо самых крупных странах. Повысив ставку одной рукой, другой ЕЦБ был вынужден создать механизм поддержания адекватности ставок по гособлигациям в Еврозоне. Возможности по повышению ставок или же продаже активов у Кристин Лагард существенно меньше, чем у Пауэлла, несмотря на отсутствие мандата по поддержанию занятости, близкой к полной.

Сейчас сложилась несколько парадоксальная ситуация: инфляция находится на уровнях, которых в «развитом мире» никогда не видели люди моложе 45 лет, при этом безработица также близка к рекордным минимумам, а прибыли компаний — к крайне высоким уровням. Если цены на покупку жилья немного упали после двух лет бешеного роста на удорожании ипотеки, то рынок аренды бьет рекорды. При этом закредитованность во всех секторах, кроме бюджетного, несколько ниже (пропорции к прибыли или активам, не абсолютный уровень). В ипотечном сегменте относительно мало ипотеки с плавающими ставками, а кредитные линии выдавались с более высокими требованиями к кредитному скорингу. Долги относительно ВВП выросли в пандемию, но стоимость долгов, накопленных в период крайне низких процентных ставок, существенно меньше, чем перед Великой рецессией. Кредитные рейтинги средней облигации выше, чем перед прошлыми кризисами. Можно «готовиться к прошлой войне», но скорее стоит ожидать, что компании продолжат спокойно обслуживать долг, однако предпочтут погашения или размещения акций новым заимствованиям.

Именно поэтому шанс на относительно «мягкую посадку» высокий даже при более ограниченных возможностях по стимулированию экономики из бюджета или смягчению монетарной политики. При таких раскладах можно ожидать размеренного повышения ставки в этом году и ее стабилизации или снижения (при усугублении кризиса) уже в 2023 году. Это будет зависеть в первую очередь от того, начнется ли снижение инфляции в ближайшие месяцы. Пока перспективы этого достаточно хорошие: цены на сырье и продукты пошли вниз, новый урожай в США и Еврозоне ожидается хорошим, восстанавливается производство чипов, а значит, дефицит автомобилей будет купирован. Рост стоимости автокредитов снизит бурный рост покупок подержанных машин. Аренда жилья также, скорее всего, прекратит столь бурный рост. При таких раскладах в следующем году мы увидим существенный спад инфляции, хотя до целевых средних 2 % она дойдет нескоро. Более того, с учетом всех изменений и «черных лебедей», скорее всего, в 2020-х годах инфляция будет выше, чем в предыдущие десятилетия, что приведет к обесцениванию долга и облегчению существующего долгового бремени.

Как в таких условиях будет чувствовать себя российский долговой рынок и рубль? Несмотря на сильные ограничения финансовых потоков из России и в Россию, рост ставок в США и Еврозоне оказывает немалое влияние и на наш рынок. Во-первых, политика ЦБ становится еще более мягкой: даже если ключевая ставка будет стоять на месте (а она вряд ли будет), то спред с развитыми и развивающимися рынками уменьшится, тем самым уменьшив стимулы для инвестиций даже от представителей дружественных юрисдикций. Инвестиции в дружественные юрисдикции также будут более привлекательными — остается мало стран, которые не повысят ставки вслед за тяжеловесами в Вашингтоне и Франкфурте. Во-вторых, ожидания рецессии гонят вниз цены на продовольственные товары и сырьевые ресурсы, за исключением, пожалуй, только нефти и газа. Рост ставок усиливает этот процесс, а еще больше усиливает сохранение повышенных ставок на фоне даже мягкой рецессии. В результате мы можем ожидать снижения притока валюты в страну и некоторое ослабление рубля, что помогло бы и бюджету, и экспортерам. В-третьих, даже при снижении премии за российский риск повышение ставки удешевит цену на российские валютные облигации, что облегчит и Минфину, и «корпоратам» их досрочный выкуп. В сложившейся ситуации это достаточно очевидное решение, позволяющее разрешить часть проблем, вызванных невозможностью тонкой настройки валютного и долгового рынков.

Несмотря на сильные ограничения финансовых потоков из России и в Россию, рост ставок в США и Еврозоне оказывает немалое влияние и на наш рынок