Новый поворот

Егор СУСИН,
управляющий директор
Газпромбанк Private Banking

В апреле глава Банка международных расчетов (BIS), который иногда называют банком для центральных банков, Агустин Карстенс выступил на мероприятии в Колумбийском университете, указав, что в высокой инфляции, а также неурядицах на финансовых рынках во многом виноваты политики и центральные банки, которые гнались за быстрыми решениями для роста экономик, подорвав долгосрочную стабильность.

Безусловно, было достаточно много причин, которые стали триггерами инфляционных процессов, но вряд ли этот процесс стал бы столь устойчивым без огромных и неконтролируемых фискальных и монетарных мер, которые создали почву для той ситуации, в которой оказались крупнейшие экономики и их регуляторы.

Инфляция за 2021–2022 годы во многих развитых странах побила рекорды за несколько десятилетий, с декабря 2020 года потребительские цены выросли: в США — на 15%, в еврозоне — на 16%, в Великобритании — на 17%. Спустя два с лишним года после начала инфляционного всплеска базовая инфляция без учета энергии и продуктов питания продолжает оставаться высокой, годовой прирост цен составляет: в США — 5.6%, в еврозоне — 5.7%, в Великобритании — 6.2%. В период стагфляции 1970-х годов циклы активного роста инфляции в США были достаточно короткими — от 1.5 до 2.5 лет, и текущая история корреспондирует с теми временами. Но в тот период политическое давление заставляло ФРС каждый раз быстро разворачиваться, в итоге инфляция стала достаточно устойчивой и для ее стабилизации потребовался длительный период жесткой политики 1980-х годов, когда реальные ставки оставались крайне высокими на уровне 4–5% в течение 5–6 лет, что позволило стабилизировать инфляцию как таковую.

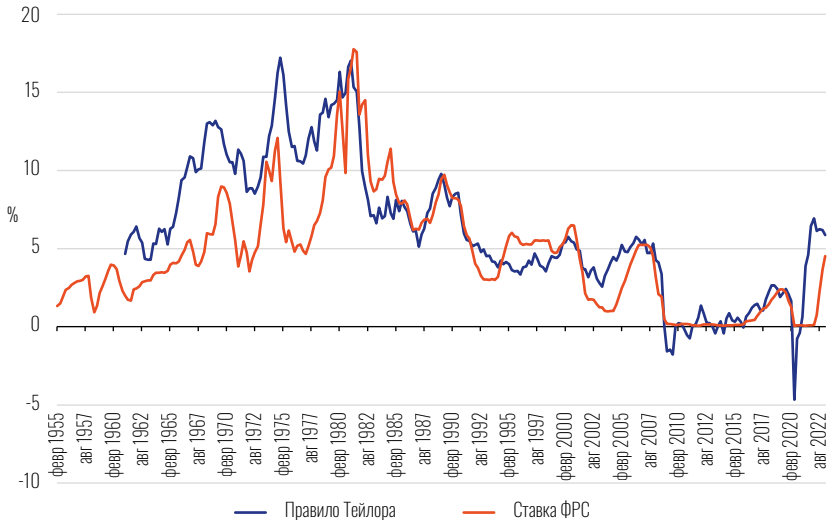
Текущая ситуация в чем-то похожа на тот период, поэтому, если центральные банки окажутся под политическим давлением и не смогут доделать работу, есть вполне обоснованные риски того, что история в каком-то приближении повторится. Хотя нужно понимать, что абсолютного повторения никогда не бывает и сами центральные банки, наученные прошлым опытом, сейчас указывают на то, что нельзя повторять ошибки 1970-х. Однако это далеко не гарантирует того, что им удастся доделать свою работу. Если посмотреть на текущую ситуацию через призму модели Тейлора, то мы увидим сильное запаздывание ФРС сейчас, а также слишком мягкую политику в начале 2000-х. Хотя модель Тейлора, даже модифицированную, не стоит идеализировать, но общую ситуацию она отражает (Рисунок 1).

Ситуация в 2022 году сложнее того, что мы видели в прошлом, так как она характеризуется значительно более высокой долговой нагрузкой на экономики. Полвека назад развитые экономики не были так перегружены

Ситуация в 2022 году сложнее того, что мы видели в прошлом, так как она характеризуется значительно более высокой долговой нагрузкой на экономики

Рисунок 1
Правило Тейлора и политика ФРС

Источник: FRB Atlanta



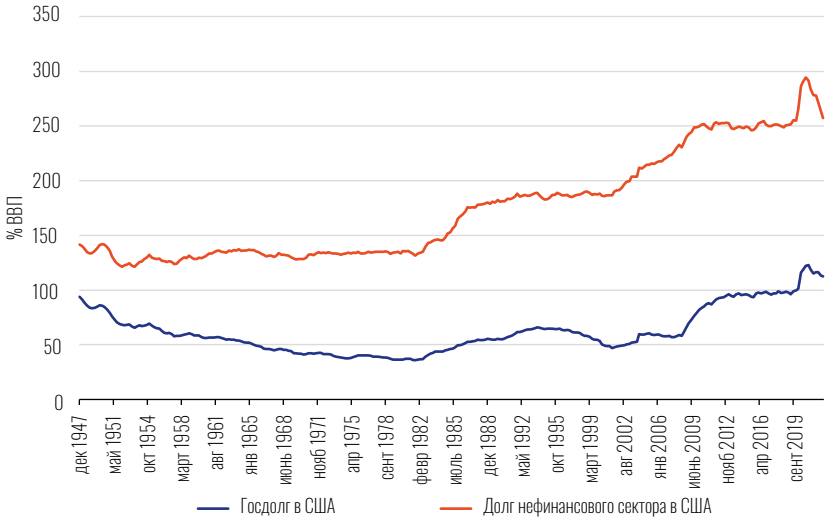
долгами, тогда общая долговая нагрузка в той же американской экономике находилась на уровне 130% ВВП, из которых госдолг составлял около 40% ВВП. Сейчас мы говорим о том, что общий долг нефинансового сектора составляет более 250% ВВП, а госдолг — более 110% ВВП (Рисунок 2). И это означает, что у ФРС в каком-то смысле связаны руки и предел финансовой устойчивости экономики значительно ниже, чем был тогда.

Это означает, что и последствия повышения ставок будут более выраженными. В марте мы уже увидели первые последствия резкого повышения ставок ФРС, когда ряд наименее устойчивых банков столкнулся с проблемами. Это первые ласточки цикла агрессивного повышения ставок, основные эффекты еще не реализовались. Реакция монетарных и фискальных властей вполне очевидно продемонстрировала, что они будут вынуждены оглядываться на риски финансовой стабильности. После первой же встряски регуляторы резко смягчили риторику и вынуждены были смягчить сигналы. Вышедшие протоколы ФРС подтвердили, что именно стресс в банковском секторе стал причиной этого пересмотра. Это, безусловно, сильно бьет по доверию к политике центральных банков — рынок понимает, что у них связаны руки. Достаточно посмотреть на расхождение ожиданий рынка относительно ставок ФРС, которое в моменте превышало 1 п. п. на середину 2024 года. Доверие рынков к политике центральных банков существенно снизилось после провала с оценками инфляционных рисков, оно может снизиться еще больше. Чтобы вернуть это доверие, центральные банки должны быть предельно жесткими — именно к этому призвал глава Банка международных расчетов. Но, возможно, они не могут себе это позволить из-за рисков финансовой стабильности и вынуждены будут искать компромисс между инфляцией и этими рисками.

Если смотреть на краткосрочную перспективу, то для поддержания инфляционного процесса необходимо топливо в виде

Рисунок 2
Долги ограничивают возможности монетарного ужесточения

Источник: BIS



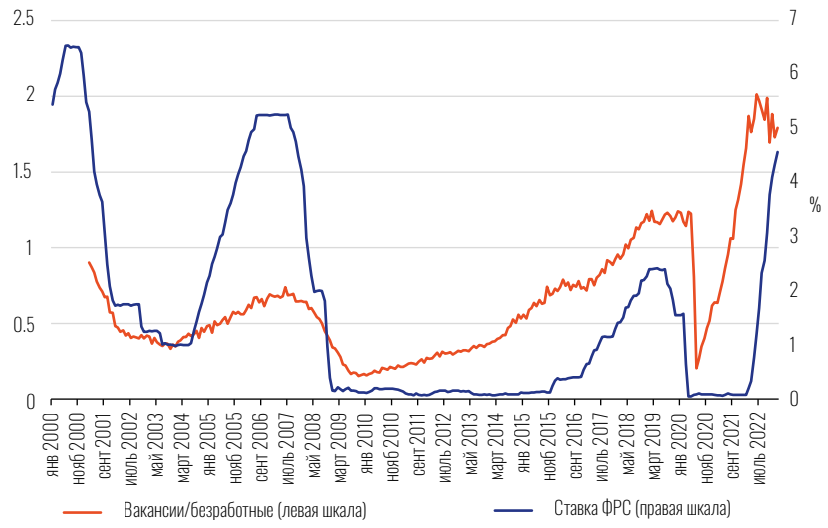


Рисунок 3
Перегретый рынок труда и ФРС

Источник: BLS

доходов и сбережений. На примере американской экономики мы можем сказать, что запасы здесь все еще есть.

Рынок труда США остается перегретым, количество вакансий на американском рынке труда в 1.7 раза превышает количество безработных, то есть экономика продолжает сталкиваться с дефицитом рабочей силы (Рисунок 3). Это поддерживает достаточно высокие темпы роста фонда оплаты труда в частном секторе на уровне 7–8% в год, что вдвое превышает уровни, которые наблюдались до 2020 года (Рисунок 4). Медианные зарплаты, по оценке ФРБ Атланты, растут на 6.4% в год, и пока существенного замедления здесь нет.

Вторым фактором, который поддерживает потребление на повышенных уровнях, являются избыточные сбережения населения (Рисунок 5). Стимулы 2020–2021 годов привели к резкому росту депозитов населения, объем депозитов превысил 100% располагаемых доходов населения, тогда как до 2020 года он не превышал 80% доходов. Ситуация здесь постепенно меняется, и на конец 2022 года мы увидели сокращение до 95% от доходов, но это все еще существенно выше докризисных значений. Банковский кризис ускорит утилизацию избыточных сбережений, но они все еще будут оставаться проинфляционным фактором на горизонте года.

Третье — кредитная нагрузка на население существенно снизилась после кризиса 2008 года за счет ужесточения доступа к кредиту со 130% до 100% от располагаемых доходов, а стоимость обслуживания долга — с 13% до 10% от располагаемых доходов. В таких условиях кредит не является ограничителем для поддержания достаточно высокого уровня потребления, а стоимость финансовых активов все еще остается на исторически высоких уровнях. Все вместе это означает, что домохозяйства остаются хорошо капитализированными, с относительно низкой долговой нагрузкой, растущими зарплатами и избыточными сбережениями. Политика постоянного выкупа проблем за счет бюджета и центральных

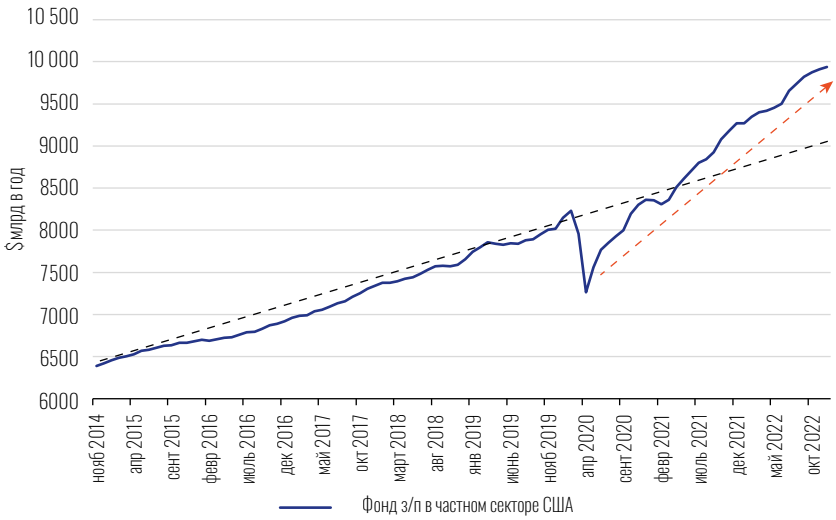


Рисунок 4
Заработные платы в США продолжают расти ускоренными темпами

Источник: BEA

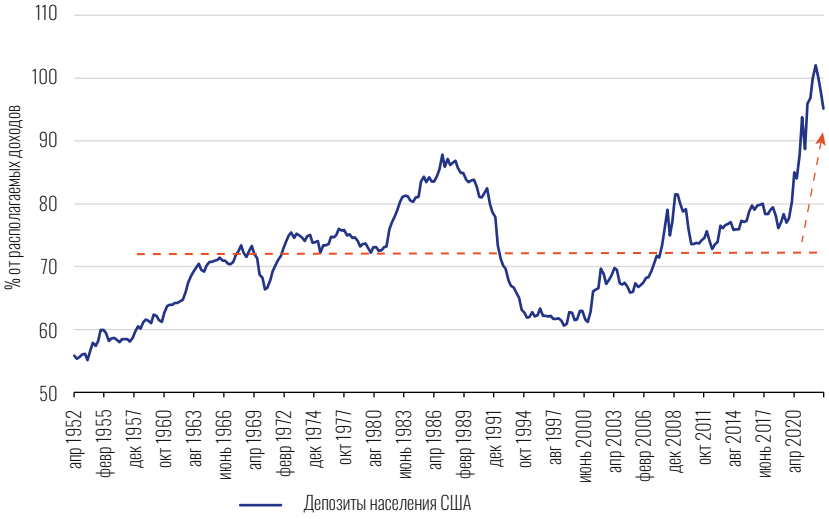


Рисунок 5
Избыточные сбережения продолжают оставаться высокими

Источник: BLS, Federal Reserve

банков дала свои плоды. Будет ли их склонность к потреблению существенно снижаться? Пока мы видим, что нет.

Конечно, по мере усиления влияния растущих процентных ставок на экономику мы увидим ухудшение экономической ситуации, но пока балансы домохозяйств очень сильны, и ФРС не доделала свою работу. Есть ли вероятность того, что и не сможет ее доделать из-за рисков финансовой стабильности? Да, безусловно, и низкий уровень доверия рынка прогнозам ФРС это отражает. Особенность текущей ситуации в том, что финансовая система реагирует на ужесточение политики быстрее, чем экономика, потому ухудшение экономической ситуации обычно является следствием финансового стресса, а не наоборот. Но центральные банки сильно боятся финансовой нестабильности. Будет ли в этот раз иначе? Кто-то верит, что в этот раз все будет иначе. Но объективно вероятность того, что мы увидим «мягкую посадку» и стабилизацию инфляции одновременно, примерно такая же, как вероятность «временной инфляции» в 2021 году — она есть, но невысока. На краткосрочном горизонте все будет достаточно турбулентно.

Среднесрочные тренды обещают остаться проинфляционными, что сильно усложнит для центральных банков управление инфляцией в ближайшее десятилетие. Все вышеперечисленное могло бы быть просто циклическим кризисом, но ситуация осложняется растущими геополитическими рисками, социальными вызовами и рядом факторов, которые могут сделать инфляцию более устойчивой на долгосрочном горизонте.

Глобализационные тренды развернулись, пока это не так явно отражается в экономических показателях, но системно мы видим ускорение процесса фрагментации мировой экономики. Об этом говорят политики, главы глобальных компаний, представители международных организаций, МВФ оценивает возможные потери до 7% мирового ВВП, только сокращение инвестиционной трансграничной активности может привести к потерям около 2% ВВП. Рост противостояния крупнейших экономик США и Китая и деградация сформировавшихся трансграничных взаимосвязей (релокация производств, торговые ограничения, ограничения потоков капитала, технологические ограничения и прочее) будут приводить к росту издержек, усилению инфляции и замедлению экономического роста. Перерастет ли это в итоге в разделение мира на конкурирующие блоки или просто реализуется более жесткой конкуренцией, вряд ли можно сказать с уверенностью, но межстрановая конкуренция продолжит нарастать, а контроль потоков капитала делается все более жестким.

Все это будет происходить на фоне усиления негативных демографических тенденций, причем на первом этапе они будут больше представлены сохранением напряжения на рынке труда. Уход с рынка труда многочисленного послевоенного поколения выйдет на пиковые уровни в 2025–2030 годах, что будет поддерживать дефицит рабочей силы и создавать дополнительные инфляционные эффекты со стороны зарплат во многих странах на горизонте ближайшего десятилетия. Фрагментация мировой экономики лишь усилит эти процессы.

И, наконец, энергопереход и процесс декарбонизации мировой экономики будут способствовать росту издержек и капиталовложений на глобальном уровне. По оценкам McKinsey, этот процесс может потребовать до $100 трлн дополнительных расходов до 2050 года, платить за это будет, конечно, потребитель. При этом рассинхронизация и сокращение инвестиций энергетических компаний могут приводить к росту волатильности цен и резким колебаниям в определенные периоды. В своей совокупности это тоже инфляционная история, которая вместе с тенденцией на фрагментацию мировой экономики и демографическими тенденциями может создать устойчиво повышенный уровень инфляции и сохранять напряженность. Хотя оценки здесь крайне разнятся, но в совокупности вышеназванные факторы могут обеспечить структурную добавку к инфляции в 1–3 п. п. для основных экономик.

Реализация данных тенденций будет сильно усложнять для центральных банков таргетирование инфляции на заявленных уровнях около 2% не только в краткосрочной перспективе, но и на более долгосрочном горизонте. Конечно, в текущей нестабильной ситуации многие процессы могут развиваться крайне непредсказуемо, но существенно выросла вероятность того, что мировая экономика входит в период низких темпов роста, повышенной инфляции, сокращения межрыночных взаимосвязей и высокой волатильности финансовых рынков. Безусловно, это будет создавать дополнительные риски, нехарактерные для последних десятилетий глобализации. Но это будет создавать и дополнительные возможности на менее взаимосвязанных, волатильных и менее эффективных рынках.