2024 год — год вызовов и год рисков

Егор СУСИН,
управляющий директор
Газпромбанк Private Banking

Прошлый год закончился относительно неплохо для мировой экономики, и в целом можно говорить о том, что ситуация в мире оказалась лучше многих ожиданий, несмотря на агрессивное повышение процентных ставок центральными банками.

Хотя рост мировой экономики вряд ли можно назвать выдающимся: по оценке МВФ банка он составит в 2023 году 3.1 %, что исторически остается слабым уровнем, но это выше ожиданий, рост в 2024 году ожидается на этом же уровне — 3.1 %. Большие бюджетные стимулы и запасы финансовых ресурсов, сформированные у потребителей после стимулов последних лет, помогли экономикам абсорбировать шок от роста процентных ставок (Рисунок 1).

В то же время можно говорить о том, что мировая экономика больше походила на лоскутное одеяло. Европейская экономика провела год в стагнации, и с высокой вероятностью мы увидим рецессию в 2024 году. Ситуация характеризовалась резко выраженным ухудшением ситуации в промышленности на фоне проблем в энергетике. Потребительский сектор выглядел относительно неплохо на фоне дефицита рабочей силы и роста зарплат. Хотя 2023 год начался в США с кризиса средних банков с общими активами более $0.5 трлн, но государство все риски выкупило на свой баланс, потратив из бюджета более $160 млрд и экстренно предоставив более $0.4 трлн ликвидности от ФРС.

Американская экономика выглядела существенно лучше, но здесь присутствовал и мощный бюджетный стимул: фактический дефицит бюджета был выше 7.5 %, а первичный дефицит составлял около 4 % ВВП. Такие дефициты характерны для экономики скорее в кризисном состоянии. Одновременно американская промышленность оставалась в состоянии стагнации, но потребительский сектор выглядел сильно — рост здесь был выше всех прогнозов.

Китайская экономика демонстрировала восстановление после пандемийного периода. Впрочем, это восстановление оказалось слабее, чем ожидали рынки. Рост в 2023 году превысил 5 %, но это рост относительно слабого 2022 года — внутренний спрос оставался слабым. Ситуация в китайской экономике все больше похожа на японский сценарий после кризиса 90-х. Лопнувший пузырь на рынке недвижимости и слабый внутренний спрос на фоне дефляции и избыточных производственных мощностей привели к долгосрочной стагнации японской экономики в течение нескольких десятилетий. Китайские власти стараются не допустить жесткого схлопывания пузыря на рынке недвижимости, пытаясь спускать пар постепенно.

Инфляция в течение 2023 года в развитых экономиках существенно снизилась, но полностью решить проблему не удалось, а базовая инфляция в большинстве

Инфляция в течение 2023 года в развитых экономиках существенно снизилась, но полностью решить проблему не удалось

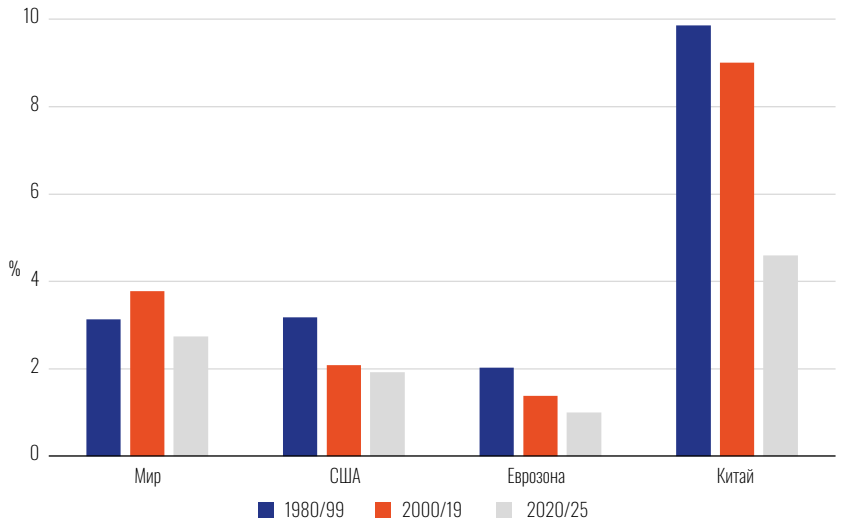

Рисунок 1
Среднегодовой прирост ВВП
Источник: МВФ

стран осталась повышенной. Снижение цен на энергоносители и продукты питания обеспечило сильные дезинфляционные эффекты, как и улучшение ситуации с поставками. Медленное снижение базовой инфляции поддерживает риски ускорения роста цен, что не позволяет центральным банкам быстро перейти к смягчению политики. При этом мировая экономика подошла к текущему году с огромным количеством рисков и противоречий, которые могут снова провоцировать всплески инфляции.

ИНФЛЯЦИЯ ПОЛНОСТЬЮ НЕ СТАБИЛИЗИРОВАНА

Это означает, что цены и инфляционные ожидания могут быть достаточно чувствительны к любым дополнительным ценовым шокам, связанным с реализацией различного рода политических, геополитических, экономических и финансовых рисков. В этом смысле центральные банки сейчас можно сравнить со спортсменом, который, полностью не восстановившись после серьезной травмы (потери контроля над инфляцией), все же пытается успеть подготовиться к олимпиаде (не допустить жесткой посадки). Поторопившись, можно навсегда лишиться возможности выступать на профессиональных соревнованиях, а опоздав, тоже можно потерять возможности своей профессиональной реализации. Именно эту ошибку совершили в свое время (в 1970-х годах) ключевые центральные банки, заведя экономику в состояние стагфляции. Недоделав свою работу, они в итоге сталкивались с ценовыми шоками, связанными с нефтяными кризисами, которые привели к полному «разъякориванию» инфляционных ожиданий. Победить это удалось только с приходом Пола Волкера, который не просто повысил ставки, но и держал высокие реальные ставки много лет (до 1986 года).

Безусловно, центральные банки помнят опыт 1970-х годов и, конечно же, боятся совершить ту же самую ошибку, смягчив политику раньше, чем это требуется для стабилизации инфляции на среднесрочном горизонте. С другой стороны, центральные банки зажаты в тиски фискальной ситуацией. Этого ограничения в 1970-х не было, долговая нагрузка была существенно ниже. Повышение ставок провоцирует рост стоимости обслуживания государственного долга, что усиливает давление на центральные банки со стороны правительств. При средней эффективной ставке обслуживания госдолга США в 3.1 % процентные расходы на обслуживание долга приблизились к $1 трлн в год и скоро дойдут до 4 % от ВВП, что делает ситуацию с бюджетом неустойчивой. Если вдруг предположить, что ставки нужно удерживать на уровне 4–5 % несколько лет, то проценты по госдолгу достигнут 5–6 % ВВП, а политическое давление резко усилится, поставив под сомнение независимость монетарной политики (Рисунок 2).

Повышение ставок провоцирует рост стоимости обслуживания государственного долга, что усиливает давление на центральные банки со стороны правительств

В итоге центральные банки находятся между молотом и наковальней, когда, совершив ошибку в ту либо иную сторону, могут столкнуться с сильнейшим политическим давлением, репутационным риском и потерей контроля над инфляцией. И все это в ситуации высокой неопределенности в мировой экономике, широкого спектра рисков и наличия долгосрочных проинфляционных факторов.

КАКИЕ ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ МОЖНО ВЫДЕЛИТЬ

— Первый фактор — риск, связанный с фрагментацией/деглобализацией мировой экономики, которая уже стала тенденцией. В текущей ситуации и мы явно

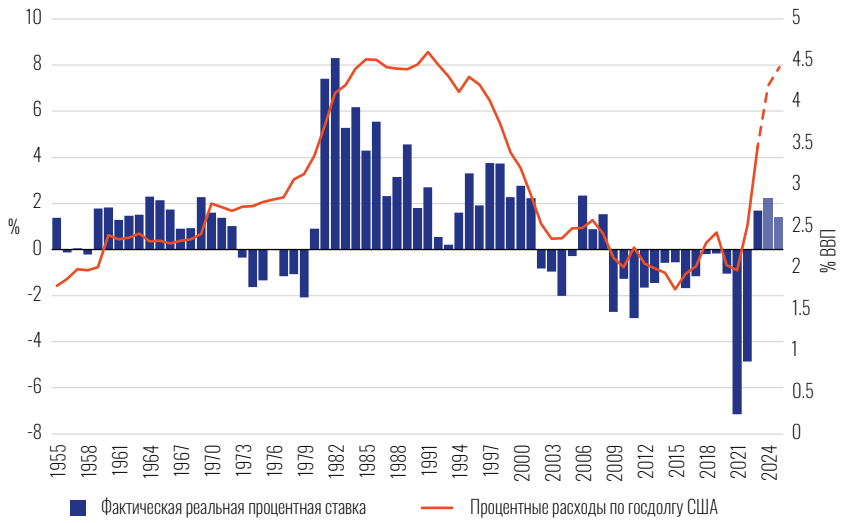

Рисунок 2
Фактическая реальная процентная ставка ФРС

Источник: ФРС

видим тенденцию к разделению мировых экономик на экономический и геополитический блоки. Это будет приводить к снижению эффективности мировой экономики, росту транзакционных издержек, снижению производительности, как следствие — более высокой инфляции и более низким потенциальным темпам экономического роста.

— Второй фактор — это демография. Большинство стран входят в цикл сокращения или медленного роста количества рабочей силы, что подразумевает рост издержек на труд. Данный риск является также проинфляционным, хотя есть много надежд на то, что внедрение искусственного интеллекта нивелирует этот риск. Однако процессы развития ИИ и демографические процессы вряд ли могут быть синхронизированы, поэтому может потребоваться еще больше социальных расходов бюджетов, что также станет проинфляционным фактором.

— Третий фактор — это декарбонизация, то есть переход к использованию «чистой» энергии, который потребует значительного роста инвестиций и будет генерировать дополнительные издержки. По оценкам экспертов, дополнительные расходы на энергопереход могут достигать нескольких процентов мирового ВВП в ближайшие десятилетия, что, безусловно, будет транслироваться в итоговые цены товаров и услуг.

Учитывая эти «3D», мы можем говорить о том, что в среднем инфляционная картина будет смещена вверх на долгосрочном горизонте. Для политики центральных банков это может означать, что средние реальные ставки должны быть выше на долгосрочном горизонте, что крайне затруднительно даже при текущих уровнях долговой нагрузки. Для бюджетных систем это может означать большие дефициты, более высокие налоги и сокращение/перераспределение расходов. Это может создать конфликт между правительствами и центральными банками, цели которых будут противоречить друг другу на долгосрочном горизонте.

Вернемся к 2024 году. Инфляция снизилась, но не побеждена, экономика лучше ожиданий, но за счет сильных бюджетных вливаний госдолги выросли, и стоимость их обслуживания тоже растет — именно в таком состоянии мировая экономика входит в этот год. При этом ситуация характеризуется уникальным набором рисков, которые могут в любой момент вывести ситуацию из текущего шаткого равновесия.

РИСКИ 2024 ГОДА

Первая группа рисков — это риски политические. Текущий год будет характеризоваться достаточно большим количеством политических событий, в первую очередь это выборы в разных регионах. Ключевым событием станут выборы в США. Ситуация здесь крайне неопределенная и турбулентная, политические противоречия между основными участниками дошли до прямой вражды, как и их взгляды на экономику (Рисунок 3). Хотя выборы будут «ремейком» предыдущей кампании, но социально-политическая среда в этот раз более разобщена. Учитывая непростую ситуацию с бюджетом и в целом с финансовой системой, резкие движения здесь могут приводить к сильному росту волатильности на финансовых рынках.

Вторая группа рисков — это риски геополитические: ситуация на Ближнем Востоке и Украине, напряженность вокруг Тайваня, рост напряженности в отношениях США и Китая, разделение мира на блоки. Широкий набор неэкономических рисков,

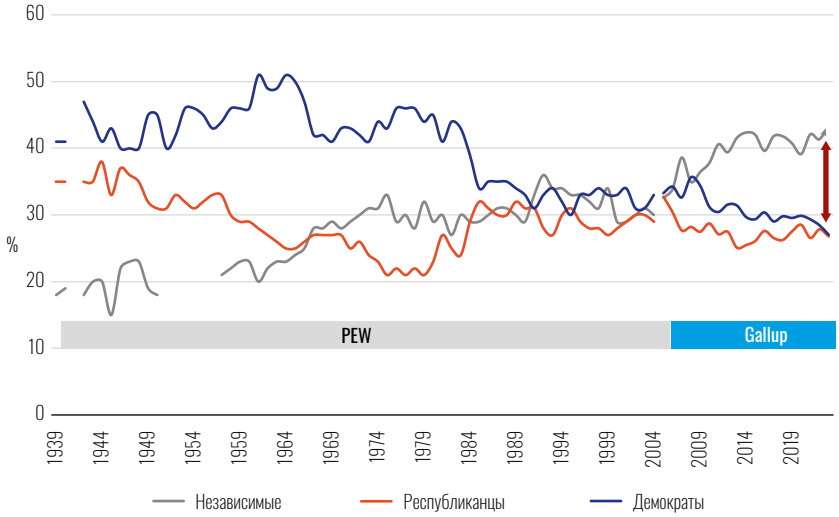

Рисунок 3
Партийная идентификация в США

Источник: Pew Research Center

которые могут породить серьезные экономические проблемы. Мы уже видим определенные логистические проблемы, связанные с ситуацией на Ближнем Востоке, а перед этим мы видели достаточно сильную турбулентность на энергетических рынках. Вероятность того, что мы можем увидеть новые ценовые шоки или реализацию проинфляционных факторов, обусловленных проблемами с поставками, нельзя назвать низкой.

Третья группа рисков — это риски экономические. На рынках сложилась иллюзия, что экономики пережили резкое повышение процентных ставок без особых потерь, и пока это действительно так, в том числе благодаря агрессивной бюджетной поддержке экономик и накопленным сбережениям. Но не стоит забывать, что эффект от повышения процентных ставок далеко не мгновенный. Рынки могут сильно недооценивать те последствия, к которым будут приводить уже реализованные повышения процентных ставок, как в экономике, так и в финансовой системе. При этом европейская экономика находится на грани рецессии, китайская экономика не демонстрирует ожидаемых темпов восстановления, а внутренний спрос остается крайне слабым, то есть велики риски ухода в японский сценарий. Американская экономика сильна на волне масштабных госрасходов, но также есть риски ухудшения экономической ситуации.

Четвертая группа рисков — риски финансовой стабильности. Мы уже видели реализацию определенных рисков в 2023 году, когда произошел кризис региональных банков в США, который стоил бюджету $160 млрд и потребовал вливаний ликвидности от ФРС. Это же спровоцировало проблемы и фактически банкротство Credit Swiss. В 2022–2023 годах существенно снизилась ликвидность крупнейшего долгового рынка — рынка гособлигаций США. Это произошло на фоне значительных заимствований Минфина и слабого спроса на бумаги. Влияние цикла повышения ставок будет усиливаться, вырастут риски неплатежеспособности: мы уже видим постепенный рост просрочек по кредитам в частном секторе США, впереди рост просрочек по кредитам под коммерческую недвижимость и кредитам населению. В случае реализации дополнительных инфляционных рисков Япония как крупнейший мировой инвестор может быть вынуждена начать отказ от политики нулевых ставок, что может приводить к оттокам капиталов с рынков развитых стран, где Япония традиционно является крупным инвестором, и к росту волатильности ставок.

Рынки за последние 15 лет привыкли к тому, что все проблемы решаются за счет государства, и верят, что так и будет продолжаться

До сих пор государства по большей части выкупали на свой баланс все риски, а центральные банки помогали это делать. Только за 2023 год ФРС абсорбировала более $100 млрд процентного убытка финансовой системы США, а Минфин выкупил убытки региональных банков. Европейские бюджеты компенсировали потери 2020–2023 годов для потребителя и бизнеса. Рынки за последние 15 лет привыкли к тому, что все проблемы решаются за счет государства, и верят, что так и будет продолжаться. Ожидания снижения процентных ставок добавляют надежд на то, что убытки от их повышения не реализуются в полной мере. Но все же разрыв между запредельным и даже иррациональным оптимизмом рынков (индекс «страха VIX» в начале года достиг многолетних минимумов) на фоне широкого спектра проблем и рисков выглядит слишком большим, а это предвестник крайне высокой волатильности.