

Кризис и перспективы долговых рынков в 2010 году

Какие перспективы у российского долгового рынка, что нас ждет в 2010 году?

Учитывая, что российская экономика по-прежнему характеризуется структурной слабостью (доля нефтегазовой отрасли формирует около четверти размеров ВВП, более половины доходов бюджета и более 60% валютных поступлений страны), а финансовые рынки страны стали частью глобальной финансовой системы, совершенно точно можно сказать только одно: ситуацию на финансовых рынках России в целом и ее долговом рынке в частности в значительной мере будут определять состояние мировой экономики и тенденции на глобальных рынках.

В таком случае, какие тенденции сейчас наблюдаются на международном финансовом рынке и каковы ближайшие перспективы мировой экономики?

В 2009 году на международных рынках наблюдался активный рост стоимости практически всех классов финансовых активов.

Этот рост частично можно объяснить улучшением ситуации в мировой экономике. Вопреки ожиданиям, США и другие крупнейшие развитые страны не впали в экономическую депрессию и избежали разрушения финансовой системы. Это произошло благодаря беспрецедентным по масштабу мерам по монетарному и бюджетному стимулированию экономики, прямой помощи банковской системе со стороны государства.

В то же время, бурный рост финансовых рынков никак не соответствует скромным признакам восстановления, наблюдаемым в мировой экономике. Одна из важнейших причин взлета цен на финансовые активы – беспрецедентно мягкая денежная политика США и прочих крупнейших экономик мира. Крупнейшие центральные банки не только удерживают ключевую ставку вблизи нулевых отметок, но и осуществляют прямое «вливание» ликвидности в финансовую систему (так называемый режим «количественного смягчения»). Значительная часть предоставленной финансовому сектору ликвидности абсорбируется финансовыми рынками, определяя ажиотажный спрос на широкий круг активов, включая акции, облигации и инструменты сырьевых рынков.

Что же касается реальной экономики развитых стран, то несмотря на некоторые признаки оживления, она по-прежнему вызывает беспокойство. Рынок труда очень слаб во всех развитых странах (безработица в США и Еврозоне - порядка 10%), финансовый сектор не восстановился после прошлогодних потерь, экономика испытывает дефицит кредитных ресурсов, стагнирует потребительский сектор.

Мы говорим о развитых странах, а как ведут себя развивающиеся рынки и насколько высоко их влияние на развитие ситуации в мировой экономике?

Не будет большим преувеличением сказать, что в посткризисный период именно страны с развивающимися рынками стали главной движущей силой мировой экономики.

Известно, что последние годы вклад этих стран в прирост мирового валового продукта превышал аналогичный показатель развитых стран. В условиях же кризиса вклад развивающихся и развитых экономик в прирост мирового ВВП просто стал разнонаправлен – около 1% прироста экономики в развивающихся странах, против более чем 3% спада в развитых странах. Можно также отметить, что доля стран с развивающимися рынками в мировом потреблении в посткризисный период превысила

отметку в 30%, тем самым, превысив долю традиционного лидера по данному показателю – экономику США. Все это означает, что тенденции на развивающихся рынках начинают играть все более важную роль как при формировании трендов в мировой экономике, так и в вопросах ценообразования на глобальных рынках. В частности, растущий спрос со стороны азиатских стран является сегодня важнейшим «фактором поддержки» для рынка сырой нефти и определяет фундаментальные предпосылки для сохранения положительного тренда на сырьевых рынках в 2010 году.

Однако следует отметить, что реакция развивающихся рынков на кризис была весьма неоднородна. Если Азиатские экономики продемонстрировали быстрое восстановление (оценка прироста ВВП в 2009 году – в среднем более 4%), то ряд стран Латинской Америки и Центральной Европы продолжают борьбу со спадом (оценка спада ВВП в 2009 году в среднем более 3%).

Чем обусловлено такое сильное поведение именно экономик стран Азии? И почему прочие развивающиеся рынки не смогли столь же продуктивно противостоять кризису?

С одной стороны, азиатские экономики имели изначально более сильные позиции: сбалансированный бюджет, сильную банковскую систему, положительный торговый баланс и значительный объем накопленных резервов. Такая ситуация позволила регуляторам этих стран принять широкий и емкий пакет антикризисных мер как в сравнении с предыдущими «кризисами», так и относительно прочих регионов мира.

Что представляется еще более важным, структура экономик азиатских стран способствовала высокой эффективности принятых мер: сильная банковская система оказалась восприимчива к стимулирующим мерам в области денежной политики, стимулирование потребительского спроса дало быструю отдачу, поскольку существенная часть валового продукта этих стран сегодня потребляется внутри региона.

Смогут ли страны Азии стать локомотивом мировой экономики в посткризисный период и как по вашему мнению будет изменяться ситуация в мировой экономике в ближайшем будущем?

Доля быстрорастущих азиатских экономик в мировом ВВП в настоящее время составляет более 20%. Таким образом, влияние этих стран на глобальные рынки существенно. Однако следует заметить, что быстрое восстановление стран Азии стало следствием масштабных стимулирующих мероприятий. В настоящее время некоторые из них столкнулись с необходимостью принятия мер, направленных на охлаждения экономики. Данные меры могут оказать сдерживающее влияние на экономический рост.

Аналогичная ситуация в скором будущем может ожидать и развитые страны. Стимулирующие меры не могут продолжаться бесконечно. Так, бюджетный дефицит в США в текущем году составит около 12% ВВП, странах Евросоюза – около 7% ВВП. Даже в случае, если правительствам удастся реализовать запланированные меры по стабилизации бюджетов, в ближайшие годы государственный долг всех развитых экономик (за исключением Канады и Австралии) превысит 90% ВВП, при этом платежи по обслуживанию долга в перспективе нескольких лет способны удвоиться по отношению к показателям 2007 года. В свою очередь длительное монетарное стимулирование экономики связано с инфляционными рисками и надуванием новых «пузырей» на финансовых рынках.

Сворачивание стимулирующих мер как в развитых, так и развивающихся странах несет в себе серьезные риски для устойчивости экономического восстановления и стабильности финансового сектора.

Какие опасности выход из «режима стимулирования» экономики может нести для финансовых рынков?

В настоящее время обильное насыщение рынков денежной ликвидностью способствует спросу на практически любые виды финансовых активов. Финансовые рынки демонстрируют согласованный рост, доходности по многим долговым инструментам приблизились к уровням характерным для докризисных времен.

«Нормализация» денежной и фискальной политики заставит участников рынка более разборчиво относиться к выбору инвестиционных инструментов. Пример с резким расширением спреда по облигациям Греции (страны члена Евросоюза) в конце ноября до уровня, характерного для эмитентов со спекулятивным кредитным рейтингом, является в этом смысле очень показательным.

По всей видимости, финансовые рынки в этот период будут характеризоваться повышенной «нервозностью». На некоторых рынках может произойти существенная переоценка активов.

Когда же власти ведущих экономик начнут «нормализацию» экономической политики?

Скорее всего, этот процесс будет происходить постепенно и вряд ли он завершится в ближайшее время. Как уже говорилось признаки восстановления экономики пока нельзя назвать уверенными. Стагнация кредитного рынка, снижение загрузки производственных мощностей и спад склонности к потреблению оказывают серьезный сдерживающий эффект на потребительские цены, что позволяет центральным банкам еще некоторое время «надувать» собственные балансы путем денежной эмиссии. В тоже время, очевидно, что режим «количественного смягчения» не может продолжаться бесконечно. Так, выделенные ФРС США на покупку финансовых активов 1,8 трлн. долл. должны закончиться уже к марту 2010 года. Судя по комментариям регуляторов денежного рынка, меры по прямому вливанию ликвидности в экономику должны начать сворачиваться уже в начале будущего года. Если в результате данного шага экономика сохранит положительную динамику, то к концу 2010 года следует ждать мер по нормализации бюджетной политики крупнейшими экономиками. Повышение ставок центральными банками, по всей видимости, станет заключительным шагом на пути сворачивания стимулирующих мер. По-видимому, его следует ожидать не ранее 2011 года.

Не приведет ли столь длительный период увеличения денежной массы к росту инфляционных процессов во всем мире?

В ближайшее время спад на рынке труда и рост свободных экономических мощностей должны сдерживать рост инфляции. В более долгосрочной перспективе такой риск существует.

Какие же все-таки перспективы ожидают российский финансовый рынок?

В качестве центрального сценария сейчас рассматривается медленное восстановление мировой экономики. В рамках этого сценария постепенное увеличение совокупного спроса в мире обеспечит положительную динамику сырьевых рынков, что в свою очередь будет способствовать укреплению рубля и росту спроса на рублевые активы со стороны инвесторов. Это означает, что позитивные тенденции на финансовых рынках могут сохраниться и в будущем году. Сценарий предполагает низкое инфляционное давление, что позволит Банку России удерживать ключевые ставки на невысоком уровне. «Риск-премии» также будут сокращаться и более широкий круг заемщиков будет способен получить доступ к рынку облигаций и кредитному рынку.

Основной риск для развития ситуации по описанному сценарию – проблемы в отдельных сегментах мировой экономики и возможный спад на рынке сырья. Указанный сценарий нельзя исключать, учитывая неустойчивый пока рост мировой экономики и появления признаков надувания новых «пузырей» в отдельных сегментах международного финансового рынка.

И последний вопрос, ваше мнение - кризис прошел?

Да, возможно наиболее острая фаза кризиса пройдена. Прямые «разрушения», нанесенные мировой экономике его «грозовым фронтом» купированы и даже частично устранены. Но сегодня мы сталкиваемся с реалиями жизни в новых «погодных условиях» и понадобится время, чтобы к ним приспособиться. Экономисты сегодня работают с чистого листа и, пожалуй, ни от кого из них не следует ожидать абсолютно точных рецептов и прогнозов. Судя по рыночной ситуации среди инвестиционного сообщества существует консенсусное ощущение того, что путь к оздоровлению мировой экономики найден. Но путь этот, по всей видимости, будет не короток и весьма тернист. Сохраняя надежду на лучшее, без всякого сомнения, нужно быть готовым к неблагоприятному развитию событий.