

Руководители центральных банков во времена неопределённости

В период между двумя глобальными кризисами 2008-го и 2020 годов обычным явлением стала ситуация, когда «единственную игру в городе» вели центральные банки. Они были единственной силой, которая делала всё возможное для стимулирования роста, экспериментируя с новыми решениями и «нетрадиционной монетарной политикой». Их цель заключалась в том, чтобы не допустить попадания западных метрополий в «японскую ловушку» дефляции.

Основными используемыми инструментами были нулевые, а в некоторых случаях и отрицательные ключевые ставки и превентивное управление ожиданиями инвесторов («*forward guidance*») посредством сложной системы коммуникаций и прогнозов; в роли тяжёлой артиллерии монетарных властей выступали масштабные и многолетние кампании покупки государственных облигаций на сумму в триллионы долларов с целью удержания процентных ставок на минимальном уровне, но это привело центральные банки к границе, где начинается фискальная политика, которой по канонами традиционного подхода им было запрещено заниматься.

Игры в городе

В 2022 году с началом новой фазы борьбы с инфляцией и возвращением к практике повышения ставок центральные банки начали демобилизовывать и другие нетрадиционные меры, но они не могут отказаться от приобретённых полномочий: например, ФРС от роли финансового суперрегулятора в США, а ЕЦБ от роли второго пилота в энергетическом переходе. Но теперь монетарная политика больше не является единственной игрой в городе. На поле вышли правительства с их активной политикой, которая иногда противодействует действиям центральных банков: дефициты и долги метрополий беспрепятственно растут в контексте промышленной политики, отдающей приоритет безопасности, и защитных мер, увеличивающих издержки и цены.

Центральные банки погружены в классическое состояние длительного марша процентных ставок, который в определённый момент должен остановиться, но это крупнейшая неизвестная величина в монетарной политике. Джером Пауэлл и Кристин Лагард говорят, что лучше ошибаться насчёт слишком большого роста, чем слишком малого: это означает готовность пойти на риск рецессии и бороться с инфляцией даже ценой замораживания экономики. Но с двумя оговорками. Во-первых, руководители центральных банков пытаются выиграть время, то есть дать достигнутым на данный момент ставкам время проникнуть в поры общества, замедляя спрос; по их оценкам, потребуется от 18 до 24 месяцев. ФРС, которая начала повышать ставки в марте 2022 года, чувствует, что она ближе к цели. Во-вторых, 2024 год – год выборов как для Европы, так и для США; антирестрикционное давление будет расти во всех государствах.

Циклические осложнения

В конце августа в Джексон-Хоул на традиционном симпозиуме, организованном Федеральным резервным банком Канзас-Сити, главы трёх крупнейших монетарных держав Запада изложили своё видение главных неизвестных международной ситуации. Во всех выступлениях присутствовала тема неопределённости, но выражена была по-разному.

Пауэлл акцентировал внимание на трудностях, связанных с переходом от экспансионистской к рестриктивной фазе цикла и стабилизации. Реальные ставки в США сейчас положительны, но рост ВВП выше ожиданий и долгосрочной тенденции, несмотря на замедление промышленного производства и снижение инвестиций в жилищное строительство в течение пяти кварталов подряд. В сентябрьских прогнозах ОЭСР ВВП США в этом году вырастет на 2,2 %, т. е. на 0,6 процентного пункта больше, чем ожидалось в июне, на фоне общего замедления роста еврозоны до 0,6 % ВВП. «Экономика может не остыть, как ожидалось», – предупреждает Пауэлл, и неявным следствием этого может стать очередное ужесточение ставок. Пауэлл считает, что рынок труда нормализуется благодаря более высокому уровню участия работников в возрасте от 25 до 54 лет, женщин (на

рекордно высоком уровне) и иммигрантов, возвращающемуся к допандемическому показателю.

Рынок труда до сих пор оставался величайшей загадкой американского цикла: после пандемии миллионы предложений остались неудовлетворёнными. Продолжающаяся частичная ребалансировка замедляет рост заработной платы, но Пауэлл по-прежнему озадачен: этот процесс происходит *«без увеличения безработицы, что является очень долгожданным, но исторически необычным результатом, который, похоже, отражает большой избыточный спрос на рабочую силу. [...] Эти неопределённости, старые и новые, усложняют нашу задачу по балансировке риска чрезмерного ужесточения монетарной политики и риска слишком слабого ужесточения»*. У Пауэлла нет надёжного навигатора, и он заявляет об этом с помощью довольно неуклюжей метафоры: *«Мы плывём среди звёзд под пасмурным небом»*.

“Время перемен и потрясений”

Горизонт же Лагард выходит за рамки рисков и неожиданных событий текущего цикла. Она говорит об *«эпохе перемен и разрывов»*, в которой просматриваются структурные факторы *«нового геополитического ландшафта»* и *«долгосрочные последствия»* изменения климата, пандемии и войны на энергетических рынках и в области бизнес-моделей. В эту *«новую эпоху»* закономерности, служившие ориентирами в прошлые десятилетия, рискуют устареть. Лагард исследует *«три изменения, которые трансформируют глобальные рынки»*.

Во-первых, после пандемии столетия глубокие изменения происходят на *рынке труда*: в некоторых странах многие работники так и не вернулись на свои рабочие места, в других, например, в зоне евро, занятость достигла рекордного уровня, но люди работают меньше часов в среднем. Пандемия ускорила цифровизацию, а вместе с ней и переход к удалённой работе. Однако один из документов ЕЦБ отвергает крайние теории, согласно которым четверть рабочих мест в “развитых” странах может быть поглощена искусственным интеллектом.

Во-вторых, эпицентром *энергетического перехода* является Европа, но он скажется и на глобальном энергетическом балансе: поставщики, которые раньше балансировали рынок, например, производители сланцевой нефти, теперь выбирают более медленный рост, в то время как производители нефти из ОПЕК+ постоянно не достигают своих целей. Переход к возобновляемым источникам энергии обусловлен необходимостью достижения *энергетической безопасности*: ЕС стремится к 2030 году превысить долю производства энергии с использованием возобновляемых источников энергии в 40 %; США хотят к 2050 году превысить долю производства электроэнергии за счёт солнечной и ветровой энергии в 50 %.

В-третьих, всё более глубокими становятся *геополитические изменения*, возникает тенденция к разделению глобальной экономики на *«конкурирующие блоки»*, опирающиеся на защитные меры: торговые модели и цепочки поставок меняются, даже если мы пока и не можем говорить о полноценной *деглобализации*.

Лагард прогнозирует, что будущие экономические кризисы всегда будут представлять собой *шоки предложения*, как в результате изменения климата, так и вследствие появления новых источников предложения, вызванных геополитическими потребностями. Согласно одному из исследований ЕЦБ, глобальный реальный импорт сократится на 30 %, не компенсируясь внутриблоковой торговлей.

Технологические переходы приведут к огромным структурным инвестициям в Европу – 600 млрд долл. в год на энергетический переход до 2030 года; доля глобальных инвестиций в цифровой переход к 2026 году удвоится до 3,4 трлн долл.; ежегодные инвестиции в оборону в размере 60 млрд долл. приведут к тому, что этот показатель достигнет 2 % ВВП.

Азиатские дилеммы Токио

Для главы Банка Японии Кадзуо Уэды одним из источников наибольшей неопределённости, нависшей над страной, является начало диверсификации торговли и прямых иностранных инвестиций (ПИИ) из Китая в ответ на растущую геополитическую напряжённость. Уэда вспоминает, что в 1980-х годах у Токио также был торговый конфликт с Вашингтоном, который в 1990-х годах привёл к перенаправлению японского экспорта с американского

маршрута в остальную Азию. Перераспределение японского экспорта сопровождалось сильными потоками иностранных инвестиций в Азию, поскольку японская экономика находилась в застое, а заработная плата стала слишком высокой. В текущем цикле экспорт Токио в Китай + Гонконг потерял несколько пунктов в общем объёме экспорта Японии, но это направление продолжает оставаться для неё крупнейшим. Индия и Вьетнам относятся к числу наиболее динамичных новых направлений внешней торговли. ПИИ Японии в Китай с 2014 по 2022 год упали с 8 % до чуть более 5 % от общего объёма. Инвестиции в Северную Америку вернулись примерно к 40 % от общего объёма.

В одной из прилагаемых к докладу таблиц Уэда приводит данные об основных направлениях ПИИ крупных японских групп. Доля инвестиций в Северную Америку в 2022 году составила 35,6 % и по прогнозу Уэды в 2023 году их ждёт прирост в 16,6 %. Соответствующая доля инвестиций в Китае составляет 13,3 % с перспективой прироста в 23,7 % в 2023 году. Опрос 611 японских компаний относительно их приоритетных намерений осуществлять ПИИ в будущем ставит на первое место Северную Америку с 25 % голосов и Китай на второе место с 19 %. В целом крупные японские компании, похоже, не намерены покидать Китай. На третьем и четвёртом местах по будущим инвестиционным предпочтениям находятся Вьетнам (12 %) и Таиланд (11 %).

Стратегический вопрос Уэды касается сектора высоких технологий, где экспорт Южной Кореи и Тайваня является *«хорошим индикатором глобальных тенденций»*. Снижение экспорта этого сектора в Китай создаёт дилемму: *«Пока сложно определить, является ли это результатом геополитических факторов или просто отражением макроэкономической мощи экономических секторов США и Китая. [...] Другая возможность заключается в том, что мы медленно приближаемся к переломной точке, за которой многие вещи радикально изменятся»*.

Между тем, отмечает Уэда, Китай распространяет своё производство на остальную часть Азии *«аналогично тому, как это произошло с Японией и Азией 40 лет назад»*, но охватывает гораздо более обширные территории, включая Латинскую Америку и Африку.

Уэда отмечает, что в перемещении японских инвестиций в Азию нет единой тенденции: рещоринг рассматривается положительно, но только для некоторых секторов, таких как полупроводниковая промышленность с государственной поддержкой; автомобильная, машиностроительная и химическая промышленность, напротив, намерены усилить своё присутствие в Азии. У Уэды есть определённые серьёзные сомнения по поводу репатриации иностранных активов: *«Возможно, не существует адекватной инфраструктуры для поддержки роста начинающих проектов. Япония может проиграть в глобальной гонке за привлечение ведущих компаний. Широкое использование промышленной политики во всём мире может привести только к созданию неэффективных предприятий»*.

Сентябрь 2023 г.