

Профессор, предсказавший мировой кризис, - Нуриэль Рубини - в своей статье объясняет, почему на этот раз печатный станок не спасет экономику США

Решение Федеральной резервной системы США о проведении третьего раунда политики количественного смягчения (третий запуск печатного станка - так называемая программа QE3) ставит перед нами три важных вопроса. Стимулирует ли QE3 рост американской экономики? Приведет ли это к устойчивому росту рискованных активов, особенно в США и на других мировых фондовых рынках? В конце концов, повлияет ли это на рост ВВП и состояние фондовых рынков?

Многие считают, что влияние QE3 на рискованные активы должно быть столь же эффективным, как и влияние QE1, QE2, а также операция Твист (программа ФРС по покупке облигаций). В то время как предыдущие раунды ослабления американской денежной политики были связаны с постоянным увеличением цен на акции, масштабы и продолжительность QE3 более существенны. Несмотря на поразительную приверженность ФРС к решительному смягчению денежно-кредитной политики, ее влияние на реальное состояние экономики и ценные бумаги США может быть менее значительным, чем во время прошлых раундов QE.

Основные каналы финансового стимулирования реального сектора - рынки облигаций, кредитные, валютные и фондовые рынки - остаются слабыми, если не разрушенными

Во-первых, следует принять во внимание, что предыдущие раунды QE проходили при более низкой стоимости ценных бумаг и доходов. В марте 2009 года индекс S&P 500 упал до отметки в 660, прибыль на акцию (EPS) американских компаний и банков упала до уровня финансового кризиса, а значения коэффициента цена/прибыль равнялись однозначным числам. Теперь индекс S&P 500 возрос более чем на 100% (колеблется на уровне 1430), средняя прибыль на акцию близка к 100 долларам США, значение коэффициента цена/прибыль примерно равно 14.

Даже во время QE2, летом 2010 года, индекс S&P 500, коэффициент цена/прибыль и прибыль на акцию были гораздо ниже, чем в настоящее время. Если экономический рост в США останется таким же слабым, несмотря на QE3, валовый доход и чистая прибыль снизятся. И это будет иметь негативный эффект на стоимость ценных бумаг.

На этот раз отсутствует налогово-бюджетная поддержка: QE1 и QE2 смогли предотвратить более глубокий экономический спад и избежать двойной рецессии, потому что каждая из них была подкреплена значительным бюджетным стимулированием. Напротив, QE3 будет проходить в условиях сокращения финансовых расходов.

Даже если США смогут избежать сокращения расходов в размере 4,5% от ВВП, что ожидается в конце этого года, велика вероятность, что в 2013 году по экономике ударит фискальный тормоз в размере 1,5% ВВП. В настоящий момент экономический рост составляет 1,6% в год, в этих условиях фискальный тормоз даже в 1%, практически повлечет за собой стагнацию уже в 2013 году. Хотя некоторое оживление в жилищной и производственной сферах, вместе с QE3, возможно, удержат рост США в 2013 году примерно на нынешнем уровне.

Но не больше. Как в 2010, так и в 2011 году, основные экономические показатели свидетельствовали о том, что в первом полугодии экономический спад достиг своего предела, а некоторый рост начался еще до кредитно-денежного смягчения. Таким образом, QE подтолкнула экономику, которая и так уже восстанавливалась.

Теперь же ситуация принципиально иная. По последним данным, экономика США демонстрирует столь же низкие показатели, как и в первой половине года. Действительно, если уж на то пошло, слабость рынка труда США, низкие капитальные затраты и медленный рост доходов подавали противоречивые сигналы в начале лета.

Между тем, основные каналы финансового стимулирования реального сектора - рынки облигаций, кредитные, валютные и фондовые рынки - остаются слабыми, если не разрушенными. Действительно, рынок облигаций вряд ли сможет стимулировать экономический рост. Доходность долгосрочных государственных облигаций уже достаточно низкая, дальнейшее сокращение не изменит существенно стоимость заимствования агентов частных лиц.

Кредитные механизмы тоже не работают должным образом. Банки накопили большую часть избыточной ликвидности после QE, создавая избыточные резервы, вместо того, чтобы развивать кредитование. И тому есть причины. Те субъекты, кто мог бы взять заем, имеют достаточно денежных средств и осторожно относятся к расходам, тогда как те, которые хотят занять средства - домашние хозяйства и компании с высоким уровнем задолженности (в основном малые и средние предприятия) - сталкиваются с кредитными ограничениями.

Валютный канал нарушен подобным образом. В условиях снижения мирового экономического роста чистый экспорт вряд ли сильно возрастет, даже при более слабом долларе. Более того, многие крупные центральные банки проводят схожую с QE

политику, ослабляя тем самым эффект воздействия ФРС на стоимость доллара.

Наверное, самое важное то, что влияние слабого доллара на торговый баланс и, следовательно, на экономический рост ограничивается двумя факторами. Во-первых, ослабление доллара связано с более высокими долларовыми ценами на продукцию, что влечет за собой ухудшение торгового баланса, потому что США является нетто-импортером продукции. Во-вторых, любое улучшение показателей ВВП происходит в результате роста экспорта, что ведет к увеличению импорта. По результатам эмпирических исследований можно сделать вывод о том, что общее воздействие слабого доллара США на торговый баланс приближается к нулю.

Общее воздействие слабого доллара США на торговый баланс приближается к нулю

Единственный важный канал перетекания QE в реальный сектор экономики - это эффект богатства, связанный с ростом на рынке ценных бумаг. Однако есть некоторая парадоксальность в рассуждениях о том, что QE3 приведет к стабильному росту стоимости акций. Если постоянные рефляции активов требуют значительных темпов восстановления роста ВВП, будет тавтологичным заявление о том, что если цены на акции достаточно поднимутся в результате QE, то последующий рост ВВП от эффекта богатства оправдывает рост цен на активы. Если каналы перетекания свеженапечатанных долларов в реальную экономику окажутся нарушены, нельзя будет предположить, что QE окажет значительное влияние на экономический рост.

Председатель ФРС Бен Бернанке недавно подчеркнул важность дополнительного канала: канала доверия. Если будет доверие, то решения ФРС по поддержанию благоприятных кредитно-денежных условий достигнут цели и приведут к продолжительному улучшению статистики частных расходов. Вопрос в том, насколько устойчивым и продолжительным будет этот эффект. Доверие очень хрупкая вещь в условиях постоянного уменьшения доли долгового финансирования, макроэкономической нестабильности, слабого роста рынка труда и т.д.

Короче говоря, QE3 сокращает риск прямого экономического спада, но вряд ли может привести к устойчивому восстановлению экономики, которая все еще переживает болезненный процесс сокращения доли заемных средств. В краткосрочной перспективе QE3 заставит инвесторов брать на себя риск и простимулирует некоторую активность рынков. Но рост цен на ценные бумаги, скорее всего, со временем вовсе приостановится.

Нуриэль Рубини, председатель правления Roubini Global Economics, профессор

Нуриэль Рубини: Печатный станок не остановит рецессию в США

Автор: Administrator
29.10.2012 12:36 -

Школы бизнеса Стерна Нью-Йоркского университета, Нью-Йорк

©Project Syndicate, 2012

Источник