

Плохо без инфляции

*Чем экономика
Евросоюза стала
похожа на японскую.*

Доходность десятилетних облигаций Испании и Италии вплотную приблизилась к доходности американских госбумаг. Ирландские бумаги уже дороже, спред к португальским составляет у них менее 1%. Доходности греческих облигаций находятся на минимуме пяти лет. На рынке корпоративных бумаг Европы вакханалия, инвесторы сметают облигации, несмотря на то что многие эмитенты торгуются дороже соответствующих суверенных облигаций.

Что происходит? Инфляционные ожидания в Европе падают с осени прошлого года, и ЕЦБ прогнозирует, что в 2014 году инфляция не превысит 0,8%. Аналитики все чаще сравнивают Европу с Японией, которая с 1990-х безуспешно пытается побороть долгосрочную дефляцию и укрепление иены. Правы ли они и как это отразится на финансовых рынках?

На июньском заседании Европейского центробанка Марио Драги предложил широкий спектр стимулирующих мер, включая снижение официальной учетной ставки, отрицательную ставку по депозитам и 400-миллиардную программу рефинансирования (TLTRO), направленную на стимулирование кредитования реального бизнеса. Помогут ли эти меры побороть призрак дефляции? Вряд ли.

Краткосрочные процентные ставки в еврозоне еще в 2013 году упали до уровня 0,10–0,15%, так что недавнее снижение ставок носит скорее символический характер. Что касается программы кредитования, то, как показывает опыт Японии и США, после масштабного кризиса компании в течение долгих лет заняты исключительно выплатой существующих долгов, несмотря на супернизкие ставки.

Единственная сила, способная вновь отправить их в банк за кредитом, — это несколько лет устойчивого экономического роста. Понятно, что в Европе, едва вынырнувшей из второй волны рецессии, говорить о высоких темпах роста еще рано.

Впрочем, не факт, что европейские банки воспримут TLTRO с энтузиазмом. Большинство банков уже сейчас не испытывает никаких проблем с ликвидностью и досрочно возвращает ЕЦБ кредиты, полученные в рамках предыдущей программы LTRO. Строго говоря, и сейчас нет никаких препятствий для расширения кредитования. Однако банки больше озабочены капиталом, который им необходимо привлечь в рамках нового банковского регулирования. С этой точки зрения они не только не заинтересованы увеличивать кредитный портфель, но и не против подсократить существующий. Неудивительно, что объемы кредитования в Европе падают пятый год подряд.

Недавний опыт Великобритании оставляет мало надежды на разворот неприятной тенденции с помощью сугубо монетарных уловок. После введения похожей программы (Funding for Lending)

основная масса денег отправилась не в реальную экономику, а на рынок лондонской недвижимости. Япония безуспешно пытается перебороть «рецессию балансов» с 1990-х годов: независимо от привлекательности и разнообразия стимулов корпорации не хотят брать в долг.

Новый всплеск дефляционных опасений в Европе — вопрос времени. Велика вероятность того, что ЕЦБ придется прибегнуть к программе «количественного смягчения». Однако даже если этого не случится, при падающей инфляции доходности продолжают снижаться. Достаточно взглянуть на 10-летнюю облигацию Японии, торгуемую сегодня с доходностью всего 0,6%!

Если покупка европейских облигаций не кажется привлекательной, то можно под другим углом взглянуть на акции. По наблюдению Bank Credit Analyst, в странах, где исчезает инфляция, структура дохода на рынке акций меняется. Основную прибыль приносит рост дивидендов, а не изменение цены, и дивидендная доходность значительно превосходит доходность госбумаг. Например, в Японии и Швейцарии, где инфляции практически нет уже 20 лет, дивидендная доходность превосходит облигационную в 3 и 4,5 раза соответственно. Вероятно, к этому придут и те страны еврозоны, где наиболее сильны дефляционные тенденции. Уже сейчас дивидендная доходность испанского рынка составляет 4,5% при доходности 10-летней облигации всего 2,7%. Для ставки в евро совсем неплохо.

Кроме того, действия ЕЦБ скорее укрепляют местную валюту, поддерживая инвестиционную привлекательность активов в евро. Профицит платежного баланса еврозоны в начале 2014 года достиг рекордных €400 млрд. При этом центробанки не совершали покупок евро с 2010 года. Что будет с курсом и активами в евро, когда мода на диверсификацию золотовалютных резервов вернется? **Е**

ОКСАНА КУЧУРА

Управляющий партнер
UFG Wealth Management

Специалист по управлению
частными капиталами
с 10-летним опытом

forbes.ru/kuchura



Облигации и акции в Испании



Источник: GHP GROUP Research