Николай Кащеев,
начальник аналитического отдела казначейства, Сбербанк

Работа над ОШИБКАМИ

...And bad mistakes I've made a few...
«We Are The Champions», Queen

Я НЕ ГОВОРЮ, ЧТО ВЕЛИКАЯ РЕЦЕССИЯ ТОЧНО ЗАКОНЧИЛАСЬ.
Я ПРОСТО НЕ ИМЕЮ ПРАВА ТАК ГОВОРИТЬ, ПОТОМУ ЧТО ВСЕ ЕЩЕ НЕ ВЕРЮ В ЭТО.

И мне нужны *фундаментальные* подтверждения ее завершения, которых нет — не считая локального роста нормы сбережений домохозяйств США до 6% во втором квартале этого года. Но это было всего лишь сбережение правительственных стимулов, а не регулярных доходов потребителей: две волны этих самых фискальных стимулов принесли американцам более $800 млрд «разовых» дополнительных доходов, но даже они все равно не заставили вожделенное потребление воспрянуть. На сломе текущего длинного экономического цикла (я не говорю о «кондратьевском цикле», боже упаси!) все еще не видно нового объекта для массированных инвестиций вроде автомобильных конвейеров или производства персональных компьютеров, как когда-то ранее — то есть производительных активов. На чем же тогда системно важным американским потребителям зарабатывать реальные доходы, способные запустить экономику без нездорового левериджа? Что должно стать той самой прибавленной стоимостью, которая и обеспечивает подлинный и устойчивый рост ВВП? Зато все видят сегодня до боли знакомые картинки: попытку обеспечить всеми средствами пресловутый wealth — бумажное благополучие, разжигающее потребительский азарт и открывающее путь к новым заимствованиям во имя потребления сверх реальных возможностей.

Однако, если подходить к рецессии формально и называть таковой падение ВВП несколько кварталов подряд, то, вполне вероятно, что очень скоро формалисты могут провозгласить ее долгожданный конец, вволю поликовать и после этого с трепетом ожидать «второго дна» в результате взрыва нового пузыря: случится он или все же нет? А ведь таковой взрыв может, объективно говоря, быть вызван целым рядом причин: разочарованием в подлинных успехах реального сектора экономики, изъятием хотя бы части гигантского монетарного стимула, ростом инфляции, в том числе реэкспорт таковой из Китая в результате очередного неприличного роста цены нефти, ростом доходности облигаций на дальнем конце кривой, в равной мере — слишком сильным падением или, напротив, решительным укреплением доллара (в первом случае: с потерей доверия к американским активам, что менее вероятно, во втором случае — взрывом пузыря на развивающихся рынках с последствиями для всех рискованных активов, что более вероятно).

Но даже счастливый сценарий далек от оголтелого оптимизма, который ныне демонстрируют инвесторы на рынках сырья и акций… Кстати, говорят, что Великая рецессия несет и долговременные последствия: безработица среди молодых людей моложе 25 лет почти вдвое выше среднеамериканского уровня (Reuters). Так называемое «Поколение Y» — дети бейбибумеров — после окончания высших и профессиональных учебных заведений имеет шанс, как говорили на советском ТВ, пополнить ряды безработных и упустить возможность получить необходимую практическую квалификацию, а также потерять теоретическую, полученную ими в ВУЗах. А ведь это — то самое поколение, которое должно в недалеком будущем обеспечивать пенсионное благополучие бейбибумеров! Проблемы имеют свойство множиться.

Ну-с, теперь о собственных ошибках... В третьем квартале 2008 года ваш покорный слуга, ничтоже сумняшеся, говорил о том, что он видит 2009 год потерянным для emerging markets. Увы мне! Вышло ровно наоборот. Каюсь, виноват… Проблема в том, что я в этом вопросе был, как ни странно (для себя самого), слишком большим идеалистом. Мой аргумент на деле был следующим: когда восстановление глобальной экономики наконец начнется, для инвесторов будет достаточно менее рискованных и дешевых активов в экономиках ОЭСР для того, чтобы не торопиться с инвестициями в рискованные активы, за исключением, разве что, китайских. Каковых немного.

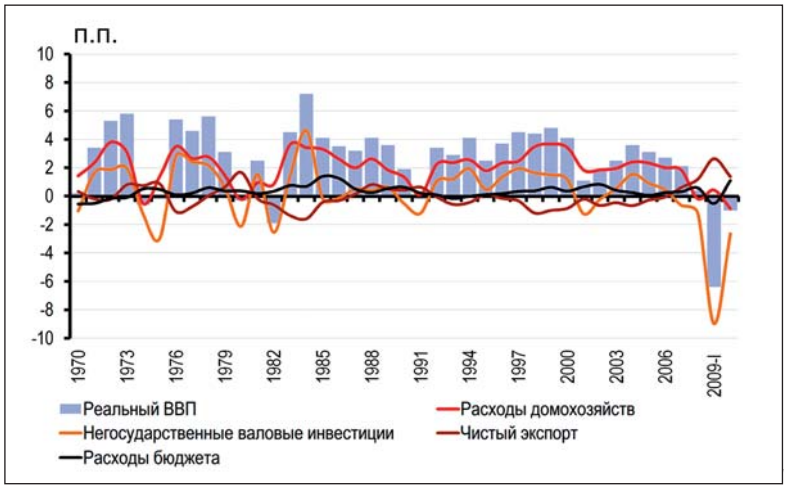
В чем тут идеализм? Я [наивно] полагал, что: а) восстановление начнется именно в США; б) это восстановление будет сопряжено с новой экономической реальностью и охота дуть пузыри у большинства участников процесса прошла надолго; в) адекватная оценка фундаментальных факторов поможет сдерживать пресловутый moral hazard.

Я недооценил агрессивность ФРС, Минфина США, а также прочих надзорных и просто уполномоченных органов. Пропустив начало кризиса, колеблясь в ходе его развития (и получая за это оплеухи от Н. Рубини, П. Кругмана, Н. Талеба и других), ФРС и Минфин поспешили наверстать упущенное. А китайские власти оказались более чем достойны своих более опытных коллег из США. Результат всем известен… И вы еще хотите спросить, считаю ли я рост рынков акций развивающихся экономик и сырья проявлением пузыря? Уверен, что многие из вас думают так же…

График 1. «Зубодробительный» ответ кризису

Источник: ФРС США, расчеты автора

График 2. Динамика основных макроэкономических показателей США



<Любопытно, что сам ваш покорный не так давно выпустил небольшой обзор на тему перспективных инвестиций в производительные и очень капиталоемкие активы, назвав первым и главным объектом, удовлетворяющим всем фундаментальным требованиям нового экономического цикла… Китай и сопутствующие ему новые экономики.>

Так в чем мы виним А. Гринспена? Скромная реакция ФРС под его управлением на мягкую рецессию 2000–2001 гг. (отмечена кружком на Графике 1) вызывает улыбку при сравнении с усилиями по борьбе с Великой рецессией 2008–2009 гг. Это показывает, чего на самом деле стоят нынешние «зеленые ростки»: для их появления потребовались тонны удобрений и мегалитры самой свежей воды для «полива». Остается самая малость: чтобы не повторить ошибку А. Гринспена, надо вовремя изъять из экономики как минимум около $1 трлн, влитых туда Федрезервом.

Теперь что касается России… Тут у меня тоже были ошибки. Я, например, недооценил той степени рассогласованности между динамикой цены нефти и экономики РФ, которая была достигнута в ходе проведения в жизнь политики изъятия природной ренты. В результате, мы видим, что $60 за баррель мало помогают российской экономике; посмотрим, помогут ли $75… В результате политики изъятия ренты и борьбы с перманентной инфляционной опасностью, происходившей в значительной степени от carry trades, почти все собственные денежные ресурсы страны сосредоточились в руках государства. А частный бизнес полагался в основном на заемные средства, ведя при этом не менее рискованную финансовую политику, чем инвестиционные банкиры Запада. Каждая несчастная семья несчастлива по-своему. Почти…

Еще иллюстрация (График 2): основной зеленый росток на сегодня, ВВП США, и, главное, вклад его компонентов в общую динамику. Главным компонентом, определяющим поведение экономики, было, есть и остается конечное потребление домохозяйств. В нем — суть внутреннего, самодостаточного двигателя данной экономики. Успех второго квартала (падение ВВП всего на 1%) все еще носит противоречивый характер: главный двигатель не продемонстрировал даже скромных признаков выздоровления, несмотря на беспрецедентные стимулы, в том числе и меры фискального характера, эффект от которых обычно быстропроходящий. А вот в пользу замедления спада ВВП сыграло… то же самое падение спроса. Глубоко подавленное состояние импорта внесло почти 2 п.п. в динамику ВВП США — со знаком «плюс». Точно так же, как обрушение конечного спроса спасло платежный баланс РФ. Теперь же меры ФРС США (и властей КНР), оборачивающиеся, в том числе, ростом цены на нефть, напротив, потенциально разрушают хрупкую картину стабилизации с этой точки зрения. Диалектика, однако…