Выдержки из выступления и дискуссии на «Открытом форуме экономически активных горожан» в Санкт-Петербурге, состоявшемся в начале апреля 2010 г., с некоторыми позднейшими комментариями, собранные в статью.

Направление прорыва

Николай КАЩЕЕВ,
начальник аналитического отдела казначейства, Сбербанк

«ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ПРОДОЛЖАЮТ ЖИТЬ В ПРИВЫЧНОМ ДЛЯ НИХ МИРЕ, В КОТОРОМ РАЗДАЮТ ОЧЕНЬ ДЕШЕВЫЕ ДЕНЬГИ, В КОТОРОМ ЖИВЕТ И ЗДРАВСТВУЕТ CARRY TRADE»

О ТЕКУЩЕМ МОМЕНТЕ

Здесь был задан вопрос: «Чему мы научились в ходе кризиса?» Вопрос не вполне адекватен, на мой взгляд. «Мы» — неправильное местоимение. Точнее было бы спросить: а чему научился я лично? Чему научился тот или иной конкретный человек? В принципе, как показывает история рыночной экономики, история мало чему учит. Жадность и страх были, есть и останутся именно движущими силами игроков на финансовых рынках. А вот делать выводы стоит прежде всего законодателям, топ- и риск-менеджерам. Экономисты, теоретики, участники рынка и, пожалуй, указанные менеджеры и даже законодатели понимают проблемы, но практические выводы сделать куда сложнее (как мы убеждаемся на примере попыток регулирования «больших банков» и дела Goldman Sachs).

Если говорить об усвоенных уроках применительно к основным рыночным игрокам, то происходящее выглядит так, словно мы почти ничему толком и не научились. Просто потому, что в этом нет особого смысла. Финансовые рынки продолжают жить в привычном для них мире, в котором раздают очень дешевые деньги, в котором живет и здравствует carry trade.

Рынки сейчас наслаждаются так называемым ZIRP. Отчасти поэтому так стремительно растет рубль, валюты других развивающихся и переходных рынков. В значительной степени по этой причине так растет нефть, металлы, даже золото, наконец, фондовые индексы, не исключая и американские. Рост рынков объясняется уверенностью финансовых институтов в том, что завтра они смогут снова фондировать свою позицию, заняв деньги под очень низкий процент. Мы попали в совершенно замечательную ситуацию. С одной стороны, нулевые процентные ставки сохраняются, пока реальная экономика чувствует себя не очень хорошо. С другой стороны, новые финансовые пузыри формируются на наших глазах, делая управление экономикой с помощью ставок более чем деликатной задачей. Стоит поднять ставки невовремя, как тут же, вероятно, целая груда активов, которые сильно выросли в цене благодаря низким ставкам, обрушится, и это приведет к новому витку рецессии.

Кто может сказать, когда будет «вовремя»? Мало кому интересен, например, рост ставок в Индии или Австралии. Все смотрят на США и, конечно, Китай. Глядя на последний, выражают одновременно и надежду, и недоумение. Как часто бывает, там, похоже, не обходится без перехлестов…

ОБ ИСТОКАХ

Мы находимся на сломе глобального приблизительно 35-летнего финансово-экономического цикла. На мой взгляд, это что-то вроде цикла Кондратьева, только с существенными поправками на новые реалии. Этот цикл начался в середине 70-х годов прошлого века и основывался на нескольких вещах.

Во-первых, он начался крушением Бреттонвудской валютной системы. В этот самый период в мире укрепилась новая валютная система, в которой курсы основных валют устанавливались рынком, в свободном плавании.

Затем на сцену вышла сверхлиберальная финансовая и экономическая политика, которая у нас у всех ассоциируется прежде всего с именами Рональда

Рейгана и Маргарет Тэтчер. Ее девиз: позволено практически все, рынок сам урегулирует все проблемы, а частному бизнесу следует предоставить максимальный карт-бланш.

Во-вторых, значительно ускорилась глобализация экономики и рынков, которая получила особенно мощный импульс после вступления Китая в ВТО в начале 90-х гг.

Наконец, есть третий момент, о котором мало говорят, но о котором обязательно нужно вспомнить. В середине 70-х годов прошлого века появился компьютерный процессор, известный нам как 8080. Он лег в основу действительно массовых персональных компьютеров, породивших в конечном итоге повальную компьютеризацию, сеть Интернет и, разумеется, глобализацию, в первую очередь, финансовую.

Вот эти три процесса — технологический, законотворческий (либеральный рыночный курс) и монетарный (плавающие валюты) — сформировали ту самую экономическую парадигму, в конце концов исчерпавшую себя в наши дни.

Обратите внимание также на вот какую подробность: уже длительное время с технологической точки зрения компьютерный процессор, на основе которого, можно сказать, появилась глобальная финансовая система, перестал качественно развиваться. Те процессоры, что мы видим сегодня — с двумя ядрами, с четырьмя — это всего лишь «умножение» уже давно известной технологии, в то время как действительно качественного, принципиального технологического прорыва тут нет.

Между тем, в период действия указанной финансово-экономической парадигмы ключевая мировая экономика — американская — стала в значительной степени «экономикой активов», причем непроизводительных активов. И вот ее-то и пытаются поддержать сегодня с помощью пресловутой ZIRP.

Что произошло со Штатами? Колоссальная свобода передвижения капиталов была подготовлена сверхлиберальной законодательной базой в области финансов и экономики и новыми технологиями. И тут на мировой арене появился Китай, который с его дешевой рабочей силой стал лидером в соревновании по эффективности с точки зрения соотношения «цена/качество» в области вещественного производства. И США, обремененные своим высоким уровнем жизни, особенностями потребительского поведения, социальными обязательствами и прочим, и прочим, в условиях свободного перемещения бизнеса по миру были вынуждены естественным путем уступить свое материальное производство Китаю.

(Вообще говоря, процесс исхода промышленности из США стартовал несколько раньше. Например, американская металлургия и автомобильная промышленность начали проигрывать японцам и, вообще, азиатам задолго до описываемых событий.)

В общем, исход производства из США был предопределен просто по причине того, что стоимость рабочей силы, более широко — стоимость единицы труда (unit labor cost) — в Америке оказалась значительно выше, чем должна была бы быть для успешной конкуренции с «новыми тиграми» мировой экономики. И даже колоссальный рост производительности труда не смог полностью компенсировать этот проигрыш.

Итак, США начали терять лидерство в области материального производства, и этот процесс ускорился с выходом на мировую арену сначала Китая, а потом и всей ЮВА. Что оставалось делать в такой ситуации? Выход достаточно простой. Если вы не можете обеспечить так называемыми good jobs (здесь: стабильной работой в производительных отраслях) большое количество населения, но вам нужно, тем не менее, сохранять экономический рост, вы делаете акцент на упрощение потребления. Спасает кредит. Чем он дешевле, тем проще людям, которые теряют производительную работу, получать необходимые для поддержания привычного уровня жизни средства. Это — важнейший элемент так называемой «постиндустриальной» экономики, оказавшейся фантомом: просто индустрия переехала в Азию.

Я придерживаюсь той точки зрения, что у Алана Гринспена, которого многие американцы называют теперь грубыми словами, на самом деле, в нулевые годы не было особого выбора. Сегодня часто спрашивают: «Зачем нужно было держать ставки ФРС столь низкими такое длительное время? Ведь это привело к надуванию рыночных «пузырей»!» А держать их выше было бы сложно, именно потому что нужно было всемерно поддерживать уровень потребления американцев, который и есть 70% ВВП США до сих пор. И для этого необходим сверхдешевый кредит, потому что иначе потребитель зарабатывал бы слишком мало для роста потребления, то есть экономики.

Одновременно с тем что материальное производство оказалось за пределами США, выяснилась одна неприятная вещь. Да, инновации — это то самое, что ни на есть американское. Из пяти патентов, которые даже, например, в такой передовой экономике, как Южная Корея, используются в производстве материальных обьектов вроде ЖК-телевизоров или автомобилей, три патента зарегистрированы в США. И вряд ли эта ситуация изменится в обозримом будущем. Но, увы, выясняется, что стоимость телевизора, который вы ввозите из Китая или Кореи в США, оказывается выше, чем вознаграждение, которое вы получаете за ваш патент, использованный при его производстве! Расширение потребления в США приводит к неизбежному углублению дефицита торгового баланса. А увеличение торгового дефицита должно компенсироваться аналогичным по размеру притоком капитала.

Доллар год за годом поддерживался на достаточно приемлемом уровне, даже несмотря на знаменитое многолетнее снижение к евро, притоком капитала, особенно благодаря росту сбережений во все еще «материальных» странах: КНР, Японии, странах Залива, России. А процентные ставки держались на довольно низком уровне, потому что тот же Китай, как и Россия, покупал американские облигации в большом количестве, чтобы размещать в них свои резервы. Китай позволял американцам спокойно жить в долг столь длительное время на, скажем так, взаимовыгодной основе. И в настоящий момент, как только у американцев начинает потихоньку поднимать голову потребление, сбережения в США падают, а баланс торговых операций снова разъезжается, так как больше товаров ввозится извне. Это бег все по тому же кругу.

О ПОИСКАХ ВЫХОДА

Для того чтобы по-настоящему вырваться из «заколдованного» круга, нужны три предпосылки.

Во-первых, должно появиться некое решение, которое устранит проблему огромного долга, изменит финансовую парадигму таким образом, чтобы указанные выше дисбалансы, по крайней мере, скорректировались.

Пока ситуация выглядит следующим образом. Тот долг, который накопил частный сектор (например, домохозяйства США, которые брали большие кредиты, в том числе под залог своих домов), постепенно сокращается. Люди стремятся гасить кредиты по мере получения доходов, в массе ставших более скромными. Но при этом домохозяйства снижают потребление, и экономика не может расти быстро, как «привыкла» в годы бума. Пока компенсацию выпадающей части ВВП берет на себя государство, увеличивая бюджетный дефицит. Дисбаланс в потреблении и источниках конечного спроса, по сути, никуда не исчезает, а лишь трансформируется: потребление (и ВВП) в США все равно растет во многом за счет заемных средств. (В 2009 г. вместе с экономическим спадом общий долг США также сократился более чем на $430 млрд: делевередж частного сектора на уровне около $2 трлн не был перекрыт полностью заемной активностью бюджета).

Второй момент — объективно назревшая попытка сделать законодательство на финансовых рынках более жестким. Здесь существуют немалые проблемы, в том числе чувствуется предсказуемое противодействие. Но что-то делать совершенно необходимо. Полностью избавить финансовую систему от рисков невозможно, но можно попытаться заставить ее хотя бы правильно оценивать эти риски и справедливо платить за них. (Некоторый прогресс все же есть: начиная с 01.01.2010, несмотря на противодействие лобби, вступают в силу изменения к правилам FASB, которые вернут на баланс банков с балансов так называемых QSPE, этих инструментов увеличения левереджа, структурные активы объемом от $400 млрд до $700 млрд).

И, наконец, третий момент. Для того чтобы мы сказали, что экономическая парадигма, которая была связана с огромным кредитным потреблением, дисбалансом в торговле между США и почти всем остальным миром, реально изменилась, ушла, наконец, в прошлое, Штатам необходимо попытаться ликвидировать отрицательный баланс их текущих операций. Это тоже очень сложная проблема. Для этого, скорее всего, необходим новый технологический прорыв, который позволит инвестировать в нечто, что будет новым производительным активом, начнет создавать новую стоимость, востребованную на мировом рынке, либо, на худой конец, замещающее импорт.

Нужно, чтобы возникла технология, сопоставимая по емкости будущих инвестиций, по совокупному эффекту для экономики, если угодно, с процессором 8080. Мне казалось полгода назад, что ничего подобного на горизонте не просматривается. Была мысль, что прорыв может быть связан с искусственным интеллектом, с альтернативными источниками энергии и тому подобным. Но пока инвестиции, скажем, в те же альтернативные источники энергии, вроде этилового топлива, были мизерными. Речь шла всего лишь о десятках миллионов долларов...

О НАПРАВЛЕНИИ ВОЗМОЖНОГО ПРОРЫВА

Я не настаиваю тут на стопроцентном прогнозе…

В последние месяцы появилось очень серьезное подозрение относительно того, какой может быть технология, с помощью которой американцы решат многие свои вопросы. Я построил график торгового баланса США с учетом и без учета составляющей энергоносителей. И получилось, что в последние годы более половины дефицита приходится на энергоносители. Реши они эту проблему — и в значительной мере отпадет необходимость постоянно поддерживать столь массивный приток капитала в страну, то есть отчаянно полагаться на иностранцев, покупающих американские долговые обязательства в очень большом объеме, и появится новая сфера, в которую можно инвестировать очень большие деньги.

Что это за технология? Речь идет о так называемых сланцевых источниках энергии. Я знаю, что многие эксперты относятся к этой теме скептически, считают, что это большой пузырь, что со временем будет доказана неэффективность данных источников энергии. В этой связи я могу привести две анекдотические истории. Начало XIX века. В Лондоне колоссальная проблема: не хватает китового жира для освещения улиц. Эксперты бьют тревогу. Примерно так же, как сейчас обсуждается проблема истощения запасов нефти... Кто помнит о «проблеме» китового жира сегодня? Другая история. Некий авторитетный западный эксперт на заре появления компакт-дисков заявил, что этот носитель никогда не станет популярным — он слишком дорог и слишком неэффективен. Мы все знаем, что за этим последовало.

Что происходит сейчас на американском рынке? Цены на газ упали, а волатильность опционов на газ находится на очень низком уровне. Это значит, что из газовых контрактов выходят спекулянты, и цены на газ не будет поддерживать ровным счетом ничего, кроме чистого предложения и спроса со стороны реального сектора, а не спекулянтов. Причем импорт газа — пусть и не очень большой по объему — Штатами практически прекращен, предложение достаточное. Это напрямую связано с началом промышленной добычи сланцевого газа, залежи которого в США сопоставимы с запасами крупнейших мировых игроков. США уже добывают больше газа, чем РФ.

Второй момент — бурение на сланцевый газ на территории Польши. Его осуществляют три или четыре крупнейшие международные энергетические компании. Но параллельно много мелких компаний занимается тем же самым! Тут мне будет уместно вспомнить один комментарий, родом из английского интернета. Когда одна компания бурит на новый источник сырья — это венчурное финансирование. Когда в процесс включаются три компании, возможно, они просто стараются не упустить шанс: «А вдруг?» Но когда бурит десяток компаний, это говорит о том, что намерения — очень серьезные...

Есть большой прогресс в добыче нефти и из так называемых «нефтяных песков» — также сланцевых структур: см. технологию Shell «in-situ», которая обещает рентабельную добычу высококачественной нефти из сланцев при цене $30 за баррель, но только после решения ряда тех-

нологических проблем. Если это — действительно близкий прорыв, мы имеем ситуацию, когда наша энергетическая экономика находится под серьезной угрозой. Мы сами не слишком способны увеличить эффективность извлечения ресурсов в наших непростых условиях, а цены на них вместо обещанных некогда $200 за баррель, напротив, довольно скоро (на горизонте 5–10 лет) могут начать серьезно снижаться. (Авария на скважине BP в Мексиканском заливе, возможно, прямо или косвенно подстегнет разработку сланцевых технологий, так как, во-первых, увеличит экологические издержки и, следовательно, цену на «традиционную» нефть, а во-вторых, покажет, что экологический риск при добыче нефти из «нефтяных песков» методом in-situ гораздо ниже, чем при шельфовом бурении. Кроме того, надо отметить, что геологические условия КНР очень напоминают США, в которых запасы нефти в сланцах многократно превышают запасы Саудовской Аравии. Китай не может упустить такую возможность. Еще одно направление: получение нефти из сжиженного, так называемого «угольного» газа.)

Я для себя пытаюсь осознать, насколько судьба новых технологий в энергетической сфере перекликается с приведенной выше историей с компакт-дисками. Совсем не обязательно получится обрушить стоимость нефти и, тем более, прямо завтра. Но это — серьезный долгосрочный финансово-экономический риск для экономики России в том виде, в котором она существует сейчас. Я с большим вниманием намерен относиться ко всей информации из области сланцевых и прочих «новых» энергоносителей. Они могут стать главным направлением технологического прорыва, который должен произойти в течение нескольких лет и призван помочь сменить текущую экономическую парадигму.

Эта экономическая парадигма, которая в итоге через кризис ипотеки и теперь через уже начинающийся кризис госфинансов приводит нас к неизбежным переменам, более серьезным, чем cash for clunkers, доживает свои последние годы. Кардинальные перемены обязательно наступят. Наша задача — успеть подготовиться к ним.

«НОВЫЕ» ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ МОГУТ СТАТЬ ГЛАВНЫМ НАПРАВЛЕНИЕМ ТЕХНОЛОГИЧЕСКОГО ПРОРЫВА, КОТОРЫЙ ДОЛЖЕН ПРОИЗОЙТИ В ТЕЧЕНИЕ НЕСКОЛЬКИХ ЛЕТ И ПРИЗВАН ПОМОЧЬ СМЕНИТЬ ТЕКУЩУЮ ЭКОНОМИЧЕСКУЮ ПАРАДИГМУ