Как мы уже не единожды говорили, российская ситуация характеризуется, помимо всего прочего, и тем, что мы не принимаем весомого участия в важнейших мировых дискуссиях дня, а именно дискуссиях об экономике. Не берусь судить категорично, но у меня лично — на основе многочисленных наблюдений по сию и по другую сторону границы РФ — все более укрепляется убежденность относительно деградации российской экономической теории. Вообще-то, это неудивительно: в СССР экономика, как и любая гуманитарная наука, была в понятно каком состоянии; сегодня, впрочем, институциональные проблемы в этой области растут корнями оттуда же — из советского прошлого.

Как мы все прозрели

Николай КАЩЕЕВ,
начальник аналитического отдела департамента операций на финансовых рынках, Сбербанк РФ

Новые think tanks глобального уровня должны, по-видимому, образовывать новые люди, например такие, как выпускники школы С. Гуриева, где соединение с глобальной матрицей определенно налажено хорошо, контакты не окислились, но многие из таковых кандидатов в «мировое министерство экономики» отвлечены на более приземленные и более материальные темы: черт бы побрал соблазны вроде инвестиционного банкинга (шутка)!

Запад может себе позволить теоретические споры о высокой экономике: там не только первоначальное накопление капитала завершилось довольно давно, но... тут меня так и подмывает сказать, что западный капитализм, согласно постулатам марксизма с довеском в виде раковой опухоли ленинизма, вступил в ростовщическую фазу, что, конечно же, является его конечной фазой и так далее. Но я этого не скажу, потому что марксизм с довеском в плане предсказания будущего оказался вполне себе примитивен. А скажу, что лишь горизонтально построенное общество, каковое бывает только и исключительно рыночным, открывает путь к такой активности мысли, которая и является необходимой предпосылкой для развития гуманитарных наук, в том числе экономики.

Короче говоря, нынешние экономисты в РФ, как правило, очень мало смотрят в торговые терминалы, что, вообще-то, зря, потому что экономика делается и там тоже. Вероятно, многим из них это даже не приходит в голову, и я даже крамольно допускаю мысль, что некоторые из них не умеют с таковыми терминалами управляться. Да и зачем им это, право? И вследствие этого они превращаются в лучшем случае в паганелей, а в не самом лучшем — в чиновников, чья деятельность в нашем архаическом государстве сводится к постановке галочек в графе напротив запланированных мероприятий, а также в ублажении начальства. Ведь экономика — это просто! И ее простота прямо пропорциональна природной ренте: чем больше рента (к слову, примерно половина доходов бюджета РФ), тем проще экономика в глазах рентополучателей и ренторaспорядителей.

Немудрено, что мы до сих пор с вожделением взираем на Запад, где в кипящем котле непрерывно производятся разнообразные инновации (более всего — в США), а также устанавливается цена энергоносителей. Так автохтоны смотрят на небо в ожидании, например, Ктулху... И когда оттуда падают, например, лягушки — а известны примеры и подобных экзотических дождей, — то это все равно воспринимается как манна небесная. Затем, попробовав лягушку на зуб и обнаружив, что это совсем не манна, раздраженные автохтоны начинают желчно бурчать, обнаруживая у обитателей Олимпа прыщики на лице и угри на носу. Злорадное обнаружение данных дерматологических дефектов у пришельцев из хрустальных сфер придает живости целому ряду отечественных уж вовсе маргинальных

«экономистов» и их паствы, что мы и наблюдаем с начала кризиса 2008 года и по сей день. Хоррор-шоу, выездные и домашние, проходят регулярно и в наших нежно любимых СМИ, и на общественных площадках. Увы, умудренные алисы куперы и брюсы дикинсоны наших как бы экономических арен всегда замолкают либо выходят за пределы добра и зла на одном и том же месте валика фонографа: как только их спрашивают об их собственной позитивной программе для мировой экономики.

Однако ваш покорный слуга, на самом деле, ни в коем случае не является певцом апокалипсиса! Несмотря на то что за последние десять лет число геологических происшествий по непонятной причине возросло вдвое, я полагаю, что мы живем в интересное время. Мне интересно наблюдать его и стараться понять происходящее. Если бы в моей власти было интегрировать науки во что-нибудь вроде средневековой метафизики или «науки обо всем», я попросил бы ученых-геологов, астрофизиков и других попытаться найти взаимосвязи экономических — и заодно финансовых — циклов с циклами природными. Уж как-то все совсем подозрительно логично завязывается в единый узел: и землетрясения с цунами, и беспорядки на Ближнем Востоке, и солнечная активность, и финансовые потрясения, казалось бы, напрямую не связанные с геомагнитной активностью. В самом деле, как можно связать рост числа катаклизмов в земной коре и взрыв многолетнего кредитного цикла? Может быть, все же можно? Возможно, этот аспект еще будет исследован. Со временем.

В 2000 году я робко недоумевал: каким образом единая валюта нескольких стран, объединенных весьма условными общими принципами, валюта мягкой и аморфной структуры, может оказаться в фаворе относительно доллара? Я был неопытен и мало знал, например, о carry trade. Это явление нас еще не коснулось в полной мере, впереди еще был период славных 2005–2007 годов, когда мы почему-то почти решили, что стали могучей и перспективной экономикой, чуть ли не альтернативой «паразитарной» экономике Запада. Ну, не то чтобы именно мы… Однако идея овладевала умами И по мере того, как евро отвоевывал у доллара цент за центом, я убедил себя смириться с фактом того, что это — совершенно правильно и полностью фундаментально обосновано.

Сегодня мы имеем Европу, которая характеризуется принципиально неспасаемой банковской системой с общими активами банков объемом $46 трлн, 287% ВВП всей еврозоны, 1200% активов ЕЦБ — против всего лишь $12 трлн и 82% ВВП США. Too big to fail — это для США, это то, что они уже сделали, too big to survive — это, кажется, для Европы. И обратите внимание: курс евро/доллар все так же далек от паритета, и тому немаловажной причиной еще и размер этого банковского монстра, вынужденного для поддержания своего метаболизма менять иностранные активы на евро. Эта банковская система в конце 2011 года имела на балансе без малого 700 млрд евро государственных бумаг GIIPS, 22% всех долгов данной категории стран (о забалансовых активах этого типа мы мало знаем). 24 крупнейших банка Европы, по данным PineBridge Investments, чтобы повысить свою капитализацию до требуемого Базелем уровня, должны были продать активов на 1.12 трлн евро, в том числе кредита, связанного с недвижимостью — около 300 млрд евро. Увы, на самом деле истинного размера проблемы не знает, наверное, никто: например, если посчитать все обязательства Греции, а не только госдолг на уровне 150% ВВП, включая гарантии и деривативы, обнаружится, что ее долг составляет… 422% ВВП, примерно 1 трлн евро! Это крайне тяжелая и, что еще хуже — неопределенно тяжелая ситуация.

На все это накладывается тот простой и откровенный факт, что эгоистические интересы отдельных стран в тяжелой ситуации начинают немедленно преобладать над сусальным европейским единством. Своя рубашка всегда ближе к телу. Когда еврозона складывалась — из кирпичиков, блоков, кусков камня и бревен, все в одну стенку, — Германия была готова немного поступиться своими интересами, как сказал Дж. Сорос. Теперь дело касается кровных денег немцев и суверенитета, которым традиционно козыряют гордые южане, что уже намного хуже. Вместе в радости, но порознь в горе. А отчего им быть вместе до «гробовой доски», в самом деле (см. Таблицу 1)?

Что изменилось в моем восприятии ЕС с 1999 года? Оно стало еще более критическим, что неудивительно, если вспомнить все, что мы (с Европой) пережили за последние пару лет.

В своей любопытной работе Debt Overhangs: Past and Present К. Рогофф и В. Рейнхарт показали достижение развитыми странами второго пика размера госдолга после Второй мировой войны на уровне 90% ВВП. Всех по темпам роста долга переплюнула, как мы уже догадываемся, Европа, показавшая самый быстрый рост долговой нагрузки с начала XXI века. Совокупный частный и государственный долг развитых стран превышает 250% ВВП, тогда как развивающихся — чуть больше 50% (против пика примерно 70% ВВП в конце 1980-х). Пик среднестранового размера госдолга в развивающихся экономиках выше 90% ВВП был достигнут в конце 1980-х в результате пузыря начала 1980-х, в надувании которого Россия и Азия не принимали участия, с последующим сокращением до примерно 47% ВВП на сегодняшний день. Развивающиеся страны частью просто выросли из относительно небольшого долга, не в последнюю очередь благодаря инвестициям в них со стороны развитых стран, которые… осуществлялись тоже в долг! Другой частью они этот долг примитивно задефолтили (см. Аргентину как яркого представителя).

На самом деле, работа Рогоффа-Рейнхарта о том, что не только жесткая экономия, навязанная севером Европы югу, но и крайние проявления кейнсианства непродуктивны, хотя, конечно, непродуктивны в разной степени. Рогофф и Рейнхарт (последний, кстати, из Morgan Stanley) посчитали, что госдолг на уровне 90% ВВП — это критический порог, за которым рост экономики в среднем замедляется на 1.2 п.п. в год. Эта кажущаяся малой величина, однако, дает уровень ВВП на четверть ниже тренда через 23 года. 23 года — не случайная цифра, а средняя продолжительность сохранения навеса избыточного долга в прошлом.

В выводах авторов, заметим, неявно содержится и доля оптимизма, но, пожалуй, еще большая доля пессимизма. Оптимизм в том, что история как будто не смертельная: развитые экономики уже один раз преодолели избыток госдолга на сходном уровне после Второй мировой войны. Но… тот долговой навес демонтировался на фоне быстрого экстенсивного роста экономики после военной разрухи и появления нового рынка для инвестиций в Европе и Японии. Теперь этого нет, а навес общего долга, государственного и частного, абсолютно беспрецедентен. Если государство, руководствуясь уже знакомыми догмами, продолжит выкуп этого гигантского долга на свой баланс, то,

В глазах	Самые работящие	Наименее работящие	Самые коррумпированные	Наименее коррумпированные
Англичан	Немцы	Греки	Итальянцы	Немцы
Французов	Немцы	Итальянцы	Итальянцы	Немцы
Немцев	Немцы	Греки	Итальянцы	Немцы
Испанцев	Немцы	Греки	Испанцы/итальянцы	Немцы
Итальянцев	Немцы	Румыны	Итальянцы	Немцы
Греков	Греки (!)	Итальянцы	Греки	Немцы
Поляков	Немцы	Греки	Поляки	Немцы
Чехов	Немцы	Греки	Чехи	Немцы

Источник: PEW Research Center

Таблица 1

Стереотипы в восприятии европейцами друг друга

поскольку отношение госдолга к ВВП вырастет за 180%, 23 годами навеса тут, пожалуй, не отделаешься… без чего-то тотально опустошительного? Гм… Не впечатляет, пожалуй.

Как мир мог прийти к такой ситуации? Кто-то продолжает винить Гринспена за длительное удержание ставок ниже инфляции, что, по-моему, по меньшей мере недальновидно. Корни проблемы глубже, и я говорил, как я это понимаю, неоднократно. Я часто задаю себе вопрос: не будь наша экономическая наука в состоянии деградации… ок, изучай мы тщательнее западную историю, западные теории на тему долга, могли бы мы противопоставить что-то свое стержневой идее прошлой экономической парадигмы, каковая может быть сформулирована предельно просто: любой рост есть следствие роста кредита, другими словами — долга? И не нахожу положительного ответа. Причем нигде на земном шаре среди серьезных реальных экономик — ни в Китае, который почему-то считают альтернативой западной модели, хотя абсолютно ничего нового там не изобретено, ни в фейковых маленьких экономиках, которые не буду тут перечислять, чтобы не обидеть, ни по ту сторону океана, ни по эту. Поэтому я не могу — несмотря на все искреннее желание — обвинить нас всех в слепом копировании западной модели кредитного роста, потому что дождь из лягушек (см. выше) — это тот единственный дождь, который мог случиться года так с 2006… А некоторая наивность, с которой мы подставляли ладошки этому дождю, совершенно простительна: мы все были в коротких штанишках. Возвращаясь к научному стилю, признаемся: другой модели роста просто не было. И нет до сих пор. Не надо только, ради бога, про золотой стандарт! Не смешно.

Now what? Итак, новой модели роста нет. Зато есть опыт значительного, так сказать, перегиба, который произошел вследствие естественного действия законов финансового цикла (см. идеи ставшего популярным после 2008 года Х. Мински). Следовательно, первое, что приходит в голову — задачи, так сказать, лежащие на поверхности — это, прежде всего, ликвидация перегиба, то есть делевередж, который будет наиболее болезненным для ЕС, затем, вероятно, для Японии и, под большим вопросом, для Китая с его объемом кредитов нефинансовому сектору 120% ВВП. Для вящего «оптимизма» вспомним: Рогофф и Рейнхарт показали, что навес избыточного долга в прошлом сохранялся в среднем в течение 23 лет. И куда меньшего по объему долга. И притом не опутавшего буквально весь мир! Потому выходит, что ждать естественного делевереджа более десятка или даже двух десятков лет вряд ли продуктивно.

Мне кажется, что в тех условиях, когда экономика уже показала нам, что бывает, когда экстенсивный рост кредита достигает естественного предела, пора обратиться к качеству инвестиционного процесса и, собственно, качеству экономического роста. Например, абсолютная величина долг/ВВП бессмысленна с практической точки зрения: если в вашей экономике более 60% добавленной стоимости создается в сфере неторгуемых услуг, а налоговые доходы бюджета, к примеру, составляют менее 15% ВВП, то вам не стоит удивляться, что отношение долга к ВВП, равное 80%, может стать для вас внезапно критическим и наступит пресловутый sudden stop. Или величина ВВП на душу населения, как в ярком случае США, мало говорит о структурных проблемах страны. А инвестиции? Рост инвестиций, например, в жилищное строительство, дает, как мы видели, быстрый рост на каком-то этапе, но в дальнейшем имеет малый мультиплицирующий эффект, в отличие от инвестиций в производительные активы. Кто думал об этом в середине 2000-х? Очень мало кто. Цикл по Мински: думать приходилось о прибыли и конкуренции, а не об отдаленных последствиях. И они грянули в свое время.

Вечная сила рыночной экономики в том, что только она способна объединить природные человеческие качества, такие как эгоизм, с интересами всего общества в целом. Но отсюда проистекает и ее имманентная слабость: относительно близкие горизонты интересов. Экономическая наука в той ее части, которая действительно небанальна, бывает услышана только тогда, когда приходит срок, а приходит он вместе с неприятностями. Что ж, пока такое положение вещей не меняется. Но мы входим во все более и более инновационный период развития человечества, потому что время экстенсивного развития подходит к концу по мере прогресса ЮВА. Значит, этот тренд должен распространяться и на экономическую теорию. По-моему, с инновациями в этой области у нас примерно такое же положение, как и с технологическими инновациями. Даже хуже. Увы.

«ВЕЧНАЯ СИЛА РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ В ТОМ, ЧТО ТОЛЬКО ОНА СПОСОБНА ОБЪЕДИНИТЬ ПРИРОДНЫЕ ЧЕЛОВЕЧЕСКИЕ КАЧЕСТВА, ТАКИЕ КАК ЭГОИЗМ, С ИНТЕРЕСАМИ ВСЕГО ОБЩЕСТВА В ЦЕЛОМ. НО ОТСЮДА ПРОИСТЕКАЕТ И ЕЕ ИММАНЕНТНАЯ СЛАБОСТЬ: ОТНОСИТЕЛЬНО БЛИЗКИЕ ГОРИЗОНТЫ ИНТЕРЕСОВ»

Cbonds Database

Базы данных по эмитентам, акциям, облигациям, индексам, финансовой отчетности и другим инструментам рынков России, стран СНГ и Emerging Markets

Только необходимая вам информация

- Индивидуальный подход.
- Структура таблиц формируется по желанию клиента.
- Веб-сервис помогает при реализации самых сложных технических задач.

www.cbonds.info

ak@cbonds.info