Андрей ДИКУШИН,
специалист в области корпоративных финансов и международных слияний и поглощений, основатель FinRobot.com

Макропутаница

Читатели этого блога хорошо знакомы с моей позицией: если бы не центральные банки, подвесившие мировые экономики в стазисе, то давно бы уже была вторая волна кризиса, и почище первой. Но это все из разряда «если бы». Проблема наблюдаемых явлений сегодняшнего дня в другом — бесплатных завтраков, как известно, не бывает. Нельзя одновременно всеми силами стараться вернуться в 2007 год и декларировать с высоких трибун G20 об экономическом росте. Текущие макрособытия ушедшего квартала говорят громче слов...

Дело в том, что последние шесть лет все разрозненные кусочки макрокартинки удавалось держать в балансе: мировая экономика час от часу выходит из кризиса и становится сильнее. Надо только чуть-чуть помочь. И все будет хорошо. Вот «зеленые ростки», о которых сегодня уже никто и не вспоминает, вот положительный тренд занятости (во второй производной), вот в следующем году будет первичный профицит бюджета (нужный год подставить, а с методикой подсчета поиграть) и тому подобное. И так шесть лет. В принципе, почему бы и не десять?

Однако целостность этой чудесной картинки начинает давать помехи, как при плохом приеме телевизора. Вроде отдельный сюжет и имеет какие-то подпорки, а в целом от помех наблюдается некий дискомфорт. Попробуем разобраться.

Начнем с того, что Япония снова оказалась в рецессии. Со всеми вздохами и охами СМИ в полной неожиданности. Опять никто не мог предвидеть. Конечно, не мог. Все — от IMF и центробанкиров до политиков — были полгода заняты восторженными заявлениями об «эбономике», которая возродит положительную динамику Страны восходящего солнца.

Идея, мягко говоря, странная: если напечатать много денег и на них купить собственные долги, а также корпоративные активы, то можно подорвать собственную валюту и вырвать страну из тисков дефляции. Почему это никому не приходило в голову в середине 1990-х годов?

Злые и они же умные языки говорили, что такой эксперимент не может хорошо закончиться. Ну и пожалуйста: как называется инфляция в отсутствии роста? Стагфляция. На страницах этого блога о неизбежном провале японского эксперимента я писал неоднократно.

С одной стороны, нынешняя техническая рецессия — это только первая серия мультфильма. Вторая — когда ответят китайцы, которые не могут позволить своему давнему сопернику в регионе заниматься неприкрытым меркантилизмом. И ответят как-нибудь

по-китайски, изощренно и с прицелом на много лет вперед. Возьмите себе это обстоятельство на заметку.

С другой стороны, проблема Японии известна и понятна. Страна сделала выбор: в условиях ухудшающейся демографии ни в коем случае не открывать дверь мигрантам. Вот и результат. Привет всем сторонникам пограничных столбов в других странах. Любопытно, что страна при этом голосует за любого популиста, обещающего все вернуть даже не в 2007 год, а аж в 1992-й. Это физически невозможно. Пока этого осознания не произойдет, Япония будет медленно, но верно трансформироваться в Страну «заходящего» солнца. Вот такая печальная история.

Двигаемся на восток. В США очень радостно провозгласили как заслугу нынешнего президента и демократической партии (естественно) о полном восполнении потерянных в кризис рабочих мест. Дальше только нирвана. А сланцевые газ и нефть сделают страну второй Саудовской Аравией. Или даже круче. И с этими тезисами есть многочисленные проблемы. Потерянные рабочие места в основном приходились на секторы с высокой производительностью труда, а новые — сплошной «треш» в виде неполной занятости за кассой в магазине. Это видно из структуры заработной платы и динамики занятости по отраслям. В экономике, где все более или менее в порядке с балансом сил работодателей и работников, разница в зарплате есть некоторый индикатив, насколько производителен сотрудник. Если потеряно одно рабочее место в $100 тыс., а создано два по $30 тыс., то математически ставка безработицы падает, а вот ВВП не восполняется.

Поэтому мы согласны с немногочисленными и усиленно маргинализируемыми СМИ-наблюдателями: экономика США либо не выходила из рецессии, либо вошла во вторую полосу. Статистика лишь играет дефлятором, чтобы нарисовать рост. ФРС загнала себя в угол под политическим давлением: раз рост экономики и занятости на бумаге есть, а инфляции нет, то их двойной мандат предписывает сворачивать политику монетарной экспансии (QE). Проблема в том, что обыватель голосует, исходя из собственных ощущений, а не картинки по телевизору. В этом смысле выборы в сенат продемонстрировали истинное положение вещей.

Еще более показательны новости от идеологических соседей по другую сторону океана. Великобритания была до сегодняшнего дня примером страны, как нужно реагировать на кризис. Вот вам протухшая забюрократизированная континентальная Европа, а вот прекрасный остров! Теперь внимательно посмотрим на косвенные признаки. Все местные газеты полны статей о кризисе ведущих сетей супермаркетов. У всех убытки. Выигрывают только дискаунтеры. С чего бы это? Уверяю вас, английский дискаунтер, как и в любой другой стране мира, — ужасен, ограничен выбором, где превалируют мороженые и консервированные продукты.

ЭКОНОМИКА США ЛИБО НЕ ВЫХОДИЛА ИЗ РЕЦЕССИИ, ЛИБО ВОШЛА ВО ВТОРУЮ ПОЛОСУ

Средний класс продолжает сжиматься, народ считает копейки. Новый цикл роста так просто не выглядит. Сюжет может показаться мало репрезентативным, но уже и премьер-министр страны начал аккуратно в преддверии выборов дистанцироваться от победных реляций. Мол, опять появились риски для текущего благоденствия. Кто читал предыдущий материал, знает, что в стране действительно все относительно лучше, чем у соседей. И это потому, что народ не ждет помощи, а самостоятельно пытается что-то делать, да и цунами иностранных денег на рынке недвижимости, очевидно, приукрашивает действительность. Политикам себе в актив записать совсем нечего. Опять сбой в картинке.

Континент вообще представляет собой безрадостное зрелище. Здесь вся надежда на Драги. Товарищ, безусловно, талантливый. В отличие от японцев, ЕЦБ всегда умудрялся максимум наобещать, получить положительную реакцию рынков, а потом сделать по возможности меньше, чтобы не получить японский сценарий. Маневрируя евро и манипулируя инфляцией для основных стран, какой-то рост в 0.2% (!) в третьем квартале удалось получить. Статистически это ноль, а то и минус, в зависимости от корректности подсчета дефлятора. Пока же инвесторы загружены суверенными бондами юга и прочим мусором, наивно ожидая отгрузки всего этого «добра» по номиналу на баланс ЕЦБ. Другого экшена в старой Европе нет. Очень печально...

Теперь мы подходим к самому аховому сюжету прошедшего квартала. Речь пойдет о цене на нефть. Несколько лет ценник стоял выше сотни долларов за баррель и никого не смущал. Приличным считался разговор, что к высоким ценам на нефть надо привыкать, дешевой нефти больше не будет никогда, и так далее. И вдруг 30% в минус за несколько считаных недель.

Что говорят официальные источники? Месседж такой: нефти добываем больше, а мировая экономика замедляется. Звучит нормально. Спрос и предложение. Однако посмотрим на официальные данные энергетических агентств. Мировая добыча и предложение находятся плюс-минус в балансе на уровне 93 млн баррелей в день. Возможно, самую малость предложение превалирует, но не настолько, чтобы так обрушить цены.

Изучаем вопрос дальше. С одной стороны, ну совершенно нет предпосылок к долгосрочному снижению цен. По прогнозам того же International Energy Agency, тренд на повышение потребления, может, и снизил темпы, но никуда не делся. Оно и понятно. Мир образца 2014 года не испытывал нефтяного шока подобно 1970-м. Энергетический баланс сегодня серьезно никто не пересматривал, к тому же это занимает годы и десятилетия. Уровень потребления в развивающемся мире растет, а экономики по эффективности серьезно уступают западным и продолжают расти демографически. Поэтому чисто математически альтернативы нет.

Сказка про сланец была приятной, но остается сказкой. По прогнозам США, пик будет пройден к 2020 году. Дальше, по их оценкам, будет плато. Но это скорее оптимистично и зависит от ценника. Почему тогда цена на нефть так резко развернулась осенью? Геополитических рисков стало меньше? Вроде нет.

Оказывается, давление на понижение вызвано рядом довольно специфических причин. Действительно, на Ближнем Востоке с учетом сезонных поправок сильно упали запасы, в то время как в Европе в начале осени традиционно снижается переработка, НПЗ встают на ремонты. Более того, длинные спекулятивные позиции в бумажной нефти тоже рекордно упали. Иными словами, если бы надо было уронить ценник, то лучшего момента просто не было.

Осталось выяснить, кто это сделал. Первыми об очень агрессивной ценовой политике Саудовской Аравии заговорили конспирологические сайты. Это такое тайное оружие США, чтобы додавить неугодные режимы. А без Америки в случае с Саудовской Аравией обойтись не могло, так как любой шаг в сторону стоил бы головы отдельным товарищам, возглавлявшим богатые нефтью страны.

В контексте сегодняшней политической риторики, звучащей с трибун G20, не самая плохая теория. А факты? Интересно, что они есть. Если посмотреть последние пресс-релизы International Energy Agency, то в них многократно упоминается, что в третьем квартале Саудовская Аравия существенно поменяла расчетную формулу поставок в Азию, вызвав обвал цен. Единственное, что мотивация довольно странная — чтобы защитить свою долю на рынке! Я не припомню, когда это при наличии ОПЕКА кто-то из стран-участниц вдруг в одностороннем порядке решил бороться за рынок. Тихо слить выше квоты — это пожалуйста, но вот так, с вызовом всем?

И это не конец истории. Когда обозреватели рукоплещут падающему ценнику на бензоколонке, мол, который поможет западному потребителю, сразу несколько вещей выпадают из кадра. Во-первых, безработному или неполно занятому населению все равно, сколько стоит бензин. Во-вторых, если говорить об очередном мифе десинхронизации США с остальным миром, то часть наблюдаемого относительного благополучия объясняется именно сланцевым бумом. При ценнике $75/барр. буму конец. И это еще не все.

Как-то забывается, что магическая возможность ФРС накачивать ликвидность и не иметь домашней инфляции базируется на системе петродоллара. Пока страны-экспортеры перегоняют излишки в долларовую ликвидность, все хорошо. Излишняя масса стерилизуется, а давление на дефицит бюджета не происходит. Ставки остаются низкими. При падающем ценнике все разворачивается. Так, в третьем квартале совокупно сырьевые страны были вынуждены раскупоривать кубышки. А кто тогда будет поддерживать низкие ставки на длинные деньги, если ФРС объявила о конце QE? Этого никто не просчитывал, или нет теории заговора?

Получается какая-то каша. С одной стороны, есть тезис о замедлении мировой экономики (другими словами, об отсутствии предпосылок для роста), долговая нагрузка по-прежнему чрезвычайно высока, структурно мировая экономика остается довольно уязвимой. С другой стороны, Саудовская Аравия — основа основ петродолларового порядка активно перешла к тактике раскачивания лодки, той самой, которую шесть лет удерживали на плаву любой ценой.

«ПАКС СИНО-АМЕРИКАНА» НЕ ПРОСТО ЖИВ, А ПОЛУЧИЛ ВТОРОЕ ДЫХАНИЕ

Рассуждая логически, есть две большие страны, которые также участвуют в стерилизации доллара, но в отличие от США являются бенефициарами низкой цены за баррель. Это Китай и Япония. Механизм стерилизации в их случае работает аналогично через сальдо торгового баланса, который еще и начинает выигрывать от импортируемой цены на нефть.

Иными словами, «Пакс Сино-Американа» не просто жив, а получил второе и совсем неожиданное дыхание. Дешевая нефть паномаксами плывет в Азию, а на торговое сальдо и историю про возрождение национальных западных экономик просто плевать, пока китайцы поддерживают баланс долговой системы. Ну а если японцам вопреки всему тоже удастся встроиться в новообретенную веру в меркантилизм, то это тоже очень большая поддержка. Валютная пара иена–доллар явно оказывала позитивное влияние на фондовые рынки.

Эта теория нравится мне больше, чем использование нефти как геополитического оружия. Очевидно, что побочные эффекты приятны, но они не перестают быть побочными. В процессе борьбы за выживание политический класс просто кинул за борт младших сырьевых партнеров типа Австралии и Южной Африки, ну и наказали неугодных. Сами знаете кого. И не надо путать тучные времена, накачанные мировой ликвидностью, с реальным экономическим ренессансом.

При таком прочтении макрокартинки все более или менее встает на свои места. Даже несколько странный прыжок курса доллара понятен — все-таки расчетная валюта для нефти, находящейся на распродаже. Выбирайте сами — по наитию или в силу коллективного интеллектуального творчества — нащупана замена QE (печатанию денег) еще на какое-то время. На какое? Трудно сказать. Если кинутые и наказанные будут тихо медитировать над своей участью, то это может быть хоть два года.

Почему не дольше? В какой-то момент рано или поздно Китай вернется с новыми требованиями, а пока товарищи усиленно работают над диверсификацией своих торговых и сырьевых потоков. Например, в какой-то момент делиться дальше с Японией не захочется, а сил будет больше.

Однако есть риск того, что одна из сырьевых экономик не сможет продержаться так долго, что приведет к самым непредсказуемым последствиям. Ставки в этой игре в неопределенность существенно выросли. Корректируйте свои инвестиции соответствующим образом. Есть возможность еще покататься на хвосте мировой ликвидности, но это не для слабых духом.

Остается один вопрос: а почему все так шифруются, давая совершенно нелепые объяснения происходящему? Почему нельзя прямо заявить, что совместные усилия по корректировке цены на нефть помогают так-то и так-то и являются последствием целенаправленной скоординированной политики нескольких значимых держав? Зачем плодить слухи и страшилки?

Ответ мне кажется очевидным: в этом случае придется признать, что собственное население, особенно средний класс, опять кинули, а через какое-то время кашу придется разгребать по новой. Но это произойдет уже в новом избирательном цикле...