Николай Кащеев,
начальник аналитического отдела казначейства ВТБ

О ПОЛЬЗЕ стереотипов

РАЗЛИЧНЫЕ УВАЖАЕМЫЕ ИЗДАНИЯ И ИНФОРМАЦИОННЫЕ АГЕНТСТВА ПРОВОДЯТ ОПРОСЫ АНАЛИТИКОВ НА ПРЕДМЕТ ФОРМИРОВАНИЯ КОНСЕНСУСНОГО ПРОГНОЗА ТЕХ ИЛИ ИНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЧУТЬ НЕ РАЗ В НЕДЕЛЮ. ПО ПРАВДЕ ГОВОРЯ, Я НЕ ОЧЕНЬ ЛЮБЛЮ ПОДОБНОГО РОДА ПРОДУКТЫ... ПОЭТОМУ Я ДОВЕРИЛ ПРОГНОЗИРОВАНИЕ МНОГИХ ИСПРАШИВАЕМЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЗАМЕЧАТЕЛЬНОМУ ПРОГРАММНОМУ ОБЕСПЕЧЕНИЮ — ЛИЦЕНЗИОННОЙ MICROSOFT EXCEL.

Модель для макроэкономического прогнозирования построена мной в этой незамысловатой среде довольно давно и состоит из нескольких файлов с взаимными связями и разными формулами. Я ввожу вручную в эту модель кое-что: понятно, цену нефти, чистый приток капитала в РФ, задаю некую траекторию курса доллара (довольно часто ее меняя), полуавтоматически — инфляцию... А затем снимаю с одной из последних страничек в одном из файлов всю необходимую для опроса информацию.

Был бы у меня в штате специальный человек, ответственный за «связи с опрашивающими», я бы непременно облагодетельствовал прогнозными показателями всех страждущих, имя которым — легион. Но у меня нет такого человека, не хватает времени и — пороху. Я мог бы, по примеру некоторых фундаментальных исследователей, описать свою модель с помощью «умныя словесы», привести цитаты из классиков и написать о ней, Excel-модели, весьма серьезный научный труд. Но мне сдается, что она, модель, того не стоит…

Я понимаю, что все эти испрашиваемые показатели в известной степени небезынтересны самой широкой публике. Поэтому я, например, охотно сотрудничаю в качестве контрибьютора с Центром развития, весьма уважаемой макроэкономической исследовательской группой. Однако к чему я призываю в любом случае, так это к тому, чтобы ни в коем случае не фетишизировать прогнозные цифры, не молиться на них и, напротив — не злорадствовать по поводу ошибок. Эти ошибки абсолютно неизбежны.

Макроэкономическое прогнозирование вообще дело малопочтенное… В нашей стране рынки для большинства игроков не настолько связаны с экономикой, чтобы уделять последней слишком много внимания. (Кстати, господа экспаты, настроенные исключительно прагматически, относятся к глобальным изысканиям примерно так же. Может быть, что-то изменится в ходе рецессии?) И в самом деле: объективно говоря, к чему эти макроэкономические страдания, если сам феномен ВВП — почти что «вещь в себе», почти абстракция, и легко и часто корректируется на какие-нибудь 100 млрд у.е. туда-обратно? Да что там макроэкономика! А прогнозирование EUR/USD через 3, 6, 12 месяцев? Тут вообще все очень напоминает лотерею, и единственное, о чем можно так или иначе серьезно говорить, это о трендах. Поэтому повторял и повторяю: цифры обратятся в прах через месяц, концепции помогут нам понять происходящее и через год. Но, может быть, не далее…

Поэтому я, испытывая острый недостаток времени (и помощников), с легким сердцем отказался от участия в тех опросах, которые сводятся только к цифрам и не оставляют место для комментария. И вот, не далее чем пару недель назад (от момента публикации данной заметки), отвечая на ежемесячный опрос Reuters, я со свойственной мне желчностью заметил, в частности, что уж если вам

нечего сказать о происходящем, говорите об инфляции в РФ. Ибо более банальной и одновременно более актуальной темы в области российской макроэкономики, пожалуй, нет. Беспроигрышно! В конце концов, на инфляцию завязаны действия ЦБ и Минфина, и — о, чудо! кто бы мог подумать? — вот уже пару лет, как она (опосредованно) влияет на ставки долгового и денежного рынка. И примерно столько же времени — на курс рубля.

И вот я, к своему стыду, убедился, что нет, все же этот проклятый вопрос невозможно обходить вниманием долго! Только теперь он вписался в более широкий исторический контекст… Случилось еще одно, очередное младенческое откровение: мы, оказывается, не уникальны и в этом аспекте! Это навело на почти философские обобщения: все же, похоже, экономика — гораздо более однозначная вещь, чем этого хотелось бы многим. Как таблица умножения, которая едина и для Северной Кореи, и для Люксембурга, и для Нигерии с Австралией. Почти невыносимая мысль для искателей третьих (четвертых, пятых) путей. Да, экономика, конечно, не лишена нюансов, потому что эта «таблица» более многомерна, чем та, что когда-то была помещена на заднюю обложку школьных тетрадей… Но все же почти ничто не ново. Не совсем ново — так точнее.

Иногда кое-кто уже называет 2007 и 2008 гг. годами безумной инфляции на развивающихся рынках. Как будто развитые остаются в стороне! Но ведь и то правда: если мы крайне недовольны ростом инфляции с 9% в 2006 г. до почти 12% в 2007 г. (и кстати, вряд ли счастливы не лучшим началом 2008 г.), то что должны ощущать китайцы при прыжке инфляции с 1.5% до более 7% годовых?!

Действительно, сколько копий уже сломано вокруг всего этого у нас, в России… Сколько комментариев вызвало решение ЦБ пытаться управлять инфляцией с помощью процентной ставки, одновременно не отпуская рубль в плавание. А между тем, международный опыт говорит нам: «Коллеги, все это уже было — на Западе, в странах пресловутого золотого миллиарда».

В статье в The Independent Стивена Кинга (не того фрейдиста-борца с вампирами, а главного экономиста HSBC) под говорящим названием «Emerging economies are repeating our old mistakes» (Развивающиеся экономики повторяют наши прежние ошибки) как раз и говорится об этом самом. По мнению Кинга, высокая инфляция на развивающихся рынках происходит от двух вещей: от эффекта бедности («несчастья», «bad luck»), когда люди тратят большую часть своего дохода на товары первой необходимости вроде еды, цены на которую очень волатильны; и от — кто бы мог подумать — слишком мягкой монетарной политики властей. Последняя происходит в большой степени от привязки национальных валют, прежде всего, к доллару США.

КАК ОНО БЫЛО, И КАК ОНО ЕСТЬ

	США					Россия				
			Краткосрочные ставки				Денежные агрегаты		Краткосрочные ставки	
	Индекс потребительских цен	Изм. M2, %	Номинал	Реальные (ex post)		Индекс потребительских цен	Изм. ден. базы, %	Изм. M2, %	Номинал	Реальные (по формуле)
1969	5.4	6.1	8.2	2.0						
1970	5.9	3.9	7.2	2.4						
1971	4.2	12.1	4.7	1.2						
1972	3.3	12.4	4.4	0.0						
1973	6.3	9.7	8.7	-1.2						
1974	11.0	5.9	10.5	-0.6	2002	15.1	32.8	32.3	8.6	-5.6
1975	9.1	9.4	5.8	-0.5	2003	12.0	55.3	51.6	3.2	-7.9
1976	5.8	12.8	5.0	-0.9	2004	11.7	24.7	35.8	3.1	-7.7
1977	6.5	12.4	5.5	-0.9	2005	10.9	31.7	38.6	2.7	-7.4
1978	7.6	8.3	7.9	-1.9	2006	9.1	34.1	48.8	3.6	-5.0
1979	11.3	7.8	11.2	-3.0	2007	11.8	33.0	47.5	4.6	-6.4
1980	13.5	8.0	13.4	2.1						
1981	10.4	9.0	16.4	8.8						
1982	6.2	9.2	12.3	8.6						
1983	3.2	7.3	9.1	4.5						

ЧИТАЙТЕ В СЛЕДУЮЩЕМ НОМЕРЕ CBONDS REVIEW:

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ УКРАИНЫ

В преддверии очередного Украинского облигационного конгресса ведущие экономисты и аналитики этой страны подробно проанализируют тенденции на одном из самых динамичных рынков постсоветского пространства и степень влияния на него политических событий, уже более года сотрясающих Украину. Прошлый год украинский рынок, несмотря на глобальный финансовый кризис, самым непосредственным образом затронувший интересы украинских эмитентов и инвесторов, все же сумел закончить с весьма приличным результатом. Возможно ли повторение этого успеха и следует ли ожидать дальнейшего роста присутствия на этом рынке российских инвестиционных банков?

КОВЕНАНТЫ

Эксперты Cbonds Review расскажут о том, какую реальную пользу могут принести различные самоограничения эмитентов при размещении облигаций в условиях глобального финансового кризиса, и о том, какими могут быть такие самоограничения.

БУК-БИЛДИНГ И ЗАКОН

Противоречат ли российскому законодательству размещения по схеме бук-билдинга, о необходимости перехода на которую еще в прошлом году заявляли ключевые игроки рынка облигаций, и как смотрит на проведение подобных размещений руководство ФСФР.

Однако развивающиеся экономики упорно не внемлют голосу разума и не желают отвязываться от чужой валюты, так как рассчитывают прежде всего на внешний спрос в целях поддержания своего экономического роста. А для сдерживания инфляции предпочитают ограничения импорта, зарплат и прочие административные и директивные меры. Знакомо? Пожалуй!

Согласно аргументам экономиста HSBC с пугающими фамилией и именем, в 70-е годы в США была очень высокая инфляция и как раз точно так же велся спор о ее источниках. Тогда американские эксперты не хотели признавать лидирующую роль монетарных факторов, а денежная политика была направлена только на поддержание роста ВВП. И власти применяли примерно те же меры: пытались ограничить зарплаты, регулировать цены, устанавливать пошлины и т.д., и т.п. И затем последовала рецессия… «Проклятые монетаристы» оказались тогда более правы (*см. данные в таблице, прим. Cbonds Review*).

Вывод по Кингу тривиален, как таблица умножения: только укрепление национальной валюты способно остановить инфляцию в быстро растущих экономиках. В противном случае реальный курс национальной валюты будет все равно укрепляться, только уже за счет инфляции. В конечном итоге, считает экономист, рынок все равно обмануть не удастся, и экономический рост падет жертвой двойственной позиции монетарных властей — стремления удержать и инфляцию, и обменный курс.

Простой и ясный взгляд, к тому же основанный на бесценном прошлом опыте, критерии истины! Что подкупает и внушает уважение ex ante. В самом деле, ну сколько можно наступать на брошенные кем-то грабли?

Да, думается, все мы понимаем, что, сохрани мы экономический рост и хотя бы часть своих профицитов, укрепление рубля будет абсолютно неизбежным. Только экономическая матрица все равно многомерна. И применительно к России, вероятно, следовало бы учесть несколько дополнительных факторов.

Во-первых, помимо пунктов а) «bad luck» и б) «слишком мягкая денежная политика», можно добавить пункт в) неэффективный рынок, в котором орудует монополизм, действует чрезмерно жесткий административный контроль и высокая коррупция. Сюда же запишем тот факт, что российская инфляция до сих пор вызывает много вопросов с точки зрения методологии ее вычисления. Она — зверь, не до конца изученный.

Во-вторых, в оправдание слишком мягкой денежной политики РФ все же выскажем пару аргументов. Первое: экономика еще слишком слабо монетизирована (отношение денежной массы М2 к ВВП на уровне 35–40% — это очень мало, в Китае — более 100%, в Индии и Бразилии — около 80%), и в ней острейшим образом не хватает длинных денег. Второе: глобализация, явление, которое еще почти не существовало в 1970-х гг., несет, помимо всяческих благ, опасности, которые воплощаются в carry trades — атаках на национальную валюту — и ведут в конце концов к виртуализации экономики, выводу всего материального производства. В Китай. Что неизбежно порождает гигантские дисбалансы.

Сегодняшние проблемы США из-за многолетних слишком низких ставок от нас еще слишком далеки: не до жиру. Соответственно: да, возврат ЦБ РФ к политике 2006 г. мог бы несколько снять инфляционное давление, но, увы, проблема не будет решена до конца все равно. Требуется однозначность и решительность, но в куда в большем числе вопросов, чем просто укрепление рубля.