Ненулевая сумма

Николай КАЩЕЕВ,
начальник Центра анализа
и экспертизы, ПСБ

Тысячу и один раз в последние десятилетия мир убеждался в том, что игра, в которую он играет, — это не игра с нулевой суммой. Неприятности даже в периферийных экономиках вызывали как минимум некоторую турбулентность в крупных, а периоды процветания распространялись более-менее синхронно на весь мир. Наиболее яркие примеры того и другого: кризис азиатских валют и рубля в конце 1990-х и, как обратный пример, период бума середины нулевых, послуживший мощнейшим импульсом к прогрессу для развивающихся рынков. Мир-то убеждался в вышесказанном, но люди — отнюдь не всегда. Довольно многие и, в частности, влиятельные люди — те и эти элиты — по-прежнему мыслят иначе. Вообще, вопрос о способности учиться актуален, по-видимому, для целого поколения, особенно того, что выросло и сформировалось в том геополитическом блоке, в котором вырос и сформировался и ваш покорный слуга.

Теперь низкая инфляция при столь обильном снабжении деньгами всех и каждого считается new normal, и печать денег теперь вполне респектабельна

Я подписан в Facebook[1] на некоторые наиболее известные СМИ китайских товарищей. Просто чтобы быть в курсе — чем дышит мир. И вот что я скажу. Эффект deja vu для человека, принятого в пионеры в 1970-х в музее М. И. Калинина, человека несколько зоологической внешности, «всесоюзного старосты» и исполнителя зажигательных танцев на private parties И. В. Сталина, не просто разительный, но даже и доведенный до известного логического экстремума.

Если кто-то помнит: почти что ставшее нарицательным во второй половине прошлого века словцо из китайского лексикона — дацзыбао — означало агитационные листовки для хунвейбинов во времена «культурной революции» Мао. Хунвейбины, которым однажды посвятил песенку вечно актуальный Владимир Высоцкий, — молодая гвардия КПК — занимались главным образом ликвидацией рудиментарных классовых различий путем истребления (в основном все же морального, но не только) «классовой прослойки» — интеллигенции. «Прослойкой» ее называли последовательные марксисты-ленинцы, дабы не нарушать стройную систему расчленения общества на классы согласно критерию отношения таковых к собственности на средства производства. Хунвейбины, которых остро критиковал Владимир Высоцкий, во имя ликвида-

[1] К моему великому сожалению, Facebook остается чуть ли не единственной оптимальной с многих точек зрения площадкой обмена мнениями, хотя стремительно лишается совершенно необходимой для поддержания этого качества объективности. Это, увы, отдельная большая и печальная тема.

ции классовых различий стирали с лица коммунистического мира будущего всяких профессоров, ученых и прочих слишком просвещенных граждан КНР того времени. Можете себе представить стиль и контент данных произведений агитпропа? Люди моего жизненного опыта вполне могут. Так вот, скажу я вам: данный жанр, как оказалось, все еще сложно признать полностью отмершим.

В свете того, что мне удалось прочитать, преодолевая это самое вязкое deja vu, на страницах русско- и англоязычных изданий китайских агентств (включая главные из них — «Синьхуа» и «Женминь жибао»), я не слишком удивлен, почему журнал The Economist делает вывод: китайские товарищи уверены, что западный мир находится на стадии своего окончательного заката, и, надо понимать, ждут, таким образом, восхождения золотой звезды на красном пламенеющем фоне в качестве новой путеводной. Ну что ж, восприятие мировой эволюции в виде игры с нулевой суммой действительно логично соседствует с философией такого рода: надо только дождаться трупа конкурента, проплывающего мимо по Янцзы или Суэцкому каналу, как твой финальный мяч окажется в воротах, а ты утвердишься на верхней ступеньке пьедестала. Зачем? То ли это будет торжество «национального эго» с сопутствующим моральным оргазмом и преодолением наконец-то своего версальского синдрома, а скорее всего, в данном случае — удовлетворение от достижения мира, в котором более нет утомительной конкуренции. И можно теперь предаться созерцанию сада камней, особенно приятному после рубки катаной случайно встреченных крестьян. Ах, катана — это про старинных японцев? Ну да. Тогда просто поинтересуйтесь практиками времен «культурной революции», там тоже хватает поучительного — не о «катанах», так о мотыгах. Иногда, правда, в ипостаси метафоры.

Итак, представление о мире как о партии с нулевой суммой живо! Ну ладно, что ж, вольному воля… Итак, западный мир является свидетелем собственного заката. Видимо, как когда-то Рим. За которым, однако, последовал второй и даже, как мы знаем, чуть не последовал третий. Но пока не последовал, второго оказалось достаточно. Давайте — в ожидании третьего — немного поговорим о закате.

НЕ ДО ФАНФАР

COVID готовится отступить. В США продажи домов на вторичном рынке — 6.2 млн в годовом выражении против примерно 3.5 млн на дне Великой рецессии и 7.3 млн — на пике 2006 года, новых домов — 1 млн против 0.3 млн на дне и 1.3 млн на пике соответственно. Показатель backlog of homes — запас нераспроданного жилья — уверенно приближается к нулю и намного ниже показателей 2007 года и последующих лет. Продажи автомобилей — 18.4 млн против 9.2 млн на дне и 18.5 — на пике. Индекс потребительской уверенности США почти вернулся к периоду до пандемии. Рост указанного индекса сопровождал прыжок в объеме розничных продаж: рост в марте без малого на 10% против предыдущего месяца и почти на 28% против марта 2020 года (дно времен пандемии). При этом индекс мировой торговли достиг 128 пунктов — уже превысил показатели до начала пандемии.

Такие вроде бы отнюдь не плохие показатели поддержаны данными о восстановлении рынка труда в Штатах. Число рабочих мест выросло до 144 млн со 130 млн в разгар пандемии, хотя все еще ниже пика 153 млн в начале 2020 года. Число рабочих мест на производстве — 20.4 млн против 18.6 млн на дне (и 21.2 млн в 2020 году). Учитывая, что 45% населения США уже вакцинировано против COVID-19, в дальнейшем на фоне начинающегося отступления пандемии на североамериканском континенте рядом прогнозистов ожидается, что рост важнейшей экономики мира достигнет 6% — очень давно не виданных высот. Восстановительный, конечно, рост, но все же…

Так что происходит на самом деле? Почему никак не наступает время фанфар? Чего ждут китайские товарищи? А происходит то, что необходимых перемен — простите за каламбур — пока, увы, так и не происходит. В прошлой заметке (см. Cbonds Review №1/2021) я постарался показать, насколько поучителен пример Японии с точки зрения выдающейся по масштабам ловушки ликвидности, в которую попала эта страна несколько десятилетий назад. В какую-то подобную западню угодил сегодня и весь мир (отметим здесь еще раз на всякий случай, что никакой «нулевой суммы» на самом деле нет).

Рост денежных агрегатов США вновь резко ускорился примерно год назад: с февраля 2020 года по сегодняшний день денежная база выросла еще примерно на $4.5 трлн — какая мелочь, всего-то около 30%! А начинали с объема денежной базы около 1 трлн — в 2007 году, если кто-то позабыл. При этом денежный мультипликатор (M2 делить на денежную базу), отражающий кредитную активность банковской системы, снизился с 4.7 осенью 2019 года до 3.4 в марте 2021-го. Для сравнения: в августе 2008 года он составлял 9.2, оставаясь выше 8 на протяжении предыдущих десятилетий! Зато расходы федерального правительства, снизившись было на короткое время до 30% ВВП, снова устремились к 40% («нормальный» уровень на протяжении долгих лет — около 20%). Что уже вполне отражается на доходности Trys, несмотря на активность ФРС.

Сейчас новое увеличение и эмиссии ФРС, и расходов федерального бюджета оправдано COVID-19. Но, как я писал в прошлый раз, предыдущие этапы QE, увеличившие денежную базу буквально в десятки раз, привели лишь к росту ВВП примерно на 3% как максимум. Теперь ради восстановительного роста 6% требуется еще «немного добавить» денег. И, как отмечалось, малейшая попытка снизить интенсивность поддержки вызывает опасную коррекцию рынков. Почему опасную? Потому что, во-первых, это может сказаться на стоимости обслуживания долгов всех типов эмитентов, особенно Минфина, во-вторых, принудит изменить оценку рынка акций с вытекающими последствиями в духе если не 2008 года, то близком к этому.

ИСКАЖЕНИЕ РЫНКОВ

Вообще, какова злая ирония судьбы! Ожесточенная борьба с дефляцией в течение долгих лет позволила в итоге лишь удержать реальный ВВП в долгосрочном диапазоне 1–3%, а COVID-19 мало того что опрокинул (пусть временно) эти достижения, но и напомнил о грандиозной цене достигнутого. Экономика не свалилась в дефляцию, a near miss, благодаря полутора десяткам триллионов долларов. А истинная цена — более высокого уровня — такова: искажение рынка до неузнаваемости. Бесконечное и безудержное стимулирование на протяжении столь длительного периода времени, 13 лет, не могло не исказить цены активов в неменьшей степени, чем действия ФРС времен Алана Гринспена, предпринятые в ответ на взрыв доткомов в самом начале века. Все это — в новой

парадигме финансового капитализма. В ответ на вопрос читателей традиционных учебников макроэкономики, куда делась инфляция при таком обильном печатании денег, большинство отвечает: она перетекла на рынок [прежде всего финансовых] активов. Добавим: а также, конечно, в Юго-Восточную Азию.

Теперь низкая инфляция при столь обильном снабжении деньгами всех и каждого считается new normal, и печать денег теперь вполне респектабельна. По крайней мере, на нее теперь уже закрывают глаза без лишней экзальтации — к счастью, не все. Но люди, принимающие политические решения, закрывают.

А ведь уже звучат тревожные звоночки, и даже не с рынка Trys. Вот — новое массовое явление, которое отражается такими заголовками: «Миллионы все еще остаются без работы, но бизнесам трудно найти персонал», «Почему американским строителям все труднее найти рабочих», «Никогда для компаний не было так трудно найти квалифицированных рабочих» и т. п. ФРС считает угрозы для ценовой стабильности и прибыли компаний со стороны расходов на персонал в условиях его дефицита всего лишь временной инфляционной угрозой. А между тем, по опросам, примерно 30% американских бизнесов, ушедших в офшор, как минимум рассматривают возможность возвращения производств из Китая в США. И при этом доля населения в составе потенциальной рабочей силы — то есть тех, кто ищет себе работу, а не бросил это занятие, — как раз сократилась до исторического минимума: 61.5% в марте 2021 года против 63% в начале 2020-го и 66% в 2007 году. В самом деле: кто-то, может быть, устал от поисков, но зачем искать работу, если стимулы гарантируют тебе «право на жизнь» и так? Выходит, что и вопрос о том, кто или что будет стимулировать людей работать в условиях безусловного минимального дохода, пока так и остается открытым — точнее, без удовлетворяющего нас ответа: похоже, мало что.

Кроме прочего, во время COVID-кризиса резко увеличилась продолжительность безработицы — выросла доля соискателей, остающихся без работы свыше 27 недель. Среди различных объяснений этому, однако, есть и действительно временные факторы: многие хотят получить работу в удаленном режиме, хотя такого количества удаленных рабочих мест не требуется. Все же не таков еще прогресс, как его представляют себе наиболее прогрессивные наблюдатели.

Очевидно, что годы политики, направленной на сдерживание роста расходов, связанных с оплатой труда (включая снижение роли профсоюзов, аутсорсинг труда в Азию, недоинвестирование в профессиональное обучение и т. п.), сказались, помимо всего прочего, на искажении структуры рынка труда. Статья Майкла Коллинза в Industry Week кратко препарирует суть проблемы: погоня за дешевым рынком труда, в том числе через вывод производств в Китай, лишила США большого числа потенциальных рабочих в современном производственном секторе — во многом созданном американскими же изобретателями и предпринимателями. Что сегодня начинает сказываться во все большей мере и на уровне макроэкономики чревато такой неприятностью, как инфляция издержек на фоне крайней нежелательности в рамках сложившейся парадигмы повышать ставки. И на фоне, разумеется, низкого роста экономики — фактор труда в ВВП никто не отменял.

ПОЧВА ДЛЯ КРИЗИСА

Тем не менее истинная сила того или иного сообщества людей не в том, чтобы не допускать ошибок и избегать любых неприятностей (что просто невозможно), а в реакции на происходящее. Не прошло и 15 лет, как дискуссия на тему правильности реакции финансовых властей на происходящее стала более, скажем так, оживленной и предметной. Посмотрим: если рыночная экономика еще существует, а искажения, укоренившиеся в ней при посредстве печатного пресса, не отменили ее сущность, состоящую в гибкости, рациональности и конкурентоспособности, в ближайшие годы это должно проявиться, так или иначе. К сожалению, не обязательно в виде сознательной проактивной политики тех, кто ей слишком активно рулит и уже и так запутался в собственных монетарных капканах, но, возможно, стихийно, в виде нового кризиса. Отрезвляющего, если угодно. И вот тогда, а лучше все же раньше, истинная рыночная сущность, менталитет и сам образ жизни людей, влияющих на происходящее, обязаны проявить свои указанные выше преимущества. Все же я не думаю, что товарищи из ЮВА являются эталоном истинно рыночной позиции, или возможным прообразом тех, кто сможет эти действительно сложные проблемы решить правильно. По крайне мере, например, рост долга в китайской экономике не дает оснований думать иначе. И это — всего лишь один аргумент из множества, среди которых и то, о чем я сказал в самом начале этой короткой заметки.

Не прошло и 15 лет, как дискуссия на тему правильности реакции финансовых властей на происходящее стала более, скажем так, оживленной и предметной