Несвязанные величины

Николай КАЩЕЕВ,
начальник Центра анализа
и экспертизы, ПСБ

Индекс P/E Шиллера (P/E с поправкой на цикличность, на самом деле — просто средний за 10 лет) для S&P500 достиг на момент написания этого текста значения 38.75, что выше, чем в «черный вторник», положивший старт Великой депрессии (тогда был 30), чем в «черный понедельник» 1987 года, памятного и нам (был ниже 20), выше кредитного сжатия 2008 года (чуть более 25) и лишь ниже пика накануне краха доткомов, тогда он был примерно 45, исторический максимум.

Уже недели две вовсю обсуждают корреляцию S&P500 и объема маржинального долга игроков рынка и всякие особенности динамики доходности облигаций, свидетельствующие о перегреве рынка. Оптимисты вроде любимого мной нарратора Дж. Молдина пишут печальные эссе про то, что ошибки в денежной политике непременно будут иметь последствия. Понятно, что нехорошие. Хотя, скорее всего, не в 2021 году, добавляет Молдин.

На самом деле, как мне представляется, да, будут. Но это совершенно ожидаемая вещь, как и то, что ошибки неотвратимы.

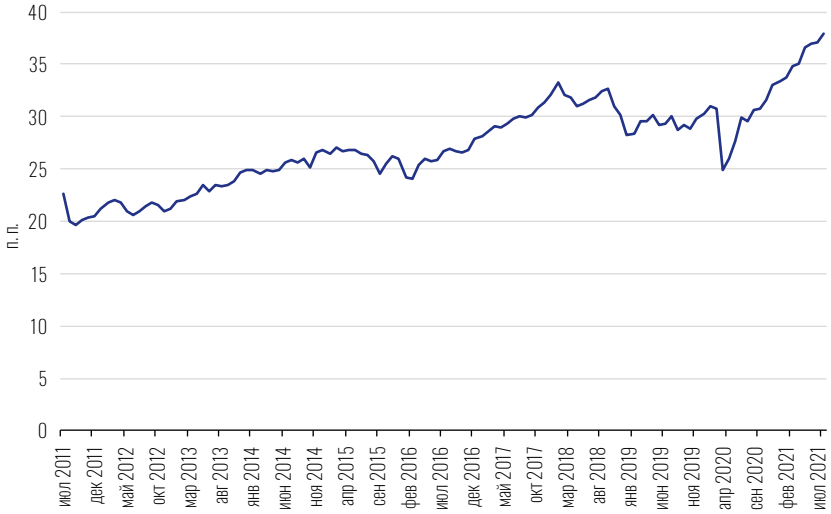

Рисунок 1
Индекс P/E Шиллера для S&P500

Источник: investfunds.ru

Главный вопрос, как всегда, один: когда? На мой давний взгляд, сегодня у ФРС просто нет — не придуман — адекватный инструментарий, чтобы справиться с неведомым. И, видимо, с неизбежным. Business IS NOT as usual.

Возможно, непредотвратимые в такой ситуации ошибки потребуют со временем чрезвычайных мер: резких, законодательных, каких-то мораториев, чтобы не просто выйти из все более безвыходной ситуации, но, наконец, и разрубить гордиев узел, в который затянута нынешняя экономическая (кредитная) парадигма. Он таков: чтобы обеспечить рост экономики, необходимый в том числе для погашения долга, нужно больше долга, больше долга означает: а) замедление экономического роста из-за большей стоимости обслуживания или/и б) как сейчас, больше риска, потому что меньшая стоимость обслуживания — это низкая ставка. Если есть куда снижать. А низкая ставка — это больше мусора в портфелях и, наконец, та самая вожделенная прежде инфляция. Круг замыкается.

Сегодня у ФРС просто нет — не придуман — адекватный инструментарий, чтобы справиться с неведомым. И, видимо, с неизбежным

Сейчас логично ссылаться на то, что все, что происходит, — это уникальное событие или события, потому что такого разрушения производственных цепочек и даже целых отраслей, как нынешнее, из-за COVID, мы вряд ли помним. Если такое вообще случалось, потому что глобализация столь значительного масштаба и глубины — с вовлечением десятков разных экономик от ЮВА до обеих Америк — тоже вряд ли прецедентна.

Начиная с 2020 года государственный ответ на эпидемиологическую катастрофу дал ряд удивительных эффектов. Например, люди расхотели работать. Именно это сваливают исключительно и целиком на гостимулы. Пока не рассматривается гуманитарный (психологический и медицинский) аспект происходящего: на самом деле резкое изменение образа жизни, а также все еще недостаточно изученные медицинские последствия атаки вируса не могли не произвести глубочайшего впечатления на людей. Среди прочего — даже на собственном опыте, если ничего другого не остается — легко заметить рост апатии, психологической усталости, а хваленая дистанционная работа на самом деле во многих случаях имеет демобилизующий эффект, и иногда, напротив, усиливает усталость, требуя неожиданно большего напряжения внимания, сосредоточения и т. п.

Вместе с тем произошли еще кое-какие любопытные макроэкономические события. Норма сбережения, недавняя притча во языцех при обсуждении Великой рецессии США, подпрыгнула к давно забытым величинам. В начале 2021 года (январь — март) она превышала 20%. Такие высоты находятся за пределами исторических данных, которые — те, что в моем распоряжении — восходят к 1960-м. В благословенные и грозные 1970-е, когда норма сбережения была стабильно велика, она была на пике на уровне чуть выше 15%. В знаменитую эпоху кредитного потребления (начало нулевых) — около 3%. Тогда все порицали потребителя — и саму кредитную экономику — за этот низкий уровень.

После начала Великой рецессии потребитель изменился очень заметно, стал намного осторожнее: с этим, вероятно, не в последнюю, если не в первую очередь была связана низкая инфляция и, соответственно, низкий рост ВВП. Норма валовых сбережений начиная с 2011 года составляла 7–8%, в два раза выше золотой эпохи потребительства. А в 2020–2021 годы на фоне пандемии она достигла невероятной средней за полтора года величины — 17%! С пиками выше 20%, как сказано выше. Впрочем, сейчас норма упала до 9%, но произошедшее ранее означает, что домохозяйства, вероятно,

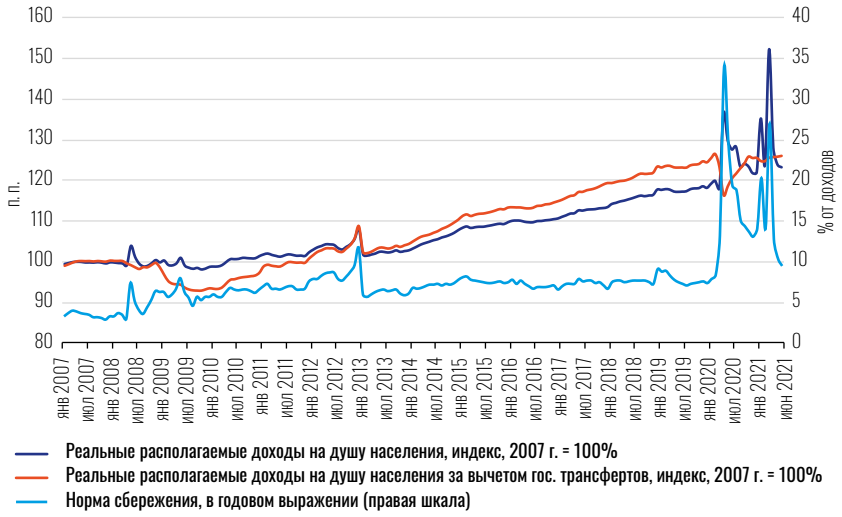

Рисунок 2
Доходы и сбережения домохозяйств США в эпоху ковида

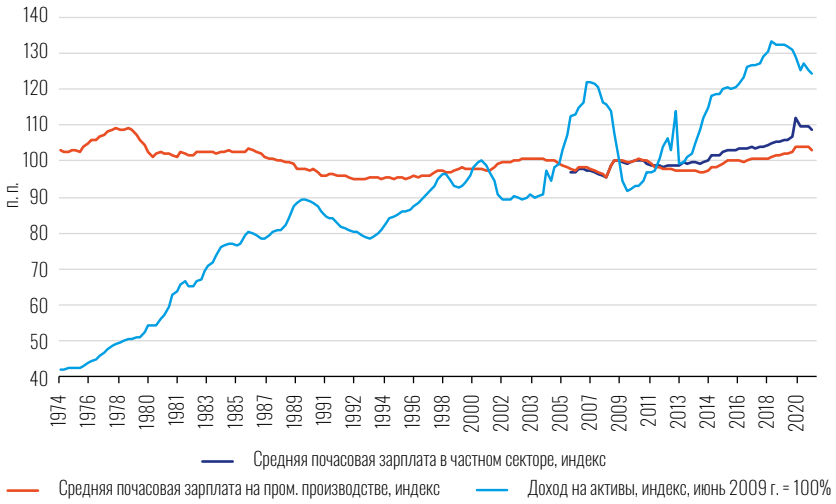

Рисунок 3
Сравнение дохода на активы и зарплат в США

имеют значительный резерв для будущих трат, что делает рассуждения о временном, скоротечном характере инфляции не столь однозначными.

Заметим, однако, что при всем при том динамика расходов следует, скорее, за доходами населения БЕЗ учета трансфертов (см. красную линию на Рисунке 1), что и вызывало огромные скачки в норме сбережений. Пока трансферты были, похоже, в большей степени сбережены, а не потрачены. И мы при этом УЖЕ имеем такую высокую инфляцию! Это говорит в пользу того, что это инфляция издержек. Но при столь существенном искажении картины чрезвычайными событиями и соответствующими антикризисными мерами с категоричными оценками приходится повременить.

Меняются обстоятельства, меняются стимулы. На очень показательном Рисунке 2 можно увидеть, что изменилось в крупнейшей экономике мира за последние десятилетия, и тогда ситуация, при которой многочисленные рабочие места остаются незаполненными, выглядит несколько более системной. Даже если забыть на время о COVID, сам меняющийся характер экономики, особенно в последнее десятилетие и далее, показывает, что политика ФРС может вести не совсем к тому, к чему последняя стремится.

Что-то должно наконец измениться кардинально… Либо, как часто говорят некоторые товарищи, экономический уклад, либо наше понимание экономики. И скорее всего, пресловутый уклад уже меняется, но только ФРС делает все, чтобы удержать картинку в зоне комфорта, в зоне привычки — прежде всего для элит. Не хватает пока понимания происходящего. Но многие светлые умы над этой проблемой активно работают, хотя все еще без особого практического результата.

И в завершение — о «несвязанных величинах». В статье некоего Стивена Томса «Financial scandals: a historical overview» приведены любопытные индикаторы, отражающие популярность темы мошенничества в прессе (в данном случае — британской). Обычно у нас в последнее время такого рода индикаторы используются для альтернативного представления каких-либо трендов, не очень хорошо — по обоснованному мнению — отражаемых официальной статистикой.

Согласно Томсу, например, индекс «популярности мошенничества» (основанный на отношении числа упоминаний соответствующих случаев в прессе к общему числу газетных новостей) указывает, что наибольшая интенсивность мошенничества (имеется в виду прежде всего финансовое, разумеется) наблюдалась в Британии в середине XIX века — около 3% всех заметок — и затем неуклонно снижалась. Минимум отмечен с 1946 по 1968 год, около 0.2–0.3% заметок в прессе. С 1970-х начинается новый рост, ускоряющийся — вот неожиданность! — в первой половине нулевых до чуть менее 1.5%. К сожалению, данная публикация индекса заканчивается памятным 2009 годом и относится только к Великобритании, важной, но не единственной финансовой территории мира. Что-то мне подсказывает, что включение в состав индекса стран ЮВА и самих США было бы небезынтересным экспериментом.

Глядя на два несвязанных графика — рост популярности темы мошенничества и превращение основополагающей экономики мира в рентную (притом что ее инновационный драйв и значение также сложно подвергнуть сомнению), — вспоминаешь почему-то и уже банальную, но от того не менее острую тему неравенства, и тренд на приход к власти тут и там консервативных популистов. Нет, мир точно несовершенен, а прекрасное будущее — вечно в завтрашнем дне, тогда как жестокая реальность с нами прямо сейчас.

Норма сбережения, недавняя притча во языцех при обсуждении Великой рецессии США, подпрыгнула к давно забытым величинам