Николай Кащеев,
начальник отдела экономических исследований, МДМ-Банк

Государственный МИСМАТЧ

ЗАРАНЕЕ ПРОШУ ПРОЩЕНИЯ У ТЕХ, КТО УЛИЧИТ МЕНЯ В ОТСУТСТВИИ В ДАННОМ ОПУСЕ НОВЫХ ИДЕЙ. ЭТО ПРАВДА! БОЛЬШАЯ ЧАСТЬ ИЗЛОЖЕННОГО МОЖЕТ БЫТЬ ВАМ ЗНАКОМА, В ТОМ ЧИСЛЕ ПО ПРЕЖНИМ ТВОРЕНИЯМ ВАШЕГО ПОКОРНОГО. ОДНАКО ЧТО ПОДЕЛАЕШЬ, ЕСЛИ ЧУДЕСНЫМ ОБРАЗОМ ГЛОБАЛЬНАЯ СИТУАЦИЯ ЗА ПОСЛЕДНИЕ ПАРУ НЕДЕЛЬ ПОЧТИ НЕ ИЗМЕНИЛАСЬ В СВОЕЙ СУТИ. К ТОМУ ЖЕ, КОЕ-ЧТО НЕ ГРЕХ И ПОВТОРИТЬ...

В конце концов, когда речь заходит о всеохватывающей мощи государства, некоторые просвещенные граждане вспоминают Древний Египет, в котором метаморфозы не приветствовались тысячелетиями. В итоге древняя империя просуществовала более 5 тысяч лет, если мне не изменяет память. Параллели с днем сегодняшним понятны: много-многотриллионный, казавшийся почти всесильным и всеобъемлющим рынок, кажется, дал слабину и прислонился к могучей груди государства. Сколь суетными и сиюминутными вмиг оказались его метания, и теперь ему, набедокурившему, понадобилась отеческая забота старой доброй бюрократии.

Итак, события во всем мире развиваются примерно по одному и тому же сценарию: государства в едином порыве, словно сговорившись, рванули стоп-кран в вышедшем из-под контроля поезде, несущемся черт знает куда. Прекрасный, сияющий и юный образ свободного рынка временно померк перед суровым — и довольно неприглядным — ликом реальности. И вот тогда, почуяв твердое плечо государства (нет, слово «плечо» тут не имеет отношения к маргинальному отныне понятию «кредитное плечо»), инвесторы кое-где кинулись было подбирать почти бесплатные акции. Тем более что кое-где, например, в РФ, продавать их в короткую было запрещено. Кстати, США и тут были пионерами и всем примерами! Шортисты были на время раздавлены буквально повсеместно. Появился даже каламбур на тему некогда довольно часто мелькавшей рекламы: «Папа, а шортисты бывают? — Нет, сынок, это фантастика!»

Но анафема шорту, как и маржинальной торговле, — лишь одна из многих мер по спасению нашего юного шалуна, так как главной были все же обильные денежные вливания, от Нью-Йорка до Шанхая и далее до Москвы. Ну, и не без словесных интервенций, конечно, о которых мы все так хорошо знаем.

В итоге рынки от развивающихся до вполне себе развитых оказались в одном стремительном вагоне, на борту которого имеется фирменная надпись: «Governmental Bailout / Государственная интервенция». Даже самым закоренелым рыночникам, даже тем, кто был уверен до последнего, что рынок «всегда эффективен», уже понятно — иного выхода больше нет. Вопрос, собственно, один: куда мчится экспресс? И какие есть разветвления на пути у этого судьбоносного поезда?

Мы помним о том, что в основе нынешнего кризиса в Штатах — не просто спекулятивная активность теневой банковской системы, усилия финансовых алхи… то есть инженеров, потеря в конечном итоге баланса в знаменитом равновесии «жадность vs. страх». В основе — потребление, превышающее сбережения, которое привело США к жестким дисбалансам и однажды не оставило ФРС иного выбора в поддержке экономического роста, как накачка страны ну очень дешевыми деньгами. Все равно соревнование в материальном производстве было проиграно Китаю и иже с ним. У США оставались в резерве еще инновации, этот могучий двигатель постиндустриальной экономики, который в условиях неадекватного восприятия рисков, однако, тоже приводил не куда-нибудь, а к пузырям, как случилось с доткомами в самом начале нового века.

В результате США пришли туда, куда вела эта дорога. Они стали Страной Левереджа, а конечное потребление достигло примерно 72% ВВП против 67% в среднем за 25 лет. Не впечатляет разница в цифрах, скажете вы? Вообще-то, этот показатель при их объеме валового продукта означает в номинальном выражении около $750 млрд, что еще недавно равнялось конечному потреблению всей Индии за год. Посему и делевередж в сегодняшней финансовой системе получается весьма впечатляющий! Возможные убытки оцениваются на уровне уже никак не менее $1 трлн, на Уолл-стрит не осталось ни одного независимого инвестбанка, крупные банкротства уже следуют чередой. Кредит сокращается, вызывая впервые за последние десятилетия сжатие в реальном выражении денежных агрегатов, реальный сектор, развивающиеся рынки опровергают одного недавнего оптимиста за другим, невзирая на их громкие профили.

Что делает тут государство? Оно пытается подстелить соломки, чтобы коррекция конечного потребления не приняла обвальный характер, который неизбежно влечет за собой глубокую рецессию, если не депрессию. By the way, на сегодня конечное потребление в США составляет около 70–71% ВВП. Незначительный прогресс? Коррекция такого огромного сегмента такой большой экономики — дело небыстрое. Притом рецессия уже практически шагает по континентам!

Собственно, что это за «соломка» такая? Если коротко, то сегодня сходятся два базовых подхода. Власти США, предлагающие купить на $700 млрд плохих активов у банков и проч., причем по неизвестно как и кем (по состоянию на 26 сентября) определяемой цене, фактически занимаются спасением финансовых институтов. Для чего? Чтобы те перекредитовали неплатежеспособных заемщиков? Официальная мера выглядит как пожарная и не очень ориентированная на системное решение проблемы. Либо хорошо пролоббированная.

Второе требование противников этого решения — после требования о механизме определения цены плохих долгов — это гарантированная продажа через время купленных активов. Нет, никто не сомневается в рыночной направленности американского государства… Так, кстати, в начале 90-х годов шведское правительство потратило около 4% ВВП на временный выкуп большой части банковской системы, которую оно тогда тоже спасало. Позднее приобретения были реализованы с выгодой для бюджета. Но в скороиспеченных пожарных предложениях американских властей не было дано и этих гарантий!

Альтернативное решение, предлагаемое независимыми экспертами, направлено на лечение корня больного зуба. Оно подразумевает — и это святая истинная правда! — что конечный заемщик не может при всем желании заплатить свои долги. Выводы однозначны: этот долг должен быть реструктуризирован и сокращен в объеме — через его уценку. А государство должен позаботиться о рекапитализации банков, чтобы привести в норму их ratios, которые придут в еще больший упадок в таком случае. То есть банки опять станут слишком рискованными и неспособными к развитию. Предлагается механизм рекапитализации: покупка государством привилегированных акций банков.

Больше похоже на глубокую перезагрузку системы? Пожалуй, да. Официальный же план похож скорее на анальгетик. Государства сегодня заняты все больше инъекциями анальгетиков… Мы, Россия — не исключение.

Что же лечить нам, пока и у нас действуют государственные анальгетики, thanks to Минфин и ЦБ РФ, все эти расширенные Ломбардные списки и размещение бюджетных средств на счетах в банках? У нас есть свой скелет в шкафу, и не один, свои глубокие диспропорции. Лечить надо главную диспропорцию нашей финансовой системы, нам надо лечить нехватку долгосрочных частных сбережений. Иначе мы — в отсутствие доступа на западные рынки капитала — попадаем на mismatch между дюрацией пассивов, получаемых от ЦБ (сверхкороткие) и Минфина (просто короткие; а годичные и т.п. «копейки» от ЖКХ погоды не делают), и активов, которые для успешного развития экономики должны быть подлиннее. Кстати, что важно и в борьбе с инфляцией.

Если же мы опять рассчитываем на мировые финансовые рынки, то должны иметь в виду, что наша глубокая короткая позиция в валюте (почти $90 млрд в конце первого полугодия 2008 г.), если, не дай бог, что, может и после показать такую же резкую и неприятную коррекцию, как сейчас. Именно эту коррекцию мы и переживаем этой осенью рядом с нашими соседями по «экспрессу»!

Да, конечно, ни нам, ни Штатам не удастся вылечить наши истинные болезни до момента истечения чрезвычайных мер, пока действуют анальгетики. Но о цене анестезии надо думать уже сейчас: ведь в случае «передозировки», например, для нас результатом может стать снижение суверенного рейтинга или, хуже того, значительное сокращение резервов — на фоне нестабильной нефти-то…

Для американцев побочные эффекты тоже вполне очевидны. И, увы, они даже без особого желания со своей стороны автоматически сделают их глобальными!