Николай Кащеев,
начальник отдела экономического анализа, МДМ-Банк

ТО, что я сказал, и ТО, что не успел сказать...

...ВО ВРЕМЯ ВЫСТУПЛЕНИЯ НА КОНГРЕССЕ CBONDS, ПОСВЯЩЕННОМ РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ, 4 И 5 ДЕКАБРЯ.

Мое выступление проходило на второй день конференции, в 10 часов утра. Понятно, что в зале было не так много слушателей. Везде есть свои плюсы, однако: например, отсутствие прессы позволило мне говорить без той необходимой, несколько завышенной доли оптимизма, которая, по моему убеждению, должна характеризовать сегодня каждое более публичное выступление на некоторые животрепещущие темы. Времени на доклад мне немного не хватило, поэтому некоторых из намеченных вопросов я не успел коснуться. Теперь, слава богу, есть возможность наверстать упущенное. Итак, вот о чем шла речь:

1. Гуманитарный аспект финансовой катастрофы, с которой мы сталкиваемся — а это именно катастрофа, — включает не только вечные человеческие ценности, пресловутые неискоренимые «жадность и страх», но и те феномены природы человека рыночного (Homo Mercaturae), которые мы можем принимать в расчет сознательно и даже попытаться исправить на законодательном уровне. Я назвал их так: *процикличность, принцип «после нас хоть потоп» и фетишизация рынка*.

Процикличность — опасная болезнь не столько рынка, трейдеров, для которых такой подход естественен, сколько аналитиков и, главное, рейтинговых агентств. Желание получить немедленную прибыль на обслуживании цикла ведет к атрофии анализа рисков как возможных в будущем негативных событий, зато приводит к регулярной констатации уже свершившихся фактов. Так, бывшие ранее «хорошими» активы «неожиданно» оказываются в разряде плохих, что вызывает «непредсказуемое» ухудшение качества заемщиков, и им понижают рейтинг уже после того, как рынки почти все поняли и так. Истинное назначение рейтинговых агентств подменяется конъюнктурностью, что и заканчивается в итоге лишь усугублением кризисных явлений.

Словно в насмешку, как будто услышав критику, S&P понизил в эти дни рейтинг РФ впервые за 10 лет. Однако, положа руку на сердце, так ли уж это было превентивно?

Принцип «после нас хоть потоп» означает постоянный конфликт эгоистических интересов в разных областях, который не всегда бывает урегулирован должным образом или, лучше того, предотвращен. Это, например, конфликт интересов миноритарных акционеров и менеджмента корпораций, конфликт между «личным» и «общественным» — проблема компенсаций и бонусов, конфликт между различными слоями и представителями общества, бизнеса, власти (что очень характерно для РФ). Нежелание и неспособность урегулировать такие отношения приводит к тому, что частный эгоизм неизменно побеждает «разумный эгоизм» («мое благо в перспективе зависит от блага общества и компании»), и это многократно усугубляет степень надувания пузырей и последующие кризисы.

Фетишизация рыночных принципов означает абсолютизацию определенной схемы решения всех и каждой из экономических проблем. Такими «священными коровами» являются, например, постулат об эффективности рынка («рынок всегда включает все доступные знания об активе и справедливо его в конце концов оценивает»), непременной всеобщей пользе плавающих курсов валют для любых экономик, максимальной рыночной открытости и так далее. Между тем, каждая экономика, как и общество, проходит различные стадии развития, изоморфную стадиям развития всего человечества. Все мы видим, как избыточная открытость, например, прибалтийских экономик привела их сегодня к фактическому краху; еще более ярок в этом отношении пример Аргентины, enfant terrible мировой экономики. К сожалению, полная конвертируемость рубля также выглядит, на наш взгляд, шагом, опередившим создание всех необходимых для этого условий.

«Общие» рецепты для всех без исключения экономик, которые, вдобавок, требуется осуществить «сейчас же, немедленно», странным образом приводят в перспективе [временно] к более выраженной отдаче для экономик, находящихся на более высоких ступенях развития: гигантские бонусы за развитие бизнеса получают менеджеры транснациональных компаний. Затем, однако, кризис углубляется для всех, и для временных «победителей» не в последнюю очередь.

2. Какова возможная продолжительность мирового спада? Она, на самом деле, может оказаться пугающе велика. Я не раз говорил об этом и раньше. Глубина рецессии количественно отражается разницей в денежном выражении между сегодняшним двойным фактором рецессии — нулевыми сбережениями и высокой нормой потребления в США — и этими же показателями в еще относительно благополучных 90-х, либо их средней величиной за четверть века. Десятью годами ранее сбережения домашних хозяйств достигали 6% американского ВВП. Простая арифметика показывает, что при нынешнем уровне ВВП США возврат к указанной величине требует сокращения конечного потребления, главного двигателя экономики Штатов, примерно на $900 млрд. Это ведет к падению ВВП примерно на 7%, а с учетом кумулятивного эффекта — и до 10% (как считают некоторые американские экономисты). Если учесть, что крупнейшая послевоенная рецессия в экономике США в 1957–1958 гг. сопровождалась сокращением американской экономики за два года на 4%, то можно предположить, что продолжительность нынешней рецессии может достичь четырех-пяти лет (один год уже, правда, прошел). Это довольно пессимистический сценарий, однако он может реализоваться, если не будет придумано какого-нибудь инновационного выхода из такой ситуации.

К сожалению, развитие событий показывает, что мировая экономика разворачивается очень медленно. Например, от начала банковского кризиса в области subprime до проявления серьезных кризисных явлений в реальном секторе в зоне евро прошел почти год. Более того, втягивание в данный настоящий глобальный кризис прочих стран продолжается. Мы не удивимся, что при всех стимулирующих средствах экономика КНР на фоне глубокой перестройки со стратегии, направленной на удовлетворение внешнего спроса, на стратегию с опорой на внутренний спрос может на некоторое время (например, полгода) также оказаться в рецессии, так как подобная трансформация может занять длительное время и потребовать глубоких перемен.

Это не может не сказаться негативно на рынке сырья, восстановление которого будет отложено на более дальний срок. Однако мы убеждены, что текущий острый недостаток инвестиций в добывающие отрасли приведет к резкому росту цен на сырье по мере того, как появятся первые признаки восстановления мирового спроса. Тем более что в этот же момент, скорее всего, инфляция в целом вернется в мировую экономику и будет очень высокой. К сожалению, пока не просматриваются сроки возможного серьезного изменения ситуации с мировым спросом к лучшему. Возможно, они даже находятся за пределами 2009 г.

3. Процесс делевереджа, или уничтожения плохих активов, должен пройти свой путь до конца. Формула левереджа (выведенная из формулы Дюпона): $L = A/E = 1/V$, где V — рыночный риск, волатильность, говорит о том, что делевередж создает опасную спираль, когда избавление от одного вида активов через падение цен на рынках вызывает ухудшение качества остальных. Делевередж может остановиться лишь тогда, когда остановится падение цен и список «нежеланных» активов будет исчерпан: иными словами, мыльные пузыри лопнут окончательно.

Делевередж происходит сегодня не только потому, что банки несут убытки по большому кругу активов, но и потому, что прежде уровень их левереджа был слишком высоким, особенно в «теневой банковской системе» — среди инвестиционных банков, хедж-фондов и так далее, достигая значений 40–50 (активы к капиталу по формуле Дюпона). Единственный способ идти против такого цикла — поднимать капитал банков, тогда как вливания ликвидности на межбанковский рынок ничего с этой ситуацией поделать не могут. Притом следует понимать, что есть еще и третий фактор делевереджа: переоценка рисков, которые теперь воспринимаются более адекватно и осторожно, что вызывает у банков дополнительное стремление избавляться от еще одного ряда активов, ставших менее качественными. Общий объем таких активов — кандидатов на уничтожение — называется МВФ на уровне $10 трлн. При этом, например, ликвидация активов хедж-фондов (ранее — $2 трлн, сейчас — примерно $1.5 трлн), как считается, прошла лишь около половины пути.

При ликвидации активов важно понимать различия между временно неликвидными и неплатежеспособными заемщиками и правильно отделять одних от других. Одним поможет реструктуризация и рефинансирование, для других долгов возможно лишь списание, целиком или частично. Вливания ликвидности в банковскую систему не будут приносить серьезных плодов, пока такое трудоемкое разделение не будет проведено. Это, в конце концов, единственный путь к преодолению кризиса доверия. При этом меры государственной поддержки, объясняемые социальными и политическими мотивами, могут оказать медвежью услугу финансовой системе и всей экономике, поддерживая неплатежеспособных, но «значимых» заемщиков, тем самым продляя процесс делевереджа, откладывая объявление окончательных убытков.

4. Банковскую систему Запада, вероятно, ожидает новый этап серьезных потрясений. Более того, он может оказаться не многим менее тяжелым, чем кризис ипотеки.

В настоящее время в активах банков, которые отчитываются перед ФРС (то есть это классические коммерческие банки), доля займов, кроме ипотеки, в активах оставляет 28%, или $3.4 трлн. В то же время, пока доля просрочек и списаний выросла до реального кризисного уровня лишь по кредитам, связанным с ипотекой: сегодня доля просрочек в этих активах на срок свыше 30 дней — более 5% против 2.2% во время рецессии 2001 г. Ситуация с кредитами по кредкартам только-только начинает ухудшаться: списания достигли 5.6% против 7.9% в 2001 г., а ситуация в реальном секторе вообще еще толком не изменилась по сравнению с более спокойным временем: норма просрочек по коммерческим кредитам и кредитам промышленности составляет 1.6% против почти 4% (!) в 2001–2002 гг. Поэтому, учитывая рекордно низкие значения индикаторов потребительской и менеджерской уверенности, стремительное падение потребления и рост безработицы, следует ожидать взрывного ухудшения качества и прочих активов, не связанных с ипотекой. Учитывая масштаб нынешней рецессии, это могут быть новые острые кризисные явления и новый сильнейший удар по глобальной банковской системе. Это также подтверждает тот факт, что мы, вероятно, находимся едва на полпути к преодолению финансовой части кризиса.

5. Исправление мировых дисбалансов требует, в том числе, от РФ, как и от КНР, выбора стратегии развития, направленной на развитие внутреннего спроса. К сожалению, наши действия по выходу из кризиса во многом — по факту, а, возможно, не по задумке — ориентированы на поддержание внешних дисбалансов, на внешний спрос, который нам однозначно не оживить. Он вне нашего контроля. А перенос акцента на внутренний спрос требует как минимум трех вещей: а) укрепления доверия бизнеса, что подразумевает в том числе б) укрепления доверия к национальной валюте и г) укрепления национальной банковской системы. Однако был сделан выбор в основном в пользу поддержания баланса текущих операций, отчасти из-за обоснованных опасений длительного снижения цены нефти, что и проявляется в проведении пресловутой «плавной девальвации». (Второй целью девальвации могут быть бюджетные проблемы: из-за снижения курса рубля больше рублей будет получено от фискальных доходов, взимаемых на основе долларового эквивалента.)

На наш взгляд, однако, самым естественным решением в данной ситуации, если бы мы уделили первостепенное внимание внутреннему спросу, было бы ограничение конвертируемости национальной валюты таким образом, чтобы спрос на доллары был связан лишь с потребностями импортеров, выплатой и обслуживанием внешнего долга, репатриацией доходов от прямых инвестиций, но не спекулятивными операциями против рубля. Это обычно делается, в частности, с помощью норм резервирования, введения обязательного депонирования средств на срок и так далее, вплоть до прямых ограничений на некоторые виды операций или операций с некоторыми видами клиентов и контрагентов. (В этом смысле также очень хороший шаг — корсчета в валюте в ЦБ.)

Ни о каких репутационных издержках не приходится говорить в условиях войны, в которых мы оказались; вспомним тут еще раз о пороке «рыночного фетишизма». А что касается текущих операций, то значительное падение импорта будет вызвано массой других причин, помимо курсовых.

В настоящее время девальвация национальной валюты, к которой мы теперь определенно и неуклонно движемся, может превысить 10% или 15% к бивалютной корзине, что делает на сегодня бессмысленными какие-либо инвестиции в российские долговые бумаги; это при доходности-то NDF 30–40%! Думается, что выбор девальвационного пути вкупе с ужесточением денежной политики и — одновременно — увеличением объемов предоставляемой ликвидности банкам вместо ограничения капитальных операций на фоне обладания огромными резервами был очень дорогостоящей стратегической ошибкой. Схожие выводы относительно стабильности китайского юаня уже делаются некоторыми экономистами, не приверженными процикличности и рыночному фетишизму.

6. Что будет с долларом? США сталкиваются с чудовищными проблемами, главная из которых — это угроза дефляции, помноженная на опасность попадания экономики в ловушку ликвидности и огромный дефицит бюджета, который может возрасти еще вдвое, до более чем $1 трлн. Штаты, вероятно, будут вынуждены поддерживать рынок длинных ставок (снижать ставки, то бишь) напрямую, через покупку ФРС Trys, осуществлять необеспеченную эмиссию доллара. Им как никогда выгоден слабый доллар. Это, на самом деле, очень опасная политика, потому что одновременно возможность далее кредитовать США, покупать Trys у развивающихся экономик, Китая в первую очередь, резко снизится на фоне снижения их экспорта в ОЭСР и переориентации на внутренний спрос. Возникает опасность неконтролируемой девальвации, гиперинфляции. Таким образом, доллар могут ждать следующие сценарии, так или иначе связанные с его новым длительным падением (например, до 1.60 за евро; но падение до 1.9–2.0 вряд ли возможно из-за имманентной слабости самого евро):

а) Доллар может потерять мировое доверие, отчего ЗВ резервы по всему миру начнут реальную и активную диверсификацию в евро и другие валюты и золото. Это также чревато возникновением малоликвидных региональных валют, что будет иметь крайне неприятный эффект для мировой торговли, вызовет рост импортных цен и даже возникновение товарных дефицитов, что будет также способствовать еще более быстрому возникновению гиперинфляции сразу после того, как дефляция будет преодолена.

б) Доллар будет держаться низко длительное время без потери доверия (так как нет альтернативы), и экономика США постепенно возобновит исправление фундаментальных дисбалансов, начнет как бы с чистого листа. Вновь укрепится производительный сектор экономики, вырастут сбережения. Возможно, США также предложат миру новый инновационный продукт, который сыграет не меньшую роль, чем когда-то Интернет, что вызовет затем новый приток капитала в Штаты. Это, однако, на сегодня очень и очень долгий путь (вспомним тезис о четырех-пятилетней рецессии).

в) Доллар будет двигаться в направлении, которое сегодня может показаться фантастическим, но, однако, диктуется всей логикой глобализации. Подобный путь также предложил недавно нобелевский лауреат в области экономики Д.Стиглиц.

Это движение будет означать институционализацию де-факто складывающейся долларовой зоны: группы экономик, теснейшим образом связанных с США и привязывающих свои валюты так или иначе к USD. Такой путь означает превращение доллара в реальную наднациональную валюту, при которой ФРС поступится частью суверенитета и будет в своей денежной политике считаться с интересами всей долларовой зоны в целом, то есть станет отчасти аналогом ЕЦБ. При этом понятно, что ФРС сохранит свою более гибкую и проактивную систему принятия решений, так как будет менее бюрократизирована, чем ЕЦБ, из-за наличия более выраженного центра принятия решений, лидера всей валютной зоны, в значительно большей степени, чем является Германия для зоны евро. Тогда доллар ждет новое блестящее будущее в новом мире, где дисбалансов станет гораздо меньше.

Этот сценарий выглядит утопией из-за высокой степени сегодняшнего «неразумного эгоизма»; помните: «после нас хоть потоп»? (Стиглиц, кстати, предлагает создание совершенно новой мировой валюты на базе МВФ.) Однако, по нашему убеждению, логика развития мировой экономики приведет нас к нему — или чему-то подобному — рано или поздно. Скорее, правда, поздно, поэтому реализацию данного сценария отнесем за пределы ближайшего двухгодичного периода, в который нам предстоит столкнуться с самыми жестокими вызовами. Но они как раз-то и могут потребовать нетривиальных решений!