Максим Гребцов,
старший аналитик аналитической службы, Связь-Банк

НОВАЯ нормальность

ЧТОБЫ ПОПЫТАТЬСЯ ПРЕДУГАДАТЬ, ЧТО ЖДЕТ НАС В БУДУЩЕМ, НУЖНО ПОНЯТЬ, ЧТО ЖЕ ПРОИСХОДИТ В НАСТОЯЩЕМ.
ГДЕ ПОЯВЛЯЮТСЯ ПРИЗНАКИ УЛУЧШЕНИЯ И КАК ИХ ОЦЕНИВАТЬ?

В последние месяцы мы получали некоторые сигналы об оживлении деловой активности в экономике — это и индексы ISM, и региональные PMI, которые рассчитывает ФРС. Тем не менее их значения по-прежнему находятся на уровнях, свидетельствующих о продолжении спада. Активизация бизнеса связана прежде всего со значительным сокращением товарно-материальных запасов, которое мы наблюдаем уже достаточно продолжительное время. Процесс, который негативно сказывается на текущем ВВП, но является залогом будущего роста производства. Промпроизводство пока не отреагировало на динамику ISM и все еще находится в серьезном минусе, хотя в новых заказах видны позитивные сдвиги. Ближе к концу года можно ждать некоторого улучшения, но с учетом сокращения инвестиций бизнеса объем заказов на оборудование или программное обеспечение останется по-прежнему незначительным. Оживление производства произойдет в лучшем случае в следующем году.

РЫНОК ТРУДА ВСЕ ЕЩЕ ОЧЕНЬ СЛАБ

Даже президент Обама признал, что уровень безработицы уже к концу года может достичь 10%. Напомним, что стресс-тесты банков проводились из расчета в 9.5%. Если не учитывать статистические игры с моделями типа birth/death и отталкиваться от официальных данных, то существует вероятность, что пик сокращения рабочих мест уже позади. Это подтверждают, похоже, показавшие свой максимум и развернувшиеся в сторону уменьшения первоначальные пособия по безработице. Перспективы до конца года — замедление сокращения рабочих мест и рост безработицы (я жду уверенного преодоления 10%-го барьера в текущем и 11%-го — к середине 2010 года). Сокращение рабочего дня тоже продолжится еще какое-то время.

С другой стороны, адекватность последних данных с рынка труда вызывает большие сомнения. 345 тыс. новых рабочих мест. Таковы свежие официальные цифры. Сложно поверить, что в экономике за последний отчетный месяц было создано 220 тыс. новых фирм (прежде всего малых) в нынешних условиях или 694 тыс. новых (подчеркиваю это!) — с февраля. Бюро трудовой статистики, которое не представляет, сколько мест реально создано, делает такие «предположения» на основании исторических данных, не учитывая уникальность текущей ситуации. Верит в эти 220 тыс. и заставляет верить нас.

Ситуация на рынке труда — одно из основных препятствий на пути к восстановлению экономики. И дополнительный груз на плечах потребителей. Однако преувеличивать роль последних в будущем восстановлении экономики вовсе не стоит. То, что потребители — спасители экономики, миф, берущий свое начало в чисто бухгалтерском подходе к системе национальных счетов, из которой исключаются промежуточные стадии создания конечного продукта. Иначе расходы производителей играли бы в экономике основную роль, а на долю потребителей приходилось бы около трети совокупного объема. Сейчас же примерно половина предпринимательских, производственных и трудовых усилий просто исключаются. Более адекватным показателем экономического цикла, в отличие от ВВП или ВНП, согласно австрийской школе, может служить валовой внутренний выпуск (ВВВ).

С начала года поступил ряд данных, которые в общем-то позволяют говорить об активизации потребителей. Другое дело, что эти цифры — отчасти результат статистической погрешности (привычные модели в нынешней ситуации искажают действительность еще больше), отчасти последствия правительственных стимулов, то есть явление временное. Потребители все еще очень подавлены, и ссылаться на индексы доверия не стоит. Неудивительно, что на фоне масштабной кампании, развернутой в прессе, люди, далекие от экономики, поверили в «зеленые ростки».

Тем не менее от потребителей пока стоит ждать дальнейшего увеличения уровня сбережения. Таким образом, будут изыматься средства из текущего потребления (сокращение потребления и рост сбережений — на самом деле одно из необходимых условий последующего восстановления), к прежним масштабам которого хотели бы вернуться власти. Но прошлого не вернешь — нас ждет «новая нормальность». Какой она будет — дилемма, пожалуй, более актуальная, чем вопрос: когда же она наступит? Думается, что при удачном раскладе этот процесс займет около 5–7 лет. Глупо надеяться на новый потребительский бум в ближайшие годы. Тем более что в условиях растущего дефицита бюджета в ближайшее десятилетие можно ждать значительного роста налогов. По оценке профессора экономики Джона Тейлора из Стэнфордского университета, к 2019 году рост налогов составит 60%!

СТАВКИ РАСТУТ

Масштабные денежные вливания ФРС позволили устранить напряженность на кредитных рынках и даже на какое-то время снизить ставки по ипотеке в США до исторических минимумов. Паника прекратилась. Но можно ли теперь использовать тот же Libor как индикатор рынка межбанковских кредитов? Деньги ФРС, предоставленные банкам, искажают рыночную действительность, то есть те ставки, которые могли бы сложиться на свободном рынке. Обычно в периоды спада ставки снижаются стихийно, вмешательство в этот процесс может только навредить. То же самое справедливо и в отношении ипотечного и денежного рынков.

Сегодня мы можем наблюдать реакцию рынка — он ответил на искусственно загнанные вниз краткосрочные ставки ростом долгосрочных. Монетизация долга и рост денежной массы не сулят в будущем ничего, кроме роста инфляции. Рынок treasuries это отражает. Хотя свою роль в ситуации со ставками сыграли и другие факторы. ФРС называет среди них улучшение экономических перспектив. Бесспорно, но в небольшой степени.

Рост ставок также отражает будущую борьбу среди развитых стран за привлечение средств из Китая или России. Спрос огромен, но предложение свободных средств не бесконечно. Рост долгосрочных ставок по американским долгам – растущая плата за ограниченность ресурсов и повышающиеся риски, в том числе инфляционные. Министр финансов США Тимоти Гайтнер, выступая недавно перед китайскими студентами в Пекине, после фразы о безопасности китайских вложений в американские бумаги услышал смех всего зала.

Рост долгосрочных ставок приводит к увеличению ставок по ипотеке, что может помешать стабилизации рынка жилой недвижимости. Пока оттуда поступают довольно обнадеживающие сигналы, которые безудержный оптимизм верующих в «зеленые ростки» превращает в свидетельство стабилизации рынка. Продажи домов на первичном и вторичном рынке пытаются нащупать дно. Возможно, оно уже достигнуто, если не принимать во внимание риски, о которых речь пойдет ниже.

Рост ставок в сочетании с низкой доступностью кредита и сокращением доходов потребителей продолжает подрывать спрос, даже несмотря на продолжающееся снижение цены (это нисколько не улучшает ситуацию для тех, у кого уже есть ипотечный кредит). Уровень запасов новостроек достиг исторически нормальных значений, но нет никакой уверенности в том, что он не продолжит снижаться и дальше, отражая слабость спроса. Запасы жилья на вторичке и вовсе далеки от приемлемых уровней. Также стоит учитывать, что в рамках лишения права собственности на продажу в ближайшие годы будет выставлен не один миллион домов, что искажает «нормальность» текущих запасов.

На первых этапах кризиса проблемы были сконцентрированы в основном в секторе низкокачественных кредитов. Затем тенденция начала смещаться в сторону высококлассных кредитов — доля просрочки и лишения прав собственности среди этого класса долгов продолжает стремительно расти. Планы властей по спасению ипотеки — движение в верном направлении. Другое дело, что спасти удастся далеко не всех: по различным оценкам, только 20–30% из числа тех, кто может потерять свой дом.

Падение цен продолжится и составит, по моим оценкам, еще порядка 10% — до линии тренда общенационального индекса цен от S&P/Case Shiller. Тренд будет достигнут, но ключевой вопрос в том, насколько ниже него мы уйдем. От последствий «пузыря» рынок практически избавился, однако теперь в игру вступают сугубо экономические факторы рецессии. В долгосрочной перспективе цены, конечно, выправятся, но в краткосрочной, с учетом психологических факторов и соотношения спроса и предложения (примерно 50% продаж на вторичном рыке приходится именно на лишение прав собственности), видится достаточно сильное снижение. Цены, вероятно, достигнут дна в середине 2010 года, потеряв около 50% от своего пика. И за этим точно не последует быстрое восстановление.

Еще один важный момент: в настоящее время далеко не все дома, перешедшие в собственность ипотечных кредиторов, выставлены на продажу. Существуют некие теневые запасы, в оценках размеров которых эксперты расходятся. Но этот объем, будучи сразу выставлен на продажу, способен вызвать обвал цен. Пока этого не происходит.

Если на рынке жилой недвижимости ситуация постепенно движется к улучшению, то в секторе коммерческой недвижимости, которая обычно следует за рынком жилья, возникают дополнительные риски. Падение цен здесь только началось и может составить 20–25% от пика 2007 года. Это значит, что мы имеем еще один потенциальный источник шока, способный вновь дестабилизировать ситуацию на финансовых рынках.

Совокупная задолженность на рынке коммерческой недвижимости выросла с начала 90-х годов примерно в три раза. Можно представить масштабы «плохих кредитов», ориентируясь на рынок жилья. Потенциал потерь огромен. Кроме того, разрастающиеся проблемы в секторе приведут к новой волне увольнений. Рефинансировать долги владельцам недвижимости сейчас практически невозможно, и маловероятно, что ситуация изменится. Итогом могут стать многочисленные дефолты. К концу года сложности проявятся еще более четко, но пик кризиса, вероятно, придется на 2010 год.

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР: СЮРПРИЗЫ ВПЕРЕДИ

Только очень наивные люди могут верить в то, что крупнейшие американские банки, еще осенью находившиеся на грани краха, весной вдруг стали лучиться здоровьем. Да, они «нарисовали» себе прибыль в I квартале благодаря изменениям правил учета, которые только ухудшили ситуацию с прозрачностью их балансов. Пожар, начавшийся на Wall Street, ФРС удалось погасить путем предоставления громадных средств. Сами того не желая, налогоплательщики протянули руку помощи финансовому бизнесу. Но кто их будет спрашивать в стране победившей демократии? Не будем вдаваться в дискуссию, можно ли причислять банк братьев Леман к категории «слишком больших, чтобы рухнуть». Некрупные региональные банки точно не принадлежат к этому кругу избранных и продолжают банкротиться с завидным постоянством.

К концу года мы можем столкнуться с увеличением числа банкротств, что негативно повлияет на уровень доверия к банковской системе. Повторение кризиса ликвидности в масштабах прошлой осени кажется маловероятным — ФРС готова предоставить необходимый объем средств, чтобы удержать ставки на приемлемом для себя уровне. Другое дело, что вряд ли можно одобрить подобные вмешательства, хотя в условиях сложившейся банковской системы с частичным резервированием и ролью центрального банка иного ждать не приходится. Практика спасения тонущих гигантов — также не лучший пример рыночных отношений.

Стресс-тесты, на мой взгляд, являются чистой фикцией. Фактически это еще один инструмент, призванный вернуть доверие к банковской системе, состояние которой нисколько не изменилось к лучшему. Странная вырисовывается картина. Из кризиса долга (долга огромного, причем не самого лучшего качества) пытаются выбраться с помощью новых кредитов.

Несмотря на попытки властей поддержать банки, списания активов будут продолжаться, на этом этапе пройдена в лучшем случае треть пути. Это значит, что от банковского сектора можно ждать любых неприятных сюрпризов в средней и долгосрочной перспективе.

ВТОРАЯ ВОЛНА

Так что же понимать под «второй волной»? Если говорить о падении фондового рынка, то вероятность этого события очень велика. В настоящее время ожидания, связанные с восстановлением мировой экономики и экономики США, несколько завышены. Всю весну рынок рос, видимо, в ожидании V-образного восстановления. Однако до сих пор не видно не только признаков этого, но и факторов, которые могли бы способствовать улучшению. Многие ждут роста ВВП уже в III квартале текущего года. По моим оценкам, позитивным результатом будет выход «в ноль» в IV квартале. Когда к концу года рынок наконец осознает, что роста экономики не наблюдается, а восстановление в 2010 году (вероятно, оно все же начнется) будет чрезвычайно медленным и мучительным, последует падение. Сейчас же котировки акций не слишком соответствуют будущим корпоративным прибылям, которые также начнут восстанавливаться в лучшем случае во второй половине следующего года.

Надежды на то, что Китай вытянет на себе мировую экономику, тоже могут оказаться завышенными, хотя власти самой страны настроены весьма оптимистично. Если намеченные цели роста экономики не будут достигнуты, это негативно скажется на настроениях рынка.

Многие технические аналитики, и в том числе приверженцы волновой теории Элиота, говорят о существенном снижении на фондовом рынке в этом году. По нашим ожиданиям, индекс Dow Jones до конца года упадет до новых минимумом — около 5000–5500 пунктов. Существует мнение, что S&P500 потеряет 50% своего нынешнего значения.

Если же под «второй волной» понимать новое серьезное сокращение ВВП (вместо замедления его падения или, с меньшей вероятностью, роста), то такую ситуацию могут вызвать лишь форс-мажорные обстоятельства вроде масштабного стихийного бедствия или крупного теракта в США или Европе. Объективных же экономических предпосылок для этого на данный момент нет. Впрочем, в дальнейшем вероятный рост цен на нефть (спекулятивный спрос, недоверие к доллару и ослабление последнего — как факторы этого роста) и другое сырье способны подорвать и без того слабое восстановление.

Препятствий для восстановления роста все еще много. Причем многие из них являются потенциальными источниками шоковых ситуаций, наподобие банкротства Lehman Brothers прошлой осенью. Предсказать, что именно нас ждет, не представляется возможным. Выше речь шла о США, так как у Европы и Японии меньше слабых мест, способных спровоцировать новые падения. Их меньше, но они есть. Определенные опасения вызывает ситуация в европейском банковском секторе (кредиты в Восточной Европе и Азии, страдающей от резкого замедления международной торговли, больший размах операций «с плечом»). Кроме того, существует достаточно высокая вероятность понижения суверенных рейтингов некоторых стран еврозоны (к примеру, Испании) и возможность дефолта в Восточной Европе или Прибалтике. Дефолт, к примеру, Латвии не сильно скажется на экономике Евросоюза, но может подорвать хрупкий баланс и стать отправной точкой нового всплеска панических настроений.

Оживления экономики Японии ждать еще долго, зато смело можно говорить, что никаких потрясений с этой стороны не ожидается.

И, пожалуй, главное — экономикам еврозоны и Японии недостает гибкости, что является препятствием на пути к восстановлению и может привести к большей продолжительности спада.

Я бы посоветовал осторожнее относиться к оценке настоящих событий и их сравнению с прошлым в попытках предсказать будущее. Еще раз вернусь к термину «новая нормальность». Это то, чего мы сейчас пытаемся достигнуть, и этот процесс будет достаточно длительным. Слово «неопределенность» присутствует практически в каждом выступлении представителей ЦБ или минфинов по всему миру. Оно — ключевое. Какова будет «новая нормальность», предсказать невозможно. Можно лишь с уверенностью утверждать, что изменится и финансовая система, и поведение, и предпочтения потребителей, и корпоративные принципы ведения бизнеса. Но, к несчастью, сохранится инфляционистский по своей природе симбиоз государства и банковской системы на основе частичного резервирования, которая регулируется и поддерживается ЦБ. А это основной залог будущих кризисов.