



◀ **Андрей ДИКУШИН,**
специалист в области корпоративных финансов, международных слияний и поглощений, основатель FinRobot.com

Болезни роста

Обвал котировок на нефть, безусловно, доминировал в последнее время в экономических новостях. Нет ни одного бизнес-издания и новостного портала, где не будет написано, как сегодня поживает баррель. При этом большинство аналитиков были настолько застигнуты врасплох, что первая волна интерпретаций выглядела, откровенно говоря, дикой: опять искали спекулянтов, геополитические заговоры и так далее. Потом как-то разобрались в механике текущего момента: саудиты борются за рынок, Иран на тот же рынок вышел, американские герои сланцевой революции быстро сдаваться не желают. Итог — мы купаемся в нефти. И в очень дешевой нефти.

Любопытно другое. А где потребитель? Всем вроде понятно, что существующий ценник не может продолжаться вечно. Слишком много поставщиков работают в убыток. Если не на уровне скважины, то на уровне финального ценника в танкере после перевалки, транспорта, долгов и социальных обременений. Потребитель и покупает, что может. От маленького до большого. Как маленький потребитель мое домохозяйство закупило топочным керосином на два сезона вперед. Шутка ли, по 20 пенсов за литр. Водитель бензовоза сказал мне, что они ну очень заняты. Аналогично у больших ребят. На рейде у гигантских НПЗ в Техасе стоят километровые очереди танкеров. Есть анекдотические истории, что шкиперов супертанкеров просят не торопиться — сгружать некуда. Иными словами, вся цепочка забита. Для предсказателей быстрого отскока

это плохая новость. В таком раскладе любой дополнительный баррель может продаваться по любой цене. Лишь бы найти, куда отгрузить товар.

И вот тут возникает ряд вопросов, которым посвящена настоящая статья. Начнем с того, что падение котировок началось не вчера. И представляет собой обвал не только нефти, но всего сырьевого комплекса. Железная руда, например, полезная вещь, к нефти не имеет прямого отношения, на пике 2011 г. стоила \$180 за тонну, а сегодня на экране \$40. Аналогичная история с коксующимся углем: пик был под \$300, сегодня плюс-минус \$75. Дальше можно не продолжать. Цены большинства полезных ископаемых упали в три-четыре раза по сравнению с историческими максимумами 2011 г. И никто из аналитиков публично вены не вскрывал и немедленного возврата к справедливым ценам не требовал.

Как это произошло? Ну, говорят, в мире не хватает экономического роста. Секундочку, а почему в 2011 г. хватало? Если мне не изменяет память, где-то в этот период мировые лидеры отчитались об окончательной победе над кризисом в тот момент трехлетней давности. И мир был готов продолжить эпоху всеобщего и бесконечного благоденствия. Отсылка к кризису 2008 г. не случайна. На мой взгляд, что тогда, что в текущем дефляционном эпизоде спасти мир были призваны центральные банки. Спросите себя, сколько раз за последние восемь лет заголовки СМИ выходили с очередной новостью, как тот или иной центральный банк применяет новые и часто неортодоксальные меры по стимулированию роста. Вот и сейчас центральный банк Японии отметил, что ввел отрицательную учетную ставку.

У рынков уже выработался эффект собаки Павлова. Сказал Драги, что сделает все — рынки в экстазе. Как-то мало стимулирования по сравнению с ожиданиями — все фондовые индексы поехали в минус. И тут надо задать простым вопросом. Откуда вообще взялась идея, что центральные банки отвечают за рост? К слову, в их мандате про рост ничего не сказано. Сказано про ответственность за ценовую стабильность. Центральный банк регулирует национальную валюту, у крупных банков она еще и резервная для других стран. Зачем полезли рост стимулировать?

В некотором виде, сколько не говори про независимость ЦБ, все стимулирующие изобретения в широком смысле — это политический заказ. В 2008–2009 гг. политикам и населению было страшно, а тут палочка-выручалочка универсальная: где-то в центральном банке ввели на клавиатуре несколько миллиардов чего-то. И жизнь наладилась. Это реальность или фейк?

И да, и нет. Если абстрагироваться от моря статистических данных, различных лидирующих и постфактовых индикаторов, через лупу которых специалисты оценивают экономические тренды, то размер экономики определяется масштабом взаимодействия потребителя и производителя товара и услуги. Потребитель принимает решение, потреблять или не потреблять, исходя из кривой полезности, производитель принимает решение, производить или не производить, исходя из кривой издержек. Очевидно, что центральный

банк не может влиять на подобные фундаментальные вещи. По крайней мере не в долгосрочной перспективе.

Но может подтолкнуть. Если реальность чуть-чуть подправить, например спровоцировать умеренную инфляцию или добавить ликвидности, то считается, что потребитель и производитель будут простимулированы принимать решения раньше. Что положительно скажется на текущей динамике экономической активности, отсюда и рост. Но это не бесплатный билет в одну сторону, а перемещение будущей экономической активности в сегодняшний день. Поэтому стимулирующие действия центрального банка имеют понятные естественные ограничения: банально исчерпывается ресурс того, что можно занять из будущего.

Хуже того, при лечении холодного горячим есть риск добиться противоположного результата. Дефляционный шок 2008 г. лечили накачкой ликвидности. Наверное, в моменте это было оправдано. Но политической или иной воли свернуть и даже развернуть программы монетарного смягчения не хватило. В результате развитый мир экспортировал просто цунами ликвидности, в том числе в сырьевые экономики. Это был основной источник сырьевого бума или пузыря, лопнувшего в 2011 г. В попытке простимулировать нестимулируемое центральные банки спровоцировали бум инвестиций в сырьевой сектор по всему миру от Австралии до Канады. Теперь логичным образом имеем избыток всего и ценник, который упал ниже плинтуса абсолютно на все. В этом смысле благостная экономическая картинка условного 2010 г. была вполне себе фейком. С позиции сегодняшнего дня мне кажется это бесспорным.

А как же тогда все-таки быть с ростом? Давайте зададим себе простой вопрос. Если игры с перемещением по временной шкале имеют предел, а также опасны новыми пузырями, то откуда берется, скажем так, доброкачественный или долгосрочный рост? Трудно измерить, но несложно описать. Вне зависимости от того, к какой экономической школе относится читатель, неокейнсианской, неоклассической или австрийской, никто не сможет оспорить, что размер экономики определяется как количество экономически активных граждан, помноженное на производительность труда.



КАК БЫ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ
БАНК НЕ КРЕАТИВИЛ
С НОВЫМИ ИДЕЯМИ,
ПОВЛИЯТЬ НА
ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТЬ
ТРУДА МОНЕТАРНЫМИ
СПОСОБАМИ
НЕВОЗМОЖНО

Очень простая и бесспорная вещь: как бы центральный банк не креативил с новыми идеями, повлиять на производительность труда монетарными способами невозможно. Оговоримся, что уровень занятости поддается воздействию. У ФРС, в отличие от других ЦБ, мандат двойной: помимо ценового фона влиять положительно на динамику занятости. Но даже если ФРС отлично исполняет свой мандат, центробанк не в силах повлиять на качество создаваемых рабочих мест. И действительно, посткризисная структура занятости в США сместилась не в лучшую сторону. Больше стало малооплачиваемых и низкоквалифицированных рабочих мест, а промышленность, технически говоря, опять оказалась в зоне рецессии.

Продолжаем выстраивать логику дальше. Если основной источник экономического роста — это производительность труда, то за счет чего растет экономика? За счет технологического прогресса, уровня капитализированности на одно рабочее место и специализации (читай, мировой торговли). Плюс естественный рост населения. Вот, собственно, и все.

В этом смысле показательна столь отличная судьба двух соседей: Китая и Японии. В Японии доброкачественного роста не наблюдается в течение лет двадцати, сколько его там не стимулируют. И проблема понятна: Япония накачана инфраструктурой и технологиями по самые брови. Замена очень быстрого поезда на супербыстрый даст запись в национальный ВВП, но принципиально не поменяет производительность нации. В Китае, где все привыкли к росту в 10% в год и больше, изначальный трамплин по подъему производительности был неисчерпаем. Сотни миллионов крестьян были урбанизированы в современную рабочую силу.

Но и у этой истории не может быть продолжения, экстраполированного по линейке. На уровне того, как работает национальная система счетов, значимую долю прироста ВВП Китая составляют инвестиции в основные фонды. Отсюда и прошедший бум на ресурсы. Поэтому когда Китай отчитывается, что вырос на 10%, это не означает, что мировым потребителям типа «Макдональдса» отгрузили на 10% больше пластмассовых игрушек. Отгрузили столько, сколько могли, но еще десяток фабрик построили. За рост местные обкомы отчитались. Но дальше фабрик строить некуда,


существующие не все загружены, как хотелось. Вот рост в Китае и пошел вниз.

И наивно полагать, что их местные власти сейчас чего-нибудь простимулируют, и мы все опять окажемся в благодати 2007 г. Это невозможно. Да, Китай как-нибудь разберется. У них есть понимание, что надо растить внутренний рынок. Но это займет годы, если не поколения. Быстро лекарства от болезни роста просто нет. Надо перестать слушать сказочников и популистов.

А как же тогда быть? По-хорошему властям надо не мешать рынку определять, куда эффективнее направлять ресурсы, и все рассосется со временем. Можно помогать с долгосрочным прогрессом, фундаментальную науку развивать. И очень-очень избирательно подставлять плечо бизнесу в больших инфраструктурных проектах. Почему осторожно? Не секрет, что государство плохо принимает решения и медленно реагирует на изменения внешней среды. Тому же Китаю раньше надо было начать ребалансировать структуру ВВП, а не отчитываться о том, что бумажно-статистический рост, достигнутый за счет бессмысленных инвестиций в пустые города, будет вечным.

По факту же есть опасение, что все пойдет по другой дороге. Программы стимулирования продолжатся. Уж больно привлекательно чуть-чуть подправить свои дела за счет соседа. Подумайте над следующей вещью: сколько мирового ВВП возникает от перемещения производства из США в Китай? Нисколько. Происходит только передел прибавочного продукта за счет понижения базиса стоимости труда. Но ресурс от офшоринга исчерпали. Остается только пробовать обувать соседа через валютные интервенции с целью девальвации собственной валюты. Этим большинство стимуляторов сегодня, к сожалению, и заняты.

В результате мир ждет такая глобальная японизация в виде скромного роста у нуля с периодическими пузырями и их неизбежными крахами. Кто-то выживет, где-то опять будет рецессия, где-то полный крах. И так до следующей яркой фишки масштаба промышленной революции XIX в. или интернет-бума 90-х.

Бонусный вопрос: а что будет с нефтью? Вернется она, конечно, на свои \$50, но не сразу. Но малины, когда и нефть по \$100, и энергодефицитные страны в шоколаде, не будет. 



ПО-ХОРОШЕМУ
ВЛАСТЯМ НАДО
НЕ МЕШАТЬ РЫНКУ
ОПРЕДЕЛЯТЬ, КУДА
ЭФФЕКТИВНЕЕ
НАПРАВЛЯТЬ РЕСУРСЫ,
И ВСЕ РАССОСЕТСЯ
СО ВРЕМЕНЕМ.