

ЧАСТЬ I

Конец долгового суперцикла

Я считаю, что в странах Запада и в Японии грядет неминуемая развязка вследствие массированных вливаний денег налогоплательщиков для спасения от краха банковской системы; с моей точки зрения, дело идет к системному правительству долговому кризису в западном мире. Скорее всего, он охватит Европу, достигнет пика в США; в течение ближайших пяти лет я ожидаю краха долларового стандарта.

Крис Вуд, стратегический аналитик CLSA,
в прошлом корреспондент Economist и специалист
по «потерянному десятилетию»* в Японии

Когда речь заходит о конце игры, мы, естественно, хотим знать, а какая игра, собственно, заканчивается. По нашему мнению, во многих развитых странах приближается к завершению долговой суперцикл, концепция которого изначально разрабатывалась представителями компании BCA (Bank Credit Analyst). Ее основатель Гамильтон Болтон часто использовал термин «суперцикл», при этом подразумевая множество разных факторов: оборачиваемость денег, банковская ликвидность и процентные ставки. В начале 1970-х Тони Бек модифицировал концепцию, конкретизировав основное понятие как долговой суперцикл, поскольку он считал главной причиной быстро возрастающую задолженность частного сектора. Нынешний редактор BCA Мартин Барнс тоже внес свой вклад в развитие этой теории. (И конечно, нельзя не вспомнить об Ирвинге Фишере, говорившем о длительном долговом цикле в своей знаменитой статье 1933 г.**

* Потерянное десятилетие — период застоя в экономике Японии после коллапса японского финансового пузыря. Первоначально подразумевался период с 1991 по 2000 г., но в последнее время иногда включается промежуток с 2001 по 2010 г. Прим. ред.

** Лэйси Хант писал: «Проблемы кредита в долгосрочном долговом цикле рассмотрены в знаменитой статье Фишера 1933 г. Его взгляды получили дальнейшее развитие в работах Мински и Киндлбергера. Рогофф был студентом Киндлбергера. В эссе Бернанке о Великой депрессии отдается должное инновационным работам Фишера, Мински и Киндлбергера по проблемам задолженности; однако автор считает их неактуальными, поскольку в них затрагиваются проблемы иррационального поведения. Увеличение объемов задолженности

По сути, долговой суперцикл представляет собой долгосрочный рост долга с относительно небольшого и управляемого уровня до точки, когда фондовый рынок отказывается его финансировать и возникает необходимость либо реструктурировать, либо сократить его. Для этого требуется внедрить программу жесткой экономии. Хотя ВСА занимается главным образом проявлениями долгового суперцикла в США, их разнообразные виды типичны для развитых стран всего мира. В 2007 г. ВСА писала:

Для США характерен долгосрочный рост задолженности, периодически перемежаемый финансовыми кризисами и вызываемый политикой облегчения доступа к кредиту. Однако резкий рост объема субстандартных кредитов — это нечто новое в истории перманентного долгового суперцикла. При каждом кризисе возникают опасения, что традиционная политика облегчения доступа к кредитам в этот раз не сработает, и экономика в целом, как и отдельные рынки, столкнется с катастрофическим ростом задолженности. Однако эти опасения необоснованы, и нынешняя ситуация не исключение.

Снижение учетных ставок ФРС, налоговые льготы (направленные на смягчение долгового кризиса), девальвация доллара — все это в совокупности рано или поздно выводит нас на следующий виток долгового суперцикла с новыми избыточными тратами. Объекты спекуляции приобретают глобальный характер, а сами спекуляции в значительной мере перемещаются на рынки развивающихся стран и ресурсных активов. Суперцикль закончится, если иностранные инвесторы когда-нибудь распродадут свои американские активы, выведя капиталы из долларовой формы и лишив американские власти свободы маневра. Но в ближайшем будущем этого не случится¹.

Я (Джон) разговаривал с Мартином несколько месяцев назад, и речь зашла в том числе и о пике долгового суперцикла. По словам Мартина, нам еще далеко до пика, поскольку место частных инвесторов, урезающих

само по себе неопасно, если должники могут расплатиться. Отрицательным этот факт становится, когда должники теряют платежеспособность. Именно в этом состоит суть так называемого понци-финансирования».

расходы, занимают государственные организации. Вместо одних должников появляются другие. И он действительно совершенно прав в том, что долговой суперцикль в США, Японии, других развитых странах (и даже в Греции!) в значительной степени поддерживается усилиями правительств, раздувающих свои расходы. Совокупная задолженность продолжает увеличиваться. По мере ее перемещения из частного в государственный сектор динамика развития экономической и финансовой среды приобретает новые черты, которых раньше не было. Мохаммед Эль-Эриан описывает ее как новую реальность. Однако нетрудно заметить, что путь к этой новой реальности довольно ухабист.

Где-то там, в голубой дали

И все же, все же... Возможно, долговой суперцикль еще не завершился, но нам кажется, что признаки приближения конца достаточно очевидны. Роль прорицателя (из мультфильма), бродившего по улицам с рекламой-сэндвичем «Конец близок!», взяла на себя Греция. Испания и Португалия близки к тому же, поскольку стоимость обслуживания их долга продолжает расти. А Ирландия? Страны Балтии? Существует предел задолженности, которую можно себе позволить. Рейнхарт и Рогофф в книге «На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства»* подчеркивают, что определенного предельного значения задолженности в процентах от ВВП, по достижении которого экономика страны рушится, нет. Скорее, после достижения определенного значения резко повышается вероятность краха. Вроде бы все идет хорошо, а затем вдруг — ба! — и все становится плохо. Этот «ба!» уже прозвучал для Греции. Без массированной финансовой помощи ее долг станет неликвидным, а дефолт — неизбежным. Это предельное значение задолженности различается для разных стран. Для России в конце 1990-х гг. катастрофическим оказался долг менее 12% от ВВП. В Японии аналогичный показатель вскоре достигнет 230%. Почему так? В Японии внутренние инвесторы покупают государственные долговые бумаги, а в России — нет. Конец долгового суперцикла не означает неминуемой катастрофы для страны, если этот показатель достиг высокого значения. Конечно, если брать Грецию, то у нее остался выбор между очень-очень плохими и фатальными последствиями. Япония напоминает жука, стремглав летящего на ветровое стекло автомобиля. В каждой стране своя ситуация.

* Рейнхарт К., Рогофф К. На этот раз все будет иначе. — М. : Карьера-Пресс, 2009.

Возьмем, например, США. Нам еще довольно далеко до завершения суперцикла, и есть время подготовиться. Но давайте отбросим иллюзии: мы не можем вечно жить с дефицитом государственного бюджета в размере 10% от ВВП. В какой-то момент ФРС придется монетизировать внутренний долг — или фондовый рынок потребует резкого повышения процентов по государственным ценным бумагам. Почему мы не можем идти по пути Японии? Потому что уровень сбережений в США намного ниже. Но и у японцев он быстро снижается; следовательно, если они и дальше станут поддерживать дефицит государственного бюджета на уровне 10%, то будут вынуждены одолживать средства на внешнем рынке под гораздо более высокий процент. Иначе Национальному банку придется включить печатный станок. Ни то ни другое не предвещает ничего хорошего.

Глава 1

НАЧАЛО КОНЦА

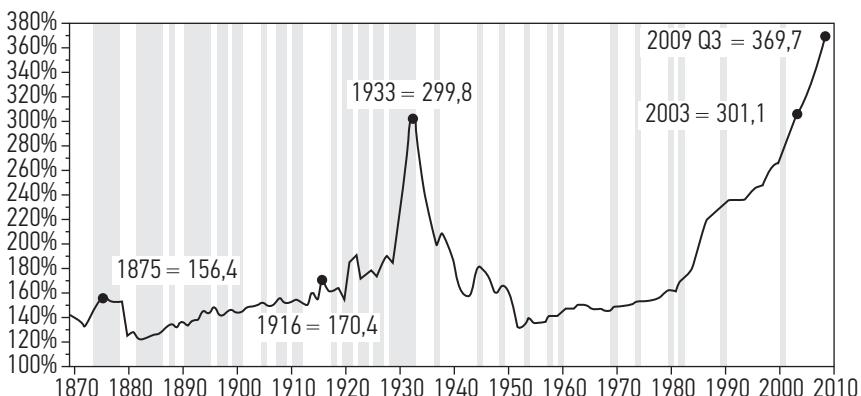
Сквозь призму времени крах финансовой системы представляется чем-то ужасным. В финансовых учреждениях есть люди, которые просто предпочитают забыть об этом и работать, как будто ничего не произошло. Это становится очевидным, если посмотреть на их активное лоббирование своих интересов в ходе обсуждения Акта о финансовой реформе, только что принятого конгрессом. Тем не менее угроза финансового краха не исчезла, а финансовый кризис не прекратился.

Действительно, на наших глазах разворачивается второй акт драмы: фондовые рынки начали терять уверенность в ликвидности государственного долга некоторых стран.

Джордж Сорос, лекция в Институте международных
финансов в Вене, 10 июня 2010 г.

Банкротство компании Lehman Brothers осенью 2008 г. опустило занавес над очень долгим, 60-летним, первым актом в спектакле долгового суперцикла. В воздухе носится предчувствие конца золотого века, в котором всевозрастающий долг приводил лишь к росту потребления и благосостояния. По мере краха фондовых рынков и роста очередей безработных конец золотого века можно было наблюдать своими собственными глазами.

Рис. 1.1. Совокупный долг США в % от ВВП (за период до III квартала 2009 г.)



Источник: Hoisington Investment Management, Бюро экономического анализа, ФРС, Бюро переписи населения: статистические данные США начиная с колониальных времен до 1970 г.

Давайте говорить прямо. Этот долг стимулировал экономический рост не только в США, но и в других развитых странах. На рис. 1.1 показан удельный вес долга США в ВВП. Мы еще вернемся к этому графику, а пока отметим резкий рост частного и государственного долга в США. Такая же картина наблюдается и во многих других странах. Гэри Шиллинг указывает, что «...в соответствии с данными ФРС, американцы получили в 2005 г. 719 млрд долл. под залог недвижимости; в 2004 г. эта сумма равнялась 633, а в 2003 г. — 439 млрд долл. В середине 1990-х она составляла менее 200 млрд долл. в год. Это стало возможным благодаря любезной помощи услугливых заимодавцев в виде рефинансирования и ипотечных кредитов. Остальные собственники смотрели на свои дома, как на курицу, постоянно несущую золотые яйца. Поэтому они сберегали меньше и пользовались овердрафтом по кредитным картам и прочим финансовым инструментам, чтобы свести баланс между растущими расходами и скучными доходами¹. Эти 719 млрд долл. намного превышают аналогичную сумму за 2009 г. и составляют около 5% ВВП, направляемых на потребительские расходы. Совершенно очевидно, что деньги, полученные под залог недвижимости, стали одним из основных катализаторов экономического роста после рецессии 2001 г. Без такого рода катализаторов американская экономика не могла бы расти столь быстрыми темпами. Чтобы глубже и лучше разобраться в настоящем, полезно оглянуться на прошлое. Обычно большие перемены происходят постепенно и становятся видны только в ретроспективе. Например, сейчас нам понятно, что в конце 1980-х заканчивался период стагфляции и начинался период

оживления фондового рынка; но тогда очевидцы этого не ощущали. По сути дела, после банкротства банка Continental Illinois в 1984 г. многие даже считали, что нас ждет третья рецессия. Сейчас мы понимаем, что присоединение Китая к ВТО в 2001 г. означало появление нового игрока в глобальной торговле, но тогда на это мало кто обратил внимание. Помните ли вы, что с вами было, когда Китай вступил в ВТО 11 декабря 2001 г.? Почти никто не помнит, но это событие изменило нашу жизнь. Однако с завершением долгового суперцикла все обстоит иначе. Все мы присутствуем при окончании целой эпохи и можем занимать места в первом ряду, чтобы следить за разворачивающимися событиями. Мы уже видели конец первого акта долгового суперцикла. Теперь нам предстоит наблюдать за концом акта второго — концом игры и падением занавеса. Китайская мудрость гласит: «Не дай Бог жить в эпоху перемен». Хотя последствия конца игры пока неясны, одно можно наверняка утверждать уже сейчас: нам действительно предстоит жить в эпоху перемен. Мы сталкиваемся с деловой средой, принципиально отличающейся от существовавшей в течение последних шестидесяти лет. В этой книге мы постараемся доказать неизбежность массированной «перезагрузки» мировой экономики, и она в чем-то будет нам полезна, а в чем-то создаст дополнительные трудности, причем их масштаб будет зависеть от страны проживания. По мере того как частные лица и правительства теряют возможность одолживать крупные суммы, для экономического роста требуются другие источники.

Как начинался долговой суперцикл?

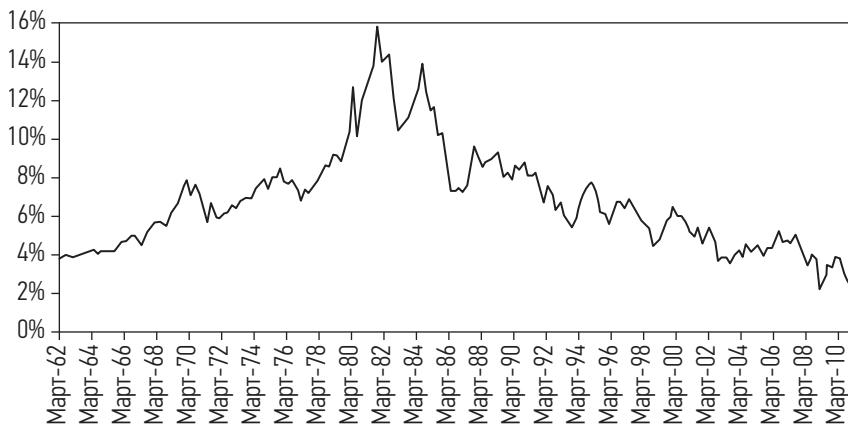
Стабильность порождает нестабильность, а успех таит в себе зерна неудач. Экономический тренд сначала устраивает вас, а потом доставляет неприятности. На данный момент ссудный процент для правительства мало отличается от нуля и достиг своего исторического минимума. Европейский центральный банк (ЕСВ) удерживает его на уровне 1%, а ФРС — на уровне 0,25%. Банк Японии кредитует правительство под 0,1%, банк Англии — под 0,5%. Все ведущие банки мира опасаются дефляции. Как переменились времена! Если перевести часы на 1980 г., то мы увидим, что большинство банков устанавливали ссудный процент до 20%, поскольку все боялись инфляции. История о том, как ссудный процент скатился с 20 до 0%, представляет собой настоящий анекдот. Низкий процент вызывал обманчивое чувство уверенности. Можно было делать все новые и новые долги

под все более низкие ставки, и в конце концов эта пирамида достигала такой высоты, что люди теряли возможность выплачивать взятые кредиты.

В 1980 г. наиболее развитые страны мира страдали от инфляции, возникшей в результате избыточно либеральной монетарной и налоговой политики. Это длилось более 15 лет. Усугубило ситуацию и то, что многие работники попали в спираль «цены-зарплата». Попросту говоря, если цены росли, заработка плата повышалась автоматически. Если повышалась зарплата, работодатели поднимали и цены на продукты, стремясь компенсировать увеличившиеся расходы на оплату труда. Более высокие цены обусловливали рост заработной платы, что, в свою очередь, приводило к дальнейшему росту цен. Все это напоминало бег по кругу.

Через десять лет массированных потребительских расходов и займов в сочетании с либеральным денежным обращением центральные банки и правительства наконец-то обрели новый символ веры. США, Великобритания и ряд европейских стран достигли договоренности с профсоюзами, разорвав порочный круг «цены-зарплата»; многие банкиры вроде Пола Волкера продемонстрировали готовность повышать ставки процента для предотвращения инфляции. Последнюю удалось подавить, а вместе с ней упали и процентные ставки. Как показано на рис. 1.2, с 1980 по 2010 г. доходность десятилетних облигаций США снизились с 16% до 3%.

Рис. 1.2. Динамика доходности десятилетних облигаций США



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Когда снижаются процентные ставки, уменьшается стоимость заемного капитала. Становится проще выплачивать ежемесячные проценты. При прочих равных условиях выплачивать ипотеку, взятую под 3% годовых, намного проще, чем при 8% годовых. Это означает, что можно позволить себе более крупный заем и купить более дорогой дом.

Динамика снижения процентных ставок и доходности по облигациям почти зеркально отражает рост заимствований (рис. 1.3). Задолженность растет гораздо быстрее, чем ВВП. На сегодня совокупная задолженность возросла со 140 до почти 370% от ВВП.

Рис. 1.3. Суммарная нефинансовая задолженность США в сравнении с доходностью 10-летних облигаций

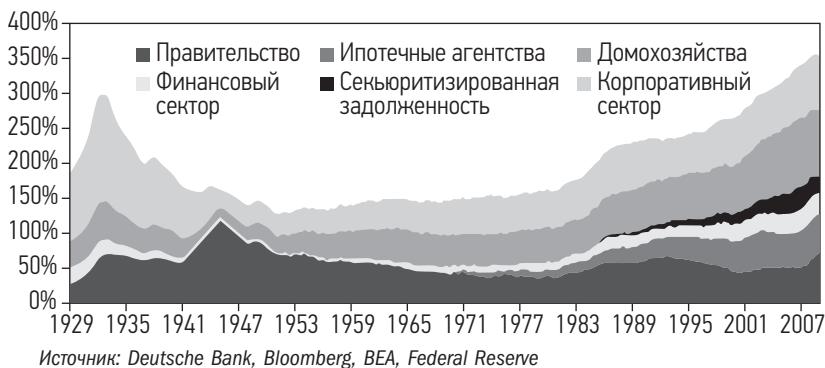


Источник: Bloomberg, Variant Perception

На рис. 1.4 представлена задолженность в США как процент от ВВП по видам долга: государственный долг, долги компаний Fannie Mae и Freddie Mac, долги банковского сектора, обеспеченные активами ценные бумаги (ABS), долг домохозяйств и задолженность по ипотеке.

Возможно, текущая задолженность на рис. 1.4 несколько завышена в результате ее секьюритизации, позволяющей показывать одну и ту же задолженность в составе нескольких видов. Некоторые экономисты доказывают, что задолженность Fannie Mae и Freddie Mac, банковского сектора и ABS не следует включать в общую сумму. Задолженность банковского сектора, или секьюритизированный долг, скорее всего, будет отражена в составе нефинансовой задолженности, после того как банки выдадут полученные в результате ее продажи средства в виде кредитов.

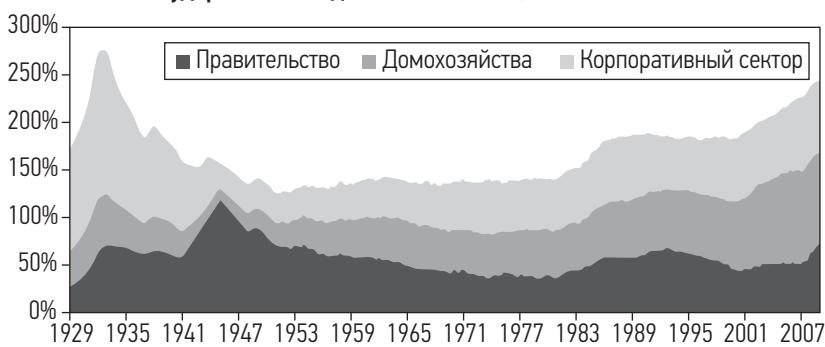
Рис. 1.4. Отношение задолженности к ВВП в США за период после 1929 г.



Источник: Deutsche Bank, Bloomberg, BEA, Federal Reserve

На рис. 1.5 возможный двойной счет исключен; в результате мы видим, что вернулись примерно к уровню задолженности 1929 г. При этом в 1935 г. отношение задолженности к ВВП резко возросло не из-за ее увеличения, а по причине снижения объема ВВП.

Рис. 1.5. Задолженность в США (за исключением банковской, финансируемой государством и задолженности ABS)

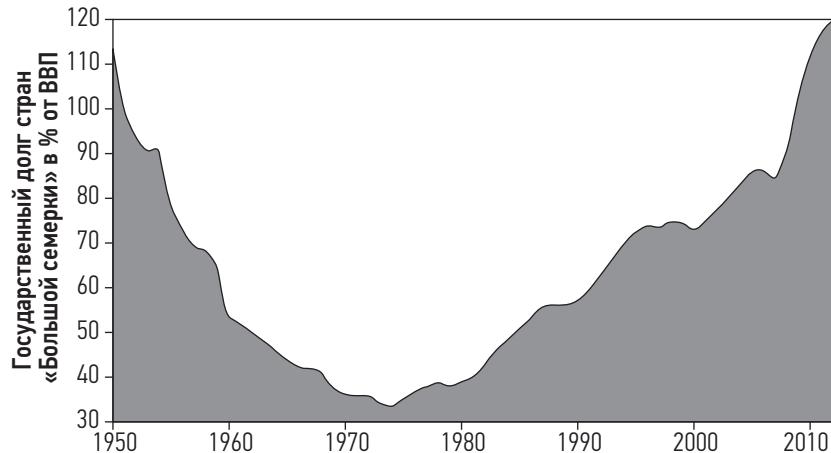


Источник: Deutsche Bank, Bloomberg, BEA, Federal Reserve

Какие из этих показателей правильны? На самом деле это не так уж важно. Не имеет значения, какому графику вы доверяете больше, все равно общая сумма задолженности колоссальна и значительная ее часть будет выплачиваться долларами, существенно обесцененными по сравнению с 2011 г. Это характерно не только для США. Приведенные далее графики подтверждают, что такая ситуация типична для многих развитых стран мира. Например, посмотрим на рис. 1.6, где показан долг стран «Большой семерки». Картина ужасающая и потрясающая своей нестабильностью. В 1950 г. страны «Большой семерки»

рассчитывались с колоссальными долгами военного времени. Но сейчас войны нет, как нет и тех вариантов выхода из ситуации, которые были тогда. В то время страны «Большой семерки» сократили военные расходы, провели регулируемую инфляцию национальных валют и таким образом решили проблему.

Рис. 1.6. Великая долговая петля (долг стран «Большой семерки» после глобального финансового кризиса)



Источник: IMF, Independent Strategy

Здравый смысл подсказывает, что ваш долг не может вечно расти быстрее ваших доходов, и на определенном этапе его погашение становится невозможным в связи с колоссальностью накопленной суммы. Все ответственные родители учат детей не допускать нагромождения долгов, превышающих их доходы. И лишь ФРС и конгресс по своей глупости не могут этого понять. Однако громада задолженности накопилась не только в результате снижения процентных ставок. Посодействовала также либеральная монетарная политика, а deregулирование и финансовые новации казались прекрасным оправданием. С конца 1980-х гг. и до нашего времени монетарная политика оставалась чрезмерно либеральной. ФРС и центральные банки считали ее и низкие темпы инфляции синонимами. Последние стали их главной целью. Но регуляторная политика потерпела крах. В 1989 г. рухнула Берлинская стена, а Индия и Китай включились в глобальную торговлю, в результате чего мировой рынок трудовых ресурсов значительно расширился. Китай производил все более дешевые потребительские товары, скupая при этом все большие

объемы биржевых продуктов — нефти, меди и свинца. Цены на потребительские товары снизились, в то время как на биржевые, наоборот, выросли, посыпая обманчивые сигналы центральным банкам. ФРС в первую очередь обращает внимание на базовый индекс инфляции (без учета наиболее волатильных в ценовом отношении продовольственных товаров и энергоносителей), а не на индекс цен потребительской корзины (куда продовольственные товары и энергоносители включены). При этом динамика цен большей части потребительских товаров влияет на базовый индекс, а динамика цен биржевых товаров — на индекс цен потребительской корзины. Если базовый индекс инфляции снижается, ФРС считает, что монетарная политика вполне адекватна. Устойчивый индекс инфляции является одним из условий стабильности экономики. Но в этом случае денежная масса и объем кредитов растут слишком быстро, что приводит к росту цен на активы и появлению среди них «мыльных пузырей» (сначала таковыми стали государственные ценные бумаги, потом недвижимость). Но этот процесс не влияет на индекс потребительских цен. Никто особенно не жаловался, когда повышались цены на их дома. ФРС проигнорировала разбухание «мыльного пузыря» цен на недвижимость, а кое-кто даже отрицал этот факт. В результате никаких регуляторных мер принято не было. ФРС не только на редкость беспечно отнеслась к инфляции, но и сочла рост ликвидности лучшим лекарством от кризиса. Такая позиция возобладала после того, как управлять ФРС стал Алан Гринспен. 11 августа 1987 г. он сменил Пола Волкера на посту председателя Совета управляющих ФРС. Буквально через два месяца разразился кризис фондового рынка. Сразу после этого Гринспен заявил, что ФРС «сегодня подтвердила свою готовность стать источником повышения ликвидности для поддержки финансовой системы и экономики в целом». С тех пор эти слова стали девизом деятельности ФРС. Заметьте, мы отнюдь не критикуем Гринспена за поддержку ликвидности финансовой системы в период фондового кризиса 1987 г. Тогда это было правильным решением. Поддержание ликвидности — один из основных инструментов ФРС в деле регулирования экономики. Как говорят, если из инструментов у тебя есть только молоток, все проблемы похожи на гвозди. Бывают времена, когда ликвидность становится основной проблемой, а бывают, когда это второстепенный вопрос. После того как лопнул «мыльный пузырь» индекса высокотехнологичных компаний NASDAQ, Гринспен и Бернанке снизили процентную ставку до 1% и слишком долго удерживали

ее на этом уровне. Все игроки финансового рынка усвоили правило: «Бери взаймы и рискуй — в случае чего ФРС тебя подстрахует». Именно Гринспену принадлежит знаменитая идея о том, что ФРС должна быть готова в любой момент добавить ликвидности в экономику, хотя рынки находятся в депрессивном состоянии. Решение о снижении процентной ставки до 1% стало последней каплей. После краха NASDAQ ФРС испугалась, что повторится история с японским «мыльным пузырем» 1990-х, и все закончится дефляцией. Тогда было принято решение: «Японский опыт позволил нам понять, что если темпы инфляции и процентные ставки падают до нуля и возрастают риск дефляции, то как монетарные, так и налоговые рычаги должны использоваться гораздо активнее, чем предполагалось исходя из первоначальных прогнозов инфляции и экономической активности»².

Исходя из этого постулата, ФРС удерживала процентную ставку на уровне 1% в течение трех лет, обещая и в дальнейшем продолжать такую политику. Повышение процентных ставок возможно лишь в «разумных пределах», что в просторечии означает «черепашими темпами». Последней каплей в этом коктейле стала секьюритизация долга и непрозрачная деятельность банков. Почти все «мыльные пузыри» становятся плодом какой-либо новой финансовой технологии, своего рода финансового инжиниринга. В 1920-х гг. это были кредит на покупку товаров в рассрочку, онкольный кредит, маржинальный кредит; все это содействовало развитию долгового «мыльного пузыря» 1920-х. В 2008 г. мы столкнулись с секьюритизацией долговых обязательств, теневым банкингом, также сыгравшими немалую роль в финансовой катастрофе. Термин «теневой банкинг» введен в оборот моим добрым другом Полом Мак-Каллем из PIMCO и означает широкую сеть финансовых операций, осуществляемых небанковскими организациями, то есть непрофильными компаниями. Они принимают депозиты на короткий срок и выдают долгосрочные кредиты. Они приобретают ликвидные активы и конвертируют их в неликвидные, например закладные по ипотекам. Прелесть теневого банкинга состоит в том, что занимающиеся им компании не обязаны обеспечивать выданные кредиты никаким капиталом. Отличная работа, если вам посчастливится получить ее. Система теневого банкинга может оставаться на плаву только при поддержке рейтинговых агентств, которые обязаны выполнять полицейские функции на фондовом рынке. Вместо этого они, по образному выражению Мак-Каллея, «выдают теневым банковским компаниям фальшивые удостоверения личности».

Рейтинговые агентства заявляют, что приобретение краткосрочных долговых обязательств так же надежно, как банковский депозит. Еще одна проблема заключается в том, что в отличие от коммерческих банков центральный банк никак не регулирует деятельность теневого банкинга и не может просто выкинуть его с рынка, «перевернув шахматную доску». Таким образом, частный долг очень быстро может превратиться в государственный.

Реструктуризация совокупного долга

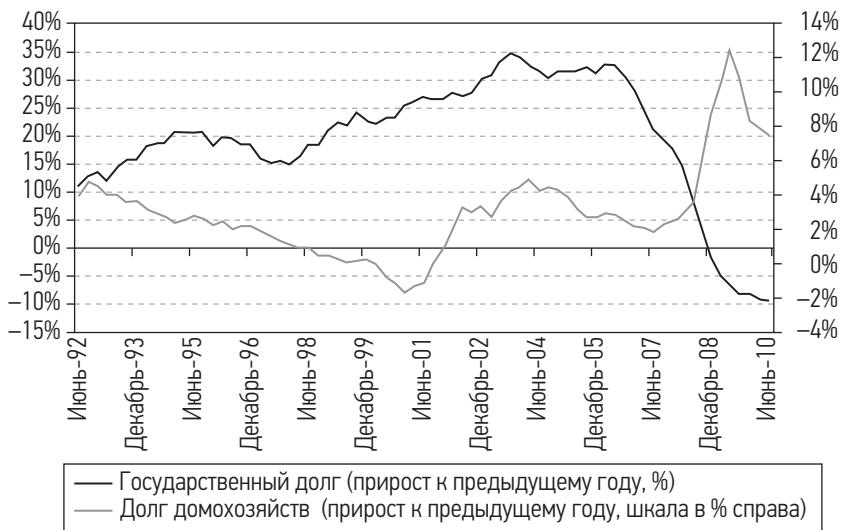
Теневой банкинг рухнул одновременно с началом финансового кризиса 9 августа 2007 г., когда Bank Paribas (BNP) объявил, что три его хедж-фонда приостанавливают работу из-за недостатка ликвидности. На руках у кредиторов, считавших, будто в любой момент могут продать его задолженность, оказались замороженные активы³. Это было начало краха системы теневого банкинга, кульминация которого наступила в момент банкротства Lehman Brothers.

Все секьюритизированные активы, числившиеся на балансе фондов денежного рынка, рано или поздно опять оказывались на балансах банков. Этот процесс не ограничивался рынком краткосрочных обязательств корпораций. Зарубежные центральные банки начали сбрасывать ипотечные облигации Fannie Mae и Freddie Mac, вынуждая ФРС скупать их; в противном случае грозил полномасштабный крах американского ипотечного рынка.

Правительства многих стран пытались нивелировать последствия происходящего в частном секторе, интенсивно выплачивая государственный долг и тем самым инициируя реструктуризацию совокупного долга. Это сопровождалось значительным дефицитом государственного бюджета, включением денежного станка и как следствие резким наращиванием валюты баланса центральных банков и суммы бюджета. Государственный сектор торопливо покрывал дефицит, образовавшийся в результате сокращения задолженности частного сектора после финансового кризиса. В то время как домохозяйства и корпорации начали погашать свою задолженность, правительства ее увеличивали.

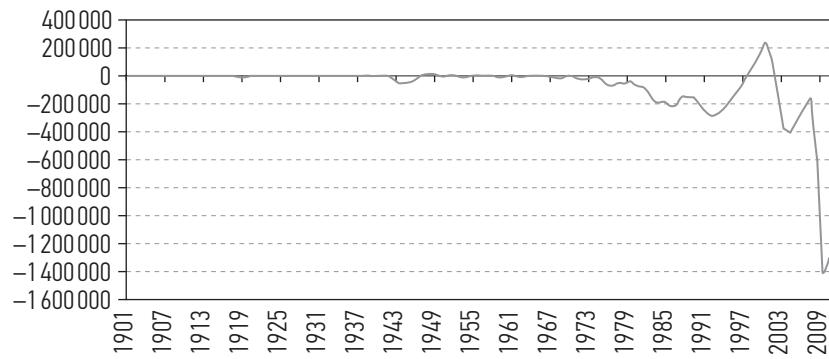
На рис. 1.7 приведен один из самых важных графиков в этой книге. На нем показан процесс передачи дирижерской палочки задолженности из частного сектора в государственный. Это и есть момент антракта между первым и вторым актами долгового суперцикла. Отсюда уже виден конец игры.

Рис. 1.7. Динамика непогашенных долговых обязательств США



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Этот факт заметно повлиял на государственные финансы, что со всей очевидностью следует из графика налоговых поступлений, начиная с 1900 г. Пики дефицитов буквально выскакивают за его пределы (рис. 1.8).

Рис. 1.8. Федеральный дефицит/профицит бюджета США
(млн долл. за период с 1901 г. по настоящее время)

Источник: Bloomberg, Variant Perception

Очень важное обстоятельство: по большей части долг не продлевался, а просто перемещался от одного правообладателя к другому — от потребителей и домохозяйств к правительству. Хотя долговой суперцикл связан главным образом с неустойчивым ростом

задолженности в частном секторе, конец игры представляет собой долговой кризис в государственном секторе и наступает тогда, когда правительства теряют способность проводить дальнейшие заимствования под нынешний низкий процент. Греция первой оказалась в такой ситуации. За ней последуют другие. Если частные лица накапливают неподъемные долги, они объявляют себя банкротами. Если неподъемные долги накапливают страны, то у них есть три возможных выхода:

1. Они могут запустить контролируемую инфляцию.
2. Они могут объявить дефолт.
3. Они могут обесценить задолженность и дезавуировать любых иностранных заимодавцев. По сути, это один из вариантов инфляционного метода борьбы с задолженностью.

Последний момент особенно важен. На рис. 1.9 мы видим, что за крахом фондового рынка в 1929 г. последовал коллапс банковской системы в 1931 г. Оба события стали предвестниками кризиса денежной массы 1930-х гг. Многие возразят, что США никогда не объявляли дефолта, но страна отказалась от золотого стандарта, а все иностранные держатели облигаций США понесли 30-процентный убыток, поскольку выплаты им производились обесцененными в результате кризиса долларами.

Рис. 1.9. Доля стран, охваченных банковским и долговым кризисом, рассчитанная по их удельному весу в мировой прибыли



Источник: Reinhart and Rogoff, «Banking Crises: An Equal Opportunity Menace», www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Rogoff.Banking_Crises.pdf, National Bureau of Economic Research.

Не стоит говорить и о том, что если какая-либо страна девальвирует валюту, то ее соседи чаще всего делают то же самое. Один из ведущих мировых экспертов по 1930-м гг. Барри Айхенгрин так описывал ситуацию:

В 1930-х гг. страны одна за другой снижали обменный курс своей валюты, отчаянно стараясь вывести экономику из депрессии. Но каждая такая девальвация лишь усугубляла проблемы их торговых партнеров; и депрессия только набирала обороты. В результате даже страны, стремившиеся к стабильности валюты, вынуждены были прибегать к аналогичным мерам.

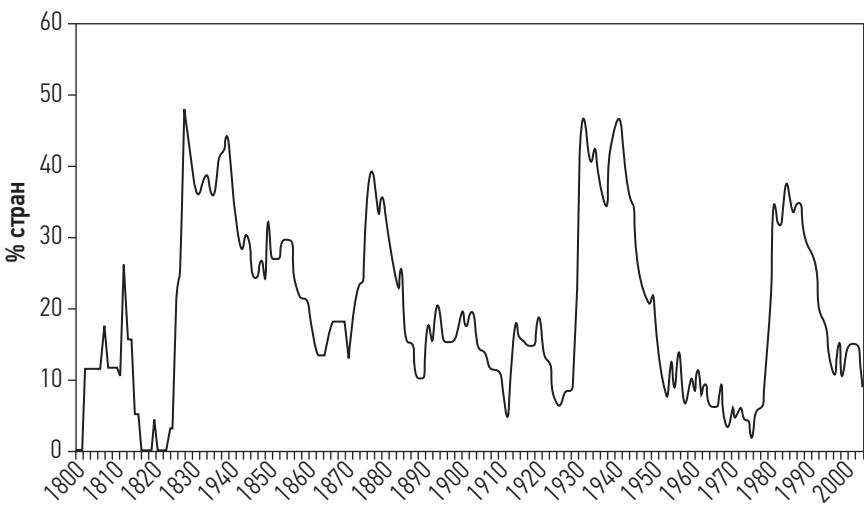
В конечном счете конкуренция в девальвации валюты не приносила пользы никому, поскольку очень быстро обменные курсы валют восстанавливались относительно друг друга. Единственный достигнутый результат состоял в нарастании политической напряженности, неопределенности относительно обменных курсов валют и подрыва глобальной системы международной торговли. Финансовый протекционизм, с вашего позволения⁴.

Конечно, не все страны получали выгоду от девальвации, но из истории известно, что это достаточно типичный шаг после банковского кризиса.

Как говорилось выше, результаты в каждом отдельно взятом государстве зависят от того, какие методы урегулирования кризиса оно использовало. То есть результат определяется путями его достижения. Политики вынуждены выбирать между плохими и наихудшими последствиями. Давайте надеяться, что они примут мудрое решение. Масштабный банковский кризис и реструктуризация совокупной задолженности в пользу государственного сектора чаще всего приводят к общекономическому кризису в стране. Этот процесс уже начался. В прошлом году мы наблюдали глубокий долговой кризис в Латвии, Греции, Венгрии, Дубае, Исландии и ряде других стран. Дубай никак не связан с Латвией, и еще меньше со всеми остальными странами. Но история учит, что независимые государства редко объявляют дефолт по одной. На рис. 1.10 приведен график из книги «На этот раз все будет иначе» Кармен Рейнхарт и Кена Рогоффа, охватывающий период с 1800 г. Из него видно, что дефолты независимых государств

происходят кластерами и внезапно после более-менее спокойных периодов. (Рейнхарт и Рогофф написали практически «Библию» долговых циклов, и одну из последующих глав мы посвятим их впечатляющему труду, а также интервью с ними). Такие кластеры характерны для циклов бума и краха в международных потоках капитала. Взрыв «мыльного пузыря» глобального долга закономерно приведет к череде кризисов в отдельных странах. Многие правительства считают, что в настоящее время получить заем просто, но эти дурные привычки с течением времени укореняются. Понятно, что нации, чей государственный долг деноминирован главным образом в местной валюте, а центральный банк не является полностью независимым, чаще всего выбирают инфляцию и снижение обменного курса своей валюты. В эту группу стран вскоре (но не в этом году!) войдут США и даже в большей степени Великобритания. (Конкурентную девальвацию мы более подробно рассмотрим в нескольких последующих главах.)

Рис. 1.10. Государственный внешний долг в 1800–2006 гг.: доля стран, объявивших дефолт или проводивших реструктуризацию



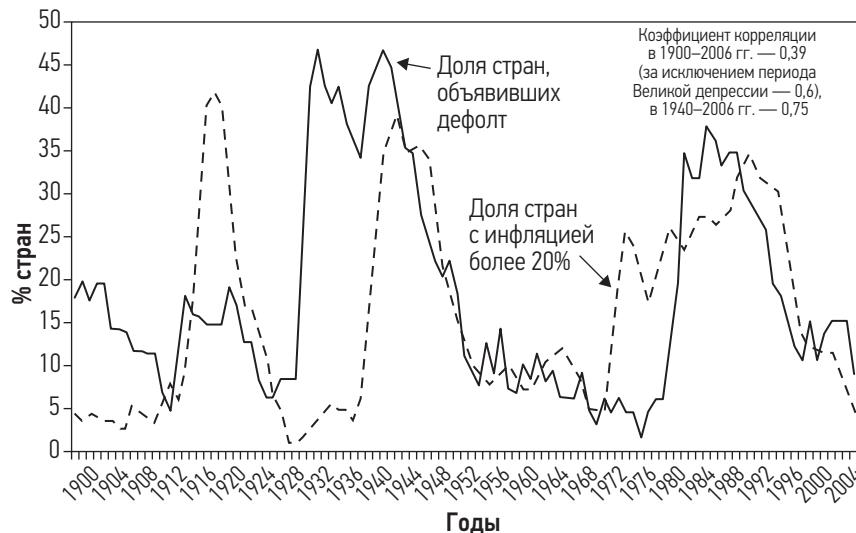
Источник: Reinhart and Rogoff, *This Time Is Different*.

В предшествующие годы центральные банки готовы были делать что угодно, но только не монетизировать долг; Бернанке так охарактеризовал роль ФРС в разворачивании кризиса: «В окопах атеистов нет». В настоящее время от монетизации долга окончательно отказались и риск ошибиться постоянно возрастает. ФРС и Банк Англии, по сути дела, координировали свои действия с казначействами соответствующих

стран, превратив независимость системы денежного обращения в анекдот. Забегая вперед, можно утверждать, что и в будущем они собираются поступать так же. Именно так события развивались после последнего банковского кризиса.

Как показывает рис. 1.11 из книги Рогоффа и Рейнхарт, в целом инфляция усиливается, если страна монетизирует свою задолженность. Мы подозреваем, что, если бы ФРС находилась не в Вашингтоне, а, скажем, в Каракасе (Венесуэла), или Боготе (Колумбия), или в Лондоне, у нас в разгаре был бы кризис денежного обращения в совокупности с инфляцией из-за недостатка доверия к денежной системе. Вы скажете, что нам повезло: денежные системы США и Великобритании имеют запас прочности в этом отношении, но и он не бесконечен.

Рис. 1.11. Инфляция и внешний дефолт в 1900–2006 гг.



Источник: Reinhart and Rogoff, Banking Crises: An Equal Opportunity Menace, www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Rogoff_Banking_Crises.pdf, National Bureau of Economic Research

Итак, центральные банки и правительства реализуют стратегию управления рисками и пытаются всеми средствами погасить глобальный кризис. Однако их действия способны привести к еще более масштабной катастрофе. Проведем аналогию с лесным пожаром. Глобальные рынки и экономики напоминают пожар в лесу. В калифорнийских лесах и лесах Нижней Калифорнии (Мексика) растительность и климат примерно одинаковы, зато система защиты от пожаров

принципиально разная. В калифорнийских лесах пожарные регулярно тушат мелкие пожары. В лесах Нижней Калифорнии они этого не делают. Как ни странно, это означает, что в лесах Нижней Калифорнии намного больше мелких пожаров, но зато практически не бывает крупных. Напротив, в Калифорнии мелких пожаров относительно немного, зато регулярно возникают масштабные. Вывод: мелкие пожары уничтожают кустарник, удобряют почву, расчищают путь для прорастания семян сосен, и без них в природе не может установиться равновесие. Уклонение от решения мелких проблем приводит к возникновению крупных, поскольку кустарник между деревьями засоряет почву. Практика решения мелких проблем в финансовой и налоговой системе внушает законодателям уверенность в себе, и это парадоксальным образом приводит к повышению риска возникновения глобальных проблем, хотя и снижает количество мелких. Конечно, разгребание проблем после краха очередного «мыльного пузыря» с колоссальной ликвидностью напоминает размахивание кулаками после драки, однако налоговые и финансовые регуляторы действуют с определенным лагом, не говоря уже о том, что их применение дестабилизирует систему. Источником этой нестабильности, скорее всего, служат неконтролируемые результаты применения налоговых рычагов. Предотвращение потерь, связанных с экономическим спадом, в будущем приведет к еще более серьезным последствиям — макроэкономической волатильности и существенным колебаниям процентных ставок. Самый сильный пожар всегда впереди. Это конец игры в глобальном масштабе. Для одних стран он означает дефолт, для других — инфляцию, для третьих — девальвацию валюты. Для каждой страны характерны свои последствия. В нашей книге мы рассмотрим различные сценарии финала игры, а также их варианты для того или иного государства. У ряда стран перспективы просто ужасные, тогда как у других есть шансы выйти из кризиса с минимальными потерями. Запасемся же решительностью и объективностью и двинемся в путь.