

Джон  
Молдин

Джонатан  
Теппер

# РАЗВЯЗКА

**КОНЕЦ  
ДОЛГОВОГО  
СУПЕРЦИКЛА  
И ЕГО  
ПОСЛЕДСТВИЯ**

Издательство  
**МАНН  
ИВАНОВ  
И ФЕРБЕР**



**Эту книгу хорошо дополняют:**

**Прорывные экономики**

Ручир Шарма

**Из третьего мира — в первый**

Ли Куан Ю

**Столкновение культур**

Ричард Льюис

**Первая волна мирового финансового  
кризиса:**

**промежуточные итоги**

Джордж Сорос

John Mauldin and Jonathan Tepper

**ENDGAME**  
THE END OF THE DEBT  
SUPERCYCLE AND HOW IT  
CHANGES EVERYTHING

John Wiley & Sons

Джон Молдин и Джонатан Теппер

**РАЗВЯЗКА  
КОНЕЦ ДОЛГОВОГО  
СУПЕРЦИКЛА  
И ЕГО ПОСЛЕДСТВИЯ**

Перевод с английского Эльвиры Кондуковой

Издательство «Манн, Иванов и Фербер»  
Москва, 2013

# Информация от издательства

На русском языке публикуется впервые  
Издано с разрешения литературного агентства Александра  
Коржаневского

**Молдин Д., Теппер Д.**

Развязка. Конец долгового суперцикла и его последствия /  
Джон Молдин, Джонатан Теппер; пер. с англ. Э. Кондуковой.  
— М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. (Большая библиотека  
инвестора)

ISBN 978-5-91657-761-7

Книга посвящена анализу причин и закономерностей недавнего мирового экономического кризиса и их влиянию на сегодняшние инвестиционные решения. Джон Молдин и Джонатан Теппер провели детальный анализ особенностей кризиса в разных странах. В книге приводится много фактов, информативных графиков и таблиц, что позволяет читателям провести собственный анализ и проверить выводы авторов или сделать собственные, критически оценить практические рекомендации по инвестированию, основываясь на различных макроэкономических сценариях, описанных в книге.

Все права защищены.

Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

Правовую поддержку издательства обеспечивает  
юридическая фирма «Вегас-Лекс»

© John Mauldin and Jonathan Teppar, 2011

© Перевод на русский язык, издание на русском языке,  
оформление. ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2013

# ПРЕДИСЛОВИЕ

## ПАРТНЕРА ИЗДАНИЯ

Книгу, которую вы держите в руках, можно бы отнести к разряду апокалиптических предсказаний, но я предпочитаю этого не делать, следуя совету одного из лучших инвестиционных публицистов Бартона Биггса: «Проблема предрекателей конца света, вечных “медведей” и прочих пессимистов заключается в том, что все их идеи подобны заезженным пластинкам. Конечно, иногда их прогнозы действительно сбываются. Ведь даже сломанные часы два раза в день показывают правильное время. Как изящно выразился Ницше: “Слишком долго глядя в пропасть, вы сами становитесь пропастью”»[\[1\]](#).

Конечно, можно сколь угодно долго предаваться рассуждениям о вероятности негативных сценариев финансово-экономического кризиса, который разразится в случае дефолта в одной или нескольких описываемых в книге странах, и эти размышления неизбежно приведут к более глубоким философским и историческим вопросам. Но авторам удастся не выходить за пределы макроэкономического анализа, что, на мой взгляд, делает книгу отличным дополнением для курсов макроэкономики.

*Владимир Карцев,  
заместитель генерального директора  
ООО «НЭТТРЭЙДЕР»*

*Посвящается Питеру Бернштейну —  
прекрасному ученому, преданному супругу, любящему отцу.  
Учителю нескольких поколений инвестиционных брокеров.  
Человеку, освещавшему своей мудростью дорогу другим,  
предвидевшему приближение развязки задолго до остальных.*

*Дорогой друг, я скучаю по тебе и нуждаюсь  
в твоей мудрости больше, чем когда-либо.*



Чтобы добиться совершенства в игре, следует прежде всего изучить эндшпиль; ведь именно он определяет результат. Миттельшпиль и дебют интересны постольку, поскольку влияют на эндшпиль.

Хосе Рауль Капабланка, кубинский гроссмейстер, чемпион мира по шахматам с 1921 по 1927 гг., один из величайших шахматистов всех времен

# ПРЕДИСЛОВИЕ

*Люди меняются только под давлением необходимости, появляющейся лишь в кризисные времена.*

Жан Монне[2]

Каждый ребенок слышал в школе о Великой депрессии, но экономисты, историки и телевизионные комментаторы не могут прийти к согласию относительно того, как называть экономический период, в который мы живем. Одни называют его депрессией. Другие — великой рецессией. А кое-кто считает, что это великий финансовый кризис. Думаем, последнее подходит больше всего, поскольку в кризисные времена людям приходится принимать трудные решения. Ведь никто не станет спорить с тем, что новая эра экономической турбулентности ставит перед нелегким выбором правительства и население стран всего мира.

Я (Джон)[3] в какой-то степени эксперт по неудачным решениям — не только по причине собственного опыта, но и потому, что у меня семеро детей-подростков. Когда они были совсем маленькими, им доверяли принимать относительно немного решений; но они росли и получали больше свободы. Не все их решения оказывались удачными. Сколько раз мне приходилось говорить: «И о чем ты только думал?» — и слышать в ответ молчание или невнятное бормотание: «Не знаю». Но как иначе им объяснить, что ошибочное решение не приводит ни к чему хорошему? Вы можете читать бесконечные нотации, устраивать что-то вроде ролевых игр, но рано или поздно приходится отойти в сторону и позволить им сделать выбор самостоятельно. В большинстве случаев он оказывается неправильным. Как отец шестерых взрослых детей и одного сына-подростка я пришел к выводу, что родители могут считать себя

счастливыми, если их детям удастся избежать фатальных, ломающих жизнь ошибок. Я и есть такой счастливчик. По крайней мере пока. Стучу по дереву.

Я видел, как хорошие дети из благополучных семей принимали ошибочные решения, а те, от кого этого никто не ожидал, делали все правильно. И одно я знаю точно: подростки редко способны сделать правильный выбор без посторонней помощи и объяснения возможных последствий. Они почти всегда склоняются к решению, обещающему массу удовольствий и отсутствие немедленных негативных последствий. Но через некоторое время оказывается, что такой выбор опять заставляет их принимать трудное решение. Это и есть взросление. Слишком быстрое, к сожалению.

Но так поступают не только тинейджеры. Я и сам от этого не застрахован, хотя и стою на пороге седьмого десятка и накопил немалый жизненный опыт. Мне действительно приходилось серьезно ошибаться, причем даже в тех областях, где я считал себя специалистом. Возможно, потому что в первую очередь меня подводила самоуверенность — уж в этом-то я разбираюсь! В конце концов, я пришел к выводу, что нет вернее способа ошибиться, чем поручить выбор эксперту с мощным компьютером.

Конечно, иногда я делал все правильно. Набив определенное количество шишек, можно чему-то научиться. А иногда мне просто везло. (Хотя мой далеко не святой отец любил повторять: «Чем усерднее я работаю, тем удачливее становлюсь».)

Каждое утро мы начинаем новый день, и то, каким он будет, предопределило множество предшествующих дней и лет. Мы с дочерью Тиффани детально проинтервьюировали более сотни миллионеров, и еще с несколькими сотнями беседовали на протяжении энного количества лет. Меня поражало, что их жизнь и жизнь их близких по большому счету сложилась определенным образом благодаря буквально нескольким решениям — иногда верным, иногда удачным, а иногда трудным. Лишь малая толика из них оказывалась легкой.

## **И о чем только мы думали?**

Представители ныне живущих поколений в большинстве развитых стран зачастую принимали такие решения, что теперь, оглядываясь назад, только и остается задавать себе этот вопрос.

Порой мы действуем, как тинейджеры. Ищем самый легкий путь, не задумываясь о последствиях. Не учимся на примере своих родителей, как себя вести во время депрессии. Под влиянием оживления на рынке в 1980-х и 1990-х годах, подарившего иллюзию благополучия и ничем не омраченного будущего, быстро забываем удручающую рецессию 1970-х. Даже крах фондового рынка в «черный понедельник» кажется относительно небольшой и быстро проходящей неприятностью на фоне общего успеха. По мере того как падают процентные ставки по кредитам и деньги становятся доступнее, страсть к приобретательству берет верх. В Европе введение евро приносит восточноевропейским странам кредиты по ставкам немецкого Бундесбанка, а Германия в ответ получает приток валюты из стран Южной Европы.

И на этом фоне дома и другие долгосрочные активы по всему миру начали дорожать, а нам предложили новые схемы финансирования, позволяющие приобретать их, несмотря на рост цен. Людей просто подталкивали к безудержному потреблению — к несчастью и разочарованию, это был неверный шаг, и законодатели не сумели вовремя это заметить и предотвратить.

Мы вели себя как Вимпи из мультфильмов о моряке Попае: «Во вторник с удовольствием заплачу тебе за гамбургер, который съел сегодня».

Наши родители еженедельно или ежемесячно терпеливо откладывали небольшую сумму, пока наконец не набиралось достаточно, чтобы заплатить за необходимую вещь — но жить так не для нас.

Мы делали выбор вместе с банковской системой. В США получили распространение все виды легкодоступных кредитов, причем мы еще упаковывали их в неотразимо привлекательную оболочку из казначейских ценных бумаг класса AAA и продавали доверчивому миру. Именно так появился кредит с минимальным пакетом документов или без предъявления таковых и рассрочка без первого платежа. И мы еще надеялись, что все это будет столь же надежно,

сколь и кредиты под залог недвижимости в прошлом. О чем думали рейтинговые агентства? Куда отлучились взрослые, присматривавшие за играми в песочнице? (Минуточку, уж не те ли это взрослые дяди — законодатели, которые нынче требуют расширения своих полномочий и дополнительных ассигнований?)

Все эти события происходили не на каких-то задворках, и главными действующими лицами были отнюдь не заурядные обыватели. Об этом говорили на телевидении, писали книги и выпускали рекламные ролики. Я (Джон) прекрасно помню, как в первый раз увидел рекламу с предложением позвонить по указанному номеру и получить заем на сумму, примерно равную 125% стоимости моего дома. Я никак не мог понять, как такое может быть.

Но оказалось, что это превосходная идея для заимодавца: если такие займы упаковать в оболочку из ценных бумаг и продать зарубежным инвесторам, каждый участник сделки получит еще и отличные комиссионные. Фактически предлагалось заработать кучу денег без всяких немедленных негативных последствий для себя. Какой тинейджер от этого откажется?

В США Алан Гринспен удерживал процентные ставки на низком уровне, что весьма способствовало разворачиванию аферы. Администрация Буша развязала две войны и внедрила дорогостоящую программу комплексного медицинского страхования; при этом Республиканская партия совсем не контролировала расходы. Неудивительно, что дефицит бюджета стремительно рос.

В финансовой сфере законодатели разрешили бесконтрольную продажу свопов на отказ от кредитных обязательств. Общество искренне верило в то, что коттеджи, приобретаемые в кредит, представляют собой выгодное капиталовложение, а не долг. Мы оказались подростками на рождественской вечеринке. Как говорит наш друг Пол Мак-Каллей, рейтинговые агентства занимались не чем иным, как раздачей фальшивых водительских прав на тинейджерской вечеринке с алкоголем.

Мы еще не вспоминаем об инвестиционных фондах, обещавших клиентам 8% годовой доходности на свои акции. Даже если их курс за последние десять лет не сдвинулся с места, мы все еще верим (или,

по крайней мере, надеемся), что вскоре начнется общий рост фондового рынка, какова бы ни была текущая тенденция.

Нельзя сказать, что совсем не было никаких настораживающих сигналов. Многие предупреждали о неминуемом крахе, хотя сейчас об этом стараются не вспоминать, поскольку предостережения все проигнорировали. Их авторов высмеивали, презирали, дезавуировали как вечно недовольных нытиков. Хорошие времена длились так долго, с чего бы вдруг им кончиться? Вера в незыблемость существующего порядка характерна для человеческой природы.

Совсем как подросток, не задумывающийся о последствиях разгульной пирушки, мы не хотели замечать тревожных сигналов. Мы не имели опыта наших родителей, приобретенного в период депрессии. Ведь в этот раз такого не может случиться. Мы гораздо умнее и не повторим чужих ошибок. Разве Бен Бернанке, Европейский центральный банк, Банк международных расчетов не сообщают нам, чего следует опасаться?

Миллионами разных способов все мы оказались втянуты в происходящее. Нельзя сваливать вину исключительно на либералов или консерваторов, на бедных или богатых, женщин или мужчин. Мы все (по крайней мере подавляющее большинство) занимали и тратили. Мы делали это самостоятельно, целыми городами, штатами и странами.

В США дефицит региональных и федеральных пенсионных фондов возрос с 3 до 4 млрд долл. и продолжает расти. Над нами дамокловым мечом висят колоссальные (несколько десятков миллиардов долларов) расходы на программу социальной защиты и медицинского страхования, которая стартует в следующие 5–7 лет, и по сравнению с ними нынешний финансовый кризис покажется пустяком. Более того, мы, похоже, готовы внедрить еще несколько затратных программ и тем самым еще расширить дыру в бюджете.

В Европе еще больше недофинансированных социальных программ, а также банковских систем, перегруженных сомнительными и чрезмерными займами, предоставленными странам, которые неспособны их выплатить. Япония использовала сбережения двух поколений, чтобы взвинтить отношение задолженности к ВВП до максимального значения за всю историю экономики; к тому же

с течением времени население стареет, прекращает сберегать и начинает продавать ценные бумаги, чтобы обеспечить себе достойную жизнь на пенсии. Это усугубляет ситуацию.

В настоящий момент мы живем в условиях перманентного кризиса и последствий краха «мыльных пузырей». Нам в наследство достались дефицит бюджета и растущий государственный долг, рекордная безработица, и население отчаянно пытается свести концы с концами. В такой ситуации нельзя принять хорошее решение. В ряде стран речь идет о непростых инициативах вроде реформирования налоговой системы или отмены программ адресной помощи отдельным категориям населения. Это правильно само по себе, но предпринимать такие шаги нелегко, поскольку существует укоренившаяся практика лоббирования, а в обществе нет единства. Некоторые государства (например, Греция) вынуждены выбирать между очень плохим и катастрофическим сценарием. Что бы они ни предпочли, болезненных последствий для экономики не избежать. Просто плохое решение в данном случае покажется удачей. Но если другие страны не сделают трудный выбор сегодня, через какое-то время они столкнутся с теми же проблемами, что и Греция.

Из нашей ситуации не получится выйти безболезненно. Речь не идет о том, можно или нельзя обойтись без непопулярных мер; можно лишь выбрать время и место их внедрения — добровольно или вынужденно. Легких путей вообще нет, просто какие-то решения чуть менее плохи, чем остальные.

В эпиграфе приведены слова Жана Монне, которые стоит повторить: «Люди меняются только под давлением необходимости, проявляющейся лишь в кризисные времена». У каждой страны такая необходимость возникает в разное время. Неважно, появилась она под влиянием кризиса или стала добровольным выбором, но время перемен приближается.

Представим себе болезненные решения в виде бутылки вина. Для каждой страны предназначена своя бутылка; у кого-то она больше, у кого-то меньше. Можно сказать, Греции досталась мельхиседекова бутылка — вместимостью в 40 раз больше стандартной.

Теперь представьте, что эту бутылку вина можно выпить сразу, а можно растянуть на неограниченно долгое время. Но ее содержимое

от этого не изменится. По сути, чем дольше вы тянете с принятием трудных решений, тем более болезненными (бутылка увеличивается!) окажутся последствия в конечном счете.

Но, как мы увидим далее, выпить всю бутылку сразу — тоже не лучший выход, разве что страна будет вынуждена так поступить. Это может привести к дефляции на фоне затяжной депрессии, очень высокого уровня безработицы, снижения налоговых поступлений и дальнейшему усугублению ситуации. Но правительства многих стран мира на собственном опыте не раз имели возможность убедиться в том, что откладывание трудных решений в долгий ящик приводит к прекращению финансирования бюджетного дефицита фондовым рынком. Из главы 6 станет ясно, что нельзя точно предсказать, когда именно это случится. По всей видимости, одновременное действие нескольких факторов приводит к неожиданному для правительства результату.

## **Преодоление человеческих слабостей**

Почетный профессор психологии из Стэнфордского университета Филип Зимбардо исследовал вопрос о том, как люди воспринимают время<sup>1</sup>. И пришел к выводу, что они живут в шести психологических временных измерениях: по два в прошлом, настоящем и будущем. Среди живущих в прошлом он выделяет позитивную (ностальгирующую, но одновременно хранящую память о достижениях семьи и т. п.) и негативную (испытывающую сожаления и тоску) группы. Аналогично в настоящем пребывает группа гедонистов, радующихся сиюминутным радостям, — в нее входят дети и люди, предпочитающие наслаждаться жизнью здесь и сейчас. Но есть и группа фаталистов: они не могут управлять своей жизнью из-за бедности, религиозных убеждений («моя жизнь принадлежит Богу») или условий проживания.

Наконец, люди будущего тоже живут в двух измерениях: одна часть, подобно Муравью из басни «Стрекоза и муравей», усердно

трудится, откладывая на будущее удовольствия и отдых, а вторая считает, что настоящая жизнь начинается только после смерти.

Исследования показывают, что чем ближе страна расположена к экватору, тем больше ее обитатели склонны ориентироваться на настоящее. Если вы живете там, где весь год стоит одинаковая погода, то поневоле проникаетесь чувством однообразия. Интересно, что в сицилийском диалекте есть слова для обозначения того, что было и есть, но нет слов для обозначения того, что будет. Вот уж действительно ориентированные на настоящее люди!

Зимбардо отмечает, что цель школы — превратить ориентированных на настоящее маленьких бестий в ориентированных на будущее ответственных детей. Проблема США состоит в том, что каждые девять секунд один ученик бросает школу. Как жаль, что им так не хватает ориентации на будущее! Однако и взрослые избиратели не слишком о нем беспокоятся. Мы с удовольствием голосуем за блага, увеличивающие дефицит бюджета. И даже в лучшие времена не только не сокращаем, но и, наоборот, наращиваем свой долг.

Наш друг Дилан Грайс из Societe Generale пишет:

Избирателей не привлекают долгосрочные преимущества, если они связаны с немедленными потерями. Они, конечно, выслушают того, кто, нахмурившись, уверенно сообщит, что если они не откажутся от всяческих закусок, не запишутся в спортзал и не сбросят несколько килограммов, то в один прекрасный день приобретут серьезные проблемы со здоровьем. Но проголосуют они за него только в том случае, если он добавит, что в качестве компенсации они смогут дольше сидеть перед телевизором с чизбургером и жареной картошкой<sup>2</sup>.

По мнению Зимбардо, увеличение количества бросивших школу и работу обусловлено распространением игровых приставок. Согласно ряду исследований, среднестатистический подросток проводит за видеоиграми и просмотром телепередач около 10 тысяч часов (некоторые из них далеко не безобидны). Он погружается в мир, где можно мгновенно получить отклик на свои действия, немедленное удовлетворение и радость. А потом мы отправляем его в школу, на скучную традиционную лекцию, где от него не требуется никакого

отклика. Адреналин не будоражит кровь, как при уничтожении еще одного зомби или вражеского солдата в любимой стрелялке. Охотничьи инстинкты там не требуются.

Избиратели в большинстве стран мира немногим отличаются от подростков. Мы раздражаемся, если наш компьютер загружается дольше минуты (спасибо Биллу Гейтсу!) или если файл открывается слишком медленно. Мы хотим, чтобы политические и экономические проблемы решались точно так же — быстро и легко. Но, увы, в реальном мире политические и экономические циклы не совпадают. Политикам некогда думать о долгосрочных перспективах: они поглощены бесконечными встречами с избирателями.

В этой книге мы покажем, что, как бы мы ни назвали современный этап экономического цикла — великой рецессией или великим финансовым кризисом, — его нельзя считать типичной депрессией. Просто пришло время платить по счетам. Затянулась долговая петля, начало созданию которой было положено около 60 лет назад. В большинстве стран на восстановление экономики уйдут даже не месяцы, а годы; возможно, кое-где не хватит и десятилетий. В дальнейшем экономика станет более волатильной, с чаще повторяющимися рецессиями. В одних странах бичом будет дефляция, другие пострадают от нее в меньшей степени. Где-то, напротив, повысится риск высоких темпов инфляции. И это значит, что типичный короткий политический цикл станет еще более непредсказуемым, если избиратели не отдадут себе отчета в том, что не существует быстрых и легких способов решения политических и экономических проблем. У политиков нет волшебной палочки, чтобы одним взмахом устранить все проблемы и вернуть времена процветания. Если мы по-прежнему будем давить на них, требуя решать в первую очередь текущие проблемы, вместо того чтобы думать о будущем, то вскоре все окажемся в глухом ущелье в компании драконов собственного производства. Вспомните о Греции.

Именно об этом рассказывается в нашей книге. В первой части мы обратимся к основам экономики и данным последних экономических исследований, чтобы оценить текущую ситуацию. Не беспокойтесь из-за отсутствия экономической подготовки. Надеемся, материал подан

так, что даже политик разберется в природе разворачивающегося кризиса.

Во второй части книги мы проанализируем особенности экономических проблем разных стран. Вероятно, где-то они окажутся более серьезными, а где-то менее. Действительно острые проблемы, как мы увидим, характерны в основном для развивающихся стран. Таким образом, их рынки окажутся под ударом, если глобальная торговля в развитых странах (две трети от общего объема глобальной экономики) начнет сокращаться. Финансовый кризис еще не завершился. Просто его эпицентр сместился с покупателей недвижимости на банки, а вслед за ними — на правительства. Но перекладывать это бремя больше не на кого. Игра окончена.

Мы попробуем проанализировать характер проблем в каждой стране и обрисовать в самых общих чертах некоторые возможные решения. Каждая страна должна самостоятельно определить свои приоритеты. Например, совершенно очевидно, что США не могут себе позволить нынешний уровень бюджетных расходов при сохранении текущего объема налоговых поступлений. В то же время рост налогов также имеет негативные последствия. Эти проблемы тесно взаимосвязаны. Пойдем ли мы на сокращение расходов на медицинское страхование, социальные нужды и оборону или предпочтем повысить налоги? Возможно, найдутся еще какие-то резервы бюджетной экономии? Легких путей здесь нет. Подростки предпочитают откладывать принятие неприятных решений, даже если они уже назрели; сможем ли мы действовать иначе?

Хотя у каждой страны собственные проблемы, так или иначе почти всем придется разрабатывать инвестиционную политику; об этом мы поговорим в заключение.

Мы не претендуем на абсолютную истину. Результаты зависят от избранных направлений и методов исследований. Читателям, проживающим в странах, неспособных принимать разумные решения или уже столкнувшихся с ситуацией, когда любой шаг приводит к очень тяжелым последствиям, мы хотели бы предложить несколько идей относительно их персональных инвестиций. Мы покажем, по каким признакам можно судить о принятой страной экономической

политике и как учитывать это, принимая персональные инвестиционные решения.

Наконец, мы — оптимисты. Даже если наши страны не в состоянии сделать мудрый выбор, мы всегда можем действовать иначе в приватной жизни и хотим помочь вам поступать так же. Наши деды и родители сумели выжить в столетие двух мировых войн, Великой депрессии и прочих экономических катаклизмов. Мы уверены, что и фаза долгового суперцикла рано или поздно завершится. Как компьютер можно перезагрузить посредством нажатия кнопки, так и экономика способна перезагрузиться и перейти на новый уровень процветания, медицинских достижений и волшебных, изменяющих жизнь технологий. Возможности наверняка появятся. А теперь посмотрим, как не ошибиться с выбором в собственной жизни.

# **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 правительственному долговому кризису в западном мире. Скорее всего, он охватит Европу, достигнет пика в США; в течение ближайших пяти лет я ожидаю краха долларowego стандарта.*

Крис Вуд, стратегический аналитик CLSA, в прошлом корреспондент Economist и специалист по «потерянному десятилетию»[\[4\]](#) 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 ВСА (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 ВСА 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.).[\[5\]](#)

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 необоснованны, 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. Суперцикл 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 случится<sup>1</sup>.

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 расходы, занимают государственные организации. Вместо одних должников появляются другие. И он действительно совершенно прав в том, что долговой суперцикл 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 суперцикл 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 Балтики? Существует предел задолженности, которую можно себе позволить. Рейнхарт и Рогофф в книге «На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства»<sup>[6]</sup> подчеркивают, что определенного предельного значения задолженности в процентах от ВВП, по достижении которого экономика страны рухнет, нет. Скорее, после достижения определенного значения резко повышается вероятность краха. Вроде бы все идет хорошо, а затем вдруг — бах! — и все становится плохо. Этот «бах!» уже прозвучал для Греции. Без массивной 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.

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 одалживать 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.*

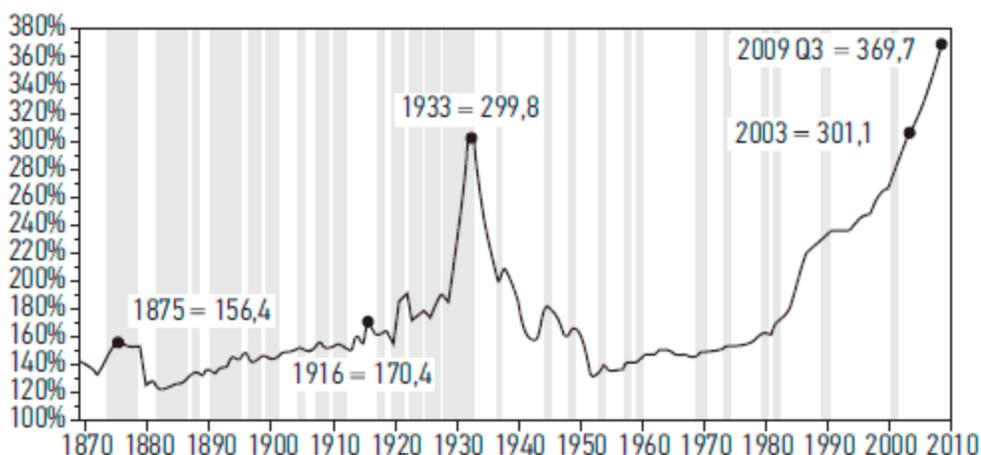
*Действительно, на наших глазах разворачивается второй акт драмы: фондовые рынки начали терять уверенность в ликвидности государственного долга некоторых стран.*

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 услужливых 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 скудными доходами<sup>1</sup>. 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. Тепер 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 массивной «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 одалживать крупные суммы, для экономического роста требуются другие источники.

## Как начинался долговой суперцикл?

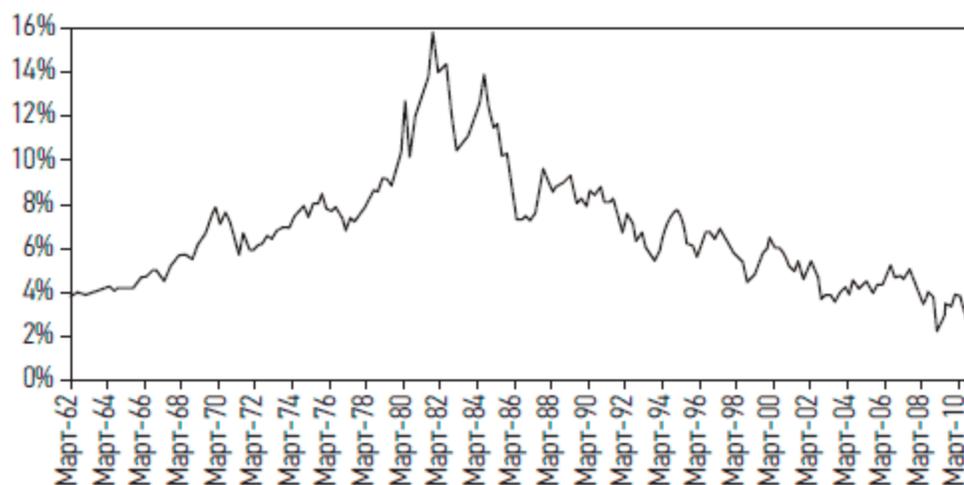
Стабильность порождает нестабильность, а успех таит в себе зерна неудач. Экономический тренд сначала устраивает вас, а потом доставляет неприятности. На данный момент ссудный процент для правительства мало отличается от нуля и достиг своего исторического минимума. Европейский центральный банк (ЕЦБ) удерживает 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 переменялись 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, заработная плата повышалась автоматически. Если повышалась зарплата, работодатели поднимали и цены на продукты, стремясь компенсировать увеличившиеся расходы на оплату труда. Более высокие цены обуславливали рост заработной платы, что, в свою очередь, приводило к дальнейшему росту цен. Все это напоминало бег по кругу.

Через десять лет массивных 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 снизилась 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**

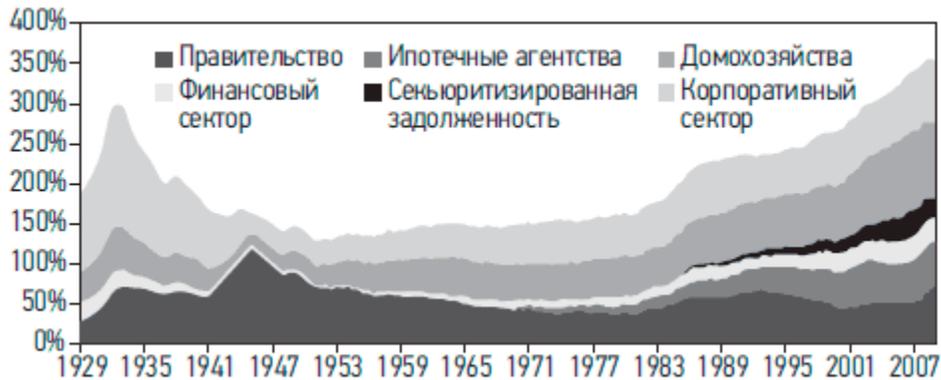


Источник: Bloomberg, Variant Perception

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 секьюритизованный долг, скорее всего, будет отражена в составе нефинансовой задолженности, после того как банки выдадут полученные в результате ее продажи средства в виде кредитов.

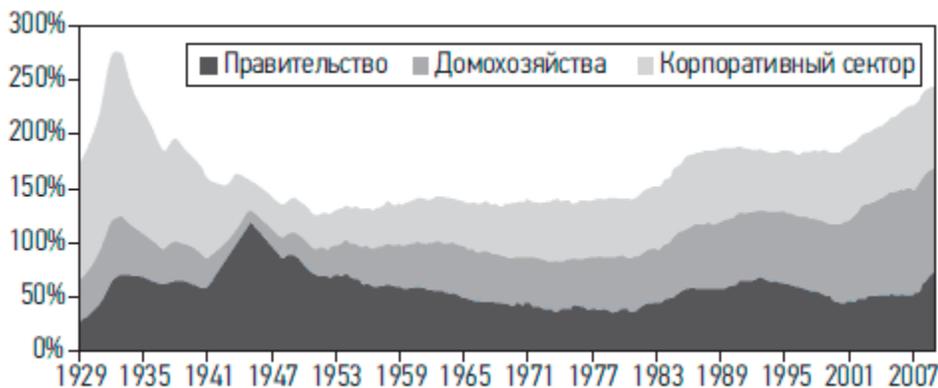
**Рис. 1.4. Отношение задолженности к ВВП в США за период после 1929 г.**



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)**

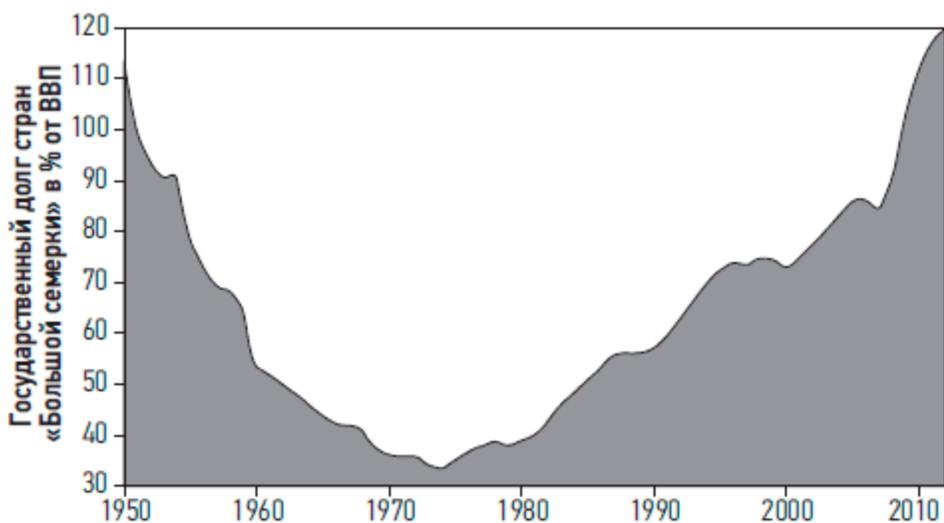


Источник: Deutsche Bank, Bloomberg, BEA, Federal Reserve

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 регулирующую 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 дерегулирование 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, скупая при этом все большие объемы биржевых продуктов — нефти, меди и свинца. Цены на потребительские товары снизились, в то время как на биржевые, наоборот, выросли, посылая 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 займы 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 возрастает риск дефляции, то как монетарные, так и налоговые рычаги должны использоваться гораздо активнее, чем предполагалось исходя из первоначальных прогнозов инфляции и экономической активности»<sup>2</sup>.

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 «черепашьими 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-Каллеем 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 ипотечкам. 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 активы<sup>3</sup>. Это было начало краха системы теневого банкинга, кульминация которого наступила в момент банкротства Lehman Brothers.

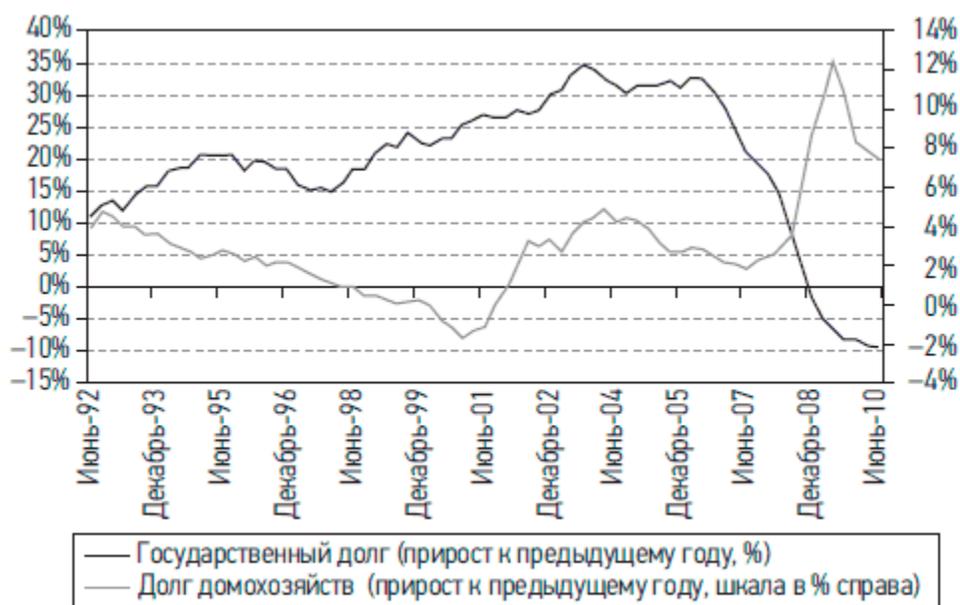
Все секьюритизированные активы, числившиеся на балансе фондов денежного рынка, рано или поздно опять оказывались на балансах банков. Этот процесс не ограничивался рынком краткосрочных обязательств корпораций. Зарубежные центральные банки начали сбрасывать ипотечные облигации Fannie Mae и Freddie

Мас, 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.

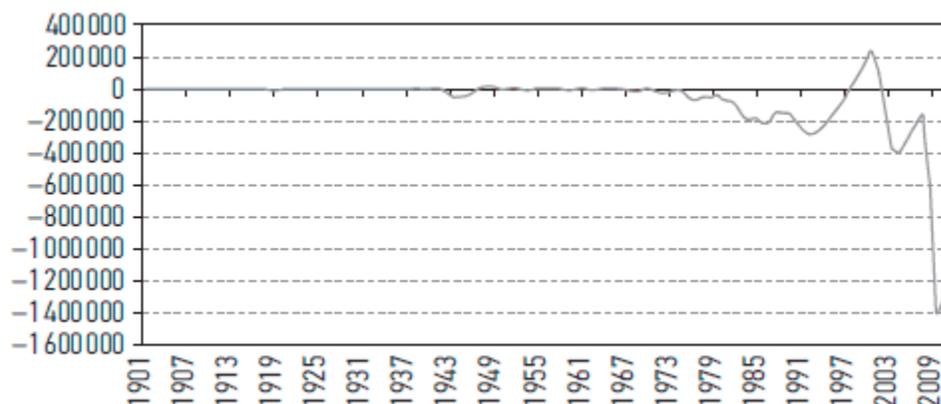
**Рис. 1.7. Динамика непогашенных долговых обязательств США**



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 контролируруемую 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](http://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.

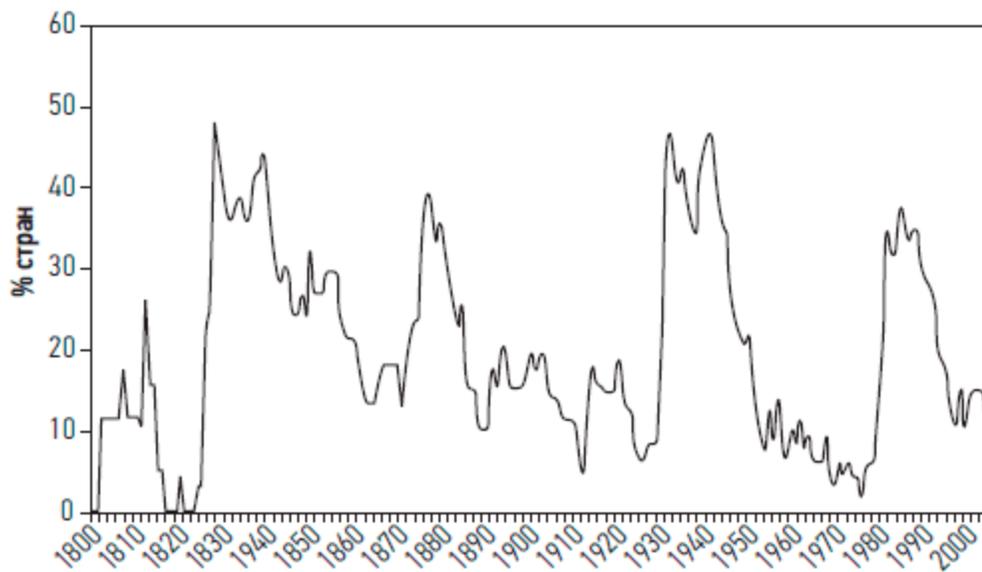
В конечном счете конкуренция в девальвации валюты не приносила пользы никому, поскольку очень быстро обменные курсы валют восстанавливались относительно друг друга. Единственный достигнутый результат состоял в нарастании политической напряженности, неопределенности относительно обменных курсов валют и подрыва глобальной системы международной торговли. Финансовый протекционизм, с вашего позволения<sup>4</sup>.

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 общеэкономическому 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**



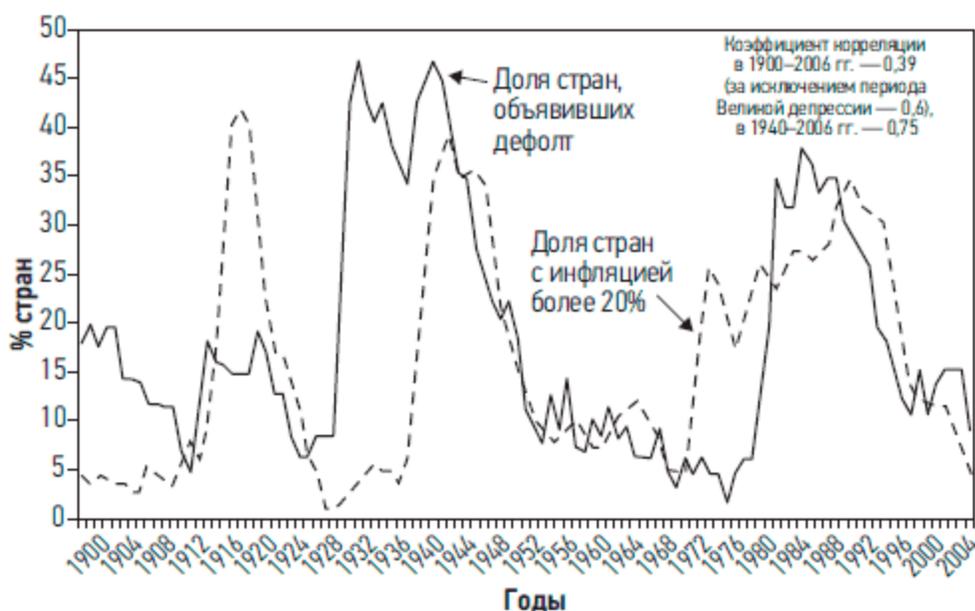
Источник: Reinhart and Rogoff, *This Time Is Different*.

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](http://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.

## Глава 2

# ПОЧЕМУ ВАЖНО ПРОИСХОДЯЩЕЕ В ГРЕЦИИ

*Сведение чего-нибудь незнакомого к чему-нибудь знакомому облегчает, успокаивает, умиротворяет, кроме того, дает чувство власти. Незнакомое приносит с собой опасность, беспокойство, заботу — первый инстинкт направляется к тому, чтобы устранить тягостное состояние. Первый принцип: какое-нибудь объяснение лучше, чем никакого... Итак, инстинкт причины обуславливается и возбуждается чувством страха.*

Фридрих Ницше

«Какое-нибудь объяснение лучше, чем никакого». А в инвестиционном деле, кажется, лучшим считается самое простое объяснение. «Курс ценных бумаг растет потому, что нефть дешевеет», — говорят нам, не беспокоясь о том, что помимо падения цен на нефть для роста курса может быть еще тысяча причин. Все мы интуитивно понимаем, что на самом деле все гораздо сложнее. Но, как заметил Ницше, знакомое приносит с собой беспокойство, поэтому легче найти какое-нибудь простое объяснение.

«О! — говорим мы себе, — я, кажется, знаю, в чем дело». Докопавшись до простого объяснения, мы чувствуем, что разобрались в происходящем. Поведенческие психологи сказали бы, что такое состояние приводит к химической реакции в нашем мозгу, заставляющей чувствовать удовлетворение. В результате мы становимся заложниками простых объяснений неведомого. Тот факт, что они могут оказаться не относящимися к делу или просто ошибочными, никак не влияет на химическую реакцию, поэтому мы продолжаем их искать.

Маловероятно, что США объявят дефолт. При самом худшем развитии событий мы столкнемся с высокими темпами инфляции, пока не приведем налоговые поступления в соответствие с расходами — или дефляцией, если рынок потребует применения жестких мер. У нас есть то колоссальное преимущество, что все наши долги номинированы в нашей же валюте, а ее мы всегда можем напечатать. Другим странам повезло гораздо меньше, и, как мы видим в случае с Грецией, многим из них потребуется помощь ЕС или Международного валютного фонда.

Но почему проблемы Греции (или любой другой страны) касаются вас, уважаемые читатели? Мы имеем в виду, касаются непосредственно, вторгаются в вашу повседневную жизнь? Это не отвлеченная формула, или теория о мобильности денежных средств, или влияние налогов на ВВП.

Попросту говоря, почему вы должны беспокоиться о том, что какая-то страна на другом конце света может обанкротиться? Конечно, американцы не слишком озабочены проблемами в Греции, но ведь и европейцы не особо задумывались о Таиланде до того, как он девальвировал свою валюту в 1997 г., или о России до дефолта 1998 г., или об Аргентине до экономического кризиса 2002 г. Однако каждый из этих локальных кризисов повлиял на мировую экономику намного серьезнее, чем может показаться. Как круги от брошенного в пруд камня, их последствия разошлись гораздо дальше, чем мы способны видеть.

Эта глава представляет собой нечто вроде напутственного послания, адресованного моим детям и написанного тогда, когда они

пытались понять, почему проблемы Греции так волнуют их отца и упоминаются почти в каждой его работе<sup>1</sup>.

## Почему проблемы Греции затрагивают меня, папа?

Тиффани беседовала со многими своими друзьями[7]. Большинство из них, читая эту главу, задавали один и тот же вопрос: «Ну хорошо, согласен, Греция — это действительно проблема. Но как она может затрагивать меня на таком расстоянии? Хотелось бы понять, почему вы считаете, что это так важно?»

Тогда же друг рассказал мне о разговоре Тиффани с его семнадцатилетней дочерью, студенткой Калифорнийского политехнического института, и ее бойфрендом, тоже собиравшимся туда поступать. Это действительно умные ребята, и они задавали вопрос об одной из моих недавних работ: «Мы понимаем, что он пишет, но не понимаем, что это означает». (Чтобы оценить эту реплику, надо знать, что парень планирует в будущем стать кем-то вроде Мохаммеда Эль-Эриана из компании PIMCO. Подумать только, я в его годы хотел стать всего лишь Микки Мантлом[8]).

Два таких случая за один день наводят на размышления, поэтому постараюсь объяснить, что я имел в виду. Поскольку моих детей волнует один и тот же вопрос, попробую ответить всем сразу и помочь понять, почему дела идут не так хорошо, как нам хотелось бы.

*Дорогие дети!*

*Я знаю, как трудно вам было добиться чего-то в этой жизни; у троих из вас уже есть собственные дети. Это довольно дорогое удовольствие, не так ли? Я уверен, что вы прочтете это письмо (ну, может быть, за исключением Трея) и подумаете, а почему это должно вас касаться, вы-то всегда стараетесь оплачивать свои счета. Посмотрим, удастся ли мне показать связь между высокими экономическими материями и проблемой оплаты ваших счетов. К сожалению, вам вряд ли понравится то, что я скажу. Но что есть, то есть. Попробуем осмыслить это вместе.*

Сейчас ваш отец весьма состоятельный человек, но когда в декабре 1974 г. я учился на последнем курсе колледжа, все было иначе. Безработица уже достигла 8% и продолжала расти, так что спустя несколько месяцев составила уже 9%. Мы жили в маленьком передвижном доме, казавшемся иногда даже привлекательным. По крайней мере, я им гордился. Мы вынуждены были постоянно экономить. Моя первая работа оказалась отвратительной, и через несколько месяцев я уволился. Думаю, мне повезло, что никто не хотел меня нанимать и мне пришлось искать для себя подходящее занятие. Единственное, в чем я разбирался, — это в типографском деле, поскольку с детства слышал о нем в семье. Поэтому я начал с торговли печатной продукцией. Очень скоро я смог сосредоточиться на прямых рассылках, а затем на разработке их дизайна. Но денег постоянно не хватало, и шесть лет спустя мы все еще жили в том же передвижном доме.

Зато цены ползли вверх, как сумасшедшие. Царила инфляция. Помню, как пошел в банк, чтобы взять кредит под 18% годовых на покупку бумаги под заказ, за который уже получил деньги. О кредите на покупку нового дома или машины речь вообще не шла. Я отчаянно пытался кое-как свести концы с концами, а ведь мы ждали еще одного ребенка. Не раз и не два я просыпался среди ночи в состоянии тихой паники и до утра мучился мыслями, где взять деньги на зарплату сотрудникам или оплату счетов до того, как заплатит покупатель. Но никогда не задумывался над тем, что высокую инфляцию и безработицу провоцируют действия ФРС и правительства.

В банке для оплаты закупок бумаги у меня была открыта кредитная линия. Внезапно банк закрыл ее и потребовал срочно погасить кредит. Денег у меня не было — только склад, забитый пачками бумаги, за который мне еще год предстояло платить арендную плату. Но банк это ничуть не волновало. Я объяснил им, что надо немного подождать. Клянусь, они действительно позвонили моей матери и заявили, что уничтожат меня, если она не выплатит 10 тыс. долл. Она

испугалась (в конце концов, обычно вы доверяете своему банкиру) и заплатила деньги, не предупредив меня. Этот банк катился к банкротству (что и случилось в том же году), поэтому они отчаянно пытались получить деньги любыми способами. В том числе и таким.

Короче говоря, времена были нелегкие, но мы сумели все преодолеть. Однако сейчас, 35 лет спустя, меня часто посещает ощущение дежавю. Каждый раз, когда я беседую с друзьями, оказывается, что кто-то из знакомых потерял работу.

Но все же как проблемы такой далекой страны, как Греция, могут отразиться на нас? Связь тут есть, но другого рода, чем в известной детской песенке «моя тазовая кость крепится к бедренной кости, а бедренная кость крепится к коленному суставу». В экономике все намного сложнее. Вернемся к письму, написанному мною несколько лет назад о «языках нестабильности». По мнению более чем миллиона моих друзей-читателей, это лучшая аналогия, когда-либо придуманная вашим отцом. Перечитаем вместе несколько страниц, а затем вернемся к вопросу о Греции. Вспомним также о так называемой теории сложности.

*Вездесущность, теория сложности и башни из песка*

Начнем анализ со знакомства с выдержками из книги Марка Бьюкенена «Повсеместность: почему происходят катастрофы» (*Ubiquity: Why Catastrophes Happen*). Я очень рекомендую ее прочесть тем, кто стремится разобраться в сложном механизме рынков. Книга не совсем об инвестициях, хотя и этот вопрос в ней затрагивается. Но ее основная тема — это теория хаоса, теория сложности и пограничных состояний. Книга написана так, что даже непрофессионал сможет ее понять. В ней нет уравнений, только аналогии и увлекательно изложенные истории из жизни. Все мы в детстве получали массу удовольствия от поездок на пляж и возни с песком. Помните, как вы брали пластмассовые совочки и строили башни

из песка? Башня росла ввысь под медленно сыплющейся сверху струей песка, пока одна из ее стен не обрушивалась.

«Представим себе — говорит Бьюкенен, — что мы сыплем на стол одну песчинку за другой. Вскоре вырастет песчаная башня. Наконец какая-то из песчинок не удерживается наверху и сползает вниз. В большинстве случаев это будет одна песчинка или несколько, но иногда движение одной песчинки вызывает цепную реакцию, и целая стена обрушивается вниз».

В 1987 г. три физика — Пер Бак, Чао Танг и Курт Вейзенфельд — начали играть в песчаные башни в Брукхейвенской национальной лаборатории (Нью-Йорк). Поскольку строительство башни по одной песчинке представляет собой довольно скучный процесс, они написали специальную компьютерную программу. Тоже не очень-то весело, зато гораздо быстрее. На самом деле их интересовали отнюдь не песчаные башни. Они исследовали так называемую теорию неравновесных систем.

В результате выяснились довольно интересные вещи. Сколько песчинок участвует в отдельном обвале? Проведя огромное количество тестов и насыпав горы песка, они установили, что определенного числа песчинок не существует. «Иногда обваливалась только одна песчинка, иногда десятки, сотни или тысячи. В некоторых случаях миллионы песчинок устремлялись вниз, приводя к почти полному разрушению башни. В общем, могло случиться что угодно».

Обрушения бывали хаотическими, полностью непредсказуемыми. Дальше читайте медленно. Следующие параграфы очень важны, поскольку помогают наглядно представить организацию финансовых рынков и мировой экономики.

Чтобы выяснить, почему [такая непредсказуемость] проявилась в играх с песчаными замками, Бак и его коллеги придумали хитрый фокус с применением компьютера. Представьте себе имитацию взгляда на горку сверху

и окрашивание ее в разные цвета в зависимости от крутизны склонов. Относительно плоские и устойчивые участки окрашены в зеленый цвет, а крутые и нестабильные — в красный. Экспериментаторы обнаружили, что вначале башня выглядела в основном зеленой, но по мере ее роста увеличивалось количество красного. Чем больше падало на нее песчинок, тем больше красных пятен расползлось по поверхности. Наконец порог стабильности был пройден. Именно в этом заключается ключевой момент: песчинка, падающая на красный участок, под влиянием эффекта домино сползает на соседние красные пятна. Когда они относительно редки и изолированы друг от друга, отдельная песчинка может вызвать лишь незначительные последствия.

«Но когда красные пятна распространяются по поверхности горы, последствия падения каждой последующей песчинки становятся все более непредсказуемыми. Она может вызвать всего несколько падений, а может стать началом цепной реакции обвала, затрагивающей миллионы песчинок. Казалось, песчаный холм сам себя перевел в гиперчувствительное, крайне неустойчивое состояние, в котором каждая следующая песчинка может вызвать реакцию любой силы»<sup>2</sup>.

Вы считаете, от этого придет в восторг только фанат математики? Ученые называют это критическим состоянием. Термин «критическое состояние» означает точку, в которой вода может перейти в лед или пар или в которой начинается ядерная реакция. В этот момент что-то вызывает изменения в глубинном характере объекта или группы. Таким образом, мы говорим о критическом состоянии (или критической массе), если существует вероятность радикальных перемен.

«Физики же всегда рассматривают [критическое состояние] как исключительное или случайное событие, дьявольски неустойчивое и нетипичное положение, появляющееся лишь при совпадении многих исключительных обстоятельств [чаще всего в ходе контролируемого исследования]... В эксперименте со строительством песчаных башен критическое состояние,

напротив, формировалось естественным образом, в ходе независимого движения песчинок»<sup>3</sup>.

Затем авторы эксперимента спросили себя, может ли этот феномен проявляться где-либо еще? Например, в земной коре, предваряя возникновение землетрясений, глобальных изменениях в экосистеме, крахе фондового рынка? «Можно ли путем исследования искусственно созданных критических состояний объяснить, почему наш мир зачастую столь подвержен непрогнозируемым катаклизмам?» Поможет ли это понять не только природу возникновения землетрясений, но и то, почему картинка в третьеразрядной датской газетенке способны вызвать беспорядки во всем мире?

Во вступительной главе Бьюкенен делает следующий вывод:

Во всем этом есть немало тонкостей и нюансов... но основной постулат прост: нетипичные и исключительно неустойчивые организации в критическом состоянии широко распространены в нашем мире. В последние несколько лет ученые регулярно находят признаки их присутствия в сценариях всех вышеупомянутых глобальных катастроф [землетрясений, глобальных изменений в экосистеме, крахов фондового рынка], равно как и в возникновении эпидемий, километровых пробок, сбоях в передаче указаний менеджеров рядовым сотрудникам в офисах и многих других ситуациях.

В центре нашего повествования, однако, находится идея о том, что системы всех типов — атомов, молекул, биологических видов, людей и даже взглядов — явно стремятся организовать схожим образом. Таким образом, ученым наконец удалось приблизиться к пониманию механизмов, о существовании которых они раньше и не догадывались, а также того, что лежит за разного рода беспорядочными событиями<sup>4</sup>.

Задумавшись об этом на минуту. Если опять вернуться к эксперименту с песочными башнями, то можно обнаружить, что чем масштабнее обвал, тем меньше его вероятность (при удвоении объема обрушивающегося песка вероятность

обвала снижается в 2,14 раза). Нечто подобное происходит во время землетрясений. Эти данные свидетельствуют о том, что с каждым удвоением количества энергии, высвобождаемой во время землетрясения, его вероятность снижается в четыре раза. Математики называют это «степенным законом», то есть специфической математической закономерностью, проявляющейся на фоне общей сложности процесса формирования землетрясений.

### *Языки нестабильности*

*Что же происходит в нашей игре?*

*После того как песчаная башня переходит в неравновесное состояние, многие песчинки оказываются в состоянии крайней нестабильности, причем они объединяются в «языки нестабильности» самой разной протяженности. В то время как одни из них относительно невелики, другие охватывают всю песчаную башню. Цепная реакция, спровоцированная падением всего одной песчинки, приводит к обрушению любого масштаба, в зависимости от того, упала она на короткий, средний или длинный «язык нестабильности»<sup>5</sup>.*

*Итак, мы подходим к ключевому пункту нашей дискуссии о неравновесных состояниях. Читая следующий абзац, держите в уме ситуацию на рынках.*

*В упрощенном примере с песчаными башнями степенной закон позволяет сделать еще один поразительный вывод: даже наиболее громкие катастрофы не имеют конкретных или исключительных причин. В конце концов, любой обвал — маленький или большой — начинается одинаково, когда единичная песчинка, падая, делает башню слишком крутой в одной точке. Причины, делающие один обвал большим, а другой — маленьким, не имеют ничего общего с их первопричиной, а также с положением дел на склонах башни перед падением последней песчинки. Скорее, здесь прослеживается связь с перманентно нестабильным неравновесным положением, что дает возможность любой*

из последующих песчинок спровоцировать обвал любого масштаба<sup>6</sup>.

Теперь попытаемся связать эту идею с рядом других концепций. Во-первых, один из величайших экономистов мира (который, к сожалению, так и не получил Нобелевской премии) Хайман Мински указывает, что стабильность сама порождает нестабильность. Чем дольше длится тот или иной тренд (и чем больше мы к нему привыкаем), тем болезненнее будет коррекция, когда он сменится другим. Проблема долгосрочной макроэкономической стабильности состоит в том, что она формирует крайне нестабильную финансовую ситуацию. Если мы уверены в том, что завтра и в следующем году все будет так же, как вчера и в прошлом году, мы более склонны брать дополнительный кредит или жертвовать сбережениями в пользу немедленного потребления. «Таким образом, — говорит Мински, — чем дольше период стабильности, тем выше риск еще большей нестабильности, когда игроки рынка изменяют свое поведение».

Соотнеся эту идею с экспериментом с песчаной башней, можно сделать следующий вывод: чем дольше в экономике формируется неравновесное состояние (или, иначе говоря, чем большее количество «языков нестабильности» устанавливаются с себе подобными), тем выше риск серьезного обвала.

Еще один подход к проблеме продемонстрировал французский геофизик Дидье Сорнетте, описавший природу финансового кризиса в прекрасной книге «Как предсказывать крахи финансовых рынков. Критические события в сложных финансовых системах»<sup>[9]</sup> (должен признаться, что всю математику я пропустил!). Он писал: «Специфическая динамика цен во время кризиса — это не самая серьезная проблема: катастрофа происходит потому, что рынок вступает в нестабильную фазу своего развития и любое незначительное возмущение или тренд могут спровоцировать нестабильность. Представьте себе линейку, которую вы держите вертикально на пальце: это очень неустойчивое положение, и рано или поздно

линейка упадет в результате незначительного движения (или его отсутствия) пальца или любого дуновения ветерка. В данном случае коллапс целиком обусловлен нестабильностью исходной позиции; моментальное падение вторично»<sup>2</sup>.

Если ситуация изначально нестабильна, то причиной падения линейки будет отнюдь не дуновение ветерка, а причиной обвала башни — не последняя упавшая песчинка. Все это непосредственные факторы, то есть ближайшие видимые причины коллапса. Но первопричина, как правило, удалена от места событий — это исходная нестабильность системы.

Как нам известно, фундаментально нестабильная система стала причиной недавнего долгового кризиса. Потребители во всех крупнейших мировых экономиках занимали деньги под все подряд, поскольку были хорошие времена. Цены на дома неизменно росли, а фондовый рынок опять продемонстрировал старый трюк — дал 15-процентный рост. Кредит стоил дешево. Можно было получить краткосрочный заем на приобретение дома под 2% годовых, причем стоимость дома могла подняться на 15% за тот же год. В таком случае почему бы не купить его сейчас, чтобы перепродать через несколько лет?

Жадность обычно побеждала. Эти рискованные кредиты продавались инвесторам во всем мире десятками и сотнями миллиардов долларов в виде секьюритизированных активов. И как в случае с любой долговой песчаной башней, начали проявляться негативные признаки. Возможно, последней песчинкой стал какой-нибудь кредит в Лас-Вегасе — хотя это просто предположение, но так или иначе песчаная башня рухнула.

Вы наверняка этого не помните, но ваш отец уже писал о проблемах с субстандартными кредитами в 2005–2006 гг. Но когда проблема опять возникла, уважаемые люди вроде Бена Бернанке (председателя ФРС) заявляли, что она не так уж серьезна и с последствиями нетрудно будет справиться. (Могу

поспорить, сейчас он многое бы отдал, чтобы взять свои слова назад.)

Но справиться с последствиями не удалось. Это заставило банки понять, что то, что они считали кредитами рейтинга AAA, на самом деле не что иное, как убытки. Руководство банков, глядя на собственный баланс, задавало себе вопрос: а как там наши контрагенты? Насколько тяжелая ситуация у них? Но наверняка никто этого не знал. Тогда банки перестали предоставлять кредиты друг другу. Кредитные сделки были заморожены. Банки не принимали гарантий друг друга, и это плохо отразилось на международной торговле. Поскольку банки теряли деньги, они прекратили кредитовать малый бизнес. Векселя потеряли хождение. Все якобы надежные внебалансовые фонды, созданные в свое время банками, начали сворачивать деятельность. (Мой друг Пол Мак-Каллей назвал это сумерками банковской системы.) Все продавали все, что только могли, а не то, что хотели, чтобы рассчитаться с долгами. Возникла самая настоящая паника. Компании начали сокращать персонал, а сотрудники, соответственно, сократили свои траты.

Мой опыт работы в банке показывает, что банки могут делать вещи, кажущиеся бессмысленными, когда попадают в тяжелую ситуацию. Например, мой банк в Техасе, где я держал счет в течение более чем двадцати лет, попросту закрыл мою скромную неиспользованную кредитную линию в прошлом месяце, заявив, что не возобновит мой аккредитив, пока не получит 100%-процентное возмещение наличными. Причин волноваться нет, ваш папа переживает лучшее время в своей жизни — время финансовой мудрости (постучим по дереву). Я не разговаривал с банкирами лично уже бог знает сколько лет. Когда я спросил позвонившего мне молодого клерка, что, собственно, происходит, тот ответил, что получил такое указание от своего директора. На прошлой неделе я поменял банк, поскольку теперь у меня просто нюх на банки, попавшие в полосу финансовых неурядиц. И мне опять открыли кредитную линию — надеюсь, мне не придется ее использовать.

Но проблема в том, что банки нам необходимы. Они подобны артериям в нашем теле и обеспечивают кровоток (движение денег). Если артерии заболевают, возрастает опасность инфаркта. И ситуация усугубляется по мере того, как повышается риск еще большей потери денег на коммерческих ипотечных кредитах. Объем сделок с коммерческой недвижимостью в среднем по стране уже сократился примерно на 40%.

Причинам нынешнего кризиса посвящено немало книг. Некоторые из них написаны в жанре, близком к детективу. Вы можете винить в кризисе ФРС, банкиров, инвестиционные фонды, правительство, рейтинговые агентства или всех упомянутых одновременно. Позвольте мне быть несколько непоследовательным. Поиск виновных, активно ведущийся в настоящее время, приводит к упрощенному пониманию проблемы. Мировая экономика за последние десятилетия пережила все возможные виды кризисов и восстановилась.

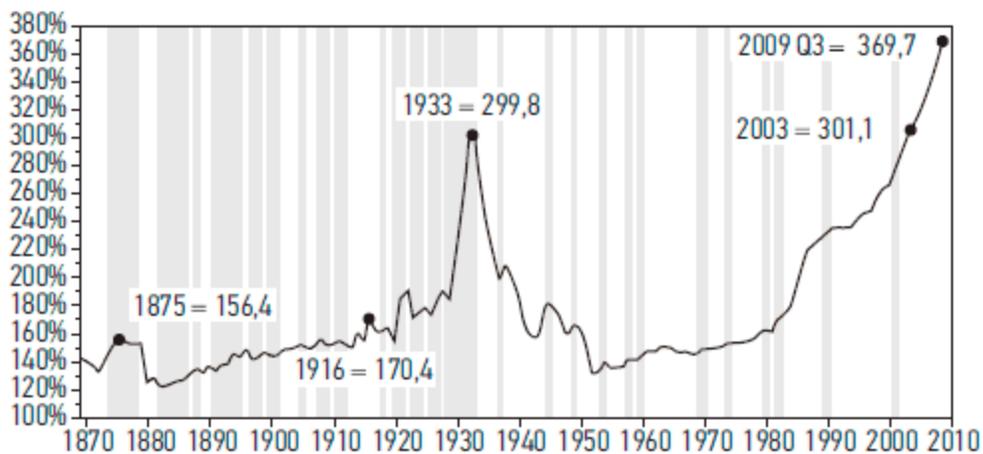
В чем принципиальные отличия нынешней ситуации? Мы подходим к концу 60-летнего долгового суперцикла. Не только потребители, но и банки, и не только в США, но и во всех развитых странах, занимали так, будто завтра не наступит никогда. Поскольку мы верили в то, что вся эта задолженность надежна, мы наращивали ее сначала втрое, затем впятеро, а потом и в тридцать раз по сравнению с реальным денежным объемом. Мы убедили законодателей, что это хорошая мысль. Чем дольше экономическая ситуация оставалась стабильной, тем больше нам казалось, что так будет вечно. На рис. 2.1 показано, чем закончилось строительство нашей песчаной башни. Ничего хорошего в этом нет.

Я считаю, что в известном смысле нынешний кризис отличается от всех прочих со времен Великой депрессии; и ваш покорный слуга не уставал это повторять в течение долгого времени. В очень ценной книге профессоров Рогоффа и Рейнхарт говорится о том, что каждый долговой цикл заканчивается одинаково: долг должен быть погашен, либо списан, либо

объявлен дефолт. В этом смысле ничего не изменилось. Так или иначе нам придется сократить долг. И это достаточно болезненный процесс, подразумевающий, что, пока мы этого не сделаем, экономика будет расти намного медленнее, если рост вообще не прекратится.

Хотя правительство старается поощрять тех потребителей, которые пытаются (или вынуждены) погашать долг, но и у него есть предел возможностей. Греция в этом уже убедилась.

**Рис. 2.1. Суммарный долг США в % к ВВП (с III квартала 2009 г.)**



Источник: Hoisington Investment Management, Бюро экономического анализа, ФРС, Бюро переписи населения: статистика США (в % к 1970 г.)

Если бы не тот факт, что мы находимся в самом конце долгового суперцикла, можно было бы давно уже войти в полосу активного подъема. Но, увы, пока этого нет. Как ни грустно, но еще много лет мы будем вынуждены ликвидировать колоссальные долги.

Неважно, идет речь о семье или стране, но воспользоваться чужим сценарием выхода из кризиса не получится. В нынешние времена при потере работы вы рискуете потерять и дом; с этой проблемой сталкиваются очень многие семьи.

Некогда считавшиеся весьма кредитоспособными граждане вынуждены объявлять себя банкротами и покидать свои дома.

Ненадежные субстандартные кредиты оказываются невыплаченными и приводят к выбросу недвижимости на рынок, что, в свою очередь, приводит к снижению цен на нее, после чего целая отрасль жилищного строительства разоряется; затем следует банкротство целого ряда смежных отраслей, что приводит к усилению безработицы и потере людьми их домов — и далее по кругу. Все части этой песчаной башни очень тесно взаимосвязаны.

В мире вообще все взаимосвязано. Мы построили весьма неустойчивую песчаную башню, и она рухнула — волей-неволей теперь придется разгрести проблемы. И главная из них — колоссальный долг. Потребуется много лет на то, чтобы банки списали на убытки невыплаченные ипотечные кредиты и распродали залоговую недвижимость; только после этого страна, да и весь мир вернуться к приемлемому уровню задолженности.

Но сейчас мне придется огорчить вас плохими новостями. Видимо, мы не слишком хорошо усвоили уроки этого кризиса. Во-первых, мы не устранили проблемы, сделавшие его настолько масштабным. На каждой из 2300 страниц Билля о финансовой реформе, недавно принятого конгрессом, перечислено множество мер с непредсказуемыми последствиями, которые вряд ли помогут США выбраться из пучины кризиса. (Для сравнения, известно ли вам, что оригинальный Закон о социальной защите 1935 г. содержал всего 28 страниц, а Закон Гласса-Стиголла, принятый в 1933 г. и запрещающий банкам вести операции с ценными бумагами, — 35 страниц.) Однако европейские банки по-прежнему перегружены долговыми обязательствами.

Так почему же события в Греции имеют для нас значение? Потому что слишком большая часть долгов этой страны записана в учетных книгах европейских банков. Сотни миллиардов долларов. А всего лишь несколько лет назад это казалось удачной идеей. Рейтинговые агентства (да-да, те самые, которые присваивали субстандартным облигациям

рейтинг ААА) присвоили аналогичный рейтинг греческим долгам, и банки брали большие кредиты (иногда в сорок раз превышающие их собственный капитал), покупали облигации и зарабатывали неплохие деньги. (Не спрашивайте меня, почему люди все еще доверяют рейтинговым агентствам. Некоторые вещи просто невозможно понять.)

Теперь греческие ценные бумаги признаны рисковыми. Греция получает внешнюю помощь. Но это все равно что наклеивать пластырь на глубокую рану. Побороть кризис такими мерами невозможно; он будет возвращаться снова и снова, если только Греция добровольно не согласится погрузиться в пучину собственного варианта Великой депрессии, резко сократив расходы и подняв налоги до немыслимого для американцев уровня. От греков требуется по-настоящему большая жертва, но они должны принести ее ради самих себя.

А что же европейские банки? Когда долг окончательно обесценится (а это неминуемо произойдет), между ними разгорится такая же война, как и в 2008 г. Доверие полностью исчезнет. Должны ли налогоплательщики принять на себя часть их проблем? Может да, а может, и нет. На текущий момент на этот вопрос можно дать скорее положительный ответ. Но так не будет продолжаться долго. Рано или поздно разразится новый масштабный кризис. В Европе есть и другие страны, например Испания или Португалия, попавшие в столь же тяжелое положение, как и Греция. Пока что Европейский центральный банк исходит в своих действиях из того, что Греция слишком большая страна, чтобы дать ей обанкротиться; но Испания слишком велика для того, чтобы ее можно было спасти. Да и Великобритания от нее недалеко ушла.

Экономика Европы сопоставима с экономикой США. Когда в ней начинается рецессия, это сказывается и на нас. Ведь многие крупнейшие американские компании зарабатывают огромные деньги на европейском рынке. Кризис приведет к падению курса евро, далее последует уменьшение прибыли компаний

и затруднения в продаже продуктов на европейском рынке; понизится конкурентоспособность американского экспорта по сравнению с европейским. Значит, нам придется сократить закупки товаров в Китае, а китайцы, в свою очередь, будут покупать меньше американских ценных бумаг, поскольку все в мире взаимосвязано. В таких условиях будет гораздо труднее начать новый бизнес, а ведь именно вновь учрежденные компании создают основное количество рабочих мест.

В январе 2011 г. американцев ожидает наибольшее повышение налогов за всю историю США, причем не только федеральных, но и муниципальных, а также налогов штата. (Мы писали эту книгу в ноябре 2010 г. и еще не знали, что предпримет конгресс. Даже если снижение налогов при Буше было чрезмерным, рост совокупного налогового бремени и сокращение государственных расходов на местном уровне и уровне штата вполне перекрыли его.)

Исследования показывают, что при повышении налогов ВВП сокращается на величину, в три раза больше суммы дополнительно полученного налога, кроме того, падают темпы экономического роста. (Другие экономисты утверждают, что сумма потерь равна лишь 100% от дополнительно полученных денег. Ну и конечно, можно говорить о том, что исследование, проведенное Кристиной Ромер, не принимает во внимание налоги с лиц со сверхвысокими доходами.) Мы же считаем, что одновременное повышение федеральных, муниципальных налогов и налогов на уровне штата или соответствующее сокращение бюджетных расходов способно ввергнуть нас в рецессию даже без «помощи» европейских стран. (Мелисса, я отнюдь не пытаюсь скрыть имена авторов этих исследований. Основное проведено председателем Совета консультантов по экономике при президенте Обаме Кристиной Ромер.)

Как ни печально, результатом всего этого станет рост безработицы. Это значит, что выручка в баре, где ты, Мелисса, работаешь, будет неизменно уменьшаться по мере того, как ваши постоянные посетители и друзья начнут терять работу.

*Комиссионные в магазине электроники, где работает Чад, также будут снижаться. А Генри будет все труднее найти подработку в компании UPS. Ему стоит побеспокоиться о дополнительной зарплате уже сейчас. Эбби и Аманда? Люди станут чаще обедать дома, а вашим подчиненным понадобится дополнительная подработка. Только Трею ничто не грозит, ведь не Греция виновата в том, что он постоянно не успевает выполнять домашние задания.*

*В следующий раз мы не сможем бороться с рецессией, даже нарастив задолженность до такого же уровня и так же низко опустив ставки по кредитам. Ставки падают настолько низко, насколько это возможно, и если мы не приведем в порядок нашу систему налогообложения, рынок ценных бумаг покажет, что на этот раз массивными государственными заимствованиями мы не отделаемся. Скорее всего, придется опасаться повторения в США греческого сценария.*

*Рынок ценных бумаг прежде всего нуждается в уверенности. Если Греция объявит дефолт, где гарантия, что за ней не последуют Испания и Япония? А чем от них отличаются США, если мы утратим контроль над нашим долгом? Как показали Рейнхарт и Рогофф, с исчезновением уверенности все остальное рухнет очень быстро. Причем крах наступает гораздо скорее, чем предсказывают эксперты, и все равно всегда оказывается неожиданным.*

*Как мы увидим в следующей главе, даже если удастся избежать повторения рецессии в 2011 г. вслед за кредитным кризисом, все равно в процессе сокращения задолженности рецессии будут случаться все чаще — это лишь вопрос времени.*

*В глобальной финансовой системе все взаимосвязано. События в маленькой Греции могут иметь последствия даже в удаленных от нее уголках мира, точно так же как наши субстандартные кредиты спровоцировали кризис во всем мире. Мировая финансовая система допустила слишком значительный риск, да еще и распространила его по всему миру при помощи новых хитроумных финансовых инструментов и фокусов*

*с секьюритизацией. Многие инвесторы и пенсионные фонды считали, что диверсифицируют риски, приобретая различные виды ценных бумаг, но они ошиблись — ведь риск присутствовал практически в каждой сделке.*

*Обычно не зависящие друг от друга инвестиции вдруг начали демонстрировать тесную связь в начале кризиса, то есть именно тогда, когда мы в наибольшей степени нуждались в диверсификации рисков. Нет причин думать, что во время следующего кризиса будет иначе. Инвестирование никогда не было легким делом.*

*Скорее всего, следующий кризис начнется не в Греции, а в каком-нибудь другом уголке планеты. Но происходящее в Греции важно потому, что предупреждает нас о необходимости быть очень осторожными и не закрывать глаза на проблему только потому, что она возникла не на нашем заднем дворе. Нас всех объединяют «языки нестабильности».*

*Ну а как насчет хороших новостей? Они есть: мы с этим справимся. Наша нация преодолела многое в 1970-е гг. Вряд ли в 2020-м кто-то захочет вернуться назад в старый добрый 2010 г., ведь невероятные достижения медицины и технологий сделают жизнь намного лучше. Вы, ребята, собираетесь прожить очень долгую жизнь (надеюсь, и мне выпадет несколько дополнительных лет, чтобы насладиться общением с внуками). В 1975 г. мы понятия не имели, где взять новые рабочие места. Но они появились — и так будет всегда.*

*Еще немного хороших новостей? Ребята, вы так молоды, почти дети. До тридцати пяти лет у меня практически не случались годы с хорошим финансовым доходом. Да и то это был счастливый случай: я выиграл в лотерею по мобильному телефону. Впоследствии деньги мне уже не доставались так легко. Но мы преодолели трудности. Мы справились с ними всей семьей и всей страной, да и всем миром.*

*Итак, каково же итоговое послание? Делайте свою работу. Трудитесь упорно, контролируйте расходы, сберегайте, а если*

*придет следующая рецессия, задумайтесь о смене деятельности. Обратите внимание на то, насколько прибыльна компания, где вы трудитесь, и станьте ее самым ценным активом. И верьте в то, что лучшие времена скоро придут. 2020-е обещают стать очень интересными, ведь мы разделаемся с долговым суперциклом и перезагрузим экономику. Помните: ваш отец очень любит вас и гордится вами.*

## Глава 3

# КАКОВЫ ПРАВИЛА ИГРЫ?

*Индивидуальность ярче  
выделяется и приобретает бóль-  
шую рельефность, когда ей  
приходится творить в условных  
и резко очерченных границах.*

Игорь Стравинский

В спорте все подчиняется правилам. Три удара по мячу — и вы вне игры. В американском футболе за четыре дауна надо продвинуть мяч вперед на десять ярдов, и вы получите право на следующую попытку. В футболе нельзя касаться мяча руками. Правила обычно доставляют много неудобств начинающим, но опытным игрокам они позволяют наслаждаться игрой.

Бейсбол — малопонятная игра для большинства неамериканцев. В ней слишком много правил и всяческих тонкостей. Сознаюсь, я плохо знаю правила европейского футбола, хотя и стараюсь ликвидировать этот пробел. Разобраться в нюансах хоккея мне просто не дано.

Таким же образом свод правил существует в экономике, хотя многие из них не так широко известны, как спортивные. Тем не менее их нарушение влечет за собой негативные последствия для отдельных граждан, компаний и стран. К сожалению, в экономике нет независимого судьи, который мог бы свистком остановить игру, назначить пенальти и заставить игроков соблюдать правила. Но функции судьи с успехом выполняет рынок: он может отказаться

покупать вашу валюту или ценные бумаги, если вы не играете по правилам.

В этой главе мы рассмотрим наиболее важные правила экономики. Уважаемые читатели, не паникуйте, они достаточно просты и понятны, если не использовать профессиональный жаргон, на котором они обычно излагаются. Зато усвоив их, гораздо легче представить последствия нарушения — как с политической, так и с точки зрения индивидуального инвестора.

Весьма печально, что за нарушением этих правил вовсе не обязательно сразу последует пенальти. Как мы убедились в предыдущей главе, страна может довольно долго игнорировать их, прежде чем прозвучит тревожный сигнал и судья покажет карточку. Но если страна упорно не желает корректировать свои действия, то рано или поздно все кончится воплями, слезами и зубовным скрежетом. А также поиском виновных — ведь в наших бедах всегда виноват кто-то другой.

Отметим, что правила экономики для всех одинаковы. По сути, это не что иное, как простые уравнения, известные из бухгалтерского учета. Они очень напоминают законы физики вроде  $E = MC^2$  или  $F = MA$  (сила равна массе, умноженной на ускорение) и справедливы всегда. Если это не так, то много лет развития бухгалтерского учета прошли впустую. Вам могут не нравиться либо законы, либо их последствия, но считаться с ними придется, по крайней мере в реальном мире.

Например, в 1976 г., будучи очень молодым предпринимателем (ведь никто не пожелал взять меня на работу, так что пришлось заняться бизнесом), я открыл свое первое дело, а мой друг заполнял для меня налоговые декларации. С моей точки зрения, я платил Налоговому управлению США более чем достаточно. Но друг как-то пришел и показал выставленный Налоговым управлением счет на сумму, которую мне никогда не доводилось держать в руках. Видимо, о необходимости платить за социальное страхование за своих работников я попросту позабыл, изо всех сил стараясь выжить. Об альтернативных вариантах налогообложения, позволяющих

сократить сумму налогов, как и о многих других вещах, я тогда и слыхом не слыхивал. Действительность оказалась жестокой.

Жизнь сама заставит нас осознать необходимость соблюдения правил. При этом знание правил экономики так же важно, как и знание того, какие налоги и в каком размере следует платить. Даже если вы о них не подозреваете, все равно они существуют и действуют, и когда-нибудь доберутся до вас (будь вы частным лицом, компанией или страной).

В настоящее время ФРС и центральные банки пытаются сделать экономике в высшей степени болезненную операцию без анестезии. Они пробуют на ней теории четырех уже ушедших от нас белых парней: Ирвинга Фишера (представителя классической политэкономии), Джона Кейнса (кейнсианская школа), Людвиг фон Мизеса (австрийская школа) и Милтона Фридмана (представителя монетаризма). По большей части банкиры придерживаются кейнсианской концепции с незначительной примесью монетаризма. При любой возможности они используют ликвидность для предотвращения дефляции, стимулирования экономики и побуждения нас с вами занимать и тратить больше. О том, насколько это действительно, мы поговорим далее.

## **Шесть невозможных вещей**

*Алиса засмеялась.*

*— Это не поможет! — сказала она. — Нельзя поверить в невозможное.*

*— Просто у тебя мало опыта, — заметила Королева. — В твоём возрасте я уделяла этому полчаса каждый день. В иные дни я успевала поверить в десяток невозможностей до завтрака.*

Льюис Кэрролл, «Алиса в Зазеркалье»

Кажется, экономисты и политики стремятся верить в невозможные вещи, наблюдая за расплывающимся по миру долговым кризисом. И поскольку они в них верят, то предлагают меры, прямо ведущие к катастрофе. Вспомним основное уравнение, определяющее ВВП:

$$\text{ВВП} = \text{ПР} + \text{ЧИ} + \text{ГР} + \text{ЧЭ}$$

(то есть разность между объемом экспорта и импорта), где:

ПР — потребительские расходы населения;

ЧИ — валовые частные инвестиции в национальную экономику;

ГР — государственные расходы на приобретение товаров и услуг;

ЧЭ — чистый экспорт.

Таким образом, ВВП равен сумме потребления, инвестиций, государственных расходов и чистого экспорта. Это уравнение считается базовым и справедливо для всех стран и времен. По сути, оно довольно простое, но из него следуют интересные выводы.

Рассмотрим некоторые из них. Во-первых, что произойдет, если ПР сократятся? Тогда при сохранении прочих составляющих уравнения на том же уровне ВВП уменьшится. Такое состояние экономики называют рецессией. Кейнсианцы считают, что посредством грамотной экономической политики (например, налоговых рычагов) можно увеличить государственные закупки и тем самым дать потребителям и бизнесу время приспособиться к новым условиям, а по мере восстановления экономики постепенно убирать искусственные стимулы и возвращаться к нормальному ходу вещей. В качестве вспомогательной меры центральный банк может пойти на сотрудничество и снизить учетную ставку процента, облегчив доступ к деньгам. Это даст дополнительный толчок и потребителям, и бизнесу. В большинстве стран и случаев (за последние 60 лет) эти шаги действительно помогали вывести экономику из рецессии.

Но некоторые считают, что такие меры не устраняют корень проблемы — например, всевозрастающие кредиты населения и раздувание пузыря неликвидной недвижимости. Мы поговорим об этом позже, а пока остановимся на том, что рост потребительских расходов (ПР) вызывает временный рост ВВП. В дальнейшем мы покажем, что этот рост действительно временный, но мало кто может

отрицать, что в краткосрочной перспективе его влияние весьма велико. Мы считаем, что политика последних лет в США, например, давала временный эффект и удержала страну от сползания в депрессию, но при этом повлекла за собой определенные издержки. А их необходимо покрывать [\[10\]](#).

Повторю: по идее, нужно попытаться компенсировать сокращение расходов населения и бизнеса, пока экономика в целом не вступит в фазу ремиссии. США начали постепенно отменять стимулы для экономики с лета 2010 г. Как и следовало ожидать, темпы ее роста сразу же замедлились. И только с течением времени выяснится, является ли она достаточно сильной, чтобы вернуться в режим устойчивого роста.

Существует также надежда, что такие стимулы обусловят рост конечного потребительского спроса. В макроэкономике совокупный спрос представляет собой суммарный спрос на товары и услуги конечного потребления в данный момент времени и по текущим ценам. Это то их количество, которое может быть приобретено по всем возможным ценам. Это спрос на ВВП при условии стабильности уровня запасов.

Не следует забывать, что в большинстве развитых экономик потребительские расходы составляют львиную долю ВВП. Во время рецессии их объем и объем частных инвестиций сокращается; таким образом, цель — восстановить объемы уменьшающегося спроса. Те экономические теории, которые считают конечный спрос движущей силой экономического роста, рассматривают рецессию как результат недостаточного объема одной из частей нашего уравнения, будь то потребительские расходы или инвестиции. Стоит их довести до прежнего уровня, и экономика двинется вперед.

К чести Кейнса, он говорил и о том, что правительство в благополучные годы должно сводить бюджет с профицитом. Но большинству стран это не удастся. С нашей точки зрения, одна из основных ошибок администрации Буша и расточительного республиканского конгресса состояла в том, что они растратили излишек бюджетных средств, который нам сейчас так отчаянно нужен. В свое время мы еще вернемся к знаменитому высказыванию вице-президента Чейни: «Дефицит не имеет значения».

Прежде чем перейти к другим, более существенным, следствиям нашего уравнения, рассмотрим еще ряд вопросов, способных пролить свет на причины нынешних экономических трудностей.

## Отряд «Дельта»

Есть два, и только два пути обеспечения роста экономики — увеличить численность трудоспособного населения или повысить производительность труда. Это действительно так. Не существует волшебной пыли, которой можно было бы посыпать экономику и заставить ее расти. Для обеспечения роста ВВП нет другого пути, кроме наращивания производства. Именно поэтому он и называется ВВП.

Греческая буква дельта ( $\Delta$ ) символизирует изменение. Поэтому, если вы хотите рассчитать прирост ВВП, уравнение можно записать так:

$$\Delta\text{ВВП} = \Delta\text{населения} + \Delta\text{производительности},$$

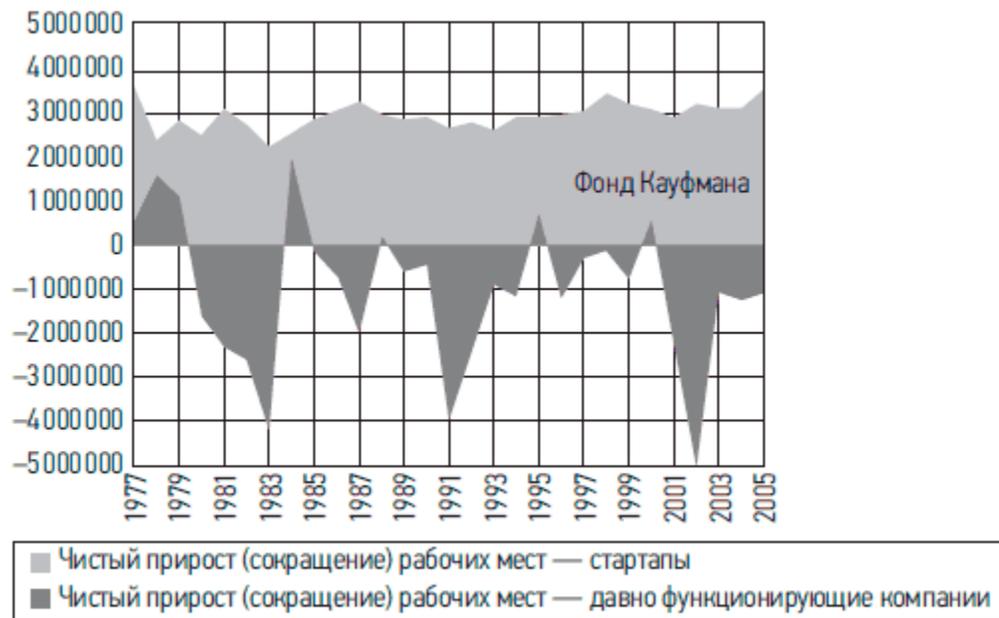
то есть прирост ВВП достигается за счет прироста населения и прироста производительности труда. Таким образом, в сильно упрощенном виде рецессия представляет собой результат снижения производительности труда (поскольку численность населения чаще всего растет).

Отсюда следуют два очевидных вывода. Во-первых, чтобы обеспечить рост экономики, нужно сформировать деловую среду, ориентированную на повышение производительности труда.

Хотя государственные инвестиции в какую-либо отрасль тоже могут обусловить рост производительности труда, практический опыт и большинство научных исследований в этой области говорят об одном и том же: частные компании справляются с этим намного лучше и, кроме того, обеспечивают долговременный прирост рабочих мест. В частности, исследования показывают, что в США предпринимательские стартапы создали практически все новые рабочие места за последние двадцать лет. Это со всей очевидностью следует из анализа, проведенного Вивеком Вадхвой.

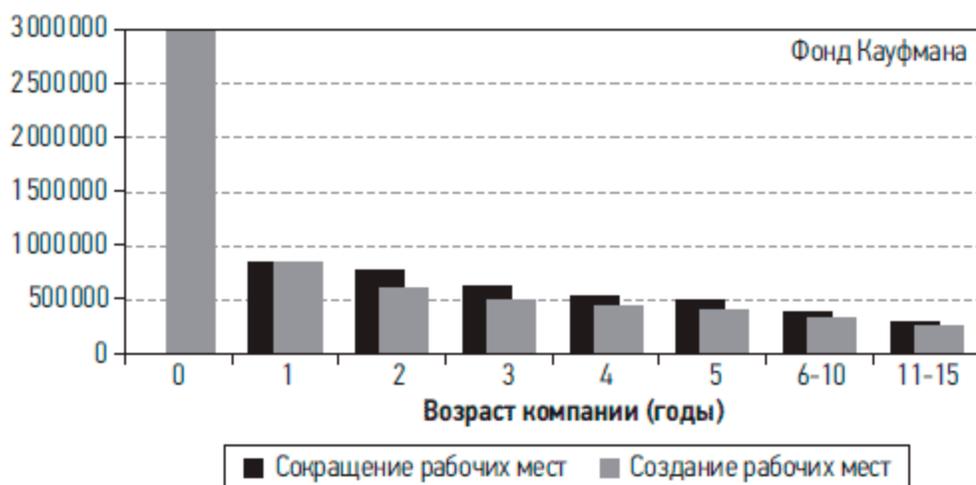
Фонд Кауфмана провел обширное исследование по вопросу создания рабочих мест. Ведущий партнер фонда Тим Кейн проанализировал новый блок данных от правительства США под названием «статистика развития бизнеса», содержащий сведения о возрасте трудоспособного населения и его численности в компаниях, появившихся в стране после 1977 г. Оказалось, что стартапы не просто важный поставщик рабочих мест на рынок труда, а их единственный поставщик. Рис. 3.1 подтверждает, что подавляющее большинство новых рабочих мест в США предоставляются стартапами. С 1977 по 2005 г. давно функционирующие компании теряли ежегодно примерно один миллион рабочих мест, в то время как стартапы в первый год своего существования создают около трех миллионов новых рабочих мест.

**Рис. 3.1. Стартапы создают бóльшую часть новых рабочих мест в США**



Источник: 2010 Ewing Marion Kauffman Foundation

**Рис. 3.2. Создание и сокращение рабочих мест компаниями в зависимости от срока функционирования**



Источник: 2010 Ewing Marion Kauffman Foundation

Анализ создания рабочих мест компаниями в зависимости от срока их существования дает еще более удивительные результаты. В среднем в 1992–2005 гг. стартапы предоставляли ежегодно около трех миллионов рабочих мест, то есть в четыре раза больше, чем любая другая группа компаний (см. рис. 3.2), которые, наоборот, сократили больше рабочих мест, чем создали. Правда, половина стартапов не доживают и до пяти лет, но, несмотря на это, они держат пальму первенства по приросту рабочих мест. Фонд Кауфмана проанализировал динамику количества рабочих мест в компаниях за пять лет, с момента основания и до пятого года деятельности, и увидел такую картину: когда компаниям исполняется пять лет, в них, как правило, остается около 80% рабочих мест от первоначального числа. Например, в 2000 г. новые стартапы создали 3 099 639 рабочих мест. К 2005 г. в тех из них, которые не успели разориться, оставалось 2 412 410 рабочих мест, или 78% от первоначального количества.

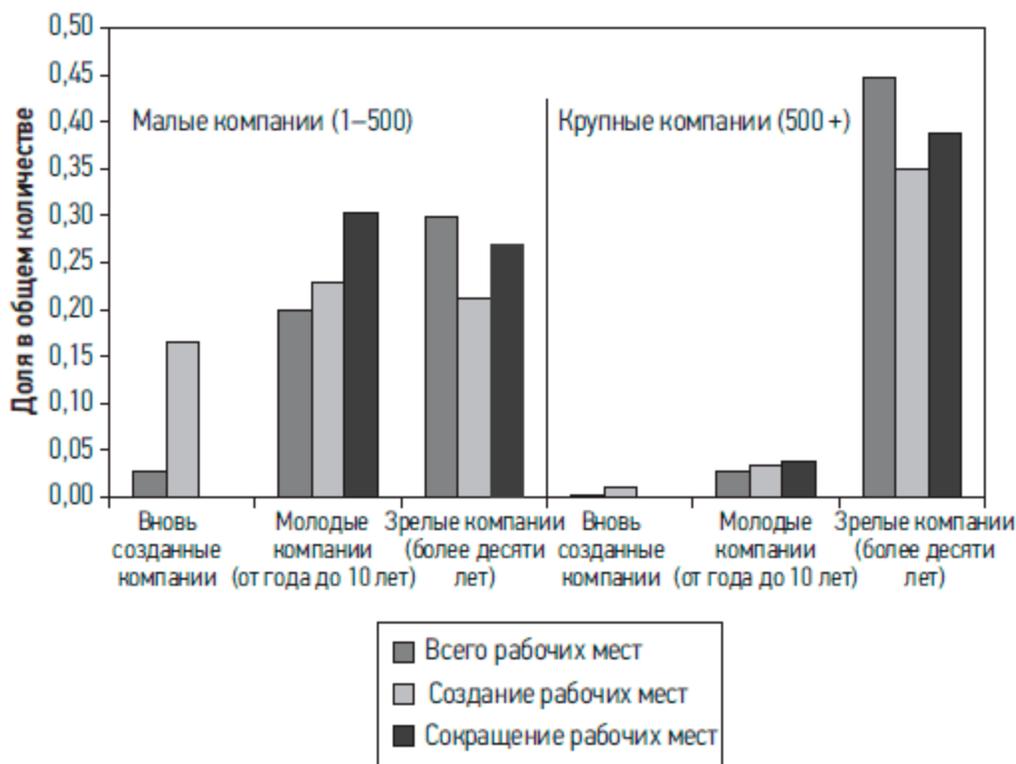
Отсюда следует вывод: решения проблемы безработицы не стоит ждать от компаний вроде Intel или Microsoft, скорее это сделают мелкие предприниматели<sup>1</sup>.

Это утверждение в еще большей степени прослеживается в докладе Национального бюро экономических исследований «Кто создает рабочие места? Крупные компании, малый бизнес, стартапы?» (Who

Creates Jobs? Small vs. Large vs. Young?) Джона Холтивангера, Рона Джармина и Хавьера Миранды<sup>2</sup>.

Хотя отдельные крупные корпорации и создают дополнительные рабочие места (Google, Apple), в целом по группе компаний с численностью сотрудников свыше 500 человек наблюдается чистое сокращение количества занятых. Рис. 3.3 наглядно демонстрирует, что прирост рабочих мест обеспечивают именно стартапы. Далее рассмотрим этот вопрос более подробно.

**Рис. 3.3. Соотношение численности занятых, вновь созданных рабочих мест и сокращенных рабочих мест в зависимости от масштабов и сроков функционирования компаний (в среднегодовом исчислении за 1992–2000 гг.)**



Источник: Национальное бюро экономических исследований, доклад Дж. Холтивангера, Р. Джармина и Х. Миранды «Кто создает рабочие места? Крупные компании, малый бизнес, стартапы?»

Прежде всего проанализируем приведенные на рисунке показатели отдельных стран мира. Где создается подавляющее большинство новых рабочих мест, например, в Китае? В частном секторе. А что

стимулирует развитие частного сектора? Деньги. Инвестиции. «Бизнес-ангелы». Частные банки. Закрытая подписка на акции. Открытая подписка на акции. Кредиты. Личные сбережения. Займы у друзей и родственников. Ипотечные кредиты. Кредитные карты. И прочие источники средств для развития бизнеса[11].

Хотите повысить производительность труда и создать новые рабочие места? Стимулирование частного бизнеса, особенно стартапов, — лучший способ добиться этого.

А теперь вернемся к исходному уравнению. Как вы помните, оно выглядит следующим образом:

$$\text{ВВП} = \text{ПР} + \text{ЧИ} + \text{ГР} + \text{ЧЭ}$$

Не будем углубляться в математические расчеты, но простейшее преобразование дает возможность получить из этого уравнения следующее:

$$\text{Сбережения} = \text{Инвестиции}$$

Иначе говоря, сумма сбережений населения и бизнеса представляет собой средства, доступные для инвестирования в экономику, что позволяет ускорить ее рост. Правда, есть небольшое но.

За счет этих же сбережений финансируется государственный долг. Другого источника его погашения не существует, если не считать печатный станок. Это означает, что в случае слишком большого бюджетного дефицита частных сбережений может не хватить для его покрытия. Но мы уже убедились, что частные инвестиции стимулируют экономический рост, поэтому их недостаток обуславливает снижение темпов роста производительности труда и создания новых рабочих мест.

Пример Японии это наглядно показывает. Отношение государственного долга к ВВП возросло с 51% в 1990 г. до более 220% к концу 2011 г., что поглотило почти весь колоссальный объем частных сбережений населения. И каков результат? Номинальный ВВП застыл на отметке 17-летней давности, и уже в течение двух десятилетий наблюдается негативная динамика прироста новых рабочих мест. Задумаемся над этим. В 1990-м многие эксперты предсказывали, что в ближайшем будущем Япония обгонит США. Теперь они

сокрушаются о двух потерянных для экономического роста десятилетиях, а вскоре речь пойдет уже о трех, ведь государственный долг поглощает весь капитал, который можно было бы направить на инвестиции. (Более подробный анализ приведен в главе о Японии.)

Если в вашей стране наблюдается сокращение численности населения (как в Японии), то для обеспечения роста ВВП вам придется наращивать производительность труда еще более высокими темпами. Именно поэтому мы будем в дальнейшем часто говорить о демографических проблемах. Прирост населения (или его отсутствие) имеет огромное значение. Для России, например, это стало самой серьезной проблемой за последние двадцать лет; для ее решения придется либо резко поднять производительность труда, либо организовать массированную иммиграцию рабочей силы. За последние 19 лет численность населения страны сократилась почти на 7 миллионов человек и составила 142 миллиона. Эксперты ООН считают, что в следующие 40 лет этот показатель может уменьшиться на треть. Но это история для другой книги.

Теперь вспомним знаменитое высказывание Чейни о дефиците государственного бюджета. В узком смысле он прав. Давайте рассуждать логически. Допустим, мы создали бизнес, ежегодно приносящий 100 тыс. долл. дохода. Если процентная ставка составляет 5%, то мы можем каждый год брать в кредит 1 млн долл. и горя не знать, поскольку наш доход вдвое превышает стоимость обслуживания кредита. Правда, бизнес работает в долг, так как задолженность растет быстрее, чем доходы, но этот дефицит не имеет значения, пока дохода хватает на ее обслуживание. За десять лет долг составит 10 млн долл., но мы получим 1 млн долл. прибыли и сможем за десять следующих лет погасить его, если, конечно, прекратим занимать деньги.

В этом случае дефицит действительно не имеет значения.

Но что, если процентная ставка возрастет до 10%, а наша прибыль уменьшится наполовину? Тогда у нас появится большая проблема. Прибыль перестанет покрывать стоимость обслуживания долга. По сути, нам придется занимать только для того, чтобы выплачивать проценты. До тех пор пока банкиры согласятся это терпеть, мы будем

выживать. Поскольку в прошлом мы долго получали прибыль, они могут какое-то время продолжать одалживать нам деньги, надеясь на то, что мы сумеем выбраться из кризиса.

Но в какой-то момент нам придется показать прибыль, иначе они прикроют кредит и предложат распродать активы либо попытаются их изъять.

В этой ситуации дефицит значит очень даже много.

То же справедливо для страны в целом. Правительства не могут долгое время мириться с дефицитом бюджета, превышающим прирост ВВП. В главе, посвященной итогам исследования Рейнхарт и Рогоффа, будет показано, что у нас все шло хорошо, пока инвесторы в государственные облигации не потеряли уверенности в способности правительства расплатиться по счетам. Мы не против существования эффективного государственного сектора. Но когда он непомерно раздут или поглощает львиную долю сбережений частного сектора, это приводит к снижению производительности труда и темпов экономического роста. В свою очередь, страдают и темпы прироста новых рабочих мест. Негативные последствия особенно заметны, когда государственный долг деноминирован в валюте, которую данное правительство может печатать. Инвесторы в государственные ценные бумаги беспокоятся, что валюта начнет обесцениваться быстрее, чем процент по облигациям — расти. К тому же увеличение процентов по облигациям усложняет выплату долга. Все мы слышали о проблемах Греции, но давайте обратим внимание на собственную страну. В 2010 г. прогнозировался бюджетный дефицит в размере 9% от номинального ВВП (составляющего около 14,3 трлн долл.); в недавнем прошлом этот показатель равнялся 12–13%. Бюджетное управление конгресса прогнозирует, что через десять лет дефицит бюджета все еще будет составлять около 1 трлн долл. Эксперты из Фонда наследия считают, что 2 трлн долл. через девять лет — более точная оценка (см. рис. 3.4). Независимо от того, какая из цифр ближе к истине, обе весьма настораживают.

**Рис. 3.4. Политика правительства Обамы в области бюджетного дефицита в будущем приведет к его росту до 2 трлн долл.**



Источник: Woody Brock

Доктор Вуди Брок написал прекрасную статью о том, почему правительство не может наращивать государственный долг по сравнению с ВВП без риска вызвать серьезные сбои в экономике<sup>3</sup>.

Таблица 3.1. Прогноз динамики государственного долга\*

Годы	Показатели (в трлн долл.)	Темпы роста ВВП				
		-1%	1%	2%	3%	4%
2010	Долг	12	12	12	12	12
	ВВП	14	14	14	14	14
	Отношение долга к ВВП	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
2015	Долг	18	18	18	18	18
	ВВП	13	15	15	16	17
	Отношение долга к ВВП	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
2025	Долг	38	38	38	38	38
	ВВП	12	16	19	22	25
	Отношение долга к ВВП	3,2	2,3	2,0	1,7	1,5
2035	Долг	82	82	82	82	82
	ВВП	11	18	23	29	37
	Отношение долга к ВВП	7,5	4,6	3,6	2,8	2,2
2045	Долг	177	177	177	177	177
	ВВП	10	20	28	39	55
	Отношение долга к ВВП	18,0	8,9	6,3	4,5	3,2

\* Темп роста государственного долга принят в 8% ежегодно.

Источник: Woody Brock

Мы хотели бы воспроизвести в табл. 3.1 лишь часть изложенных выше предположений. Отметим, что мы взяли худший сценарий из рассмотренных Брокком, в частности темп роста государственного

долга составляет 8% (в то же время сейчас этот показатель находится на уровне 9–12%). Долгосрочные прогнозы Бюджетного управления постепенно ухудшаются, поэтому 3-процентный рост экономики в каждом из последующих пяти лет можно считать весьма оптимистическим. По сценарию Брока, национальный долг возрастет до 18 трлн долл. к 2015 г., что гораздо больше 100% от ВВП. Стоит потратить время на изучение этой таблицы, но учтите, нас интересует прежде всего 2015 г., а не последующие периоды.

Брок предположил, что государственный долг США каждый год будет увеличиваться примерно на 1,5 трлн долл. Это означает, что даже при ежегодном 2-процентном темпе роста ВВП отношение государственного долга к ВВП в 2015 г. достигнет 110% (или 1,1 в соответствии с табл. 3.1).

Если бюджетный дефицит не удастся взять под контроль, то в следующие 10 лет (до 2025 г.) отношение государственного долга к ВВП достигнет 200%. Отметим, что Фонд наследия считает, что при существующем бюджетном законодательстве в ближайшем будущем дефицит вырастет более чем на 1,5 трлн долл. в год (оценка Брока). Главный смысл этих расчетов не в том, чтобы предсказать катастрофу, а в том, чтобы показать, что случится, если бюджетный дефицит не удастся обуздать.

Мы убеждены, что задолго до 2025 г. — скажем, в 2020 г. — рынок ценных бумаг взбунтуется, процентные ставки вырастут и результаты окажутся очень неприятными. Это если говорить о США. Далее мы покажем, что без принятия соответствующих мер неприятные последствия ожидают и еще целый ряд развитых стран мира.

## **Убить курицу, несущую золотые яйца**

Правительство может наращивать государственный долг при условии, что темпы его роста ниже, чем темпы роста ВВП. Возможно, это не оптимальный вариант, но по крайней мере не катастрофический. Именно поэтому Чейни утверждал, что дефицит не имеет значения. К моменту его заявления темпы роста государственного долга

уступали темпам роста номинального ВВП. Мы думаем, Чейни и представить себе не мог бюджетного дефицита в 12% в США (а в некоторых странах он еще больше). Увы, это реальность. Дефицит имеет значение, поскольку в хорошие времена профицит бюджета помогает выплатить государственный долг и тем самым создает пространство для маневра в условиях рецессии и кризиса. Многие страны на собственном опыте убедились, что перманентный дефицит государственного бюджета лишает правительство возможности выбора необходимых мер именно тогда, когда это наиболее актуально. Даже самые экономически мощные и крупные страны не могут брать в долг бесконечно. Хотя это не всегда очевидно, тем не менее это так. И не существует хрустального шара, предупреждающего, что конец близок. Нет надежного способа предсказать неизбежность кризиса.

В часто упоминавшейся нами книге Рейнхарт и Рогоффа (далее мы посвятим им целую главу) говорится:

Обремененные большим долгом правительства, банки и корпорации вполне могут существовать длительное время без особых проблем, но потом — бах! — уверенность инвесторов испаряется, кредиторы исчезают, и впереди маячит кризис. (Об этом идет речь на протяжении всей книги. Очень важно понимать ненадежную природу рынка ценных бумаг!)<sup>4</sup>

Избиратели во всем мире все больше озабочены тем, что их правительства не только обременяют курицу, несущую золотые яйца, все увеличивающимися налогами, но и рискуют вовсе ее зарезать. Неконтролируемый дефицит представляет собой угрозу для экономической стабильности страны. Какое-то время это можно игнорировать, но рано или поздно придется посмотреть в глаза реальности. Иначе вы рискуете повторить печальный опыт Греции. Или Аргентины.

Рассмотрим еще одну серьезную проблему на примере США. Ежегодный 1,5-триллионный прирост государственного долга означает, что кто-то должен вложить такую же сумму в казначейские облигации США. Попробуем разобраться, кто бы мог это сделать. Предположим, вся сумма дефицита торгового баланса возвращается в США и вкладывается в казначейские облигации. Это составит около

500 млрд долл., хотя с течением времени данный показатель снижается. Но все равно следует найти еще около 1 трлн долл. (пока забудем о необходимости инвестировать в бизнес, потребительских кредитах и ипотечных займах).

Триллион долларов — это примерно 7% ВВП США. И эту колоссальную сумму требуется находить ежегодно. При этом мы исходим из того, что зарубежные страны продолжают вкладывать 100% чистых резервов в деноминированные в долларах активы. Это небезопасное предположение, поскольку в последнее время участились разговоры о том, что правительства других стран все чаще задумываются о какой-либо альтернативе доллару в качестве резервной валюты. (И если правительство США и дальше будет наращивать бюджетный дефицит на 1,5 трлн долл. в год, не имея никаких вразумительных планов по его сокращению, то и мы скоро заговорим о том же).

Существует всего три способа изыскать эту колоссальную сумму: повысить налоги, увеличить долю частных сбережений, вкладываемых в государственные ценные бумаги, монетизировать государственный долг при помощи ФРС (можно также говорить о некоторой комбинации всех трех способов).

О перспективах монетизации долга речь пойдет в главе, посвященной инфляции. Что же касается повышения налогов или мобилизации частных сбережений, вкладываемых в государственные ценные бумаги, то оба варианта приведут к сокращению объема средств, инвестируемых в частном секторе. В свою очередь это приведет к уменьшению количества вновь создаваемых компаний и снижению производительности труда. Это и есть та курица, которую мы зарежем, если не найдем способа справиться с дефицитом бюджета.

## **Это больше, чем дефицит**

Мы уже говорили о том, как растущий государственный долг сокращает объем инвестиций в частном секторе и лимитирует рост производительности труда. Но есть и еще одна сторона проблемы:

доля государственных расходов в их общей сумме. Ее проанализировал Чарльз Гэйв из Gave Kal Research.

Кажется, чем больше государственные расходы, тем медленнее темпы экономического роста. На рис. 3.5 эта зависимость показана на примере Франции, но она существует и в других странах. Отношение расходов в частном и государственном секторах связано с темпами экономического роста, причем уровень корреляции достаточно высокий.

Из этого нельзя делать вывод о том, что нулевые государственные расходы — это предпосылка быстрого экономического роста. Правительство, несомненно, может позитивно влиять на экономику, но это влияние имеет свою цену, поскольку отвлекает средства от продуктивного частного сектора. Далеко не все частные инвестиции оказываются продуктивными — достаточно вспомнить инвестиции в жилищное строительство в 2000-х гг.

**Рис. 3.5. Плохие новости: чем больше тратит правительство, тем ниже темпы экономического роста**



Источник: Gave Kal Research

Далее Гэйв сравнивает отношение расходов в частном и государственном секторе с темпами роста безработицы (опять на примере Франции). Хотя в отдельные периоды наблюдаются расхождения в динамике этих показателей (на соответствующем графике для США эти расхождения видны еще более ясно), в целом в долгосрочной перспективе корреляция, несомненно, присутствует.

Это вполне согласуется с нашим тезисом о том, что именно частный сектор генерирует рост производительности труда. Государственные трансфертные платежи этого не дают. Чтобы обеспечить реальный прирост рабочих мест, необходимы жизнеспособный частный сектор и развитие малого бизнеса.

В определенном смысле государственные расходы выполняют функцию якоря экономики. В условиях, когда в течение последнего десятилетия активы (акции и недвижимость) сокращаются, потребители в США и остальных странах предпочитают увеличивать сбережения и сокращать долги, а на пенсию выходят представители поколения беби-бума, старые методы стимулирования спроса больше не работают. Гэйв считает:

Это закон непредвиденных последствий в действии: если кто-то получает от правительства 100 долл. и в то же время стоимость его портфеля ценных бумаг или дома падает на 500 долл., что предпримет этот человек? Потратит полученные деньги или отложит их, чтобы компенсировать обесценивание капитала, способное в будущем еще больше сократить его потребление? В такой ситуации кейнсианцы предпочитают исходить из того, что «парадокс сбережения» можно преодолеть, поставив на природную глупость людей, не способных заметить ухудшение структуры портфеля активов и замечающих лишь получение дополнительной прибыли.

Такое кажется неправдоподобным. Пусть даже **частные лица имеют глупость не обращать внимания на состояние своих активов, но банки не должны этого допускать; политика, направленная на снижение цен на активы, приводит к дальнейшему сокращению объема выдаваемых банками кредитов.** Именно поэтому «стимулирование потребления»

посреди рецессии (что пыталась делать Япония на протяжении двух десятилетий) не только бесполезно, но и **препятствует выходу из кризиса.**

Поскольку неликвидный баланс на данный момент является главной проблемой для многих компаний, правительства стран ОЭСР не могли придумать ничего лучше, чем попытаться наращивать прибыль компаний за счет ухудшения состояния баланса. Возможно, это объясняет, почему по мере уменьшения объема розничных продаж, объемов строительства жилья и ослабления доллара правительство США все чаще говорит о необходимости принятия следующего пакета стимулирующих мер. Вероятно, это также поможет объяснить, почему вложения американских инвесторов в розничную торговлю упали до рекордно низкого уровня<sup>5</sup>.

В этом и состоит фундаментальная ошибка большинства аналитиков в оценке современной экономической ситуации. Они считают, что нынешняя рецессия похожа на все предыдущие, имевшие место после Второй мировой войны. Небольшое стимулирование в соответствии с кейнсианскими рецептами, и потребители, равно как и корпоративный сектор, вернутся к жизни. Но сейчас ситуация принципиально иная. Мы находимся в конце долгового суперцикла. Это новая реальность Мохаммеда Эль-Эриана.

Как мы увидим в последующих главах, периоды после кредитных и финансовых кризисов обычно складываются по-разному, тянутся годами (если не десятилетиями) и являются по сути структурными, а не чисто циклическими рецессиями. Правительства должны учитывать эти особенности, соответственно корректируя свою политику. Далее мы рассмотрим особенности политики в отдельных странах. В целом задача выхода из кризиса не возлагается исключительно на предпринимателей, но многие страны именно так и поступают.

## **Не каждый справится с бюджетным профицитом**

Любая страна хотела бы выбраться из нынешнего кризиса. И действительно, есть проверенный временем способ это сделать. Но чтобы понять, почему на этот раз будет труднее добиться положительного результата, рассмотрим еще одно уравнение. Это следующий пример того, как люди пытаются поверить в шесть невозможностей еще до завтрака.

Разделим экономику страны на три сектора: частный, государственный и экспортный. Если вы знакомы с анализом переменных, то легко построите следующее уравнение. При этом учтите, что это бухгалтерское равенство, а не просто теоретическое предположение. Если оно неверно, значит, пять столетий развития бухгалтерского учета и принципа двойной записи ничего не стоят.

Баланс внутреннего частного сектора + баланс государственного сектора – текущий баланс внешнеторговой деятельности (дефицит или профицит от внешней торговли) = 0

Под балансом внутреннего частного сектора мы понимаем превышение сбережений домохозяйств и компаний их инвестиций. Они занимают средства или выплачивают долг? Баланс государственного сектора представляет собой примерно то же самое: правительство продолжает занимать или выплачивает долги? Под текущим балансом внешней торговли, или торговым балансом, подразумевается, что экспорт превышает импорт (профицит), или наоборот (дефицит).

Поясним это на простом примере. Допустим, баланс частного сектора сошелся с профицитом в 100 долл., то есть домохозяйства и компании выплатили на 100 долл. больше, чем заняли. Такой же остаток и на балансе государственного сектора. Тогда, чтобы левая часть уравнения равнялась нулю, торговый баланс должен сойтись с профицитом в 200 долл.:

$$\begin{aligned} &100 \text{ долл. (баланс заимствований частного сектора)} + 100 \text{ долл.} \\ &(\text{баланс заимствований государственного сектора}) - 200 \text{ долл.} \\ &(\text{торговый баланс}) = 0 \end{aligned}$$

Теперь предположим, что страна свела торговый баланс с дефицитом в 100 долл. Это означает, что баланс либо частного, либо

государственного сектора должен вырасти на такую же сумму. Единственный способ добиться этого — трансформировать уравнение следующим образом:

$$50 \text{ долл. (баланс частного сектора, говорящий о сокращении его долга)} + (-150 \text{ долл. (дефицит государственного сектора)}) - (-100 \text{ долл. (дефицит торгового баланса)}) = 0$$

(Следует помнить, что мы прибавляем и вычитаем отрицательные числа.) Вывод: положение дел существенно изменилось, и у вас имеется дефицит торгового баланса, который можно уменьшить за счет увеличения частных инвестиций. Можно поддерживать дефицит торгового баланса, сокращать государственный или частный долг, но нельзя делать все это одновременно. Выберите второй вариант, но действуйте осторожно, поскольку последствия вашего решения носят долгосрочный характер.

Чтобы лучше понять важность этого простого уравнения, процитируем отрывок из статьи, написанной редактором газеты The Richebacher Letter Робом Паренто:

Вопрос бюджетной стабилизации приобретает в настоящее время колоссальное значение, и не только в странах, находящихся на окраинах еврозоны, но и в Великобритании, США и Японии. Предлагаются разнообразные меры по ограничению бюджетного дефицита, чтобы сдержать рост отношения государственного долга к ВВП и предотвратить его возможные последствия, в частности дефолт стран, перешедших на использование евро.

Однако бóльшая часть обсуждений и переговоров по вопросам приемлемой бюджетной политики происходит как бы в вакууме. Анализ балансов частного и государственного сектора показывает, что эти меры могут спровоцировать дальнейшую нестабильность. Предполагаемая корректировка баланса одного сектора возможна лишь при условии одновременного проведения аналогичных мер применительно к другим балансам. Предлагаемые действия по сбалансированию бюджета приведут к дестабилизации частного сектора не только в еврозоне, но и во

всем мире, разве что удастся параллельно откорректировать торговый баланс.

...Ключевой вывод балансового подхода к регулированию государственного долга состоит в том, что дефицит одновременно частного и государственного сектора возможен исключительно при профиците торгового баланса. Но все страны мира не могут добиться профицита торгового баланса в одно и то же время. Отличительной особенностью нынешней неприятной экономической ситуации является то, что нам крайне необходимо выяснить, какие страны или регионы готовы длительное время оставаться преимущественно импортерами основных продуктов в Европе. Государства, которым удалось добиться существенного профицита торгового баланса, считают это своим заслуженным преимуществом, добытым тяжелым трудом. Вряд ли они откажутся от своей доли глобального рынка без борьбы, особенно на фоне проводимой политики всяческого стимулирования экспорта. К тому же недаром говорят, что необходимость — это мать всех изобретений (возможно, отчаяние — их отец?); не исключено, что страны — чистые импортеры сумеют разработать какие-либо инновационные продукты или резко повысить производительность труда, что позволит им увеличить свою долю в общем торговом обороте. Тем временем во благо населения стран с периферии еврозоны, сталкивающихся с потребностью вводить жесткие бюджетные ограничения, остается лишь молиться, чтобы на Марсе обнаружилась жизнь, причем существующая исключительно на оливках, красном вине и пиве Guinness<sup>6</sup>.

Все это имеет серьезные последствия для государств, стремящихся взять под контроль большой бюджетный дефицит, дефицит торгового баланса и желание части домохозяйств и корпораций сократить свою задолженность одновременно с сокращением государственных расходов. Что-то из этого списка, возможно, будет реализовано.

Проверенный временем и доказавший свою надежность способ для страны рассчитаться с долгами или выйти из финансового кризиса — перерасти его основную причину. Именно это уважаемый автор

колонки в лондонской газете Financial Times Мартин Вулф предлагает сделать Великобритании.

Вулф достаточно убедительно доказывает, что выход — в наращивании экспорта и дальнейшем ослаблении фунта стерлингов. Прочитируем:

Слабый фунт стерлингов — отнюдь не проблема, а часть ее решения. Но этого недостаточно. Необходимо заняться поддержкой более динамичного промышленного сектора. Учитывая постоянное снижение производства электроэнергии, это становится неизбежным<sup>2</sup>.

Слова Мартина Вулфа отражают общее мнение всех знатоков экономики Великобритании. Фунт стерлингов уже обесценился на четверть относительно доллара. Мы считаем, что эта тенденция продолжится. Джон давно заявлял, что фунт достигнет паритета с долларом (это было еще во времена сильного фунта); тогда ФРС еще не приступила к внедрению программы Quantitative Easing 2 (QE 2), весьма способствующей девальвации доллара.

Но как Великобритания может это сделать? Банк Англии будет вынужден печатать деньги для преодоления дефицита бюджета, даже если правительство введет жесткие бюджетные ограничения. Мы видим, как на заднем плане кто-то машет рукой: «А не станут ли эти меры причиной инфляции?»

Конечно станут. Таков план. Небольшая инфляция на фоне снижающегося бюджетного дефицита приведет к ослаблению валюты и, соответственно, увеличению экспорта. Это и есть путь выхода Великобритании из кризиса. Конечно, инфляция означает, что каждый из нас сможет купить меньше товаров на национальную валюту, особенно на внешнем рынке. В наибольшей степени пострадают лица с фиксированными доходами, причем ущерб будет зависеть от уровня инфляции. Правда, есть надежда, что инфляция окажется мягкой, рассеянной во времени. Это лучше для индивидуумов и компаний, обремененных долгами.

Но здесь кроется противоречие. Чтобы снизить бюджетный дефицит, частный бизнес должен поднять уровень собственной задолженности, нарушится торговый баланс, не исключена некоторая

комбинация этих последствий. Великобритании повезло, поскольку она имеет возможность снизить курс фунта стерлингов, монетизировав какую-то часть своего долга. Под везением понимается наличие выхода из тяжелого экономического болота. Конечно, это означает, что деноминированные в фунтах стерлингов активы также утратят примерно треть своей стоимости. Британские граждане потеряют около трети своей покупательной способности зарубежных товаров. Британские граждане пенсионного возраста, проживающие за рубежом, лишатся около половины своего дохода, выраженного в местной валюте (хотя это не относится к евро, который тоже находится в состоянии свободного падения).

Какова альтернатива? Если продолжать поддерживать огромный бюджетный дефицит до момента, когда огромные затраты на обслуживание долга пробьют колоссальную дыру в национальной экономике, то все равно курс вашей валюты рано или поздно понизится. Следует помнить, что сокращение государственных расходов в краткосрочной перспективе повиснет ярмом на экономике, замедлив ее рост. Я давно говорил, что абсолютно безболезненного выбора у многих стран просто не осталось.

В частности, Великобритания может выбирать между замедлением экономического роста (возможно, второй рецессией), снижением покупательной силы фунта стерлингов и реальных доходов своего трудоспособного населения; но по крайней мере у нее есть возможность восстановить экономику в течение нескольких лет. Поскольку сохранен контроль над курсом валюты и государственным долгом, номинированным преимущественно в собственной валюте, у нее есть шанс повлиять на ситуацию.

## **Печаль греков**

Некоторые из моих самых теплых воспоминаний связаны с Грецией. Я люблю эту страну и людей. Но, увы, они приняли несколько неправильных решений и сейчас вынуждены бороться с их последствиями. Мы знаем, что дефицит государственного бюджета Греции составляет около 14%. При этом дефицит ее торгового баланса

приближается к 10% (для сравнения скажем, что дефицит торгового баланса США составляет 4%).

Если вернуться к приведенному в предыдущем пункте уравнению, то для сокращения бюджетного дефицита на 11% в течение следующих трех лет Греции придется либо допустить рост задолженности частного сектора, либо резко сократить дефицит торгового баланса. Таковы правила бухгалтерского учета.

Но есть одна проблема. Греция не может девальвировать свою валюту. Пока что ее валюта — евро. Как же Греции сделать свои продукты более конкурентоспособными? Как найти выход из тисков кризиса? Как повысить производительность труда относительно остальных стран Европы и мира?

Единственный способ это сделать — добиться повышения производительности в маслостроительной отрасли и некоторых других промышленных отраслях. После введения евро в 1999 г. темпы роста производительности труда в Германии примерно на 30% превышали аналогичный показатель в Греции. Именно поэтому Греция импортирует товары на 64 млрд долл., а экспортирует — всего на 21 млрд долл.

Что должно случиться, чтобы Греция стала более конкурентоспособным государством? Издержки на оплату труда необходимо снизить не на 10–15%, а гораздо более радикально. Но если снизятся издержки на оплату труда, то уменьшится и поступление налогов в бюджет. Сократится и ВВП. В результате отношение долга к ВВП возрастет даже в случае внедрения самых жестких мер экономии.

Короче говоря, греки вынуждены будут изменить привычный образ жизни. У них просто нет другого выхода. Им придется добровольно согласиться на жестокую рецессию, а скорее, даже депрессию.

Доходы англичан в сравнении с их конкурентами снизятся, но доходы греков упадут еще больше. Причем проблема греков состоит в том, что их доходы номинируются в евро. Возникает своего рода замкнутый круг. Чем больше они сокращают свои доходы, тем меньше становится база для налогообложения, тем меньше налогов

поступает в бюджет, а это, в свою очередь, приводит к дальнейшему урезанию заработной платы и т. п.

В результате Греция решила прибегнуть к заимствованиям, которые она не в состоянии выплатить. Срок уплаты долга все время отодвигается в надежде на какое-то чудо.

Что же остается грекам? Они могут просто объявить дефолт. Прекратить все выплаты. Таким образом, по крайней мере в течение нескольких лет они не смогут брать в долг (Аргентина довольно быстро восстановила платежеспособность после дефолта), но без внешних заимствований на восстановление сбалансированности бюджета понадобятся годы. Занятые в государственном секторе вынуждены будут согласиться на очень значительное снижение заработной платы, соответственно, и объем государственных услуг резко сократится. Наступит депрессия, но рано или поздно свет в конце тоннеля забрежжит. Страна останется в еврозоне и начнет поиск новых путей повышения конкурентоспособности.

Можно ввести жесткие меры экономии, сократить расходы на оплату труда и прибегнуть к дополнительным заимствованиям, что означает наращивание государственного долга и затрат по его обслуживанию в последующие годы. Домохозяйства влезут в дополнительные долги. (Помните о необходимости сбалансировать доходы и затраты!) В этом случае депрессия также неизбежна.

Наконец, Греция может выйти из зоны евро и девальвировать свою валюту. Это очень смелый шаг, ведь большинство контрактов номинированы в евро. Не избежать бесчисленного множества юридических исков.

Для Греции нет хорошего выбора, как нет и легких путей. Стоит ли удивляться, что люди беспокоятся, как бы такая же ситуация не возникла в Португалии или Испании.

Но следует поставить еще один вопрос: если курс евро постепенно снижается, то не поможет ли это повышению конкурентоспособности Греции? Ответ неоднозначен. По отношению к доллару и многим валютам развивающихся стран — да, но не по отношению к остальным странам Европы. А именно последние являются основными торговыми партнерами Греции. Падение курса евро лишь

расширяет экспортные возможности Германии и других стран Северной Европы, делая их более конкурентоспособными.

Торговый баланс Европейского союза в целом сводится с небольшим профицитом. Но его обеспечивают лишь несколько стран. Для Греции сокращение дефицита торгового баланса будет означать очень серьезные перемены.

Германия обычно советует следовать ее примеру в экономической политике. Каждая страна хотела бы добиться подобного, но далеко не каждой это под силу.

Не каждая страна способна сводить свой торговый баланс с профицитом. Кто-то должен покупать. Но политики декларируют намерение следовать жестким бюджетным ограничениям и добиваться профицита торгового баланса. Эти рекомендации весьма напоминают приведенные в цитате из колонки Мартина Вулфа. Всего в нескольких предложениях он сформулировал рецепт экономической политики для Великобритании. Девальвируйте вашу валюту и экспортируйте как можно больше товаров и услуг. Найдите способы добиться профицита торгового баланса.

Германия процветает, поскольку большинство стран Европы покупают ее продукты. Если они будут вынуждены сократить свои закупки, то на Германии это отразится очень негативно. Ведь в экономике все взаимосвязано.

Конечно, политики хотят верить в то, что любое государство может добиться профицита торгового баланса — или хотя бы их страна. Любая страна способна сбалансировать свой бюджет. Мы можем добиться превышения сбережений над инвестициями в частном секторе. Мы очень хотим верить в существование мифического городка Лейк-Вобегон<sup>[12]</sup>, где все дети в своем развитии опережают сверстников из других мест. Но, как ни грустно, не у каждой сказки счастливый конец.

В заключение хотелось бы дать оценку ситуации в США. Общее мнение в стране или по крайней мере в Вашингтоне до последних ноябрьских выборов сводилось к тому, что дефицит бюджета следует сократить. Домохозяйства определенно накапливают сбережения и погашают задолженность. Но, если мы хотим сократить дефицит бюджета и задолженность домохозяйств, нам придется найти способ

уменьшить дефицит торгового баланса, составляющий около 500 млрд долл. ежегодно.

Во-первых, больше сберегать означает сократить расходы и импорт. Но если США действительно намерены со временем сбалансировать бюджет, сократить задолженность домохозяйств и больше сберегать, то им придется найти способ импортировать нефть на 300 млрд долл. (с отклонением в ту или иную сторону в зависимости от цены на нее). Добыча нефти из морских скважин лишь отчасти покрывает потребность. Радикально решить проблему можно только путем снижения потребления. Атомная энергия, возобновляемые источники энергии, переход на электромобили могут в этом помочь. Но попробуем исходить из менее радикальных мер. Когда несколько лет назад цена на нефть достигла 4 долл. за галлон, американцы изменили свои привычки при покупке машин и передвижениях.

Наверное, нам не повредит рост цены на нефть. Если она будет повышаться вместе с налогом на горюче-смазочные материалы на 2–3 цента за галлон ежемесячно, то спрос на нефть рано или поздно понизится до отметки, при которой мы сможем обойтись собственной добычей. Если внедрить европейские нормы расхода горючего, то ее вполне хватит.

Эти 2–3 цента с галлона следует направить на модернизацию инфраструктуры, которая давно в этом нуждается. В отчете ASCE 2005 г. конгрессу США о состоянии водной инфраструктуры страны и мерах по ее улучшению ([www.infrastructurereportcard.org](http://www.infrastructurereportcard.org)) дается классификация инфраструктуры, состоящая из ряда категорий (по этой ссылке можно найти также весьма информативное видео). Она разработана в 2009 г. специалистами Американской ассоциации гражданских инженеров:

Авиация (D)	Опасные отходы (D)	Дороги (D–)
Мосты (C)	Внутренние водные пути (D–)	Школы (D)
Дамбы (D)	Пристани (D–)	Твердые отходы (C+)
Питьевая вода (D–)	Общественные парки и места отдыха (C–)	Городской транспорт (D)

В среднем американской инфраструктуре присвоен рейтинг D. Чтобы поднять ее качество до рейтинга A, необходимо вложить 2,2 трлн долл. в течение следующих пяти лет.

Таким образом, инфраструктура требует вложения средств, а нам следует сократить закупки нефти. Известно, что цена на нее имеет определяющее значение для экономики, и деньги, полученные от ее повышения на те самые 2–3 цента, должны оставаться внутри США; необходимо запретить тратить их на что-либо, кроме модернизации инфраструктуры. (И раз уж мы об этом заговорили, почему бы не построить около 50 атомных электростанций в ближайшем будущем? В главе о ситуации в США мы вернемся к этому вопросу.)

## **Гонка за девальвацию валюты**

Грег Уэлдон сравнивает девальвацию валют странами Азии в середине прошлого десятилетия с гонками, проводимыми NASCAR. Каждая страна старалась опередить других, стремясь в большей или меньшей степени поддержать баланс между курсом валюты и необходимостью стимулировать экспорт на рынках Европы и США. Всемерное стимулирование экспорта и ограничение импорта путем девальвации валюты — одна из рекомендаций меркантилизма. Ее побочным продуктом является профицит торгового баланса во многих развивающихся странах, особенно в Азии.

Гонка за девальвацию валют имеет все шансы стать еще более конкурентной. Действительно, призывы Мартина Вулфа вполне сопоставимы с объявлениями ведущих на гонках NASCAR: «Джентльмены, заводите ваши моторы».

Мы уже говорили о ситуации в Великобритании. Но и у евро есть свои системные слабые стороны (более подробно мы поговорим о них в последующих главах). В начале прошлого десятилетия, когда курс евро к доллару составлял 0,88, я (Джон) писал, что он неминуемо должен подняться до отметки 1,5 (что казалось на тот момент совершенно невероятным), а к середине десятилетия он упал

до паритета. Я (Джон) сохранял оптимизм, когда евро поднимался до 1,6.

Глава о Японии называется «Япония: жук, летящий на ветровое стекло». Валюта Страны восходящего солнца всегда относилась к числу сильных, на что имеются как политические, так и системные экономические причины. Но сейчас есть все основания прогнозировать ослабление курса иены. Во-первых, этот процесс будет происходить постепенно. Если Япония не проведет реальных реформ в формировании государственных расходов, то снижение курса иены может оказаться значительным. Вплоть до его снижения к доллару на 50% к середине текущего десятилетия, а то и раньше.

Евро в паритете. Фунт в паритете. Стоимость иены падает на 50%. Как на это отреагируют развивающиеся страны мира? Будут ли они сидеть сложа руки и наблюдать за ростом курса своих валют и, соответственно, сокращением своих экспортных возможностей на рынках Европы и Японии? Сейчас ФРС внедряет программу Quantitative Easing 2 под лозунгом борьбы с дефляцией и медленным сползанием экономики в рецессию; однако одним из ее результатов станет падение курса доллара и включение США в гонку за девальвацию валюты. Пока ФРС печатает деньги, остается загадкой, кто выиграет эту гонку.

А что происходит в Китае? Европа — очень важный рынок для этой страны. Будут ли китайцы спокойно наблюдать за существенным повышением курса их валюты по отношению к евро и сокращением экспорта? Но если они адекватно отреагируют, это не обрадует США и приведет ко второму витку девальвации валюты в азиатских странах.

Чем ответит США? Наши сенаторы очень равнодушны к проблеме курса китайского юаня. Разве Шумер, Грэхем и их коллеги когда-нибудь обсуждали проблемы тарифов на европейские товары? Или на японские?

США и остальной мир вошли в полосу глубокой рецессии в начале 1930-х гг., но для того чтобы сделать ее продолжительной, потребовался протекционистский закон Смута-Хоули. Политика «разори соседа» потрясла мир. Она оказалась разрушительной и создала благоприятные условия для начала Второй мировой войны.

Непредвиденные последствия просто роились на каждой странице этого закона.

Через несколько лет опять возникнет опасность проведения протекционистской политики, разрушающей мировую торговлю. Давайте надеяться, что решение будут принимать трезвые головы, способные удержаться от соблазна вступить на столь скользкий путь.

## **Несколько слов в заключение**

Эта глава задумана как своего рода введение в теорию макроэкономических факторов, действующих в мире, где все мы живем. В то время как большинство развитых стран столкнулись с необходимостью выбирать между плохим и катастрофическим решением, все равно нам (каждой стране в отдельности) предстоит решить, куда и как двигаться дальше. Мы можем сделать все, что в наших силах, для дальнейшего развития. Если мы правильно решим структурные проблемы, то тем самым обеспечим лучшее будущее для себя и детей. Если попробуем уклониться от решения, то лишь усугубим проблемы.

Как Олли когда-то говорил Стэну (Оливер Харди и Стэн Лорел — очень популярные американские комики): «В хорошенькое дельце ты меня втянул!» Действительно, хорошенькое дельце!

Следующие несколько глав посвящены рассмотрению проблем, с которыми мы столкнулись.

## Глава 4

# БРЕМЯ НИЗКИХ ТЕМПОВ РОСТА И ЧАСТЫХ РЕЦЕССИЙ

*Я очень надеюсь, что нас ожидает период длительного подъема, но это звучит не так уж обнадеживающе. Даже если технически подъем наступит и экономика вступит в фазу роста, все равно какое-то время сохранится высокий уровень безработицы. А значит, многие люди по-прежнему будут испытывать финансовые трудности.*

Председатель ФРС Бенджамин Бернанке,  
выступление в Международном научном центре  
им. Вудро Вильсона

По характеру мы оптимисты, поэтому считаем, что рост — естественный порядок вещей. Деревья растут, и экономики тоже. Реальный экономический рост позволяет избавиться от множества проблем и является лучшим средством от бюджетного дефицита. Тем не менее для решения текущих задач одного только экономического роста маловато, поскольку они слишком масштабные. Вряд ли нам удастся обеспечить экономический рост, достаточный для вытаскивания экономики из долговой пропасти, разве что произойдет

вторая промышленная или глобальная технологическая революция вроде электрификации 1920-х гг. и ИТ-революции 1990-х гг.

После краха доткомов в 2000 г. термин «ползущая экономика» (изобретенный Джоном) точнее всего описывает текущую ситуацию в США. Экономика действительно растет, но темпы ее роста в последние годы прошлого десятилетия не достигали среднего значения в долгосрочной перспективе (для США оно равно около 3,3% в год). (И действительно, в течение прошлого десятилетия они составляли всего лишь 1,9% в среднегодовом исчислении; это самый низкий показатель после десятилетия Великой депрессии.) «Ползущая экономика» больше подвержена рецессии, отягощена многими проблемами прошлого и одновременно вынуждена отвечать на вызовы настоящего. В марте 2009 г., когда почти каждый эксперт предсказывал скорый апокалипсис, трудно было определить, за счет чего можно улучшить ситуацию. ВВП сокращался, темпы промышленного производства снижались, розничный товарооборот значительно уменьшился, индексы фондового рынка катились вниз. Казалось бы, все экономические показатели снижаются. Как мы писали в ноябре 2010 г., темпы роста ВВП постепенно замедляются. В сопоставлении с предшествующими периодами подъема они не вдохновляют, и население не ощущает оживления в экономике. Вряд ли это изменится в ближайшем будущем. «Ползущая экономика» стала результатом нескольких крупных структурных сдвигов в мировой экономике, которые оказали существенное влияние на темпы роста ВВП, создание рабочих мест и перспективы развития рецессии. США и наиболее развитые страны в настоящее время сталкиваются с целым рядом серьезных препятствий. Это говорит о том, что в дальнейшем темпы экономического роста будут замедляться, рецессии — повторяться чаще, а уровень безработицы — расти. Все это очень важно, поскольку эти факторы существенно затрудняют принятие политических решений. Снижение темпов экономического роста ограничивает возможность маневра в бюджетной сфере. Важно и то, что эти факторы, скорее всего, приведут к переоценке правительствами, пенсионными фондами и частными инвесторами перспектив роста экономики и стоимости отдельных видов активов

в будущем. По мере приближения долгового суперцикла к завершению неизбежность больших перемен будет становиться все более очевидной.

## **Три ключевых структурных сдвига**

Инвесторы, как правило, хорошо ориентируются в краткосрочной информации, но обращают гораздо меньше внимания на глобальные структурные преобразования и прорывы. Этим они напоминают пресловутых угрей на сковородке, поскольку не замечают постепенно происходящих, долговременных перемен. Можно выделить три основных структурных сдвига, которые имеют место в нынешней экономике и будут происходить и в дальнейшем.

1. Повышение волатильности.
2. Снижение темпов экономического роста в долгосрочной перспективе.
3. Рост уровня безработицы (США демонстрируют типичный набор проблем страны с развитой экономикой, поэтому большая часть этой главы применима не только к США, но и к большинству развитых стран мира).

### **1. Повышение волатильности**

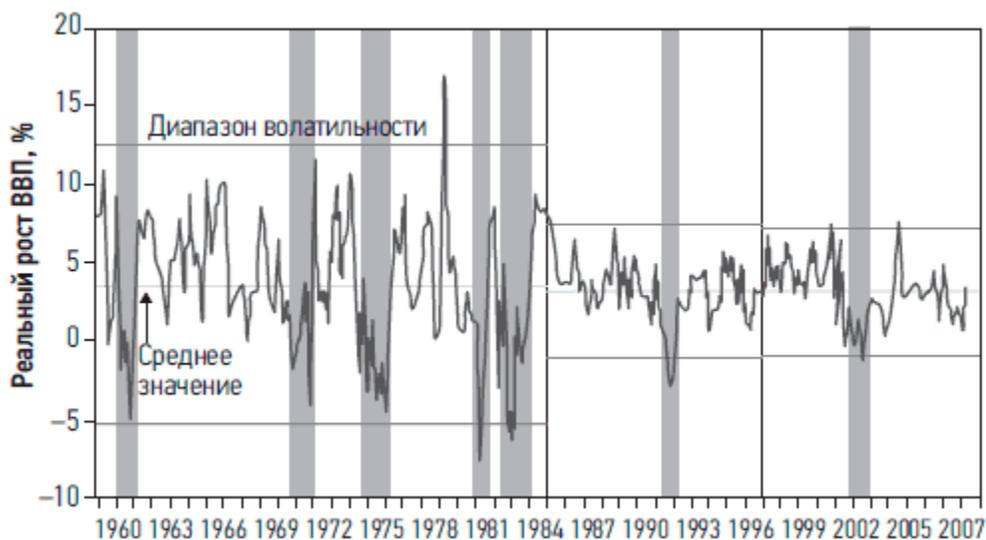
До октябрьского кризиса 2008 г. мы жили в состоянии «великого смягчения». Термин введен в оборот профессором Гарвардского университета Джеймсом Стоком и означает падение волатильности трендов основных экономических показателей (ВВП, промышленное производство, ежемесячный уровень занятости и объем выплаченной заработной платы). Из рис. 4.1 и 4.2, выполненных на основании данных Федерального резервного банка в Далласе, следует, что в начале 1980-х гг. сформировались условия для структурных перемен в макроэкономической волатильности. Динамика ВВП стала менее волатильной; то же можно сказать и об уровне занятости. Период «великого смягчения» усыпил бдительность правительственных чиновников, управляющих инвестиционными фондами, банкиров и даже журналистов, которые уверовали в то, что «на этот раз все

будет иначе». Обозреватель лондонской газеты Times Джерард Бейкер, выражая мнение многих своих коллег, в январе 2007 г. писал:

Добро пожаловать в «великое смягчение»! Историки еще будут прославлять наше время как время великой стабильности.

Экономисты с энтузиазмом обсуждают причины этого явления и, что особенно удивительно, пришли к согласию.

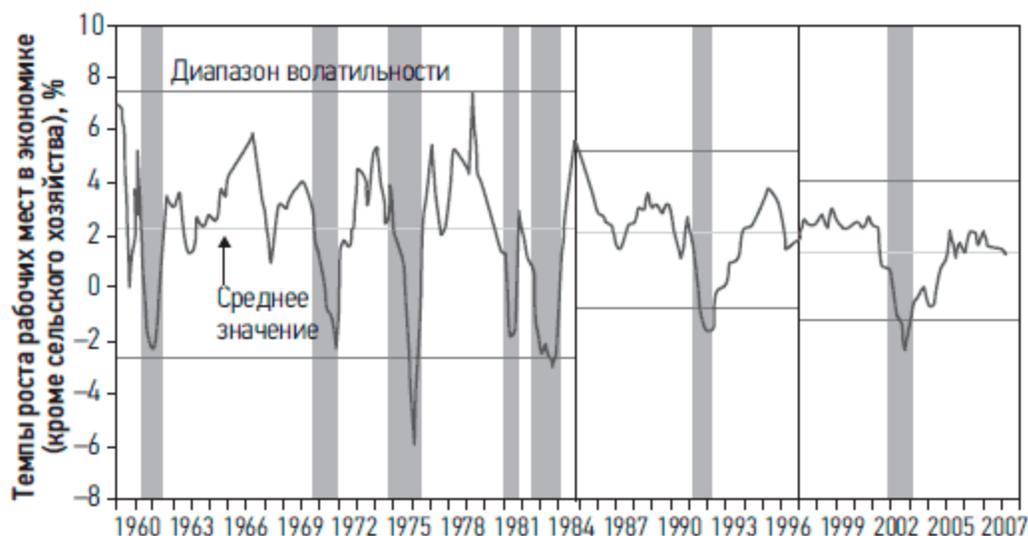
**Рис. 4.1. Резкое снижение волатильности динамики ВВП в 1980-х гг.**



*Примечание. Затененные участки обозначают рецессию.*

*Источник: Федеральный резервный банк Далласа, Бюро экономического анализа, Национальное бюро экономических исследований*

**Рис. 4.2. Снижение количества рабочих мест в 1990-х гг.**



Примечание. Затененные участки обозначают рецессию.

Источник: Федеральный резервный банк Далласа, Бюро экономического анализа, Национальное бюро экономических исследований

Удачная экономическая политика сыграла свою роль: центральные банки усовершенствовали искусство маневрировать процентными ставками в целях сглаживания кривых экономического развития. Но чтобы эффективно управлять экономикой, следует раскрыть главные причины «великого смягчения».

Таковыми являются либерализация рынков и расширение деловых возможностей, лежащих в основе трансформаций. Дерегуляция финансовых рынков в англо-саксонских странах в 1980-х гг. оказала сглаживающее влияние на колебания экономического цикла... Те страны, которые решились внедрить особо жесткие меры по дерегуляции рынков, получили наибольший эффект<sup>1</sup>.

Сегодня подобные рассуждения кажутся безнадежно оптимистическими и даже вводящими в заблуждение. Но мы привели эту цитату не для того, чтобы укорить Джерарда Бейкера, а чтобы показать, что снижение волатильности обусловило чрезмерную самоуверенность и готовность к излишнему риску. Большая степень предсказуемости экономических и финансовых трендов позволяла инвестиционным фондам обходиться меньшей суммой капитала

и не слишком беспокоиться о ликвидности своих активов. Эти упоительные времена прошли, и мы вступили в эру «великой нестабильности». Можно с уверенностью утверждать, что в 2008 г. произошел структурный перелом, положивший начало периоду повышенной волатильности. Профессор финансов Нью-Йоркского университета Роберт Энгл, в 2003 г. ставший лауреатом Нобелевской премии по экономике, доказал, что периоды повышенной волатильности вполне предсказуемы. Периоды высокой или низкой прибыльности корпоративного сектора чередуются отнюдь не в произвольном порядке, а чередуются в определенной последовательности, которую можно выявить, изучив динамику рынка. Волатильность следует за фазами финансового цикла так же, как день сменяет ночь: периоды кредитного бума сопровождаются высокой волатильностью. В качестве примера можно привести 2000–2003 и 2007–2008 гг. Период низкой волатильности динамики ВВП, объема промышленного производства и первичной безработицы подошел к концу. В течение более чем двадцати лет (за исключением короткой рецессии в 2001–2002 гг.) волатильность основных экономических показателей была очень незначительной (рис. 4.3). Далее высокая волатильность в сочетании с длительным замедлением экономического роста способствует более частому повторению рецессий. Вероятно, это ведет к повышению волатильности рынков.

**Рис. 4.3. Индекс волатильности бизнес-цикла, промышленного производства и первичной безработицы (к предыдущему году)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

**Рис. 4.4. Волатильность бизнес-цикла**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

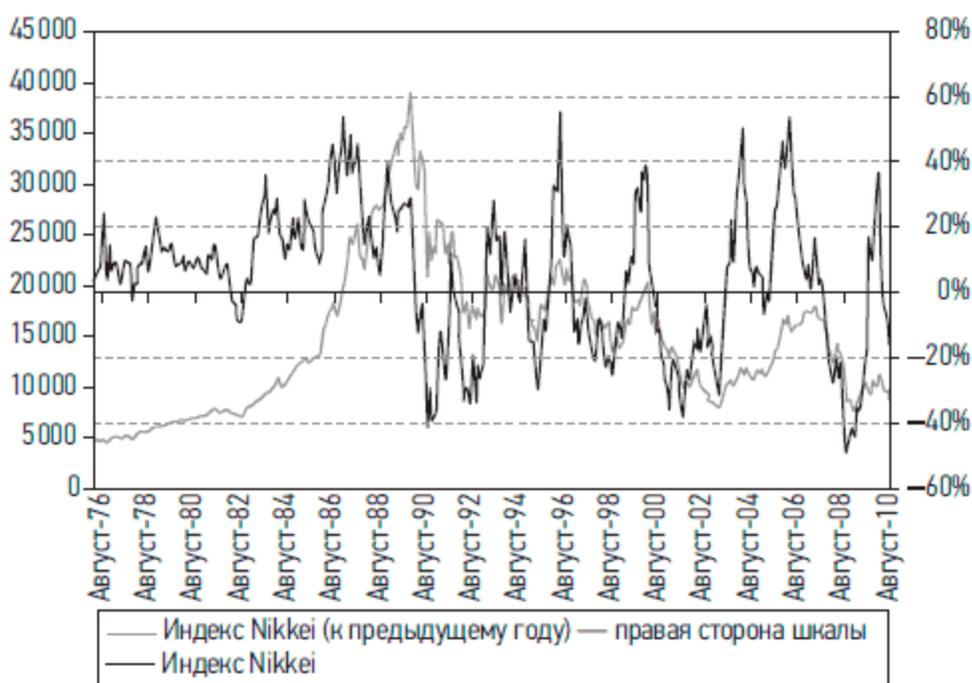
Волатильность экономики измеряется несколькими способами. Мы предпочитаем тот, который основан на прогнозировании. В течение последних сорока лет высокий уровень волатильности ключевых экономических показателей наблюдался несколько раз (см. рис. 4.4). Обычно эти пики предшествовали началу нового экономического цикла. Это может означать только одно: волатильность идет впереди цикла.

Слишком долго в экономике царила стабильность, и это усыпило бдительность инвесторов. В будущем уровень волатильности экономических индикаторов, равно как и рынков, должен возрасти.

Мы уже наблюдали резкий циклический подъем, но главные структурные последствия еще впереди. Нас ждут более частые рецессии и еще более высокая волатильность.

Это подтверждает пример Японии: вскоре после исторического максимума индекса Nikkei в конце 1989 г. волатильность возросла. Отметим, что в предшествующий пику этап она была гораздо ниже, а периодические колебания объяснялись влиянием колебаний рынка. На рис. 4.5 видно, что вскоре после краха 1990 г. волатильность индекса резко увеличилась.

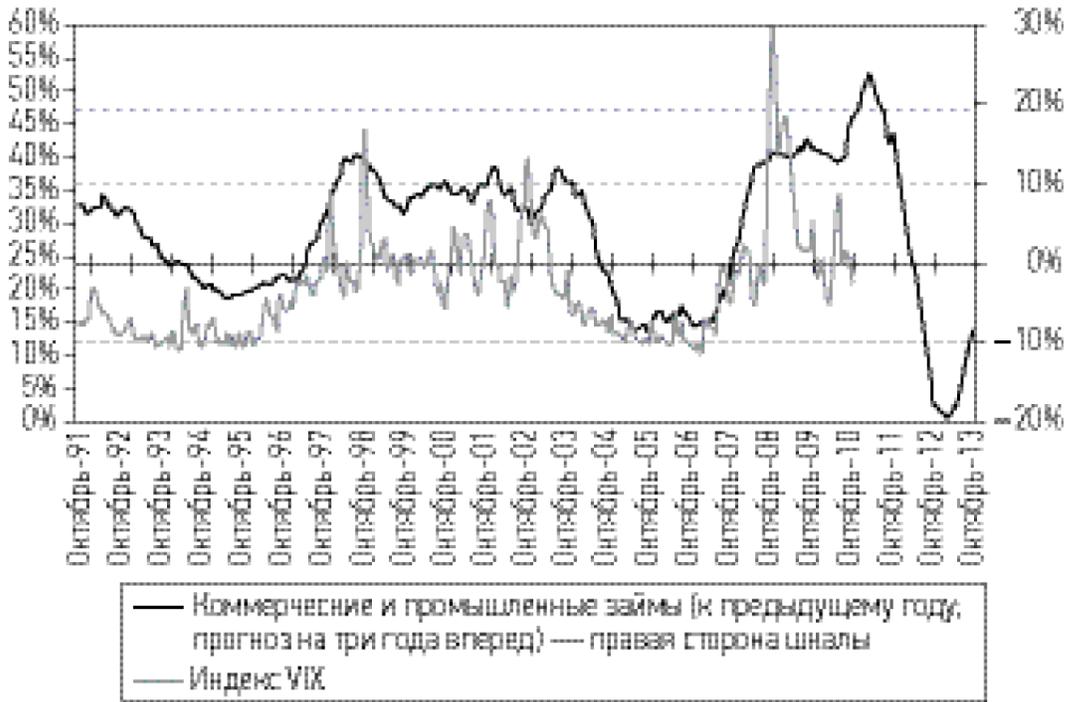
**Рис. 4.5. Индекс Nikkei 225**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Финансовый кризис сопровождался повышенной волатильностью на рынке недвижимости. Если в течение двух лет наблюдалось активное кредитование в коммерческом и промышленном секторах, то можно было прогнозировать рост индекса рыночной волатильности (VIX) в самом ближайшем будущем. Вероятны отдельные периоды повышенной волатильности по меньшей мере в течение следующих двух лет (см. рис. 4.6).

**Рис. 4.6. Индекс волатильности в сравнении с объемом коммерческих и промышленных кредитов**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

**Рис. 4.7. Сравнительный анализ волатильности процентных ставок по федеральным фондам и доходности ценных бумаг с фиксированным доходом**



Bloomberg, Variant Perception

Источник:

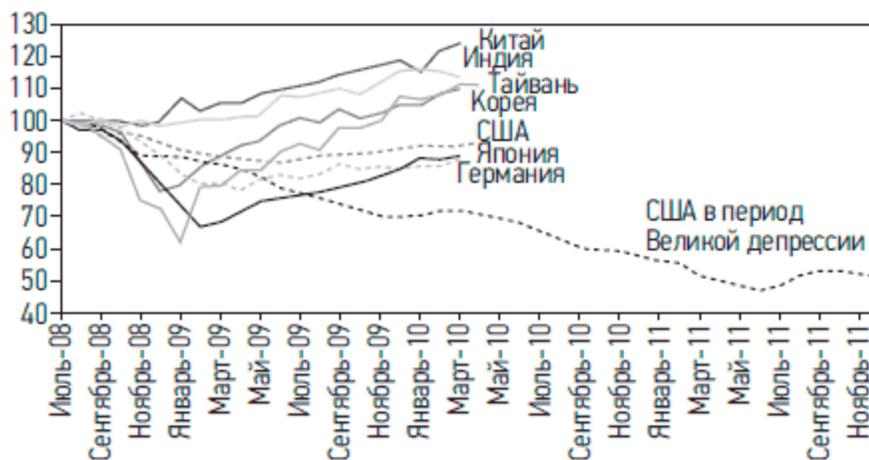
Волатильность курса ценных бумаг с фиксированным доходом повторяет колебания кредитного цикла с двухлетним лагом. На рис. 4.7. представлена динамика ставки резервов ФРС, с трехлетним лагом повторяющая колебания индекса MOVE компании MerrillLynch, который считается ключевым показателем волатильности ценных бумаг с фиксированным доходом.

Еще одна причина ожидать повышенной волатильности даже после выхода из кредитно-банковского кризиса состоит в том, что мир в наши времена намного более интегрирован, чем раньше.

Как это ни парадоксально и с трудом верится, но рост глобализации приводит к повышению волатильности мировой экономики потому, что хозяйственные взаимосвязи становятся разнообразнее и длиннее.

Во время рецессии 2007–2009 гг. производство в Японии, Корее, Германии и на Тайване сократилось даже в большей степени, чем в США во времена Великой депрессии; кроме того, на восстановление экономики после выхода из рецессии ушло больше времени (рис. 4.8).

**Рис. 4.8. Промышленное производство в ведущих странах по отношению к 2008 г., а также в США по отношению к периоду Великой депрессии (1929 г. =100%)**



Источник: ECRI, [www.businesscycle.com/news/press/1870/](http://www.businesscycle.com/news/press/1870/)

Это поразительный факт. Если вы верите в глобализацию, управление поставками и дерегулирование, то должны надеяться на то, что эти

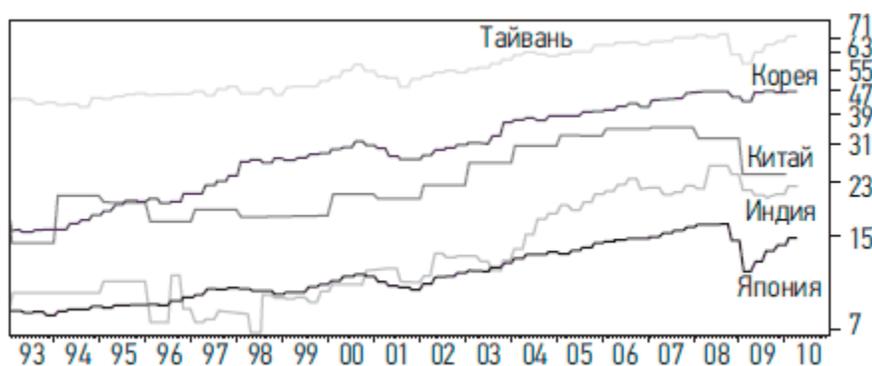
процессы приведут к большей стабильности; тем не менее факты говорят об обратном. Причиной столь странного положения вещей стало замораживание кредитования, прежде всего ударившее по экспортноориентированным экономикам, поскольку в первую очередь сократилось кредитование торговли. Таким образом, причина тут не в самой по себе глобализации.

Но почему же мировая экономика стала такой волатильной? Одна из основных причин — рост объемов экспорта. Если проанализировать динамику удельного веса экспорта в ВВП со времен окончания холодной войны, то можно заметить, что этот показатель быстро рос практически во всех странах мира. В азиатских странах он примерно удвоился, в Индии — утроился, и даже в США увеличился на 50%. В результате взаимозависимость стран мира друг от друга усилилась, а хозяйственные связи значительно расширились.

Расширение хозяйственных связей имело весьма серьезные последствия. По данным Института исследований экономического цикла, мы столкнулись с последствиями так называемого эффекта хлыста, когда «...относительно небольшие колебания конечного спроса вызывают усиления амплитуды колебания объема заказов по мере удаления от конечного спроса в цепи поставок»<sup>2</sup>.

Эффект хлыста делает зависимость от экспорта очень опасной для стран, поставляющих сырьевые ресурсы, поскольку именно на них приходится наибольшая амплитуда колебаний спроса. Это хорошо видно на рис. 4.9.

**Рис. 4.9. Динамика отношения экспорта к ВВП в странах Азии**



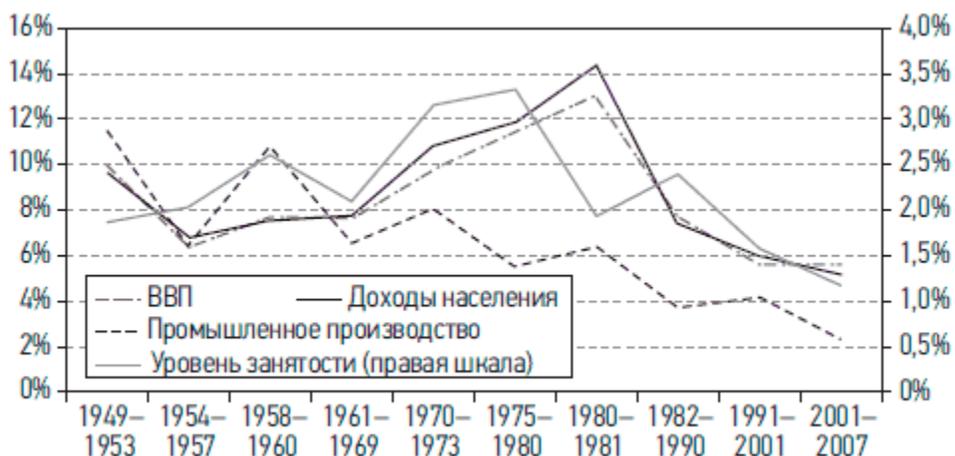
Источник: ECRI, [www.businesscycle.com/news/press/1870/](http://www.businesscycle.com/news/press/1870/)

Поэтому наиболее глубокие депрессии и высокие подъемы в азиатских странах совпали по времени с Великой депрессией и последующим оживлением экономики.

## 2. Снижение темпов экономического роста в долгосрочной перспективе

Мы наблюдаем существенное замедление темпов экономического роста на протяжении четырех последних циклов; в частности это касается таких показателей, как ВВП, доходы населения, промышленное производство и занятость. Это наглядно представлено на рис. 4.10.

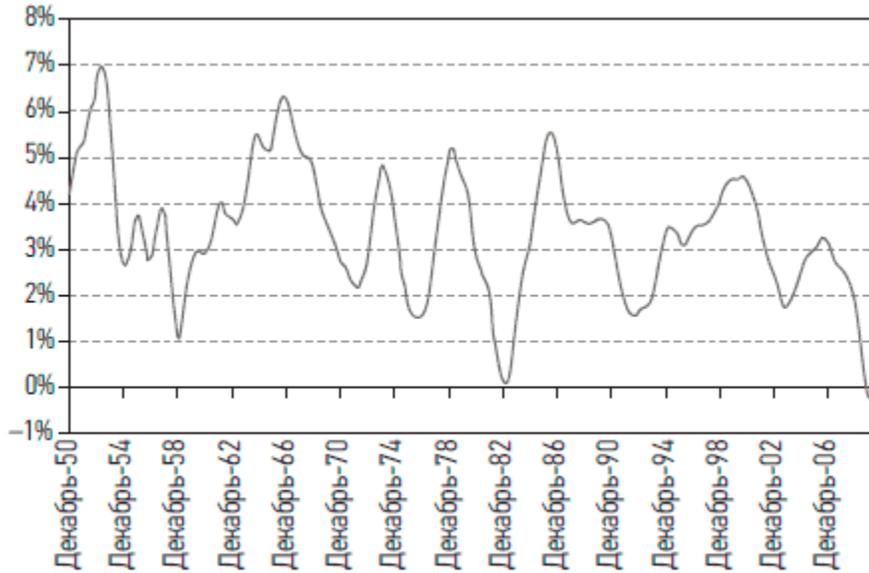
**Рис. 4.10. Среднегодовые темпы роста основных макроэкономических показателей в отдельных экономических циклах**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Еще одно подтверждение уменьшения средних темпов роста — сокращение номинального ВВП. На рис. 4.11 показано, что скользящее среднее значение ВВП за 12 кварталов постоянно снижается в течение последних двадцати лет. Сочетание снижающихся темпов роста и повышения волатильности приводит к более частым рецессиям.

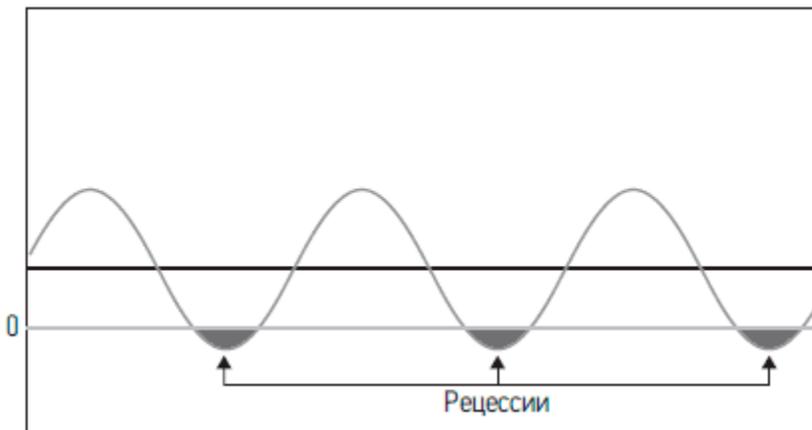
**Рис. 4.11. Скользящее среднее значение номинального ВВП за 12 кварталов (по отношению к предыдущему году)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Однако, чем ближе темпы роста экономики к нулю и выше уровень ее волатильности, тем более вероятен отрицательный прирост ВВП в США. На рис. 4.12 представлено стилизованное изображение рецессии как фазы экономического цикла; по мере замедления темпов экономического роста этот показатель все чаще будет отрицательным.

**Рис. 4.12. Стилизованное представление рецессии**



Источник: SO URCE: ECRI, [www.businesscycle.com/news/press/1870/](http://www.businesscycle.com/news/press/1870/)

Повышение уровня волатильности имеет очень серьезные последствия для инвесторов во все виды недвижимости и облигации. Действительно, совокупная продолжительность последних трех периодов экономического подъема составляет около 10 лет, в то время

как в предшествующие десятилетия каждый такой период длился не менее 4–5 лет. Поэтому в будущем мы ожидаем повторения рецессий раз в три-пять лет.

### 3. Рост уровня структурной безработицы

С течением времени увеличивается разница в уровне безработицы между высоко- и малообразованными слоями населения, между имущими и неимущими. Этот структурный сдвиг наметился до начала рецессии и в ее ходе лишь усугубился. Разница в уровне безработицы становится еще более очевидной, если рассматривать ее в связи с образовательным уровнем потерявших работу. Рис. 4.13 позволяет убедиться в том, что между уровнем безработицы и среднечасовыми ставками оплаты труда существует тесная корреляция.

**Рис. 4.13. Стоимость получения образования в сравнении с уровнем безработицы**



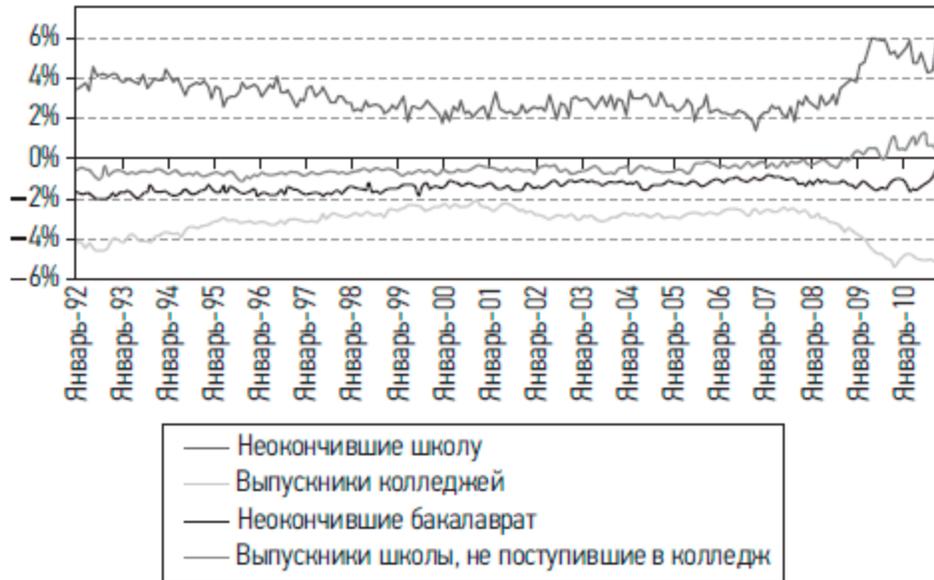
Источник: Сайт Calculated Risk, <http://calculatedriskimages.blogspot.com/2010/09/bls-education-pays.html>, Бюро трудовой статистики, текущие опросы населения

В США наблюдается следующая очевидная проблема: можно ли сократить уровень безработицы среди высокообразованных слоев населения, если он составляет 2,5%? Вряд ли. По всей видимости, это нормальный показатель, вызванный периодической сменой вида

деятельности или проживания. Ни ускорение экономического роста, ни увеличение денежной массы не повлияют на его значение. Возникает вопрос: почему же среди неквалифицированной рабочей силы уровень безработицы намного выше? Отчасти ответ кроется в выгодах их увольнения для предпринимателя. В нижней точке рецессии в марте 2009 г. на работу было принято 3,9 миллиона человек и уволено 4,7 миллиона. Это означает сокращение 800 тысяч рабочих мест только за один месяц, но все же 3,9 миллиона человек устроились на работу! Таким образом, экономика продолжала создавать рабочие места. Проблема в том, какую заработную плату предлагают. В глобальном мире средний уровень заработной платы неквалифицированных сотрудников снижается, поскольку они конкурируют с выходцами из Китая, Индии, Индонезии и других стран. Ни один политик не скажет, что заработная плата неквалифицированных рабочих слишком высока. Поэтому политики надеются с помощью раздувания государственного долга и трансфертов доходов замаскировать этот факт. Именно поэтому монетарная политика долгое время оставалась очень либеральной. Если у вас есть только молоток, то все вокруг похоже на гвоздь.

Анализ безработицы в зависимости от продолжительности периода поиска работы также показывает растущие расхождения (рис. 4.14). Тут формируется отчетливая тенденция: люди с более высоким уровнем образования гораздо меньше страдают от безработицы, чем малоквалифицированные. При этом для представителей отдельных профессий ситуация складывается иначе.

#### **4.14. Уровень безработицы в США в зависимости от образовательного уровня в сопоставлении со средним значением по экономике**



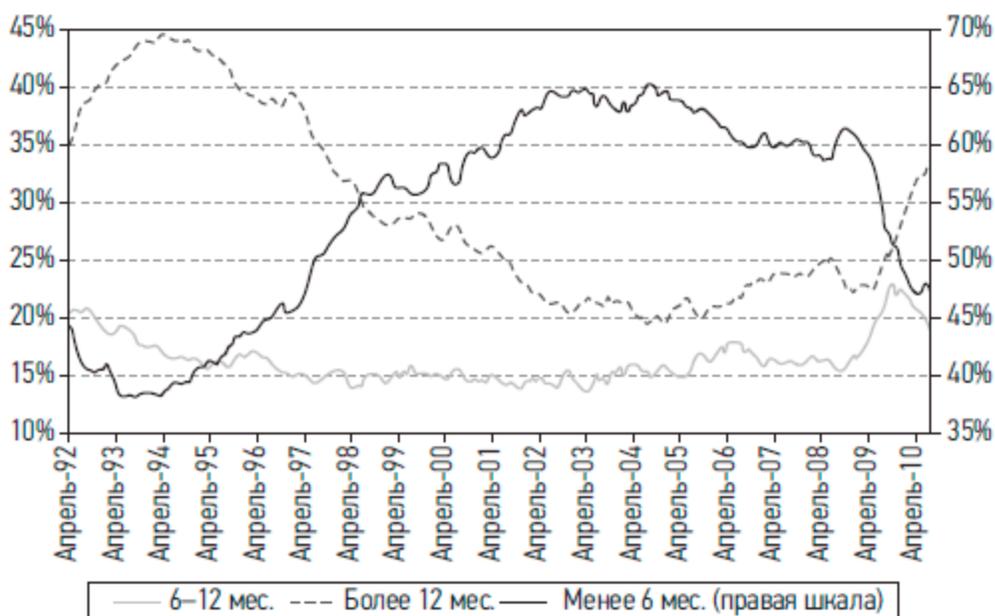
Источник: Bloomberg, Variant Perception

Более того, в настоящее время безработные остаются в этом статусе дольше. Два года назад средний период поиска новой работы составлял около двадцати недель, а сейчас — уже свыше тридцати, то есть увеличился на 50%. Сегодня безработные, сравнительно быстро нашедшие новое место работы, составляют гораздо меньшую часть от их общей численности, чем ранее.

Мало того, большая часть безработных в настоящее время находятся в этом статусе постоянно. Им все тяжелее что-либо найти, по мере того как их трудовые навыки устаревают.

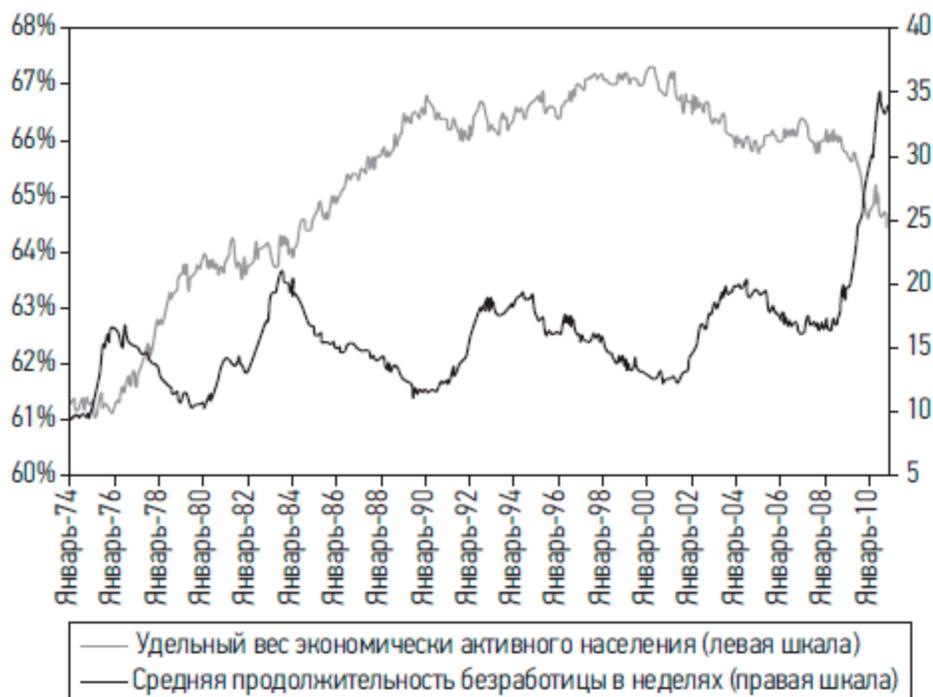
Это характерно не только для США. Аналогичная ситуация складывается и в Великобритании (рис. 4.15).

**Рис. 4.15. Удельный вес численности безработных в Великобритании в зависимости от продолжительности периода поиска новой работы**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

**Рис. 4.16. Средняя продолжительность поиска нового места работы и удельный вес экономически активного населения**



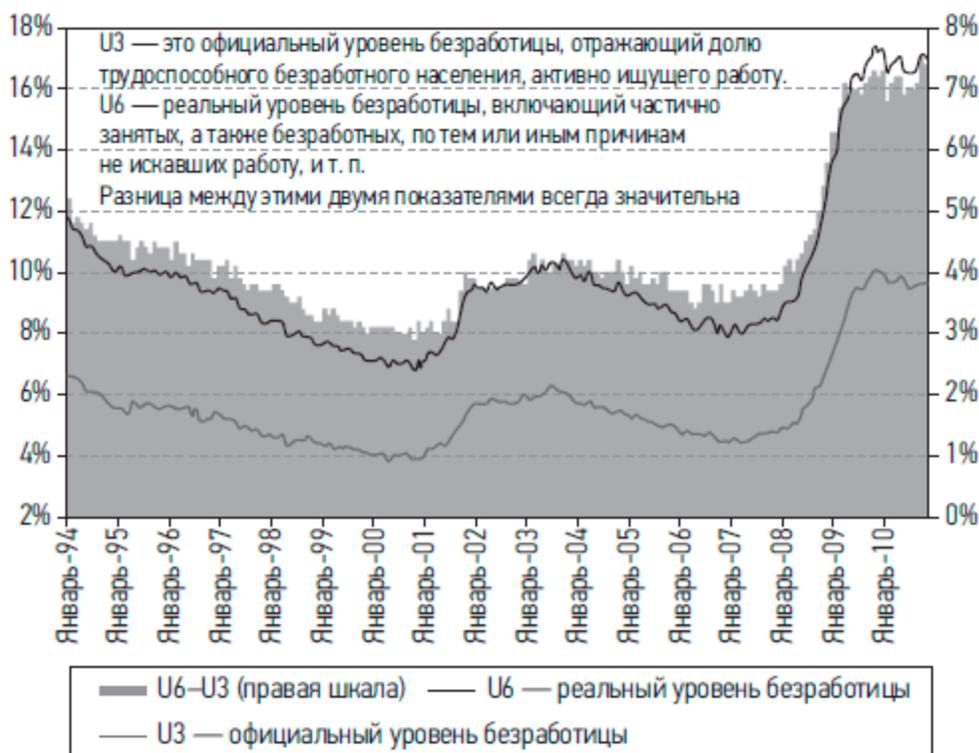
Источник: Bloomberg, Variant Perception

Существует два основных вида безработицы: структурная и циклическая. Если в фазе спада сокращается общее количество часов

отработанного рабочего времени и средние ставки заработной платы, то это циклическая безработица. Однако более опасен другой структурный сдвиг — снижение удельного веса экономически активного населения в его общей численности. Резко увеличилась доля безработных, долгое время находящихся в этом статусе: в настоящее время они составляют почти 3,5% от общей численности экономически активного населения. Поскольку экономике США требуется структурная перестройка, то есть увеличение доли промышленности за счет снижения доли операций с недвижимостью, финансового сектора и сервисных отраслей, то многие утратившие работу на свои рабочие места уже не вернутся. Доля таких перманентно безработных лиц в сентябре 2009 г. составила около 5,5%, что явилось историческим максимумом (рис. 4.16).

Влияние структурных проблем на безработицу проявилось и в наличии существенного расхождения между официальной статистикой безработных и их реальной численностью (рис. 4.17).

**Рис. 4.17. Официальный и реальный уровень безработицы в США**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

## **Ниже темпы роста, меньше рабочих мест, больше дефицит бюджета, ниже доходность**

Каковы будут последствия сразу трех одновременно проходящих структурных преобразований? Более высокая волатильность и снижение темпов роста экономики приводят к более частым рецессиям. В свою очередь они в совокупности со стабильно высокой безработицей означают, что оживление вряд ли продлится достаточно долго для того, чтобы все желающие успели найти работу. В значительной мере это объясняет, почему сегодня безработица становится одной из ключевых проблем.

Особенно неутешительны прогнозы для неквалифицированных претендентов. Им лучше держаться за свое место. Чем дольше они будут безработными, тем меньше у них шансов куда-то устроиться. Как подчеркивал Бернанке, чем дольше вы не работаете, тем сильнее устаревают ваши знания и навыки, и тем менее вероятно, что вам удастся что-либо найти.

Хаос в экономике влияет на поведение инвесторов — им приходится приспосабливаться к новой реальности. Сокращение задолженности — один из способов сделать это. Второй способ заключается в уменьшении среднего периода удержания ценных бумаг. Инвесторы должны стать более мобильными. Само по себе это уже способно добавить рынку волатильности. Для долгосрочных инвесторов такая смена парадигмы означает сложности с обеспечением прежнего постоянно высокого уровня доходности инвестиций. Инвесторы, ориентирующиеся на краткосрочные операции с ценными бумагами, наоборот, могут счесть новые условия деятельности многообещающими.

Что означают учатившиеся рецессии и повышение структурной безработицы для политиков и банкиров? Как ни печально, но, скорее всего, они будут гораздо энергичнее бороться с рецессией, а монетарная политика ФРС станет более непредсказуемой и разнообразной. Будут пролиты моря красных чернил, а ФРС попытается монетизировать государственный долг — то есть

напечатать дополнительное количество денег, — разве что нам удастся повлиять на решения конгресса.

Замедление темпов экономического роста дополнительно усложнит финансовую ситуацию. Комитет по бюджетной реформе в США считает, что «...за длительный период времени три социальные программы — Medicare, Medicaid и Social Security — обусловили быстрый рост бюджетных расходов по сравнению с доходами. Никакие реально возможные темпы экономического роста не смогут изменить это соотношение. Поэтому любые попытки обуздать бюджетный дефицит в будущем возможны лишь при условии существенного повышения налогов или урезания расходов по самим программам, либо какого-либо сочетания этих двух мер»<sup>3</sup>.

Это очень мягкое выражение той мысли, что любой, кто желает пользоваться такими же социальными гарантиями, как наши родители, и при этом платить такие же налоги, глубоко заблуждается. В частности, вышеупомянутые программы предполагают слишком большой объем выплат по сравнению с их финансированием, и снижение темпов экономического роста только ухудшит положение. Если бы удалось вернуться к прежним показателям экономического роста и безработицы, то у нас осталось бы гораздо меньше проблем. Увеличивающаяся часть работающего населения платила бы больше налогов, что позволило бы сократить государственный и частный долг. К несчастью, нет простого решения этих проблем. И неважно, хотим мы того или нет, но в ближайшем будущем оно и не появится.

## Глава 5

# НА ЭТОТ РАЗ ВСЕ БУДЕТ ИНАЧЕ

*Изучение истории и статистики кризисов за последние восемь столетий привело нас к выводу, что наиболее часто повторяемые и дорого обошедшиеся советы по инвестициям, когда-либо дававшиеся непосредственно перед началом кризиса, проистекали из убеждения, что «на этот раз все будет иначе». Вера в то, что времена изменились и старые правила больше не действуют, обычно вдребезги разбивается при столкновении с реальностью. Профессионалы в сфере финансов, государственные лидеры (слишком уж часто!) заявляют, что сейчас мы действуем гораздо эффективнее, мы стали умнее и извлекли уроки из прошлых ошибок. Каждый раз общество убеждает себя в том, что нынешний подъем, в отличие от многих предшествующих, ставших прелюдией к жестоким кризисам, основан на структурных*

*реформах, технологических  
инновациях и разумной политике.*

Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф

*Капитализм без банкротств — все  
равно что святость без греха.*

Чарльз Киндлбергер, «Мировые финансовые  
кризисы. Мании, паники и крахи»

В какой момент потенциальный финансовый кризис становится реальностью, но почему и как именно это происходит? Почему в 2006 г. практически все верили в то, что у экономики США (Японии, ЕС, Великобритании) нет особых проблем? Сейчас мы опять попали в очень похожую ситуацию. «Проблема с субстандартными кредитами будет купирована», — уверял председатель ФРС Бернанке всего за несколько месяцев до начала кризиса и введения ФРС радикальных мер по его стабилизации.

В этой главе мы попытаемся в сжатом виде изложить результаты и основные выводы анализа, проведенного в книге профессора Мэрилендского университета Кармен Рейнхарт и профессора Гарвардского университета Кеннета Рогоффа, обобщивших информацию о более чем 250 финансовых кризисах, случившихся в 66 странах мира за последние восемьсот лет. Авторы попытались выявить их общие и отличительные черты<sup>1</sup>. Неоценимым преимуществом книги является собранный в ней колоссальный объем информации. Именно это позволяет достоверно выяснить, что происходило во времена прошлых кризисов, а не строить предположения (чаще всего не соответствующие действительности, но являющиеся любимым развлечением экономистов) или теории, вряд ли применимые в нынешней ситуации.

Рогофф работал ведущим экономистом и директором исследований и разработок в Международном валютном фонде; позднее он убедил Кармен Рейнхарт стать его заместителем. Именно так началось их сотрудничество в исследовании истории государственного долга

и кризисов, принесшее нам так много нового. Трудно переоценить важность этой книги, поскольку до ее появления мы имели дело в основном с разрозненными фактами из истории кризисов. Поэтому информационная база, собранная в ней, представляет собой настоящий клад для исследователей. Авторы удобно организовали материал, так что заинтересованный читатель имеет возможность прочесть первую и пять последних глав, получив представление о направленности рассуждений и не углубляясь в дебри фактического материала и деталей. Мы очень рекомендуем прочесть эту книгу. Наше краткое изложение ни в коей мере не заменит логики и глубины мысли ее авторов. Кроме того, после ее прочтения наступает отрезвление. В ней нет успокоительных заверений относительно того, что развитые страны без проблем справятся с нынешними проблемами. «На этот раз все будет иначе» подтверждает одно из основных положений нашей книги: преодоление кризиса не дастся без боли, поскольку уже слишком много ошибок сделано. Болезненность мер по оздоровлению экономики будет различной для развитых государств, да и развивающимся странам придется пройти через нелегкие испытания. Речь уже не идет о том, можно ли выйти из кризиса без потерь. Вопрос только в том, насколько сложным и долгим окажется выздоровление.

По сути, Рейнхарт и Рогофф предупреждают, что, откладывая болезненные меры по оздоровлению экономики, мы затягиваем процесс ее оздоровления. Мы влезли в слишком большие долги, и задача их погашения не обещает быть приятной — неважно, для частных лиц или для государств.

Мы ознакомимся с рядом положений книги, а также с обширным интервью авторов, которое они любезно согласились нам дать. Кроме того, мы позволили себе в произвольном порядке комбинировать выдержки из разных глав книги, когда считали это необходимым. Учтите, что все выделения жирным шрифтом сделаны нами. Итак, начнем с яркого, обобщенного изложения авторами сути нынешних проблем.

Согласно урокам истории, хотя институции и политики с течением времени совершенствуются, все равно для них всегда

существует искушение выйти за установленные рамки. **Даже самый богатый человек иногда может обанкротиться; точно так же финансовая система может рухнуть под давлением скупости, политических игр или возможной прибыли независимо от того, насколько хорошо ею управляют.** Появляются новые технологии, люди становятся выше ростом, меняется мода.

Но склонность инвесторов и правительств к самообману и переходу от приступов эйфории к глубокому унынию, видимо, остается неизменной. Внимательный читатель Фридмена и Шварца отнюдь не удивится выводу о неспособности правительств эффективно управлять финансовыми рынками.

Что же до самих рынков, то мы окончательно убедились в правильности концепции финансовой нестабильности экономик, обремененных большим долгом. Зачастую активные заимствования происходят во времена быстрого подъема экономики и продолжают на удивление долго. **Но отягощенные солидной задолженностью экономики, особенно те, в которых активный оборот краткосрочного долга осуществляется только благодаря обеспеченности последнего относительно неликвидными, но пользующимися спросом активами, редко существуют неограниченно долго. Особенно это справедливо в случае, когда долг продолжает неконтролируемо расти.**

Вам может казаться, что на этот раз все будет иначе, но слишком часто при более внимательном рассмотрении оказывается, что это не так. К счастью, история зачастую способна указать на тревожные сигналы, на основании которых политики могли бы оценить риск, — если, конечно, их не слишком опьянили успехи, достигнутые за счет раздувания кредитного пузыря, и они не предпочтут вслед за своими многочисленными предшественниками заявить: «На этот раз все будет иначе».

К сожалению, этот урок не из приятных. Если вы решили покончить с избыточной задолженностью, то ничего хорошего вас не ждет. Уже

в течение нескольких лет я пишу о том, что большинство развитых стран мира сейчас вынуждены выбирать между плохим и очень плохим сценарием. В книге «На этот раз все будет иначе» авторы рассуждают о том, что следует считать очень плохим выбором.

## Кризис уверенности

Видимо, экономический кризис не начинается в одночасье. Вроде бы все идет как всегда, и вдруг относительно быстро фондовый рынок теряет уверенность в будущем. Таковы свойства этого эфемерного понятия, совершенно необходимого для рынка ценных бумаг: недостаток уверенности очень быстро способен расстроить его функционирование. При отсутствии уверенности становится невозможно продлевать сроки пользования кредитом или брать дополнительные кредиты по приемлемым ставкам; это приводит к краху ликвидности финансового рынка и экономики в целом. Весьма грустная история, повторяющаяся снова и снова на протяжении столетий. Мы считаем, что продвинулись вперед, но, как показано в предыдущих главах, не вправе больше нарушать законы экономики, как нельзя нарушить закон тяготения.

Авторы книги дали нам интервью, и далее мы ознакомим читателей с его содержанием.

КЕННЕТ РОГОФФ. В процессе работы над книгой на меня снизошло божественное озарение, причем Кармен оно посетило лет на десять раньше. Мне приходилось писать много статей о государственном долге и читать нечто подобное: «О Боже, как это трудно! Нам придется передать долги своим детям, но ведь мы должны заботиться не только о детях, но и о внуках, поэтому множить долги и дальше — плохая идея». Лет двадцать назад Джеймс Бьюкенен получил Нобелевскую премию за работы по проблемам изучения и оценки понятий долга и задолженности. Однако, к несчастью, раздувание долгов — это отнюдь не проблема ваших детей или внуков, это ваша проблема. Если ваша задолженность достигла высокого уровня, этим наверняка заинтересуется рынок. Именно он позаботится о том,

чтобы вашим детям и внукам не пришлось платить ваши долги: внезапно процентные ставки резко возрастут, и вам придется ограничить свои кредитные аппетиты. Но вы совершенно правы: это действительно проблема нынешнего поколения — не обязательно долговой кризис, но все равно ее надо решать. В этом случае нельзя просто отложить решение, оставив его нашим детям.

КАРМЕН РЕЙНХАРТ. Позвольте мне добавить несколько слов. Я думаю, что самымстораживающим фактором в вопросе о долге в настоящий момент является то, что им перегружен как частный, так и государственный сектор. Последний раз США и ряд ведущих экономик мира имели такой долг во времена Второй мировой войны. Но тогда частный сектор был в полном порядке, компании выплатили свои долги во время Великой депрессии и войны. Сейчас же долгом обременены все.

ДЖОН МОЛДИН. Совершенно верно. И кажется, в настоящий момент правительство пытается перехватить инициативу и компенсировать снижение долга частного сектора путем увеличения государственного долга так, что его общая сумма не только не сокращается, но даже возрастает. В вашей книге — и это стало шоком для меня — речь идет о комбинированном долге. Это не только государственный или частный долг; именно комбинированный долг достиг такого уровня, при котором что-то должно произойти. Долг необходимо уменьшить, либо объявив дефолт, либо начав его выплачивать. Мы достигли верхнего предела.

КЕННЕТ РОГОФФ. Особую проблему составляет внешний долг, то есть долг перед зарубежными кредиторами. Зачастую долги частного сектора ложатся на государство, поскольку правительство предоставляет по ним гарантии; это особенно типично для развивающихся стран, но нередко случается и в Европе. Конечно, вы скажете, что правительство не должно давать гарантии по частным долгам — правильно, не должно. Помню, как я впервые работал над ликвидацией финансового кризиса в Латинской Америке в 1980-х гг. и собирал данные

о динамике частного и государственного долга. Оказалось, что частный долг постоянно сокращался, что особого интереса не вызывало. Но затем я выяснил, что это происходит за счет «гарантий» государственного сектора, фактически накапливавшего долги для облегчения объявления дефолта.

Теперь вернемся к книге.

Если у многочисленных кризисов, описанных в этой книге, и есть общая черта, то это избыточное накопление долга, будь то государственного, частного, банковского или потребительского. Это приводит к возрастанию системного риска до уровня, превышающего риск во времена подъема. **Вливания наличности позволяют правительству делать вид, что экономика под влиянием стимулирующих мер развивается гораздо быстрее, чем на самом деле.** Избыточные заимствования частного сектора приводят к более интенсивному росту курсов ценных бумаг и цен на недвижимость, чем это обосновано в долгосрочной перспективе; банки же выглядят гораздо надежнее и прибыльнее, чем в действительности. Такие заимствования представляют собой большой риск, поскольку делают экономику восприимчивой к кризису уверенности, особенно если преимущественная часть долга краткосрочная и нуждается в постоянном рефинансировании. Стимулируемое растущим долгом экономическое оживление якобы подтверждает правильность политики правительства, способность финансового сектора зарабатывать сверхприбыли или высокие жизненные стандарты в стране. Большинство таких подъемов оканчиваются плохо. Конечно, долговые инструменты имеют важнейшее значение для любой экономики, современной или античной, но сбалансирование рисков и возможностей, связанных с ними, представляет собой сложную задачу; политики, инвесторы и даже рядовые граждане вряд ли забудут свое участие в ее решении.

А теперь о самом главном. Прочтите следующий абзац дважды.

Возможно, неспособность понять ненадежность и непостоянство такой категории, как **уверенность**, в большей степени, чем что-либо другое способствует возникновению синдрома на-этот-раз-все-будет-иначе — особенно если речь идет о краткосрочном долге, который постоянно надо рефинансировать.

**Обремененные долгом правительства, банки или корпорации, казалось бы, устремились по накатанным рельсам в будущее, и вдруг — бах! — уверенность тает, кредиторы исчезают, и перед вами в полный рост встает кризис.**

Согласно экономической теории, именно нестабильный характер уверенности, в том числе и по причине зависимости от ожиданий общества относительно будущих событий, делает невозможным точное определение времени начала очередного долгового кризиса. Высокий уровень долга во многих экономико-математических моделях вызывает состояние «множественного равновесия». Экономисты не слишком преуспели в выявлении конкретных причин исчезновения уверенности, равно как и практических методов оценки степени ее неустойчивости. Изучая историю экономических кризисов, мы снова и снова убеждаемся лишь в том, что, если неприятность может случиться, то она обязательно случается. Если страна слишком глубоко залезает в долги, то рано или поздно наживет себе проблемы. Если подпитываемые ростом долга цены на активы кажутся слишком привлекательными, чтобы быть реальными, то скорее всего, так и есть. Но конкретный момент наступления развязки угадать очень сложно, и неизбежный кризис иногда может разворачиваться годами.

Насколько мир был уверен в своей безопасности в октябре 2006 г.? Джон писал тогда, что нас ждет рецессия, кризис субстандартного кредитования и банковский кризис. Он присутствовал на шоу Ларри Кудлоу с участием Нуриэля Рубини, причем ведущий вместе с Джоном Рутледжем набросились на него с критикой за неоправданный пессимизм. «Если нам угрожает рецессия, то лучше свернуть операции на фондовом рынке», — отвечал Джон. Как оказалось, он несколько

поспешил с прогнозом: в течение следующих восьми месяцев фондовый рынок продемонстрировал рост на 20%, и лишь затем последовал крах.

Именно об этом мы и говорим — невозможно определить точный момент наступления кризиса.

Итак, Рейнхарт и Рогофф пишут:

Обремененные долгом правительства, банки или корпорации, казалось бы, устремились по накатанным рельсам в будущее, и вдруг — **бах!** — уверенность тает, кредиторы исчезают, и перед вами в полный рост встает кризис.

«Бах!» в данном случае очень подходящее слово. В человеческой природе — верить, что на самом деле все не может быть уж настолько плохо, а избранная линия поведения рано или поздно сработает. Но любой тренд когда-нибудь заканчивается. Посмотрим на рынок облигаций сначала за год, а потом за несколько месяцев до Второй мировой войны. Ничто не говорило о ее приближении. Каждый знал, что трезвые умы возьмут верх и не допустят такого развития событий. Но случилось иначе.

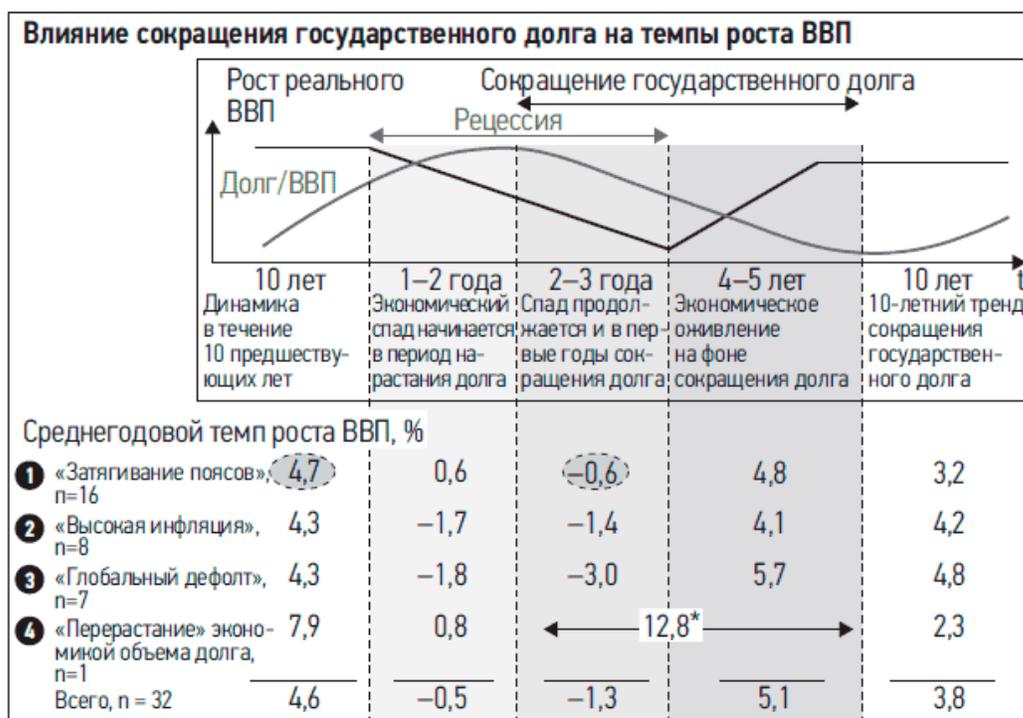
Точно так же мы сейчас можем оглянуться назад и выяснить, где же допустили ошибки, приведшие к развитию нынешнего кризиса. Мы действительно верили, что нынче другие времена, у нас более эффективные финансовые инструменты, более умные законодатели, да и мы сами, скажем так, весьма современны. И вообще, на этот раз все будет иначе. Мы знаем, как справиться с долгом. Кредит под залог вашего дома — хорошая вещь. Цены на недвижимость всегда будут расти. И так далее. Уже слышны голоса оптимистов, утверждающих, что ситуация постепенно нормализуется. Большинство прогнозов ВВП США достаточно оптимистичны и обещают 4% и более прироста в год. Расчет проводился исходя из опыта прошлых фаз экономического подъема. Но на этот раз причины банковского кризиса совсем иные, чем во время типичной рецессии, — Рейнхарт и Рогофф исчерпывающе показали это в своей книге. Обычно на погашение избыточного долга, сформировавшегося в ходе банковского кризиса, уходит не менее нескольких лет; при этом уровень безработицы часто может повышаться четыре года подряд.

## Это сокращение долга, тупица!

Нынешняя рецессия отличается от всех прочих тем, что решает проблему уменьшения долга. Мы (страны развитого мира) слишком много занимали и теперь должны сбалансировать свои активы и пассивы, учитывая тот факт, что активы (недвижимость, облигации, ценные бумаги) существенно упали в цене. Недавнее, очень интересное, хотя и слегка затянутое исследование Глобального института Мак-Кинси (MGI) выявило, что вслед за периодами накопления избыточного долга обычно следуют периоды медленного роста экономики, когда долг отчасти погашается. Быстрых рецептов выздоровления не существует.

На рис. 5.1. показаны этапы погашения избыточного долга в экономике.

**Рис. 5.1. Темпы роста реального ВВП существенно замедляются в первые два-три года погашения избыточного долга**



\* Сокращение долга под влиянием эпизодического роста не имеет отношения к рецессии

Источник: МВФ, Глобальный институт Мак-Кинси

Теперь посмотрим на наиболее важные выводы этого исследования (в нем содержится 10-страничное заключение, которое стоит почитать). Проведенный авторами анализ внес много нового в картину накопления избыточного долга в разных странах мира и в определение путей его погашения.

- До настоящего времени некоторые сектора экономики отдельных стран мира отягощены слишком большим долгом — это глобальная проблема.
- Чтобы оценить надежность долга, следует применить комплексный анализ по секторам экономики. По его результатам выявлено десять секторов в пяти странах, у которых хорошие перспективы для успешного сокращения долга.
- На основе анализа фактического материала сделано предположение о том, что за продолжительным периодом расчета с долгами почти всегда следует крупный финансовый кризис.
- Период погашения долга воспринимается субъектами экономической деятельности болезненно, длится в среднем шесть-семь лет и сокращает отношение долга к ВВП примерно на 25%. Обычно в первые годы ВВП несколько снижается, а затем возрастает до прежних значений. В книге Рейнхарт и Рогоффа речь идет только о федеральном долге. Если к нему добавить государственный и муниципальный долг, которые уплачиваются из тех же налоговых поступлений, то ситуация выглядит даже хуже, чем у авторов.
- Если к нынешней ситуации применить исторический опыт, то в ряде секторов крупнейших национальных экономик ожидается продолжительный период сокращения долга, что окажет негативное влияние на темпы роста ВВП.
- Контроль над задолженностью — серьезная проблема для топ-менеджеров компаний. Пытаясь ее решить, они, как правило, сталкиваются с ограничениями в доступе к кредиту и его удорожанием. Это ставит под сомнение жизнеспособность некоторых моделей бизнеса и влияет на привлекательность отдельных видов инвестиций. История кризисов говорит о том, что

в течение периода погашения долгов объем частных инвестиций держался на достаточно низком уровне. В настоящее время в ряде стран сектор домохозяйств имеет хорошие шансы погасить свои долги. Если это случится, темпы роста потребления замедлятся по сравнению с докризисным периодом и приоритеты в расходовании средств изменятся. Компании, работающие на рынке товаров широкого потребления, уже ощутили сдвиг покупательских предпочтений от предметов роскоши к продуктам с максимальным соотношением цена-качество; возможно, этот сдвиг сохранится до тех пор, пока домохозяйства не уравновесят свои активы и пассивы. Лидеры компании должны обладать немалой гибкостью мышления, чтобы вовремя реагировать на подобные факторы<sup>2</sup>.

В колонке Lex газеты Financial Times об этом исследовании писали:

Возможно, для правительств расходование средств на улучшение жизни населения в период кризиса имеет политический и экономический смысл. Но чем дальше страна оттягивает момент начала погашения долгов, тем более болезненным и затяжным обещает стать этот процесс. Если, конечно, держатели государственных облигаций не взбунтуются и не потребуют его ускорить<sup>3</sup>.

В этом и состоит суть дела. США ежегодно должны получать не менее одного триллиона долларов из внутренних источников, по крайней мере, так считает Бюджетное управление конгресса. Прогноз поступлений в государственный бюджет Великобритании сопоставим с ее ежегодным ВВП. Аналогичная ситуация сложилась и в большинстве стран Европы. В Японии дела обстоят еще хуже: эта страна, по словам Джона, напоминает жука, летящего на ветровое стекло автомобиля.

В предстоящие несколько лет европейский рынок облигаций ждут нелегкие испытания. Обычно на этапе погашения долгов имеет место дефляция, а процентные ставки по кредитам снижаются. Но не повлияют ли на ситуацию большой дефицит государственного бюджета и отсутствие внутренних источников для его покрытия? Это работало в Японии на протяжении 20 лет, поскольку долговые бумаги

государства распродавались на внутреннем рынке. Но рано или поздно это кончится.

Джеймс Карвилл сказал, что после смерти хотел бы, чтобы его душа вернулась на фондовый рынок, поскольку именно там сосредоточена реальная власть. Боюсь, вскоре нам предстоит узнать точку зрения членов «комитетов бдительности» на этот счет.

Самодовольство чаще всего приводит к беде. Вы не сползаете в кризис постепенно, на протяжении нескольких лет. Он приходит внезапно! Рано или поздно срабатывает спусковой крючок — и кризис уже перед вами. Такой «спусковой крючок» сработал в августе 2008 г. Факты, приведенные в книге, подтверждают, что обычно все идет хорошо, пока не случается кризис уверенности. Невозможно заранее выяснить, когда он начнется. Не существует такого значения долга к ВВП, падения курса валюты, процента бюджетного дефицита, по достижении которого можно сказать: «Вот оно!» В разных ситуациях эти значения разные.

Нам кажется поразительным одно обстоятельство. Если заходит речь о классификации кризисов, особой разницы между развитыми и развивающимися странами нет. Особенно если говорить о негативных последствиях. По всей видимости, развитые страны тоже не знают волшебных слов, позволяющих избежать кризиса или приблизить его окончание. По сути, из-за своей самоуверенности — то есть веры в то, что они обладают прекрасными эффективными финансовыми системами, — развитые страны могут оказаться даже в более глубокой яме, чем развивающиеся.

И конечно, ФРС должна была знать о приближении кризиса. Авторы указывают сразу несколько явных симптомов его приближения.

**Мы покажем, что массированные зарубежные заимствования США, проводившиеся перед началом кризиса (под предлогом необходимости покрытия дефицита торгового баланса и бюджетного дефицита), стали не единственным таким симптомом. По сути, экономика США продемонстрировала множество других признаков, попав в эпицентр кризиса. Такие факторы, как вздувание цен на активы (особенно ярко**

**проявившееся в отрасли недвижимости), рост задолженности домохозяйств и снижение объемов производства — достаточно типичные симптомы финансового кризиса, — явно свидетельствовали о приближении катастрофы. Действительно, с чисто количественной точки зрения все индикаторы приближающегося кризиса зашкаливали.**

Конечно, традиционные признаки надвигающегося кризиса проявились не только в США, но и в Великобритании, Испании, Ирландии и многих других странах.

С одной стороны, политика игнорирования роста цен на недвижимость со стороны ФРС основывалась на предположении, что частный сектор сможет самостоятельно установить на нее (или на акции) равновесные цены, по крайней мере не хуже бюрократов из правительства. С другой, ФРС обязана была уделить больше внимания тому, что цены на недвижимость подогреваются непрекращающимся ростом отношения задолженности домохозяйств к ВВП на фоне понижения уровня личных сбережений до рекордно низкой отметки. Этот показатель до 1993 г. стабильно держался на уровне 80% от общей суммы персональных доходов, затем к 2003 г. поднялся до 120%, а к середине 2006 г. — почти до 130%. В статьях Бордо и Джинна, а также специалистов из Банка международных расчетов говорилось, что бум в сфере недвижимости, сопровождаемый резким ростом задолженности, значительно повышает риск развития кризиса. Возможно, эти статьи и не сыграли решающей роли, но, безусловно, посодействовали возникновению сомнений в обоснованности политики «благотворного невмешательства» Федеральной резервной системы.

США воображают, что их финансовая и законодательная системы способны противостоять массивному вливанию капитала и одновременно избежать проблем, ставших причиной финансового кризиса в конце 2000-х гг. Надежда на то, что «на этот раз все будет иначе», поскольку США могут похвастаться неуязвимой финансовой системой, в очередной раз

не оправдалась. **Доходность финансового рынка оказалась сильно завышенной в результате массированного вливания капитала, точно также как в свое время на рынках развивающихся стран.** Меры, как впоследствии выяснилось, ставшие крупными ошибками законодателей (в том числе дерегулирование рынка субстандартных ипотечных кредитов и решение Комиссии по ценным бумагам и рынкам в 2004 г. разрешить инвестиционным банкам в три раза снизить нормативное значение коэффициента капитализации, то есть коэффициента, отражающего степень риска финансовой неустойчивости), были приняты практически одновременно. Вливание капитала стимулировало рост объема кредитов и цен на активы, притом что инвестиции в рискованные активы сокращались, что позволило МВФ в своем полугодовом экономическом обзоре за апрель 2007 г. утверждать, что глобальные риски невысоки и причин для беспокойства нет. **Если международное агентство, курирующее состояние мировой экономики, заявляет, что риска нет, то трудно представить себе более верный признак того, что девиз «на этот раз все будет иначе» живет и побеждает.**

Рейнхарт и Рогофф подчеркивают всеобщую убежденность игроков рынка, и особенно центральных банков в том, что «на этот раз все будет иначе», а следовательно, нечего и беспокоиться о всяческих тревожных симптомах. Через всю книгу красной нитью проходит мысль, что «иначе» не бывает никогда. Но мы предпочитаем самообман.

Мы говорим в основном о макроэкономике, но следует помнить и о том, что немало проблем возникает на нижних уровнях фондового рынка (с момента начала кризиса это стало очевидно). Причем на решение некоторых из них могут потребоваться годы. В первую очередь речь идет о резком скачке цен на недвижимость — более чем на 100% за пять лет в условиях роста задолженности. На начало 2008 г. в США общая сумма выданных ипотечных кредитов составляла около 90% от ВВП. За несколько лет до кризиса политики должны были найти

способы выпустить «лишний пар» из экономики. **К сожалению, стремление поддержать высокие темпы роста и предотвратить резкое падение фондового рынка «сорвало предохранительный клапан» на паровом котле экономики.**

Помните, как в главе 1 мы сравнивали маленькие лесные пожары в Нижней Калифорнии и мощные пожары в самой Калифорнии? Стремление предотвратить мелкие кризисы приводит к разворачиванию глобального кризиса, если система работает в условиях жестких ограничений.

Метод анализа симптомов (как и большинство других методов) не поможет назвать точную дату приближающегося кризиса или оценить его глубину. Но при постоянном употреблении дает ценную информацию о наличии одного или более классических признаков, возникающих в преддверии глубокого кризиса. В разработке эффективной и заслуживающей доверия системы «раннего оповещения» главным камнем преткновения служит даже не создание базовой системы своевременного информирования о проблемах на основе динамики ключевых показателей. **Главное препятствие на пути к успеху — это глубоко укоренившаяся привычка политиков и игроков рынка воспринимать эти сигналы как не имеющие отношения к делу остаточные рефлексы устаревшей системы; ведь старые правила интерпретации информации больше не действуют.** Если судить по опыту прошлых лет, о котором мы уже писали в этой книге, то эти сигналы игнорируются гораздо чаще, чем учитываются. Поэтому нам следует подумать о том, как повлиять на мышление политиков и бизнесменов.

К тому же политики должны признать, что банковский кризис затянулся. В некоторых случаях (в Японии в 1992 г. и в Испании в 1977 г.) это затягивание обусловлено тем, что официальные лица долго и упорно отрицали его существование.

Таким образом, предупредительные сигналы имели место. Но почему ФРС их игнорировала?

Действия ФРС, Гринспена, и особенно Бернанке, вполне обоснованно подверглись критике в популярной книге Эндрю Смизерса (переизданной в 2009 г.) «Переоцененная Уолл-стрит: несовершенные рынки и глупые центральные банки» (Wall Street Revalued: Imperfect Markets and Inept Central Bankers). Предисловие к ней написал один из наших любимых аналитиков Джереми Грэнтем. Оно перекликается с идеями из книги Рейнхарт и Рогоффа.

Смизерс критикует гипотезу эффективного рынка (EMH) в контексте других экономических концепций. Он доказывает, что Бернанке и Гринспен не сумели распознать назревающий кризис именно потому, что гипотеза эффективного рынка пустила глубокие корни и упомянутые экономисты свято в нее верили. «Отрицание кризиса только на том основании, что кризисы и крахи невозможны ни при каких условиях — все равно что отрицание реальности в угоду теории». Но именно это и происходило.

В предисловии Грэнтем писал:

Мой любимый вариант изложения их взглядов принадлежит Бернанке, утверждавшему в конце 2006 г.: «Рынок недвижимости США всего лишь отражает здоровое состояние американской экономики». На тот момент рынок недвижимости находился на пике столетнего цикла и никогда до этого не имел дела с экономическими «пузырями». Его окружали статистики, но он не обращал внимания на их данные... Всепоглощающая вера Бернанке в эффективность рынка, а значит, и в то, что в этом мире невозможны экономические «пузыри», не позволяла ему видеть дальше собственного носа<sup>4</sup>.

Рейнхарт и Рогофф снова и снова показывают нам, что экономические «пузыри» никогда не заканчиваются ничем хорошим. Рынки и инвесторы ведут себя иррационально. Кем должен был быть руководитель ФРС, чтобы предположить, что в отрасли недвижимости «надувается» экономический «пузырь», и нам придется принять меры к замедлению его роста — например, повысить процентные ставки, проанализировать секьюритизацию и порядок формирования рейтингов. Для этого требовался по-настоящему крутой топ-менеджер. А в действительности у нас был Гринспен, поощрявший

неконтролируемое расширение рынка секьюритизированных деривативов. И еще конгресс, не сумевший обеспечить должный контроль над деятельностью Fannie и Freddie (что обойдется американским налогоплательщикам примерно в 400 млрд долл.). Этот список можно продолжить.

## **Несколько напутственных слов от Рогоффа и Рейнхарт**

А что будет во время грядущей волны кризиса? Кто сможет шагнуть вперед и стать новым Полом Волкером, способным удержать экономику на краю пропасти?

Завершим эту главу выдержками из интервью, данного Рогоффом и Рейнхарт Джону.

ДЖОН МОЛДИН. Вернемся к ситуации в США. У нас все еще остается выбор, но, с моей точки зрения, он ограничен либо японским вариантом, отличающимся крайней нестабильностью экономики, либо постепенным, но радикальным сокращением долга. Мы не собираемся следовать по пути Австрии, погасившей долги, но ввергшей свою экономику в глубокую депрессию. Но в любом случае нам нужно соблюдать бюджетную дисциплину, иначе фондовый рынок не вернется в нормальное состояние. Вы согласны со мной? Или видите другой путь спасения?

КАРМЕН РЕЙНХАРТ. Не думаю, что у нас будет столько же времени, сколько было у Японии. Мы должны всему миру, а норма сбережения в США очень низкая, несмотря на то что уровень потребления тоже очень низок. Конечно, с точки зрения других стран он кажется весьма удовлетворительным, но если сравнить его с прошлыми периодами, то это очень мало. Поэтому у нас остается совсем немного времени.

ДЖОН МОЛДИН. Вот как? *(Я одновременно был шокирован и напуган!)*

КАРМЕН РЕЙНХАРТ. Думаю, если вы посмотрите на проблему долга США в целом, то откроете нечто новое для себя — я общалась с несколькими аналитиками, хорошо разбирающимися в вопросах, в которых я не сильна (например, государственные финансы). И конечно, мы знаем все о Калифорнии, но в их презентации штаты были объединены в группы в зависимости от степени долговых проблем, и это впечатляло. Я веду к тому, что ситуация с долгом в США в целом такова, что у нас нет времени, на которое рассчитывают многие политики по перечисленным выше причинам.

КЕННЕТ РОГОФФ. Хотел бы заметить, что в настоящее время почти каждая страна в мире зависит от того, как быстро мы справимся с бюджетными проблемами и насколько мы озабочены решением долговых вопросов в долгосрочной перспективе. Я не думаю, что большинство стран станут ожидать решения наших проблем слишком долго; это не значит, что нас принудят к дефолту, но возможностей выбора постепенно будет все меньше и меньше. Как оказалось, некоторые проблемы повторяются снова и снова, как будто мы катимся по той же колее, занимая деньги; сначала все вроде бы идет хорошо, и так же думает большинство людей. Но рано или поздно мы достигнем определенного предела. Никто не знает, где он находится и каким будет, но мы поймем, когда это случится. У нас с Кармен есть данные о том, какой долг можно считать большим, а какой — нет. США обязательно достигнет этого предела. Но некоторые люди не считают это большой проблемой: ведь нас — самую могучую страну в мире — все любят, да и куда еще будут инвестировать китайцы? И мы опять услышим рассуждения в духе «на этот раз все будет иначе», но с новыми вариациями.

Джон, мы начали эту беседу с того, как мы пришли к мысли заняться исследованием природы кризисов. В нашей статье 2003 г. содержалась одна идея, которую мы использовали в первых главах книги и которая нам действительно нравилась: как можно не только теоретически, но и количественно оценить

предел заимствований для каждой страны и хотя бы приблизительно вычислить, при каких процентных ставках наступает финансовый взрыв.

Для нас это стало откровением, поскольку помогло ясно понять, почему программа МВФ, в которой мы работали, наблюдая за ее ходом и обсуждая ее, вдруг дала сбой. Мы получили комментарии вроде: «Хорошо, их уровень задолженности 50%, и мы собираемся позволить им занимать и дальше, доведя этот показатель до 55%, прежде чем начнем внедрять меры по сокращению долга». Но если у них уже при 50% появляются проблемы, то при 55% процентная ставка может просто взлететь вверх, поскольку рынок потеряет уверенность. Среди наших последних, недавно завершенных работ есть статья «Рост в условиях долга» (Growth in a Time of Debt); в ней говорится о том, что в развитых странах наблюдается сопутствующий эффект, когда пределы роста превышались на 90–100%.

Вопрос о том, что предел должен где-то быть, возникает снова и снова, и все сказанное Кармен совершенно верно. Кое-что нам известно, но обычно многие заблуждаются на этот счет. Очевидно лишь одно: при отсутствии долгов нет необходимости беспокоиться о потере уверенности рынками или о том, в какую категорию должников можно попасть. Но, если у вас множество долгов, особенно краткосрочных, вам есть о чем волноваться. В нашей последней статье мы попытались отчасти показать это непрямыми методами, но все равно мы в этом уверены независимо от того, идет ли речь о рынках развивающихся или развитых стран наподобие США.

**КАРМЕН РЕЙНХАРТ.** Позвольте мне сделать замечание, отчасти вытекающее из моей склонности к нытью. Одна из особенностей нашего анализа состоит в том, что он исходит из наличия длительных периодов обремененности долгами. Как их накопление, так и погашение не происходят одновременно — это достаточно стабильный процесс. На этапе накопления долгов мы все считаем себя очень умными. Цены на активы растут, причем достаточно интенсивно. Думаю, что если не обращаться

к экстремальным сценариям и принимать во внимание не только США, но и ситуацию в глобальном масштабе, за исключением некоторых развивающихся рынков, то станет очевидным следующее. Накапливаются значительные суммы государственного и частного долга, причем государственный долг не позволяет стимулировать экономику, а связанные с ним проблемы отвлекают внимание законодателей в другую сторону. Если посмотреть на статистику долга частного сектора, как это сделали мы с Кеном, то можно построить график его динамики начиная с 1916 г. Он показывает, что ранее частный долг был существенно меньше, поэтому мы не принимали во внимание задачу его погашения во что бы то ни стало, как в последнее десятилетие. Так или иначе мы остаемся нацией, обремененной очень большими долгами. То же можно сказать и о большинстве развитых стран. Применительно к вашему вопросу, Джон, это означает, что мы находимся на этапе низкого экономического роста. А на этом этапе инвестиционные приоритеты меняются, и вряд ли нас ожидает бум ИТ-стартапов или субстандартного кредитования. Мне кажется, инвестиционная среда станет иной, более рациональной.

ДЖОН МОЛДИН. Это и есть то, что я называю хаосом в экономике. Именно поэтому нам трудно утверждать, что мы нашли выход из ситуации. Но, Кармен, то, что говорите вы и Кен, возможно лишь в случае, если мы будем действовать гораздо быстрее. Признаюсь, ваше утверждение о том, что у нас меньше времени, чем у Японии, привело меня в замешательство. Вы считаете, что процентные ставки необходимо поднять в условиях дефляционной деловой среды (каковую мы и наблюдаем сейчас), а это звучит почти как противоречие.

КЕННЕТ РОГОФФ. Я хотел бы немного успокоить читателей, хотя и не совсем, поддержав слова Кармен. Замедление темпов экономического роста — уже реальность, пришедшая вместе с накоплением долга. Не имеет значения, какой путь мы выберем. Греция — это крайний случай: ей придется затянуть пояса независимо от того, что она предпочтет — погашать долг

постепенно или сделать это быстро. В любом случае пояса придется затянуть, а это приведет к замедлению экономического роста. Если не принимать всерьез вероятность внезапного технологического прорыва или помощи инопланетян, нам так или иначе придется столкнуться с замедлением темпов экономического роста, о чем говорила Кармен. Не знаю, должны ли мы стремиться вступить в этот период быстро или сверхбыстро, но, несомненно, каждый из нас, планируя свое будущее, обязан это учитывать.

## Глава 6

# БУДУЩЕЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА: ОТСУТСТВИЕ ОПРЕДЕЛЕННОСТИ

*Чаще всего кредиторами нации становятся весьма просвещенные люди, поэтому есть основания полагать, что, прекрасно понимая собственные интересы, они в ответ на честное и откровенное обращение откажутся от согласованных требований в той мере, в которой этого потребует всякая реальная необходимость.*

Александр Гамильтон, Доклад о государственном кредите, 9 января 1790 г.

Наш аргумент в пользу приближения конца игры состоит в том, что, хотя долговой суперцикл продолжает развиваться на фоне растущего государственного долга, этот процесс объективно имеет предел, и мы к нему быстро приближаемся. В мире, в котором мы живем, необходимо не просто взять под контроль быстро возрастающие государственные расходы, но и действительно сократить их.

В этой главе мы разберем содержание основополагающего доклада Стивена Кечетти, Мадхусудана Моханти и Фабрицио Замполли

«Будущее государственного долга: перспективы и последствия» (The Future of Public Debt: Prospects and Implications), опубликованного Банком международных расчетов (BIS)<sup>1</sup>. Этот банк считают чем-то вроде главного банкира для центральных банков отдельных стран. У него нет формальных полномочий, зато он участвовал во многих глобальных проектах и пользуется большим влиянием. В конце концов, это один из немногих международных органов, последовательно заявлявших об опасности избыточных заимствований. Хотя по своему характеру BIS довольно консервативен, приводимые в этой главе данные шокируют читателей толстых академических журналов. В частности, речь пойдет о налогово-бюджетной политике в ряде стран и влиянии обусловленных возрастом населения государственных расходов (на выплату государственных пенсий и медицинское обслуживание) на уровень отношения государственного долга к ВВП.

В этой главе мы будем широко использовать цитаты из вышеупомянутого доклада, поскольку всегда лучше предоставить слово авторам. По мере необходимости мы сопроводим их собственными комментариями и пояснениями.

Изучая доклад, мы детально проанализируем затронутые в нем проблемы и следствия применительно к государственному долгу. Если последний дестабилизирует экономику, а государственный бюджет перегружен расходами, как это повлияет на курс государственных облигаций? Очевидно, что в этом случае они представляют нечто вроде финансовой пирамиды Понци. У правительств на данный момент не хватает политической воли, чтобы принять меры к существенному сокращению государственного долга. Поэтому не исключено, что мы столкнемся с определенным «финансовым давлением» со стороны правительств с тем, чтобы заставить инвесторов покупать государственные облигации. Неважно, что политика этих самых правительств способствует реальному обесцениванию государственных ценных бумаг. Вряд ли нас ждет приятное чтение, но ничего не остается, как перейти непосредственно к теме.

## Несколько слов о терминах

Прежде чем перейти непосредственно к теме, скажем несколько слов о терминологии, используемой BIS. Может показаться, что она трудно воспринимается на слух, на самом деле ничего сложного в ней нет. Существует большая разница между циклическим и структурным дефицитом бюджета. Суммарный дефицит включает в себя циклическую и структурную составляющие.

Правительство ежегодно взимает налоги и производит государственные платежи. Но в хорошие годы в виде налогов обычно собирается больше средств, чем в плохие. В хорошие годы чаще всего и государственные расходы ниже. Например, это зависит от расходов на выплату пособий по безработице, которыми правительство пытается смягчить рецессию в экономике. В низшей точке экономического цикла уровень безработицы достигает максимума. Наоборот, на пике цикла безработица низкая, компании зарабатывают больше, поэтому все платят больше налогов. Дополнительные заимствования, необходимые в нижней дуге цикла, называются *циклическим дефицитом*.

*Структурный дефицит* — это дефицит, сохраняющийся на всем протяжении цикла вследствие перманентного превышения государственных расходов общей суммы собираемых налогов. Он сохраняется независимо от того, имеет ли место рецессия.

Теперь рассмотрим еще один термин. Первичный баланс государственного бюджета зависит как от структурного, так и от циклического дефицита, и достигается в случае, если совокупные государственные расходы, за исключением процентов по государственному долгу, равняются совокупным государственным доходам. Ключевой момент тут — проценты по государственному долгу. Если процентная ставка растет быстрее, чем экономика, общий уровень задолженности государства будет повышаться.

Лучший способ представить себе финансовую деятельность правительства — отобразить его в виде домохозяйства, выплачивающего ипотечный кредит. Большой кредит проще погашать небольшими ежемесячными платежами. Если они растут быстрее, чем

ваш доход, то ваше долговое бремя будет только увеличиваться. То же самое касается стран. Точка невозврата для страны наступает тогда, когда процентные ставки по государственному долгу растут быстрее ВВП. На этом этапе стабилизировать дефицит уже невозможно. И в настоящее время многие развитые страны обнаружили, что именно это с ними и случилось.

## Жесткие меры

Наш прогноз роста ставок по государственному долгу демонстрирует несостоятельность бюджетной политики правительств ряда промышленных стран. Жесткие меры необходимы, чтобы контролировать быстрый рост нынешних и будущих государственных обязательств, одновременно смягчив их негативное влияние на долгосрочный экономический рост и стабильность денежной системы.

*Жесткие меры* — это не тот термин, который можно встретить в публикациях Банка международных расчетов. Но ситуация в двенадцати странах, о которых идет речь в лаконичном и хорошо написанном докладе BIS, вполне оправдывает необходимость их применения.

Авторы начинают с рассмотрения проблемы роста бюджетного дефицита и государственного долга. Бюджетный дефицит в США вырос с 2,8 до 10,4% в 2010 г.; причем в 2011 г. предусматривалось лишь незначительное его сокращение на 1,3%. Прогнозировался взлет (единственно правильное слово!) государственного долга с 62 до 100% от ВВП к концу 2011 г. или вскоре после этой даты. Авторы отнюдь не приукрашивают ситуацию. В начале доклада они пишут:

Политика погашения государственного долга различается в разных странах. Там, где уже имелся печальный опыт, правительства придерживаются принципа экономии. Для других стран характерна расточительность в государственных тратах. В последние годы было несколько примеров удачной консолидации государственного долга. Но бюджетные ограничения, видимо, обеспечивают лишь его поддержание

на стабильном уровне, при этом редко гарантируют его сокращение. Наиболее существенно то, что колебания от дефицита к профициту связаны с падением номинальных процентных ставок, ускорением роста экономики или и тем и другим одновременно. В настоящее время процентные ставки находятся на очень низком уровне, а прогноз экономического роста для ведущих экономик в лучшем случае весьма умеренный. **Это подводит нас к мысли, что вопрос только в том, когда рынки начнут оказывать давление на правительство, если уже не начали.**

Когда в условиях отсутствия налоговых мер инвесторы начнут требовать гораздо более высокой компенсации за риск постоянно возрастающего государственного долга, с помощью которого правительство финансирует свои экстравагантные проекты? В ряде стран уже наблюдаются признаки порочного круга государственного долга: его высокий уровень провоцирует повышение процентных ставок, а они, в свою очередь, приводят к росту государственного долга.

Отсюда следует, что бюджетно-налоговые проблемы, с которыми сталкиваются сейчас промышленные страны, следует решить быстро и эффективно. Провал в этом вопросе значительно увеличит риск неожиданного и резкого повышения доходности среднесрочных и долгосрочных государственных облигаций, а это, в свою очередь, ставит под угрозу процесс экономического оздоровления. Это также усложнит задачи центральных банков по контролю инфляции в ближайшем будущем и может подорвать доверие нынешних соглашений в области монетарной политики.

Конечно, бюджетно-налоговые проблемы требуют срочного решения, но вопрос о том, как это сделать и одновременно не подавить намечающееся экономическое оживление, на данный момент становится ключевым для бюджетных комитетов и правительств.

Как показали Рейнхарт и Рогофф, при возрастании отношения государственного долга к ВВП сверх 90% ВВП сокращается примерно на 1%. Авторы данного доклада и других научных публикаций предположили, что это одно из следствий вытеснения эффективных частных инвестиций инвестициями, финансируемыми за счет государственного долга.

Задумаемся об этом на минутку. Отношение государственного долга к ВВП США имеет все шансы достичь значения 100% в течение нескольких последующих лет, особенно если учитывать муниципальный долг. Если, по прогнозам, ВВП будет расти на 3,5%, то с учетом вышесказанного мы снизим этот показатель до 2,5%. А среднегодовой рост ВВП на 2,5% не позволит достичь полной занятости. Мы жили в условиях высокой занятости очень долгое время, а в будущем нас ждет увеличение числа участников программ помощи по безработице примерно на один миллион человек.

Государственные выплаты, связанные с безработицей, в настоящее время составляют свыше 20% общего дохода домохозяйств. В течение года этот показатель должен снизиться наиболее существенно, если только срок выплат по безработице не будет продлен сверх нынешних 99 недель. Но пока конгресс не проявляет особого желания внедрять подобные меры. Это очень сильно повлияет на потребительские расходы.

Отношение государственного долга к ВВП для Великобритании практически удвоилось в период с 2007 по 2011 гг. — с 47 до 94%. Это значение будет расти примерно на 10% в год, если только не последуют значительные налоговые реформы. Тот же показатель для Греции поднимется со 104 до 130%, так что, можно сказать, США и Великобритания изо всех сил стараются догнать Грецию. В Испании темпы роста ниже: с 42 до 74%, а в будущем снизятся до 5% в год. Но экономика Испании находится в рецессии, ВВП уменьшается, а уровень безработицы достигает 20%. Португалия? В следующие два года можно ожидать роста отношения государственного долга к ВВП с 61 до 97%, и у страны практически нет приемлемых вариантов решения этой проблемы. Эти показатели рассчитаны исходя из того, что правительственные прогнозы развития экономики окажутся

верными. Но судя по опыту последних лет, аналитики из правительства склонны к излишнему оптимизму.

Отношение государственного долга Японии к ВВП к концу 2011 г. составит 204% при темпе роста 9% в год. Почти все сбережения в этой стране вкладываются в государственные ценные бумаги; тем самым сокращается объем эффективных частных инвестиций. Рейнхарт и Рогофф отмечают, что в течение трех лет после типичного банковского кризиса абсолютный объем государственного долга повышается на 86%. Однако во многих случаях после особенно тяжелого кризиса государственный долг может возрасти на 300 и более процентов. Например, Ирландия всего за пять лет более чем утроила это значение.

Далее в докладе BIS говорится:

Мы не думаем, что этот кризис можно считать типичным с точки зрения его влияния на дефицит и государственный долг. **Причина этого заключается в том, что во многих странах занятость и темпы экономического роста вряд ли вернуться к своим докризисным значениям в обозримом будущем.** В результате пособия по безработице и прочие компенсации они будут вынуждены выплачивать в течение нескольких лет; кроме того, придется поддерживать высокий уровень частных инвестиций.

Перманентная потеря части потенциально возможного объема производства, вызванная кризисом, также говорит о том, что государственные доходы во многих странах в среднем окажутся ниже обычного. В период 2007–2009 гг. отношение государственных доходов к ВВП снизилось на 2–4% в Ирландии, Испании, США, Великобритании. Трудно сказать, какую часть из этого можно будет компенсировать во время экономического оживления. **Из опыта известно, что чем дольше частные лица и компании остаются безработными и недогруженными, тем большие масштабы приобретает теневая экономика.**

Понятно, что в США, Великобритании и Европе ждут революционных изменений в государственных расходах. В условиях великого финансового кризиса вряд ли можно ожидать резкого скачка

налоговых поступлений в соответствующей фазе. Потребуется намного больше времени, чем обычно, чтобы добиться темпов экономического роста, при которых наполнятся государственные закрома.

Теперь пропустим несколько абзацев доклада и перейдем непосредственно к прогнозу динамики государственного долга.

## **Динамика государственного долга в будущем**

Мы не сразу решили, что лучше: привести цитаты из следующего раздела доклада или изложить краткое обобщение. В конечном итоге выбрали цитирование, поскольку консервативный по своему характеру Банк международных расчетов предпочитает изъясняться языком графиков. Мы бы хотели, чтобы читатели лучше поняли их аргументацию. Именно причины нынешнего кризиса приближают конец игры для развитых стран. На этом фоне особенно шокирующей выглядит самоуспокоенность столь многих политических деятелей во всем мире.

Давайте рассмотрим ряд тридцатилетних прогнозов динамики отношения государственного долга к ВВП в основных промышленных странах мира (Австрия, Франция, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Япония, Нидерланды, Португалия, Испания, Великобритания и США). Мы выбрали временной интервал в тридцать лет для того, чтобы учесть большие непокрытые обязательства, проистекающие из неизбежного возрастания государственных расходов в будущем, связанных с процессом старения населения. При этом мы не можем предсказать предстоящих изменений в налоговой и бюджетной политике, хотя уверены, что таковые обязательно будут. За отправную точку примем, что суммарные государственные доходы и первичные расходы, не зависящие от возраста населения, составляют фиксированный процент от ВВП на уровне 2011 г. в соответствии с прогнозом ОЭСР. Воспользовавшись прогнозом Бюджетного управления конгресса

и Еврокомиссии по динамике зависящих от возраста населения расходов, мы можем предсказать динамику совокупных первичных государственных расходов и первичный баланс бюджета в течение следующих тридцати лет. На протяжении всего периода прогнозирования реальная процентная ставка, определяющая стоимость обслуживания долга, берется за постоянную и равную среднему показателю в 1998–2009 гг., а прогнозный темп роста реального ВВП принимается на уровне рассчитанного ОЭСР посткризисного значения.

Видимо, следует объяснить читателям разницу между номинальным и реальным ВВП. Номинальный ВВП — это его количественная оценка в денежном выражении, равная, скажем, 103 долл. Если индекс инфляции составляет 3%, то реальный ВВП будет равен 100 долл. Правительство часто старается обеспечить плавную инфляцию. Это приводит к росту цен и повышению зарплат, но ни то ни другое в реальном выражении не растет; имеет место лишь инфляционный рост. Поэтому экономисты принимают во внимание прежде всего реальный, а не номинальный ВВП. В действительности все это выглядит несколько сложнее, но основная идея такова. С учетом вышеизложенного неудивительно, что оценки обычно весьма консервативны, в то время как оценки темпов роста ВВП от ОЭСР намного более оптимистичны. Если бы ОЭСР была не столь оптимистична и учитывала бы проблемы с курсом евро, а также грядущую рецессию в следующие десятилетия (всегда случаются непредвиденные рецессии, не учтенные ни в каких оценках), то прогноз был бы куда хуже. А теперь вернемся к докладу.

## **Прогноз государственного долга**

Данный прогноз позволяет сделать целый ряд выводов. **Во-первых, в исходном сценарии традиционно рассчитанный дефицит бюджета резко возрастает.** Если подходы к бюджетной политике не изменятся и связанные с возрастным составом населения бюджетные расходы не будут урезаны, то к **2020 г. удельный вес первичного бюджетного дефицита в ВВП возрастет до 13%**

**в Ирландии, 8–10% в Японии, Испании, Великобритании и США.** (Ого! Заметьте, они не думают, что в США эти проблемы исчезнут сами по себе, хотя наша нынешняя администрация строит совершенно нереалистичные планы относительно будущих изменений в законодательстве.) Наконец, в Австрии, Германии, Греции, Нидерландах и Португалии этот показатель составит 3–7%. И только в Италии благодаря разумной бюджетной политике первичный бюджетный дефицит держится на приемлемом уровне вследствие того, что страна вступила в кризис со сбалансированным бюджетом и в последние несколько лет не использовала никаких специальных стимулов.

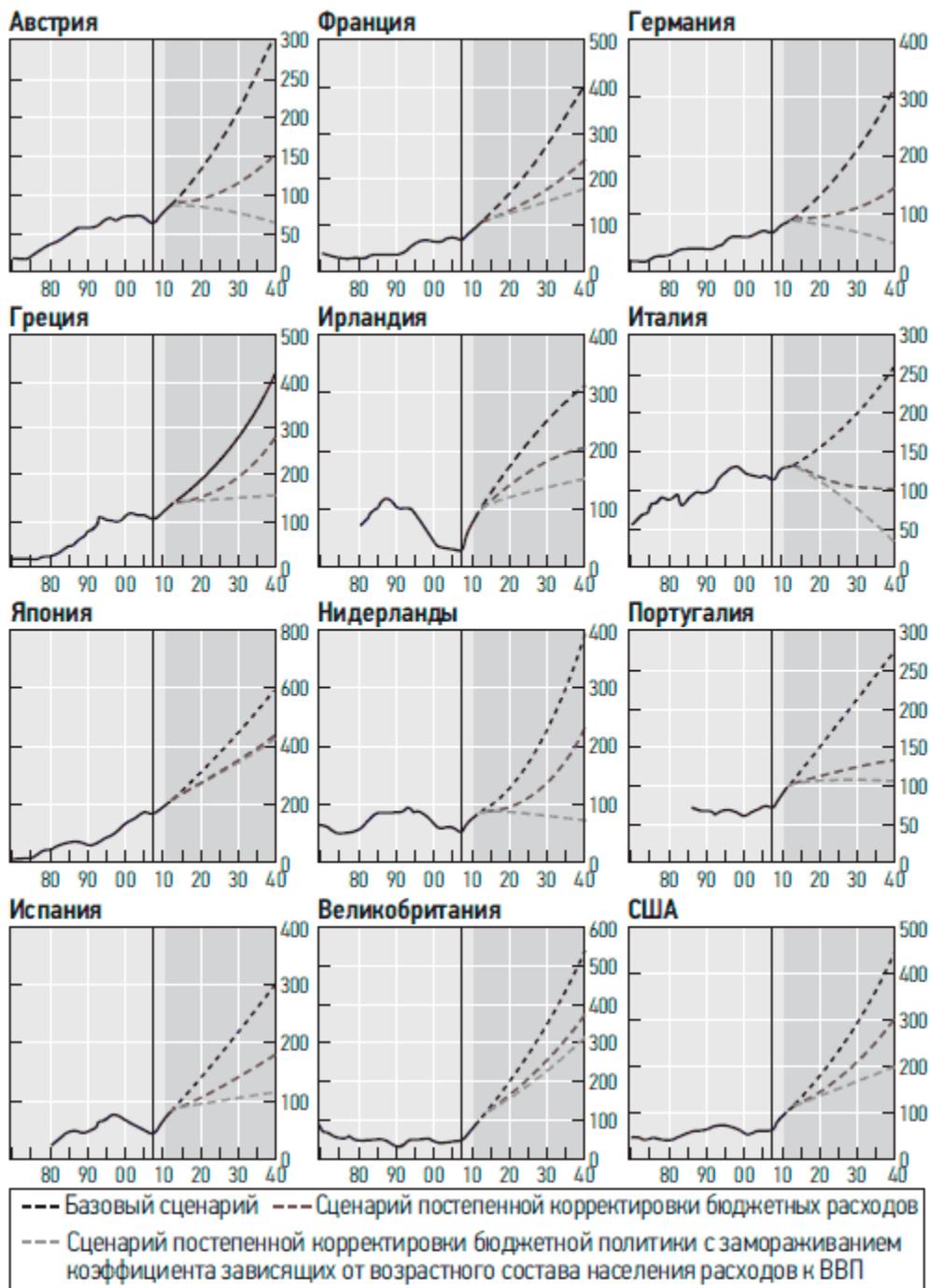
Но наш главный вопрос: как все эти факторы влияют на государственный долг? Результаты проведенного анализа (см. рис. 6.1) говорят о том, что в случае с исходным сценарием **отношение долга к ВВП в следующие десять лет резко возрастет, превысив 300% в Японии, 200% в Великобритании и 150% в Бельгии, Франции, Ирландии, Греции, Италии и США.** Графики, приведенные на рис. 6.1, свидетельствуют, что без изменения бюджетной политики динамика коэффициента будет неустойчивой. Это подтверждается и динамикой прогнозной процентной ставки; на том же рис. 6.1 показано, какую часть удельного веса первичного дефицита в ВВП представляют расходы по обслуживанию государственного долга в каждой из стран.

Видя, что сохранить статус-кво не удастся, страны разрабатывают планы бюджетной консолидации. В частности, цель США — снизить удельный вес дефицита федерального государственного бюджета в ВВП с 11 до 4% к 2015 г. В Великобритании план бюджетной консолидации предусматривает сокращение бюджетного дефицита на 1,3 процентных пункта ВВП ежегодно в период с 2010 по 2013 г. (см. доклад ОЭСР за 2009 г.).

Чтобы выявить долгосрочные последствия аналогичной постепенной корректировки бюджетной политики мы сделали прогноз отношения долга к ВВП исходя из того, что первичный баланс бюджета улучшается на один процентный пункт ВВП в год в течение пяти лет, начиная с 2012 г. Результаты представлены на рис. 6.1. Хотя такая корректировка и замедлит накопление государственного долга

по сравнению с исходным сценарием, она не обеспечит некоторым ведущим промышленным экономикам достаточное сокращение в следующем десятилетии.

**Рис. 6.1. Прогноз отношения государственного долга к ВВП**

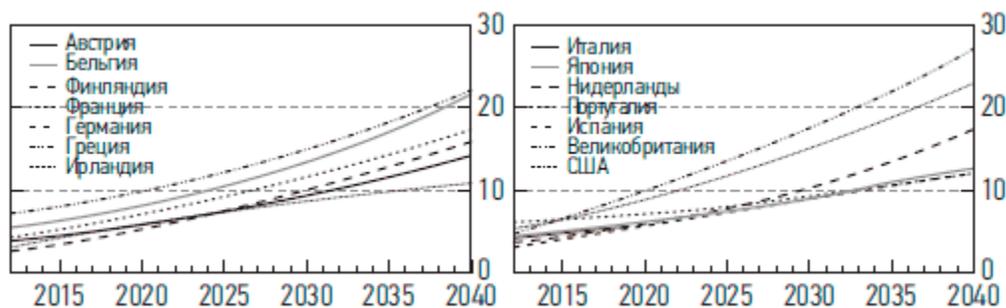


Источник: исходный сценарий Банка международных расчетов

Таким образом, консолидации в соответствии с вышеизложенными предложениями недостаточно для удержания уровня государственного долга в приемлемых границах в течение нескольких следующих десятилетий.

Альтернатива традиционным методам уменьшения бюджетных расходов и повышения доходов сводится к отказу от невыполнимых более обещаний. В данном случае это предполагает переключение на политически невыгодную программу сокращения будущих обязательств, зависящих от возрастного состава населения. Исходя из этой возможности, мы разработаем третий сценарий, сочетающий постепенную корректировку бюджетной политики с замораживанием коэффициента зависящих от возрастного состава населения расходов к ВВП на уровне, рассчитанном для 2011 г. На рис. 6.1 показаны возможные последствия столь драконовской политики. Учитывая ее жесткость, результаты не удивляют: восходящая динамика коэффициента долга к ВВП изменила направление и стала нисходящей в Австрии, Германии и Нидерландах. В ряде других стран эта политика позволила существенно замедлить темпы наращивания государственного долга. **Интересно, что во Франции, Ирландии, Великобритании и США даже этого оказалось мало, чтобы взять под контроль растущий государственный долг.**

**Рис. 6.2. Прогноз расходов по обслуживанию государственного долга в % от ВВП**



Источник: Банк международных расчетов, ОЭСР, расчеты авторов

Кроме того, многим странам, включая США, следует серьезно обдумать ситуацию. Мы просто не сможем финансировать прогнозный экономический рост в ожидаемых объемах. Отметим, что в США даже

при жестком сокращении финансирования бюджетных программ отношение долга к ВВП все равно возрастет до 200% в течение 30 лет. Это показывает, насколько неэффективны наши программы; таким образом, шансов на успешные реформы у нас немного. Это также означает, что если мы, то есть США, примем решение внедрять социальные программы, то получим существенный рост налога на добавленную стоимость, поскольку для этого потребуются значительные средства; однако рост налогов приведет к замедлению экономического роста.

Задолго до того как стоимость обслуживания государственного долга достигнет хотя бы 10% от ВВП в начале 2020-х гг., фондовый рынок взорвется. На рис. 6.2 приведены графики таких расходов, которых в действительности быть не может. Поэтому конец игры станет для нас реальностью, если бюджетный дефицит не удастся взять под контроль. Приведем еще несколько цитат из доклада Банка международных расчетов.

Все это подводит нас к вопросу, каким должен быть первичный баланс, чтобы отношение долга к ВВП каждой страны вернулось к докризисному значению 2007 года. Даже если допустить, что странам с низким уровнем задолженности не надо возвращаться к показателям 2007 г., все равно этот вопрос весьма интересен. В табл. 6.1 приведены средние значения первичного бюджетного профицита, необходимые для возврата к докризисным показателям коэффициента государственного долга в течение пяти, десяти и двадцати лет. Агрессивная корректировка, направленная на достижение этой цели за пять лет, должна предусматривать ежегодный первичный профицит бюджета в размере 8–12% от ВВП в США, Японии, Великобритании и Ирландии, 5–7% в ряде других стран. Если рассчитать сглаженный показатель за более длительное время (например, 20 лет), то целевой показатель среднегодового профицита будет ниже: ведь правительство получит возможность ориентироваться на более высокие коэффициенты долга к ВВП в краткосрочном и среднесрочном периоде.

**Таблица 6.1. Средний размер первичного баланса, необходимого для стабилизации отношения государственного долга к ВВП на уровне значения 2007 г. (в % от ВВП)**

	Более 5 лет	Более 10 лет	Более 20 лет	Примечание: первичный баланс в соответствии с прогнозом на 2011 г.
Австрия	5,1	3,0	2,0	22,9
Франция	7,3	4,3	2,8	25,1
Германия	5,5	3,5	2,4	22,0
Греция	5,4	2,8	1,5	25,3
Ирландия	11,8	5,4	2,2	29,2
Италия	5,1	3,4	2,5	0,0
Япония	10,1	6,4	4,5	28,0
Нидерланды	6,7	3,7	2,3	23,4
Португалия	5,7	3,1	1,8	24,4
Испания	6,1	2,9	1,3	26,6
Великобритания	10,6	5,8	3,5	29,0
США	8,1	4,3	2,4	27,1

*Источник: Банк международных расчетов, ОЭСР, расчеты авторов*

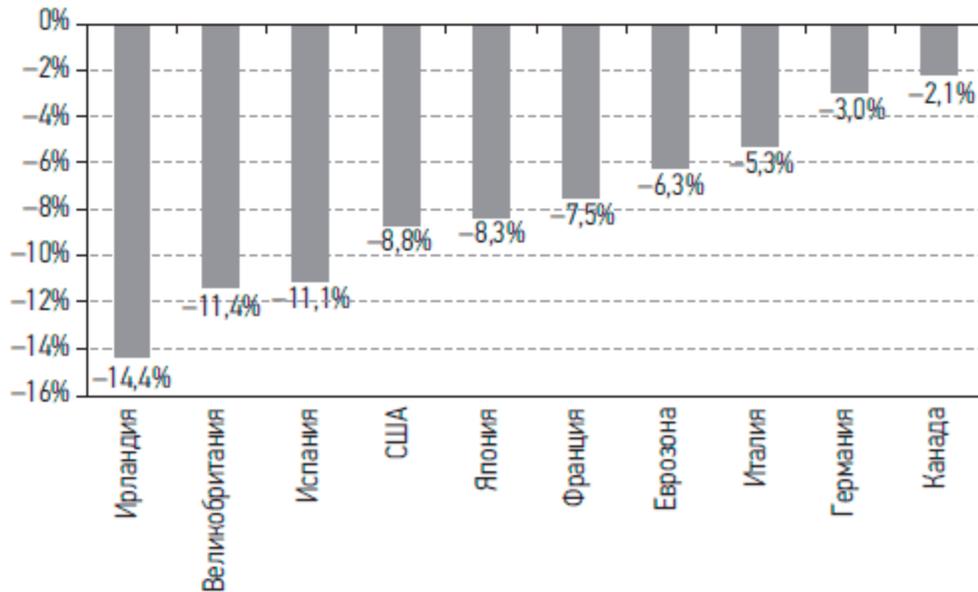
Можете ли вы представить, что США способны обеспечить профицит бюджета хотя бы на уровне 2,4% от ВВП? Это более 350 млрд долл. в год. Для этого придется увеличить доходную часть бюджета на сумму, равную 12% ВВП.

Теперь перейдем к той части доклада, в которой говорится о рисках, связанных с бюджетным дефицитом. Кстати, следует заметить, что у 25 из 27 стран Евросоюза дефицит бюджета составляет более 3% от ВВП. Для Ирландии это значение равно 14,3%, для Португалии — около 10%, для Греции — почти 14%.

На рис. 6.3 представлены показатели бюджетного дефицита/профицита в различных странах мира. Отметим, что во Франции он составляет более 8%. В Еврозоне в целом — около 6%. Ого! Но о последствиях такого положения вещей мы поговорим дальше.

Первый вид риска состоит в вероятности повышения процентных ставок за счет того, что авторы доклада называют *повышенной премией за риск*. По сути, инвесторы желают получить больше, поскольку и рискуют сильнее.

### **Рис. 6.3. Дефицит/профицит государственного бюджета в % от ВВП**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Сейчас десятилетние облигации обеспечивают 10-процентную доходность, хотя и не без поддержки со стороны правительства. Греция никоим образом не справится со своими проблемами, если процентная ставка достигнет 10 или 15%, то есть возрастет почти в четыре раза менее чем за год. Ставки растут и в других странах на периферии Европейского союза. В Испании и Ирландии курс государственных облигаций повышается всякий раз, когда Европейский центральный банк предпринимает меры по их поддержке.

[Второй вид риска] связан с более высоким уровнем государственного долга в условиях снижения темпов экономического роста в долгосрочной перспективе. Рост государственного долга влечет за собой увеличение доли ресурсов общества, направляемых на его обслуживание. Соответственно, если правительство собирается поддерживать прежний объем государственных услуг и трансферов, то ему придется повышать налоги параллельно с увеличением долга. Повышение налогов вносит поправки в распределение общественных ресурсов и замедляет экономический рост. Принимая во внимание нынешний уровень налогов в некоторых

странах, весьма сомнительно, что их дальнейшее увеличение обеспечит рост поступлений в бюджет.

Искажающее влияние повышения налогов выражается также в уменьшении объема эффективных частных капиталовложений. В закрытой экономике растущий государственный долг будет поглощать всевозрастающую часть общественного богатства, вздувая реальные процентные ставки и сокращая объем частных инвестиций.

**Это не только уменьшает объем промышленного производства, но и приводит к замедлению темпов экономического роста: вновь созданный капитал неизменно более продуктивен, чем старый, поэтому уменьшение объемов инвестирования снижает его качество.** В открытой экономике международные финансовые рынки могут смягчить данный процесс в той мере, в какой инвесторы уверены в способности страны погасить свои обязательства. Но даже если частный капитал и не вытесняется из процесса инвестирования, увеличение заимствований за рубежом означает сокращение дохода внутри страны на сумму процентов, выплачиваемых зарубежным кредиторам, а это, в свою очередь, увеличивает разрыв между ВВП и ВНП.

Это вполне согласуется с выводами Рогоффа и Рейнхарт о том, что при отношении государственного долга к ВВП свыше 100% темп экономического роста снижается на 1% и более. Как мы уже писали, рост государственного долга и расходов не способствует повышению продуктивности. Эту задачу решают частные инвестиции. Если же государственные инвестиции вытесняют частные, то темпы экономического роста замедляются, что и показали Рейнхарт и Рогофф в своей книге.

Наконец, специалисты Банка международных расчетов подчеркивают, что, вполне вероятно, правительство не сумеет сгладить последствия кризиса за счет дефицита государственного бюджета, поскольку на момент начала кризиса таковой уже имеется, равно как и большой государственный долг. В результате бюджетная политика оказывается неэффективной.

## Проблемы центральных банков

Интересно, что авторы доклада считают одной из основных проблем, с которыми сталкиваются центральные банки, вероятность превышения инфляционных ожиданий в условиях нежелания части правительства вводить жесткие бюджетные ограничения. При отсутствии у правительства политической воли монетарная политика не может быть эффективной. Иными словами, не имеет значения, насколько специалисты ФРС стремятся помочь стране в период кризиса; они просто не в состоянии принять действенные меры, пока правительство США не справится с проблемой дефицита государственного бюджета. В докладе BIS сказано:

Второй путь стимулирования инфляции через государственный долг — это политическое и экономическое давление с требованиями обесценить при помощи инфляции реальную стоимость долга, с которым сталкиваются творцы монетарной политики. Это давление усиливается, когда больше долг, продолжительнее период его погашения, больше часть, номинированная в национальной валюте, и больше часть иностранных кредиторов. Причем стимулы временно потерпеть высокую инфляцию увеличиваются, если налоговая система и система бюджетных трансфертов построены на номинальных денежных потоках и политики считают социальной необходимостью оказывать помощь домохозяйствам и компаниям в снижении их задолженности в реальном выражении. Однако стоит отметить, что издержки от неожиданной инфляции почти наверняка будут значительными — перманентно высокая реальная процентная ставка в будущем (и прочие последствия стабильно высокой инфляции).

В моей (Джона) последней беседе с президентом Федерального резервного банка в Далласе Ричардом Фишером тот заявил, что нынешнее руководство ФРС прекрасно понимает, что не может безостановочно печатать деньги. Так на кого должен смотреть Банк

международных расчетов, когда речь заходит об искушении провести контролируруемую инфляцию?

В качестве примера стран, где в течение двух последних лет инфляция приобрела неожиданно большой размах, можно привести Великобританию и Банк Англии (либо этот банк не в состоянии точно прогнозировать инфляцию, либо он ничего против нее не имеет), Японию, а также ряд центральных банков европейских стран меньшего размера. Они не имели намерения снижать курс своей валюты, особенно на фоне постепенного падения курса евро. По мнению Банка международных расчетов, искушение обесценить долг с помощью инфляции довольно велико. Но бесплатный сыр бывает только в мышеловке. Инфляция может выйти из-под контроля, и все закончится плохо; возможно, появится новый Пол Волкер и ввергнет экономику в продолжительную рецессию. Мы считаем, что последнее предложение в приведенной выше цитате служит предупреждением о том, что такая политика способна пробудить к жизни даже более страшные кошмары банкиров.

Теперь перейдем к завершающей части доклада (напоминаем, что текст выделен нами).

Наше исследование перспектив государственного долга заставляет сделать несколько важных выводов. Во-первых, бюджетные проблемы, подстерегающие промышленно развитые страны, гораздо масштабнее, чем можно подумать, изучая официальную статистику долга, сложившуюся под влиянием финансового кризиса и рецессии. **Еще бóльшую угрозу по сравнению с превышением отношения долга к ВВП 100-процентной планки представляет быстрое старение населения. Связанные с этим непокрытые финансовые обязательства велики и продолжают расти; именно они лежат в основе нынешнего долгосрочного бюджетного планирования.**

**Очень важно, чтобы правительство не обманывалось той легкостью, с какой до настоящего момента удавалось финансировать бюджетный дефицит.** Вследствие финансового кризиса динамика промышленного выпуска, по всей видимости,

не сможет держаться на том уровне, который предполагался еще несколько лет назад. В результате доходы бюджета снизятся, а расходы повысятся, что создаст дополнительные трудности для консолидации бюджета. **Но, если не принимать мер для стабилизации бюджетной политики, расходы на обслуживание долга могут резко и внезапно вырасти.**

Во-вторых, большой государственный долг влечет за собой существенные финансовые и производственные последствия. Недавний резкий рост удельного веса премии за риск в доходности долгосрочных облигаций, выпущенных правительствами нескольких промышленных стран, говорит о том, что **фондовый рынок больше не считает государственные облигации низкорисковым вложением капитала.**

Существуют определенные свидетельства того, что средняя премия за риск растет с ростом долга и снижается с уменьшением доли налоговых поступлений в ВВП и объема частных инвестиций. **Государства с относительно слабой бюджетной системой и высокой степенью зависимости от зарубежных источников покрытия их бюджетного дефицита обычно несут более высокие расходы по обслуживанию долга.** Такая рыночная дифференциация позитивно влияет на рыночную систему, но может заставить правительства этих стран вернуться к задаче сбалансирования бюджета намного раньше, чем они планировали.

В-третьих, хотелось бы отметить, что риск перманентно высокого государственного долга замедлит процесс накопления капитала, повышение производительности труда и потенциальный долгосрочный экономический рост. Хотя мы не приводили прямых доказательств в пользу этой гипотезы, последние исследования указывают на вероятность существования нелинейной зависимости между государственным долгом и экономическим ростом, а также долгом и объемом промышленного производства (Рейнхарт и Рогофф, 2009).

**Наконец, длительная бюджетная несбалансированность создает большой риск нестабильности денежной системы в будущем.** Мы описывали два канала, через которые нестабильная динамика государственного долга может вызвать высокую инфляцию: прямая монетизация долга и попытка снизить его реальную стоимость путем инфляционного обесценивания. Учитывая нынешние принципы монетарной политики, оба варианта маловероятны, по крайней мере в краткосрочной перспективе.

Вопрос о том, как справиться с этими бюджетными проблемами, одновременно не подавив наметившегося оживления в экономике, стал ключевым для современных политиков. Хотя мы не можем предложить универсального рецепта его решения, но совершенно уверены, что любой консолидационный бюджет должен включать действенные меры по сокращению будущих непокрытых обязательств. Объявление о реформировании рассчитанных на будущее социальных программ позволит властям дождаться выхода из кризиса и лишь потом сокращать дискретные расходы и повышать текущую сбалансированность бюджета.

Важным фактором в решении проблемы будущих обязательств государства является возможность минимизировать любое потенциально негативное влияние на нынешнюю модель поведения в области сбережений. С этой точки зрения решение повысить пенсионный возраст более приемлемо, чем повышение налогов или сокращение будущих выплат. Действительно, это может даже повысить расходы на потребление (например, см. работу Баррела и др. 2009 г., в которой приведен анализ этой альтернативы для Великобритании).

## **Вот уж действительно — бах!**

Еще один вид риска обычно никем не обсуждается — это уровень иностранных заимствований в некоторых странах и, соответственно, риск рефинансирования. Под последним мы имеем в виду, что

по наступлении срока выкупа облигаций их необходимо заменить облигациями нового выпуска. Если их прежний держатель нуждается в наличности, чтобы инвестировать в другие ценные бумаги, или просто считает ваши облигации слишком рискованным вложением, вам следует найти нового покупателя на следующий выпуск облигаций. В ближайшем будущем Греции придется погасить большое количество государственных облигаций. Это не просто новый долг: предстоит найти кого-то, кто согласился бы выкупить старый долг. Именно поэтому грекам нужна такая большая сумма денег.

Такая проблема есть не только у Греции. Примерно 45% государственного долга Испании принадлежит иностранным инвесторам; в одном лишь 2010 г. испанцам пришлось рефинансировать старые долги на 190 млрд евро. Это больше, чем весь ВВП Португалии. Испания не сможет проводить эту операцию исключительно за счет внутренних средств. Но захотят ли иностранные инвесторы рефинансировать испанский долг в 90 млрд евро, и если да, то по какой стоимости (особенно если у них нет уверенности в том, что Испания намерена ввести жесткие бюджетные ограничения)?

Председатель Совета управляющих Европейского центрального банка Жан-Клод Трише говорит:

В отношении бюджетной политики мы призываем все правительства к решительным действиям по достижению долговременной и надежной консолидации государственного бюджета. Последние данные говорят о том, что ликвидация значительных дисбалансов бюджетов потребует гораздо больших усилий, чем прежде. Для бюджетной консолидации необходимо значительно превысить годовые темпы корректировки дефицита бюджета, предусмотренные Пактом стабильности и роста на уровне не менее 0,5% от ВВП.

Чем дольше откладывается бюджетная корректировка, тем больше будет ее объем и выше риск потери уверенности инвесторами, а также репутационные издержки. Напротив, быстрое внедрение комплексных и продуманных мер по консолидации, ориентированных на сокращение

государственных расходов в сочетании со структурными реформами, укрепит веру общества в способность правительства упорядочить государственные финансы, снизить премию за риск и тем самым поддержать устойчивый рост экономики<sup>2</sup>.

Это точка зрения человека, требующего серьезного ужесточения бюджетной политики. Никаких заурядных урезаний расходов то тут, то там. Это подводит нас к сути проблемы. Данные, приведенные на рис. 6.3, свидетельствуют о том, что уровень дефицита бюджета в большинстве стран очень высок, и если радикально попытаться его сократить, то какие-то из них впадут в глубокую рецессию, а в остальных существенно замедлятся темпы экономического роста. Некоторым угрожает не что иное, как глубокая депрессия.

Всей Еврозоне угрожает повторная рецессия (если она не началась, пока эта книга находилась в печати). Страны одна за другой должны будут убеждать зарубежных инвесторов приобретать их государственный долг. Если они урежут расходы госбюджета, то ВВП уменьшится, что, по иронии судьбы, поднимет значение коэффициента долг/ВВП и заставит инвесторов еще больше повысить проценты по этим ценным бумагам. Мы получаем замкнутый круг.

Рейнхарт и Рогофф писали по этому поводу: «Обремененные большим долгом правительства, банки или компании долгое время катятся по накатанным рельсам, и вдруг — бах! — уверенность испаряется, кредиторы исчезают, и наступает кризис»<sup>3</sup>.

## **Центр обороны нельзя удержать**

Инвестирование в государственный долг зарубежных стран еще недавно казалось многим банкам весьма прибыльным делом. Берете дешевые деньги, вкладываете в государственные облигации и получаете приличную прибыль. Но сейчас такие инвестиции потеряли свою привлекательность. Кредитные спреды распространяются по Европе. Процентные ставки растут, особенно для периферийных стран Еврозоны. Вместе с Хайманом Мински мы обнаруживаем, что неуклонно движемся к «моменту Мински». Именно Мински принадлежит блестящее высказывание о том, что

стабильность порождает нестабильность. Чем дольше сохраняется привычный порядок вещей, чем больше наша самоуспокоенность и тем громче в конце концов звучит: «Бах!». Мы приходим к «моменту Мински». Мы опять считаем, что на этот раз все будет иначе, и неизменно обманываемся.

Мински показал путь от так называемого хеджевого союза, где долг и проценты погашаются за счет дохода от инвестиций, до спекулятивного союза, где за счет инвестиций выплачивается только процент по долгу, и, наконец, до союза Понци, где единственным источником погашения долга является рост стоимости инвестиций. В конце этого пути нас всегда ждет «момент Мински» с его бурным кипением рынка и нежелательной волатильностью экономики.

Завершение пути и «момент Мински» мы наблюдали в 2008 г., когда финансовые системы большинства стран рухнули. Никто не хотел покупать облигации ипотечного кредита США, и каждый банк беспокоился о том, чем перегружены балансы остальных банков. Система межбанковского взаимного кредитования прекратила действовать.

Греция на данный момент представляет собой союз Понци. Как подчеркивал Джон Хассман, если ставки по кредитам достигают 15% и вам надо рефинансировать государственный долг, притом что ваша экономика не растет, то вам ничего не остается, как тратить все средства исключительно на обслуживание долга. Таким образом, «момент Мински» наступает, когда вы больше не можете воспользоваться услугами рынка. Бах! Проанализируем взгляды Хассмана более детально:

Ключевая проблема Греции в неудовлетворительных темпах ее экономического роста; дефицит государственного бюджета превысил все разумные пределы (14% от ВВП); уже имеющийся государственный долг свыше 120% от ВВП; процентные ставки по долгу достигли 8%, причем выплачивать их надо в валюте, которую страна не имеет возможности девальвировать. В результате создается ситуация, которую экономисты называют трансверсальностью, или условием отсутствия игр Понци. Для

того чтобы с уверенностью погасить долг, необходимо обоснованно рассчитать его текущую стоимость (теоретически она стремится к нулю в периоде, стремящемся к бесконечности).

Без учета условия трансверсальности стоимость ценной бумаги может быть любой — такой, какой ее желают видеть инвесторы. Однако насколько бы произвольной она ни была, какое-то время она должна расти, даже если с течением времени она станет все в меньшей степени соотноситься с генерируемым ценной бумагой реальным денежным потоком. В какой-то момент единственным основанием для удержания этой ценной бумаги окажется намерение перепродать ее кому-то еще, пусть даже она не генерирует денежный поток, оправдывающий цену продажи.

Если Греция не пойдет на сверхжесткие меры в бюджетной политике, ее долг будет расти быстрее, чем ставка его дисконтирования до текущей стоимости. Чтобы решить проблемы страны на длительное время, следует изменить правила игры, установленные Маастрихтским соглашением, существенно подняв уровень допустимого бюджетного дефицита<sup>4</sup>.

Если в ближайшем будущем этого не сделать, то рынок начнет иначе воспринимать и Испанию (или Португалию, или Ирландию). Чтобы продолжать получать финансовую помощь, Испании следует доказать рынку, что правительство полно решимости пойти на жесткие бюджетные ограничения. Объем требуемого зарубежного финансирования таков, что момент истины для Испании может наступить скорее, чем мы думаем. Их риск рефинансирования тоже очень высок. Если финансовая система Испании рухнет, возникнет вопрос: кто следующий?

## **Кто возместит убытки?**

Можно привести примеры стран, благополучно выбравшихся из более сложной ситуации и при этом не прибегавших к дефолту. Но они, как правило, прибегали к девальвации валюты и переживали период высокой инфляции. Страны Еврозоны не могут девальвировать свою

валюту. Внедрение жестких бюджетных мер способно привести к дефляции, и тогда бремя долга станет еще тяжелей.

Если государство накапливает больше обязательств, чем имеет средств на их обслуживание, то кто-то должен покрыть эту разницу. В докладе Арно Марэ из инвестиционного банка Morgan Stanley эта проблема изложена очень хорошо:

Коэффициент долга к ВВП носит ретроспективный характер и не отражает проблем, с которыми сталкиваются правительства развитых стран. Большинство правительств в результате проведения нынешней политики столкнулись с тем, что стоимость активов, приобретенных на взятые в долг средства, оказалась меньше суммы этих средств.

Таким образом, правительству придется определить, за чей счет будут покрываться убытки. Вопрос не в том, станет ли оно отказываться от своих обещаний, а в том, от каких именно обещаний ему придется отказаться и в какой форме.

На данный момент во времена великой рецессии держатели государственных (и банковских) старших необеспеченных облигаций были единственной категорией инвесторов, гарантированных от убытков.

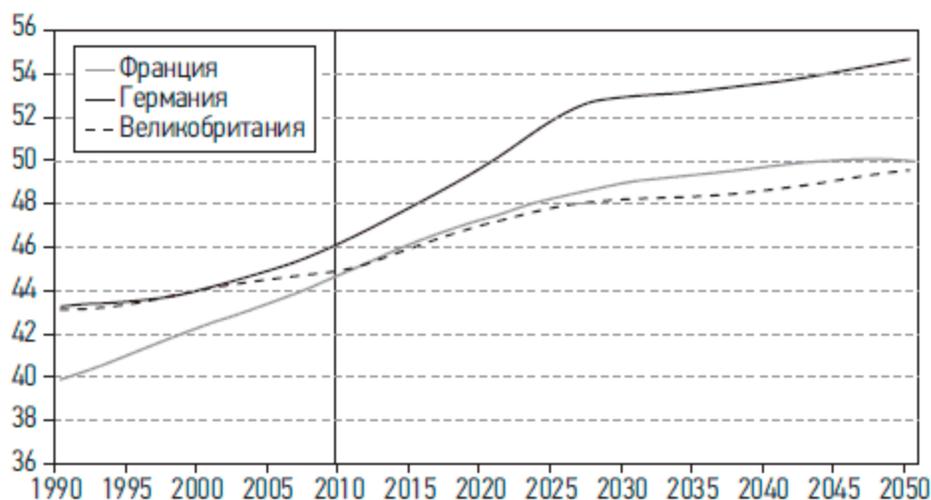
Но было бы слишком оптимистично предполагать, что так будет вечно. Конфликт между держателями государственных облигаций и прочими категориями лиц, заинтересованных в деятельности правительства, сейчас обострился как никогда раньше; их интересы различны<sup>5</sup>.

Автор доклада подчеркивает, что большинство обязательств, которые в настоящий момент имеют страны, относятся к пенсионерам или лицам старшего возраста. Естественно, правительство может сократить программы социального или медицинского обеспечения, снизив тем самым свои обязательства в будущем. Но нет никакого способа избежать политических последствий такого решения. В довершение всех бед по мере старения населения увеличивается категория избирателей старшего и пенсионного возраста. Как показывает рис. 6.4, взятый из вышеупомянутого доклада, к 2020 г.

в США и Европе они станут большинством среди избирателей. С политической точки зрения у правительств остается очень мало времени откорректировать планы пенсионного и медицинского обеспечения.

Если правительства не могут формально отказаться от взятых обязательств перед избирателями старшего возраста и одновременно не могут выплатить держателям государственных облигаций удовлетворительные проценты, что им остается делать? Как отмечает Марэ, существует хорошо известная модель действий правительства под названием «финансовое принуждение».

**Рис. 6.4. Средний возраст избирателей**



Примечание. Расчеты основаны на предположении, что в каждой возрастной группе явка постоянна и взята по данным последних парламентских выборов

Источник: UN, Bundeswahlleiter, INSEE, Ipsos-Mori, исследования Morgan Stanley

Существует альтернатива дефолту. «Финансовое принуждение» (введение отрицательных или искусственно заниженных ставок доходности по кредитным обязательствам) не раз применялось в истории при сходных обстоятельствах.

Инвесторы должны быть готовы к «финансовому принуждению» — весьма реальной угрозе, от которой не защитит ныне высокая доходность.

В прошлом финансовое принуждение рассматривалось как альтернатива дефолту для стран с безупречной «кредитной

историей». В качестве примера можно привести отмену оговорки о пересчете стоимости облигаций в соответствии со стоимостью золота администрацией Рузвельта в 1934 г.; эксперимент канцлера Казначейства Великобритании Хью Далтона по выпуску бессрочных долговых бумаг под искусственно заниженную ставку процента 2,5% в 1946–1947 гг.; послевоенный опыт регулирования инфляции во Франции (после двух последних мировых войн), Великобритании и США (после Второй мировой войны). Все эти события имели место в периоды, когда потребность в ограниченных государственных ресурсах возрастала, а рантье теряли политическое влияние<sup>6</sup>.

В настоящее время мы наблюдаем попытки введения мер финансового принуждения в развитых странах. В США, Великобритании, Европе правительства заставляют фонды социального страхования покупать только государственные ценные бумаги.

Например, в США средства фондов социального страхования направляются в Казначейство, которое выпускает под них так называемые облигации. Так называемые — потому что, по сути, это долговые расписки. Фонды социального страхования получают их, но не могут никому продать, кроме Казначейства. Настоящие облигации обращаются на открытом фондовом рынке; эти же псевдооблигации на рынке не торгуются, поэтому могут быть проданы только Казначейству. Даже если Казначейство тратит средства на социальное страхование, они учитываются как налоговые поступления и маскируют истинный размер бюджетного дефицита.

В Японии контролируемым государством бизнес-структурам рекомендуется покупать государственные облигации уже достаточно давно. Тремя крупнейшими держателями японских правительственных облигаций являются Японский почтовый банк, Японская почтовая страховая компания и Правительственный пенсионный инвестиционный фонд. Однако установлен предел, до которого их могут принуждать покупать эти ценные бумаги. Японская почтовая страховая компания вскоре перестанет рассматриваться как крупный покупатель, поскольку ее страховые резервы постоянно снижаются ввиду демографических особенностей страны. Объем приобретаемых

компанией облигаций практически не растет. На определенном этапе не останется тех, кто способен покупать государственные долговые бумаги.

Без сомнения, в будущем появятся и другие попытки финансового давления; однако точно также можно ожидать и новых попыток монетизировать дефицит бюджета или сократить будущую стоимость обязательств путем инфляции. А это не слишком хорошо.

## Глава 7

# СОСТАВЛЯЮЩИЕ ДЕФЛЯЦИИ

*Если американцы когда-нибудь позволят банкам контролировать денежное обращение в стране, чередуя инфляцию с дефляцией, то банки постепенно отберут у нас всю собственность, и в один из дней наши дети проснутся бездомными.*

Томас Джефферсон

Учитывая, что в глобальном масштабе накоплен колоссальный долг, а государственные расходы достигли максимума, одним из наиболее актуальных стал вопрос о том, ожидает нас дефляция или инфляция. Короткий ответ гласит: «Да».

Если не углубляться в подробности, то в большинстве развитых стран имеется потенциал и для того, и для другого, поэтому главное — определить, в каком порядке они будут следовать друг за другом. В последующих двух главах мы рассмотрим сначала дефляцию, а затем инфляцию (и гиперинфляцию). И попробуем выяснить, какие причины обуславливают эти экономические явления.

В соответствии с классическим определением, *дефляция* — это период реального снижения общего уровня цен и деловой среды, характеризующейся неадекватным или недостаточным совокупным спросом.

США, Великобритания, Япония и страны на периферии Европы сейчас столкнулись с мощными дефляционными процессами,

вызванными мерами по форсированному погашению избыточного государственного долга. Это привело к классическому кризису переоценки активов, когда после резкого падения цен на них в национальном масштабе большинство частных компаний обнаружили, что в их балансах стоимость обязательств значительно превышает стоимость активов. В ответ на это центральные банки и государственные органы начали наращивать стоимость своих активов и сумму государственных расходов, стремясь компенсировать сокращение активов частного сектора. Но, несмотря на все старания, они смогли в лучшем случае затормозить снижение объемов совокупной задолженности и дефляционные процессы. Как мы увидим далее, вскоре это изменится.

## Загадка глобального тренда

Я (Джон) — большой любитель всяческих головоломок, особенно пазлов. Мне очень нравится анализировать, каким образом фрагменты картинки совмещаются друг с другом и в конечном итоге складываются в изображение. Я провел немало восхитительных часов за столом, стараясь подобрать пропущенный пазл так, чтобы картина стала завершенной.

Скорее всего, этой же причиной можно объяснить мою увлеченность экономикой и инвестированием, ведь трудно найти более сложные головоломки (за исключением, пожалуй, теологических концепций и женской логики — и в том и в другом я разбираюсь очень плохо).

Самое сложное в экономических пазлах, что отдельные элементы могут меняться при попытке их соединить. Состыковав два элемента, вдруг обнаруживаешь, что по ходу дела изменился характер их крепления к тем составляющим, которые были собраны ранее, да и сами эти детали могли измениться. В результате вы внезапно понимаете, что четкая и ясная картина экономики перестала хоть сколько-нибудь походить на реальный мир<sup>[13]</sup>.

Существует два основных вида элементов экономических пазлов. Первый отражает объективные тенденции в экономике, которые не меняются сами по себе; а если это и происходит, то очень медленно.

Зато они способны изменить форму любого фрагмента, который вы попытаетесь к ним присоединить. Демографические сдвиги или технологические новшества представляют собой пример такого рода элементов пазлов.

Второй — это то, что мы называем балансирующими трендами, или трендами не объективного характера, но в случае появления способными оказать существенное влияние на общую картину. Если встроить в нее такой пазл, он тоже изменит форму всех соседних элементов. В картине экономического супертренда балансирующие тренды могут сказаться на форме соседних элементов не до конца понятным образом.

Дефляцию и инфляцию относят к последнему виду трендов. Они изменяют поведение всех остальных переменных.

Дефляция и инфляция представляют собой две стороны одной медали, превращая одних людей в победителей, а других — в лузеров. Это неизбежно. Умеренная инфляция помогает заемщикам и вредит кредиторам, в то время как умеренная дефляция действует наоборот. (Высокая инфляция или дефляция вредит всем, поскольку никто не желает давать и брать в долг.) Поскольку инфляция обесценивает долг, она наносит ущерб одновременно накапливающим сбережения лицам и кредиторам. Столкнувшись с дефляцией, люди меняют привычные модели потребления, сбережений, инвестирования и жизни.

Если вы становитесь руководителем Федерального резервного банка, вас приглашают в заднюю комнату и делают прививку ДНК, внушающую внутреннее и вечное отвращение к дефляции. Последняя — ведущий игрок в экономической игре.

Существует два вида дефляции: хорошая и плохая. Причина первой кроется в растущей производительности труда, поэтому этот ее вид весьма желателен. В конце 1800-х гг. США вступили в тридцатилетний период дефляции, основой которой послужили революционные инновации в сельском хозяйстве (например, жатка Мак-Кормика), а также появившаяся у фермеров возможность доставлять выращенный урожай на рынок по железной дороге. По сути, было проложено слишком много железных дорог, и часть строивших их

компаний обанкротилась. Как и в случае с оптоволоконным кабелем, вскоре пропускная способность железных дорог уже превышала реальную потребность, и цены на железнодорожные перевозки начали снижаться. Это плохо для акционеров, зато хорошо для потребителей. Наступило время бурного экономического роста.

Смысл хорошей дефляции понятен интуитивно, поскольку в век высоких технологий мы как само собой разумеющееся воспринимаем снижение цен на компьютеры, даже если их функциональность улучшается с течением времени. Действительно, мы бы немало удивились, если бы наши айподы не дешевели в цене и не оснащались новыми опциями в течение последних десяти лет. Это именно тот вид дефляции, с которым мы легко примиряемся. По сути дела, в условиях постоянно растущей производительности в любой отрасли цены *должны* снижаться.

Но даже период хорошей дефляции в конце 1800-х гг. не обошелся без проблем. Многие фермеры очень сильно пострадали от падения цен, возникла социальная напряженность. Большинство фермеров взяли кредиты для покупки своих хозяйств да еще заняли деньги на приобретение семян и оборудования. Как известно, дефляция помогает кредиторам и наносит ущерб заемщикам. Снижающиеся цены и фиксированная сумма кредита — убийственная комбинация для фермеров. Неудивительно, что в результате дефляции, продолжавшейся последние тридцать лет XIX в., деньги оказались в центре политики, и кандидаты в президенты США вроде Уильяма Брайана предлагали инфляционные меры в качестве альтернативы жесткому золотому стандарту.

Плохая дефляция возникает из-за снижения совокупного спроса и давления потребителей на производителей. Она сокращает доходы как работников, так и работодателей, а кроме того, лишает предпринимателей мотивации к расширению производства и, как следствие, созданию новых рабочих мест. Именно это происходило в годы Великой депрессии, когда цены упали в среднем на 25%; то же самое наблюдалось в Японии, после того как лопнул финансовый пузырь 1989 г. Как только наметилось понижение цен, у населения сформировались дефляционные ожидания. Считалось, что и дальше

цены будут падать. В результате люди получили стимул отложить траты до момента снижения цен.

Большинство из нас на своем веку сталкивалось исключительно с инфляцией, и в первую очередь многим запомнились проблемы галопирующей инфляции 1970-х гг. Поэтому угроза дефляции представляется некоторым чем-то из области фантастики. Но риск дефляции вполне реален, и пренебрегать им нельзя. В настоящий момент уровень безработицы в США составляет около 10% (а в большинстве стран Европы еще выше), что почти в два раза превышает его среднее значение за предыдущие двадцать лет; коэффициент использования мощностей тоже находится на очень низком уровне. Экономика демонстрирует признаки роста, но вторая волна рецессии может снизить индекс инфляции до нуля и запустить дефляционную динамику, которая не понравится никому из нас.

Если вторая волна рецессии развернется в 2011 г. или вскоре после этого, когда темпы инфляции будут низкими, шанс получить дефляцию вполне реален, поэтому будет полезно подробнее ознакомиться с ее свойствами и последствиями.

## **Составляющие дефляции: на что это похоже**

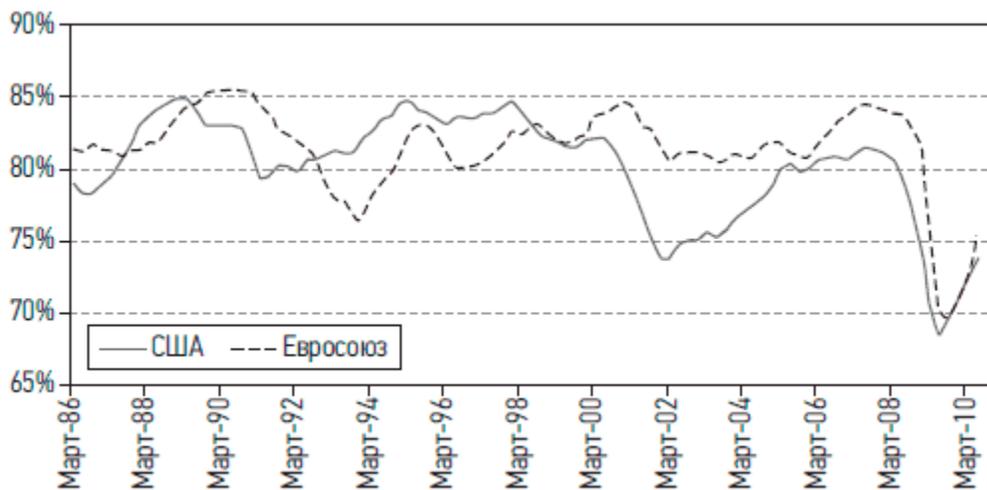
Любой школьник знает, что вода состоит из двух химических элементов — водорода и кислорода, и эта простая комбинация обозначается  $H_2O$ ; дефляция тоже имеет свои составляющие. Рассмотрим их в произвольном порядке.

— **Избыточные мощности и безработица.** Во-первых, дефляцию может обусловить глубокий спад реальной экономики, в результате которого образуются избыточные производственные мощности. Трудно диктовать цены в таких условиях, и предпринимателю приходится устанавливать их на максимально низком уровне, позволяющем одновременно получить прибыль и продать продукт. На данный момент в мире достаточно большой избыток мощностей. В конечном итоге есть лишь два выхода: либо мы сумеем их задействовать, либо они будут окончательно выведены

из игры через банкротство, массовое увольнение сотрудников или уход компании с рынка. На этапе спада в экономике всегда наблюдается высокая хроническая безработица. Это снижает объем совокупного потребительского спроса, поскольку у людей просто нет денег на покупку товаров.

Как показано на рис. 7.1, даже после некоторого подъема, последовавшего за банкротством Lehman Brothers, уровень экономической активности все еще не достиг аналогичных показателей во время предыдущих рецессий.

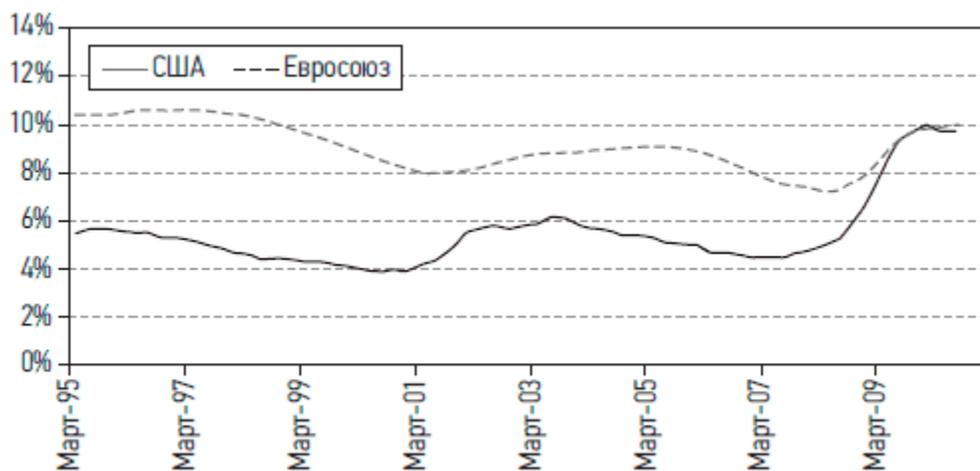
**Рис. 7.1. Коэффициент использования мощностей в США и странах Европейского союза**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

На рис. 7.2 продемонстрирован уровень безработицы в США и странах Европы, колеблющийся на отметке около 10%.

**Рис. 7.2. Уровень безработицы в США и странах Европейского союза**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

- **Эффект, обратный эффекту богатства.** Дефляция ассоциируется с глобальным разрушением благосостояния. События, последовавшие после осени 2007 г., со всей очевидностью это доказали. Цены на жилую недвижимость упали во многих странах мира за незначительными исключениями (Канада, Австралия — вполне возможно, там надувается собственный пузырь цен на недвижимость!). Имуущество на триллионы долларов просто улетучилось и больше непригодно к использованию. Аналогично, «медвежий рынок» недвижимости в развитых странах мира потерял триллионы долларов капитализации, что привело к росту норм сбережений, поскольку потребители, особенно предпенсионного возраста, старались сбалансировать свои активы и пассивы. Хотя рост сбережений положительно отражается на благосостоянии населения, он вызывает к жизни кейнсианский парадокс сбережения, означающий, что, несмотря на то что рост сбережений считается позитивным фактором для индивида, когда большинство людей действуют так же, снижается общий объем потребительских расходов (или, по экономической терминологии, происходит сокращение конечного спроса). А это предполагает уменьшение возможностей компаний устанавливать цены и, соответственно, служит еще одной составляющей дефляции.
- **Обрушение цен на недвижимость.** Падение цен и вялый рынок недвижимости — следующая составляющая дефляции. Это происходит не только в США, но и в большей части Европы.

По крайней мере в некоторых городах Японии рынок недвижимости в номинальном выражении по сравнению с 1989 г. упал на 90%; отчасти это причина того, что в течение 20 лет в стране не наблюдается прироста количества рабочих мест, а номинальный ВВП остается на том же уровне, что и 17 лет назад.

— **Погашение долга.** Еще одна составляющая дефляции — масштабное погашение долгов, сопровождающее кредитный кризис. Не только потребители и компании сокращают долги, но и банки ограничивают выдачу кредитов. Банковские потери (по последним виденным нами данным) уже составили более 2 трлн долл. и продолжают расти. Дефляция способна привести к дефолту, банкротству и реструктуризации, а также острому финансовому кризису. Кроме того, она уменьшает номинальную стоимость имущества, предоставляемого в обеспечение кредитов, что приводит к снижению кредитоспособности компаний и их принуждению к распродаже активов по снижающимся ценам.

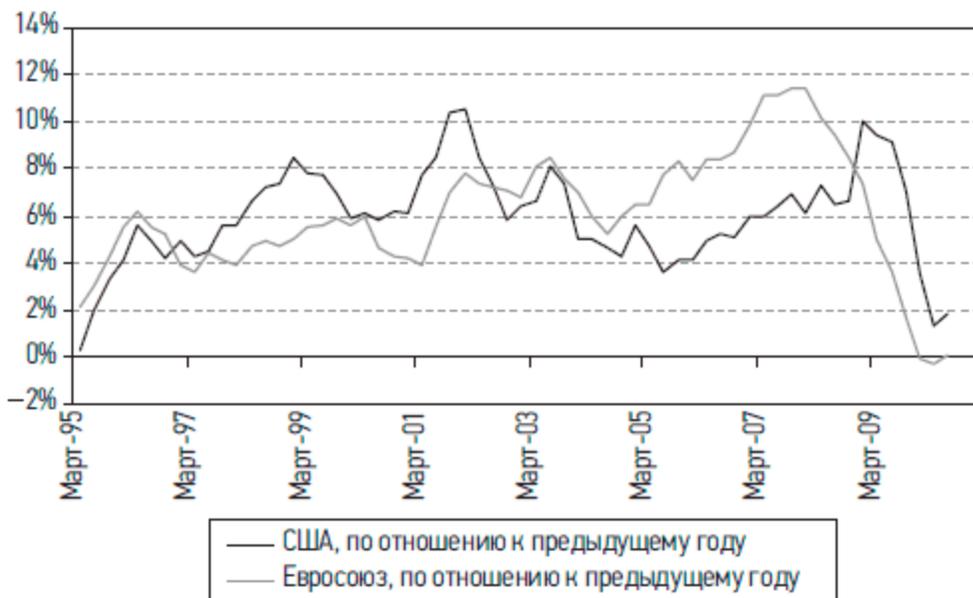
Если смотреть со стороны, то стресс-тесты Европейского банка выглядели анекдотично. Они не предполагали дефолта по государственным долгам. Соответственно, мысль о том, что Греция не сможет заплатить по своим обязательствам, никогда не приходила в голову их авторам. Были и другие недочеты, но больше всего бросалось в глаза то, что европейские банки продолжали считаться проблемными, пока Европейский центральный банк не пойдет до конца и не выкупит весь государственный долг у коммерческих банков, освободив их балансы от этого бремени.

Великий экономист-классик Ирвинг Фишер дает следующее определение *долговой дефляции*: «Каждый на рынке стремится погасить свою задолженность, что приводит к лихорадочной распродаже активов. Далее следует сокращение денежной массы в результате выплаты кредитов банкам. Это, в свою очередь, вызывает снижение цен на активы и еще более резкое снижение стоимости бизнеса; следствием становятся стремительные банкротства, уменьшение прибыли и объема производства, продаж и уровня занятости. Неудивительно, что население и бизнес теряют

уверенность в будущем, распространяется тезаврирование, процентные ставки в номинальном выражении падают, зато с учетом корректировок на уровень дефляции — растут. Процесс становится самовозобновляемым. Дефляция заводит экономику в замкнутый круг».

— **Крах денежного обращения и кредитных операций.** Если денежная масса сокращается вместе с замедлением скорости обращения, это способствует дефляции. Мы можем наблюдать эту ее составляющую не только в США. Глобальные темпы роста денежной массы приближаются к нулю (рис. 7.3). Дефляционное давление становится нормой в развитых странах (за исключением Великобритании, где инфляция по-прежнему представляет собой проблему).

**Рис. 7.3. Рост денежного инструмента М3 в США и странах Европейского союза**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

— **Жесткость политики правительства.** В предыдущей главе говорилось, что в краткосрочной перспективе сокращение государственных расходов (в США на локальном уровне, уровне штата и федеральном уровне) оказывает дефляционное воздействие. Мартин Вулф из газеты Financial Times писал в июле

2010 г. (оспаривая точку зрения, будто жесткая финансовая политика вредна):

Мы столкнулись с двумя глобальными угрозами. Первая — это неспособность признать всю опасность дефляционного давления...

Необдуманно жесткая бюджетная и денежная политика может свергнуть мировую экономику в новую рецессию, даже если крупнейшие развивающиеся страны сумеют себя защитить.

Вторая состоит в неспособности провести среднесрочные структурные сдвиги в управлении бюджетной деятельностью, финансовым сектором и нивелировать зависимость от экспорта; все это совершенно необходимо, если мы хотим войти в период стабильного финансового оздоровления.

Мы сталкиваемся с дефляцией на этапе депрессии, и мировые центральные банки объединяются, чтобы противостоять правительству. Весной мы спросили у Пола Мак-Каллея, не беспокоят ли его нынешние темпы инфляции, ее возможные последствия и печатание денег, с которыми мы столкнулись в последнее время. Он отшутился: «Джон, вы бы лучше надеялись на то, что им все же удастся вызвать инфляцию». Он оказался прав. Если у нас не будет проблем с инфляцией в ближайшем будущем, то это вызовет намного более серьезные проблемы. Милтон Фридман учил, что инфляция всегда и везде является монетарным феноменом. Центральный банк, напечатав слишком много денег, способен спровоцировать инфляцию и обесценить собственную валюту — что одно и то же. Но на самом деле все сложнее, поскольку это не одно и то же. Элементы пазла могут менять форму. Если составляющие дефляции сочетаются в правильном порядке, то центральный банк может напечатать под завязку денег и все же не спровоцирует инфляцию. Именно такую картину мы наблюдаем сейчас в некоторых странах.

Как подчеркивает мой друг Лэйси Хант из Hoisington Asset Management, Фридман не считал любое увеличение денежной

массы инфляционным по своему характеру. Он считал ее избыточный рост инфляционным, а недостаточный — дефляционным. По этой причине Фридман полагал, что ФРС следует заменить автоматическим регулятором, допускающим увеличение денежной массы стабильными темпами, покрывающими прирост трудовых ресурсов и производительности труда. Важно отметить, что Фридман впоследствии пришел к выводу, что избыточный или недостаточный рост денежной массы — это и есть инфляция и дефляция соответственно, поскольку он считал скорость обращения денежной массы постоянной. Это действительно имело место в те времена, когда ученый писал свои основные работы (то есть примерно с 1950 по 1980 гг.). Но после 1980 г. скорость обращения денежной массы резко возросла, достигнув максимума в 1997 г. (ее значение превысило значение во время предыдущего пика в 1918 г.).

## **Скорость обращения денег**

Какой меняющий форму элемент пазла Милтон Фридман не учел, делая вывод об инфляции как монетарном феномене? Это скорость обращения денег. Если вы печатаете деньги, но не выпускаете их в обращение, инфляции не будет.

Интуитивно из собственного опыта мы знаем, что когда избыток денег противостоит недостаточному количеству товаров, цены растут. Если же денег слишком мало, а товаров много, цены падают.

Во время Второй мировой войны в лагеря военнопленных продукты и медикаменты в основном поставлялись через Красный Крест. В посылках от этой организации военнопленным приходили выпечка, шоколад, сахар, джем, масло и другие продукты. Кроме того, там были сигареты, поскольку в те дни курили почти все, не задумываясь о последствиях для здоровья. Люди выменивали шоколад на джем и сигареты на выпечку.

Это была бартерная экономика: например, банка джема стоила полфунта маргарина. Сигарету выменивали на несколько кусочков шоколада. Бартерный обмен чаще всего неэффективен; наибольший

спрос и предложение существовали на сигареты. Они функционировали как деньги, будучи мерилем стоимости и средством обращения (хотя и не выполняли функции средства накопления, поскольку в конце концов выкуривались).

Когда прибывали посылки от Красного Креста, количество «денег» в лагере увеличивалось. Естественно, и цены в этот момент росли. Если количество сигарет в обращении уменьшалось, то цены падали. Иногда из-за превратностей войны доставка посылок прерывалась, и число сигарет в лагере сокращалось. Поскольку какая-то их часть использовалась курильщиками для личных нужд, то для обмена оставалось еще меньше, стоимость прочих товаров и услуг снижалась, и начиналась дефляция<sup>1</sup>.

Это классическая количественная теория денег. Если число сигарет (то есть денег) увеличивается, цены растут, если уменьшается — цены снижаются. Все очень просто. Но одна вещь усложняет эту простую схему — скорость обращения денег.

Копнем немного глубже и рассмотрим эту концепцию. Скорость обращения денег — это средняя частота переходов денежной единицы из рук в руки в результате актов купли-продажи. Например, представим себе очень маленькую экономику, состоящую всего из двух лиц — вас и меня, в которой денежная масса составляет 100 долл. У меня есть 100 долл., я потрачу их на покупку 100 цветов у вас. Вы, в свою очередь, потратите 100 долл. на покупку книг у меня. В результате мы создаем валовый внутренний продукт на сумму 200 долл. при денежном предложении 100 долл. Если мы будем проделывать эти операции ежемесячно ( $12 \times 200$  долл.), то ВВП составит 2400 долл. при денежной базе в 100 долл. Таким образом, ВВП является функцией не только денежной массы, но и скорости обращения денег в экономике. Если попытаться выразить это в виде формулы, то она будет выглядеть так:  $P = M \times V$ , где  $P$  — стоимость ВВП (номинальная, и потому не скорректированная на индекс инфляции),  $M$  — денежная масса, а  $V$  — скорость обращения денег.

Возможно, это покажется сложным, но, потерпите, это важно.

Теперь давайте немного усложним пример. Это лишь основы экономики, поэтому тех читателей, которые жалуются на чрезмерную

упрощенность наших рассуждений, просим потерпеть еще несколько страниц. Представим себе островную экономику, где функционируют 10 компаний, а денежная масса равна 1 млн долл. Если каждая компания ежеквартально производит продукты на 100 тыс. долл., то ВВП острова составит 4 млн долл. (1 млн долл. в квартал × 4 квартала). Скорость обращения денег в такой экономике будет 4 оборота в год.

Но что, если компании повысят производительность труда? Внедрим все виды инновационных финансовых инструментов, банкинга, новые производственные мощности, компьютеры, технические новшества, робототехнику — теперь каждая компания производит продукты на 100 тыс. долл. в месяц. И ВВП острова составляет 12 млн долл., а скорость обращения денег — 12. Но мы не увеличивали денежную массу; она осталась прежней. Кроме того, мы предполагаем, что наши компании статичны: каждый месяц они покупают и продают продукты на одну и ту же сумму. Таким образом, пока среди них нет ни победителей, ни побежденных.

Усложним пример еще немного. Двое сыновей собственников компаний решают открыть собственный бизнес. Учтя опыт родителей, они сразу же преуспевают, и их объем продаж достигает 100 тыс. долл. в месяц. ВВП теоретически должен возрасти до 14 млн долл., а скорость оборота денег до 14.

Обратим внимание на важный момент. Во всех примерах денежная масса в обороте оставалась одинаковой. Менялась только скорость обращения. Но что, если бы и она оставалась на прежнем уровне?

Тогда каждая компания стала бы покупать и продавать продукты на меньшую сумму ежемесячно. Как вы помните, номинальный ВВП равен произведению денежной массы на скорость обращения денег. Если последняя не увеличивается, то и ВВП останется тем же. Средняя компания (их теперь двенадцать) будет продавать не на 1,2, а лишь на 1 млн долл. Теперь каждая компания зарабатывает около 80 тыс. долл. в месяц. В совокупности объем продаж тот же, но распределяется он между бóльшим количеством компаний. Каждая компания воспринимает сокращение объема продаж как фактор рецессии. Она выручает меньше средств, а значит, и закупает меньше сырья и материалов. Цены снижаются. Формируется дефляционная

деловая среда. Островной центральный банк понимает, что денежная масса должна расти определенными темпами, чтобы сделать спрос на деньги нейтральным.

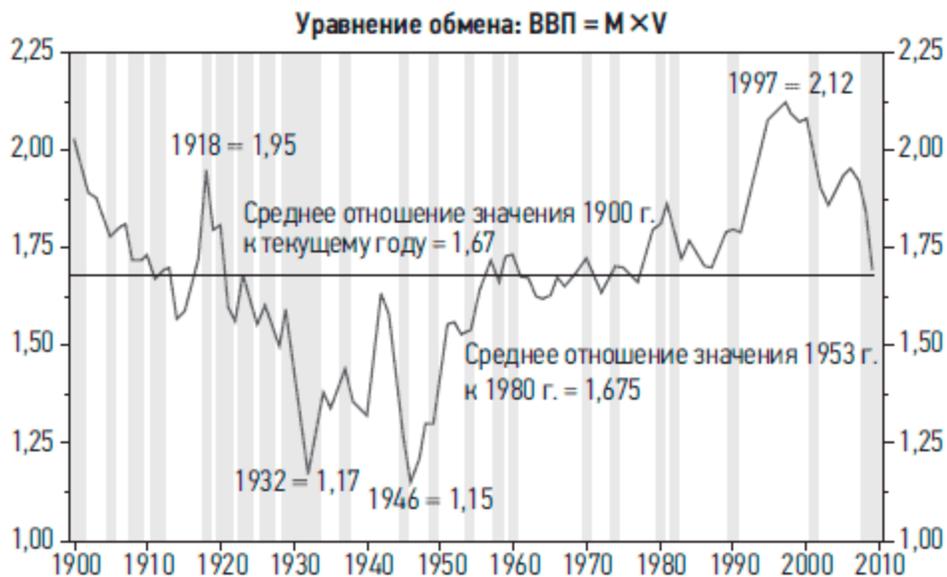
Если центральный банк чрезмерно увеличит денежную массу, ее окажется слишком много, а товаров мало, и тогда инфляция немедленно поднимет голову. (Помните, что это очень упрощенный пример. Мы исходим из стабильного объема продаж у каждой компании, причем их коэффициент использования мощности равен 1).

Допустим, центральный банк ошибся в оценке роста производства и увеличил денежную массу в два раза — до 2 млн долл. Если скорость обращения денег по-прежнему составляет 12, то ВВП достигнет 24 млн долл. Вроде неплохо, не так ли? Оказывается, не так уж и хорошо, поскольку ВВП вырос только за счет объема продаж двух новых компаний. Между объемом продаж и ценой существует взаимосвязь. Каждая компания теперь реализует в месяц продукты на 200 тыс. долл., удвоив прежний объем продаж, но закупить сырье может лишь на 20% больше. Как следствие — конкуренция за необходимые товары, повышение цен, инфляция. Вспомните о 1970-х.

Ну а что со скоростью обращения денег? Нобелевский лауреат по экономике Милтон Фридман учил, что инфляция всегда и везде является монетарным феноменом. Таким образом, когда она начинается, это означает, что центральный банк напечатал слишком много денег. Фридман исходил из постоянной скорости их обращения. В период написания (1950–1978) им своих основных работ именно так и было. Но потом все изменилось. Рассмотрим два графика.

Во-первых, график на рис. 7.4, где отображена скорость обращения денег за последние 108 лет. Отметим, что этот показатель понизился вовремя Великой депрессии, а в период с 1953 по 1980 г. удерживал среднее значение за сто лет. Причем его динамика в течение длительных отрезков времени была волнообразной. Следовательно, в дальнейшем можно ожидать его роста или падения к прежнему уровню.

**Рис. 7.4. Скорость обращения денег за 1900–2009 гг.  
(среднегодовые значения)**



*Источник: Hoisington Investment Management, Совет управляющих ФРС, Бюро экономического анализа, Бюро переписи населения, статистика денежного обращения США*

Возможно, кто-то скажет, что нам следовало использовать средние значения скорости обращения денег за более поздние времена, например после Второй мировой войны. Но даже тогда волнообразные колебания приводили к замедлению скорости обращения денег (V), а в каких-то моментах и к ее снижению ниже средних значений за период. Но, как на это ни смотреть, понятно одно: если для V характерны волнообразные колебания, то в отдельные периоды показатель должен уменьшаться. В нескольких абзацах ниже мы рассмотрим, почему это так, с практической точки зрения.

Теперь проанализируем такой же график за период после 1959 г., где серым цветом заштрихованы области, когда экономика находилась в состоянии рецессии (см. рис. 7.5). Отметим, что с одним исключением в 1970-х гг. скорость денежного обращения во времена рецессий снижается. Чем на это отвечает Федеральный резервный банк? Компенсирующим наращением денежной массы в попытке преодолеть влияние рецессии и бизнес-цикла. Если скорость обращения денег снижается, то, для того чтобы обеспечить повышение ВВП, денежная масса должна расти. Таким путем ФРС пытается дать импульс экономике и вернуть ее на траекторию роста.

**Рис. 7.5. Скорость денежного обращения в США (ежеквартальная)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Предположим, ВВП составляет 14,5 трлн долл., денежный инструмент M2 равен 8,5 трлн долл., тогда скорость обращения денег составит 1,7, то есть за последние несколько лет она уменьшилась. Если она волнообразно опустится ниже среднего значения, то может потерять еще 10%. Далее мы анализируем, почему так происходит.

Но сейчас вернемся на минуту к нашему уравнению  $P = M \times V$ . Если  $V$  снизится на 10% (а это вполне возможно), то  $M$  должна вырасти на ту же величину, чтобы сохранить экономику в статичном положении. Но это, исходя из предположения, что население не растет на 1% в год, производительность труда — на 2% в год (или около того) и инфляция — на 2% (что означает, что  $M$  (денежная масса) должна увеличиваться на 5% в год, даже если  $V$  будет константой). Это, пожалуй, не слишком мощные стимулы для медленно растущей экономики.

## **Замедление скорости обращения денег**

Теперь попробуем выяснить, почему скорость обращения денег снижается? Отметим также повышение данного показателя с 1990 по 1997 г. Рост M2 замедлялся на протяжении этого времени, хотя экономика развивалась. Это означает, что скорость обращения денег увеличивалась быстрее, чем обычно. Почему? Во-первых, причиной послужили финансовые инновации, внедренные в начале 1990-х гг., такие как секьюритизация и облигации, обеспеченные долговыми обязательствами. Именно они дали толчок повышательному тренду скорости обращения денег.

А сейчас мы наблюдаем за стремительным распространением финансовых инноваций, способствующих развитию финансового кризиса. Теоретически облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, или субстандартные ценные бумаги, обеспеченные активами, вполне могут быть весьма привлекательными. И вначале так и было. Но потом стандарты рухнули, возобладала жадность, и Уолл-стрит попыталась обыграть систему. Развязка.

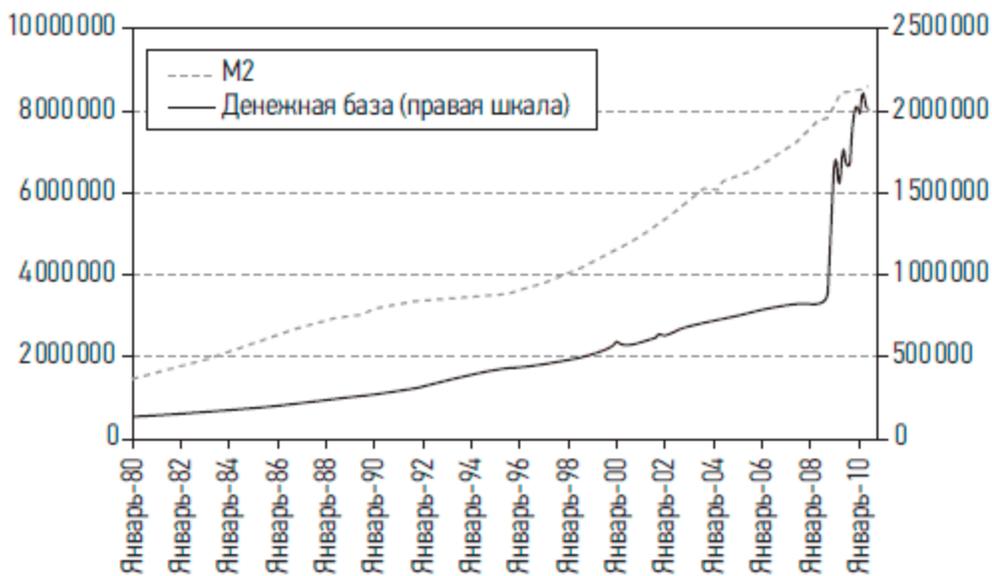
То, что выводило скорость обращения денег на новые уровни, перестало быть частью уравнения (финансовые инновации). У нас в распоряжении уже нет разных экзотических финансовых инструментов вроде программы АВСР, структурных инвестиционных компаний, облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, и коммерческих ценных бумаг, обеспеченных ипотечными долгами. Если денежное предложение не будет существенно увеличено, чтобы компенсировать это замедление оборачиваемости денег, экономика втянется в глубокую рецессию.

Хотя ФРС не контролирует M2, путем снижения процентных ставок она пытается побудить нас соглашаться на более высокий уровень риска, занимать деньги и стимулировать тем самым экономику. Это непрямые стимулы. На рис. 7.6 видно, что в последнее время денежный инструмент M2 рос не так уж быстро после резкого скачка в конце 2008 г., когда ФРС всячески поднимала ликвидность экономики.

Итак, каков же итог? Следует ожидать наращивания денежной массы, существенно превышающего необходимое ее количество для обслуживания экономики в течение нескольких ближайших лет. Этого достаточно? Или слишком много? Именно столько, сколько нужно?

Мы не узнаем этого еще долго. А кабинетные экономисты (то есть большинство из нас) тем временем, удобно устроившись в кресле, будут изрекать по понедельникам мудрые сентенции и давать рекомендации в течение многих лет.

**Рис. 7.6. M2 и денежная база (млрд долл.)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Концепция скорости обращения денег — вот что сводит с ума «золотых жуков». Золотой жук — это тот, кто на вопрос «Куда лучше всего инвестировать деньги?» всегда отвечает: «В золото», хотя и имеет весьма поверхностное представление о природных ресурсах. Золотые жуки считают, что бумажные деньги повторят путь всего живого на Земле, что с исторической точки зрения не кажется совсем уж необоснованным утверждением. Вопрос в том, когда это случится, и этот момент может оказаться весьма отдаленным во времени; тогда золото становится неинтересным объектом инвестирования и только на длительные сроки. Большинство золотых жуков являются сторонниками австрийской экономической школы, основанной Людвигом фон Мизесом, который в своих уравнениях не учитывал скорости обращения денег.

Видя рост денежной массы, золотые жуки считают, что это приведет к повышению стоимости золота, поскольку провоцируется

возникновение инфляции. Они были бы правы, если бы скорость обращения денег оставалась неизменной.

Если предположить, что количество транзакций постоянно, то сумма производимых платежей в экономике будет функцией денежной массы и скорости обращения денег. Если последняя снижается, надо увеличивать денежную массу, и весьма существенно. Сумма платежей начнет сокращаться, если скорость обращения денег станет падать быстрее, чем денежная масса — расти. Это доводит золотых жуков до сумасшествия.

А теперь маленькое отступление: мы считаем золото надежным вложением средств; а в ряде стран с определенными видами валют оно гораздо предпочтительнее, чем небольшой портфель ценных бумаг. Для нас золото — не столько страховка от инфляции, сколько от колебаний валютных курсов. Как ни странно, по крайней мере в долларовом эквиваленте золото не так уж надежно страхует от инфляции, хотя именно на этом его качестве заостряют внимание в интернете и книгах множество поклонников золотого стандарта. По сути, в 1970-х гг. — последнем периоде чистой инфляции — соевый соус и прочий хлам страховали от инфляции даже лучше, чем золото. Но ни то, ни другое не так просто купить или продать. Люди не склонны приобретать соевые бобы, даже если перестали доверять зимбабвийским долларам или немецким рейхсмаркам.

Золото — очень полезный инструмент, если люди теряют уверенность в валюте или в том, что контролирующей ее банк способен поддерживать ее покупательную способность. В последнее время золото дорожает по отношению к доллару, но еще больше — по отношению к евро или фунту стерлингов.

В настоящее время центральный банк может контролировать этот процесс несколькими способами: регулируя объем денежной массы, выпускаемой в обращение; контролируя объем резервов коммерческих банков; регулируя цену, по которой кредитные ресурсы предлагаются коммерческим банкам, и еще рядом способов. Но в нашем упрощенном мире достаточно знать, что рост объемов кредитования увеличивает объем денежной массы.

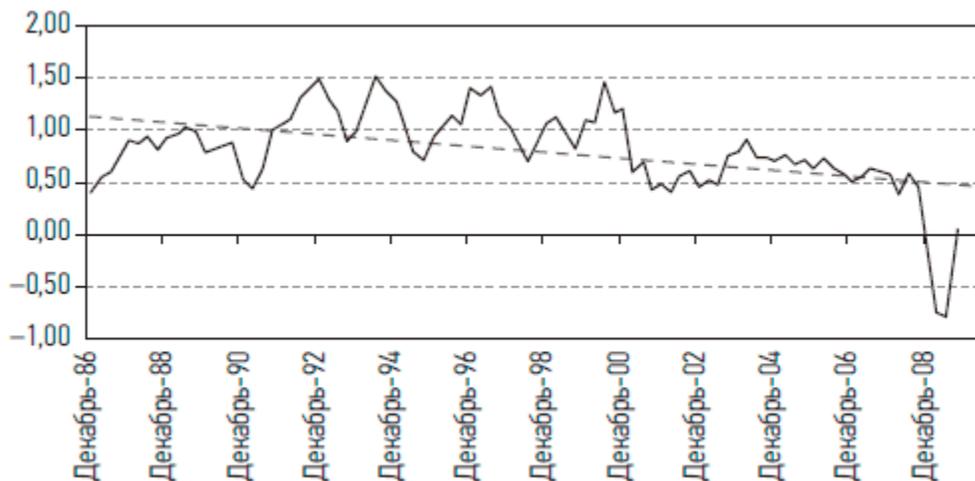
Таким образом, денежную массу, с одной стороны, можно представить как все деньги в обращении плюс все доступные кредиты

и займы. (В мире обращается около 2 трлн долл. наличности и 50 трлн долл. в кредитах и займах). В течение последних шестидесяти лет объем денежной массы и задолженности постоянно растет, причем его рост постепенно ускоряется. Но теневая банковская система на данный момент разрушена, поэтому факторы, способствовавшие увеличению долга, теперь действуют в обратном направлении.

Отметим, что в соответствии с рис. 7.7 каждый доллар, взятый в долг, с течением времени генерирует все меньший и меньший процент прироста ВВП, пока наконец долг не становится своеобразным наркотиком для экономики. Почему так? Вернемся к соответствующей главе книги Рейнхарт и Рогоффа. В последнее время рост долга в основном происходит за счет государственного долга — именно он становится наркотиком для экономики. Государственный долг замещает сбережения и инвестиции частного сектора.

Активы и обязательства ФРС можно удвоить, но сейчас уровень долга в экономике постепенно снижается. Частные лица и компании выплачивают взятые ранее кредиты и берут меньше новых. Банки уменьшают объем кредитов. Это характерно для всех развитых стран. Правительства вмешиваются, чтобы компенсировать сокращение частной задолженности, но, оказывается, даже у правительства крупной страны есть предел объема возможных заимствований. Скорость обращения денег снижается по мере того, как частные лица и компании погашают задолженность.

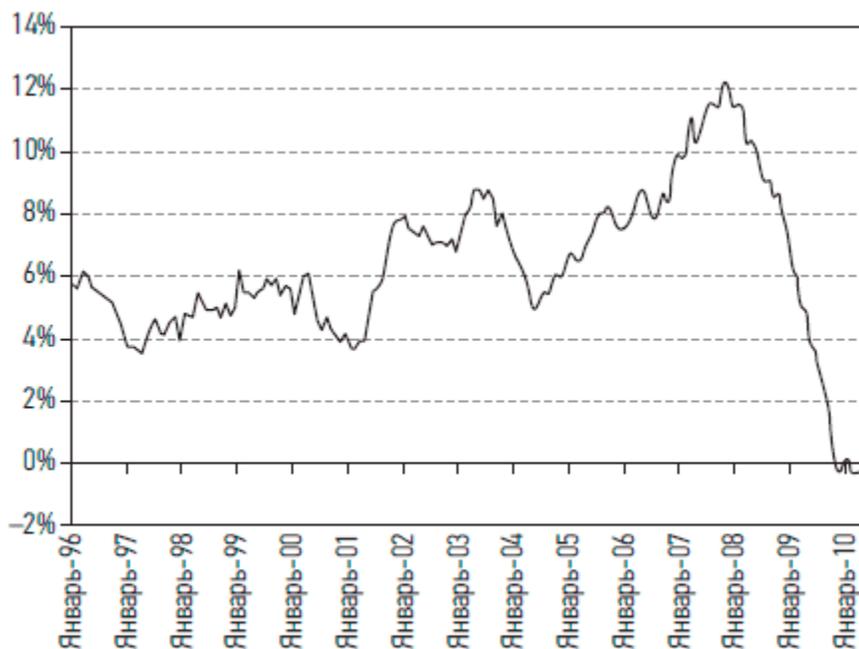
### **Рис. 7.7. Сокращение предельной производительности долга в экономике США (долл.)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Это конец долгового суперцикла. Развязка. По мере погашения долга усиливается понижающее давление на денежную массу и скорость обращения денег. Это одна из наиболее мощных дефляционных сил, действующая сегодня в мире. Достаточно взглянуть на приведенные ниже графики динамики денежной массы (М3) в разных странах. Темпы ее роста кое-где становятся даже отрицательными — подобного явления не наблюдалось уже очень давно. В частности, это справедливо для Европы (рис. 7.8).

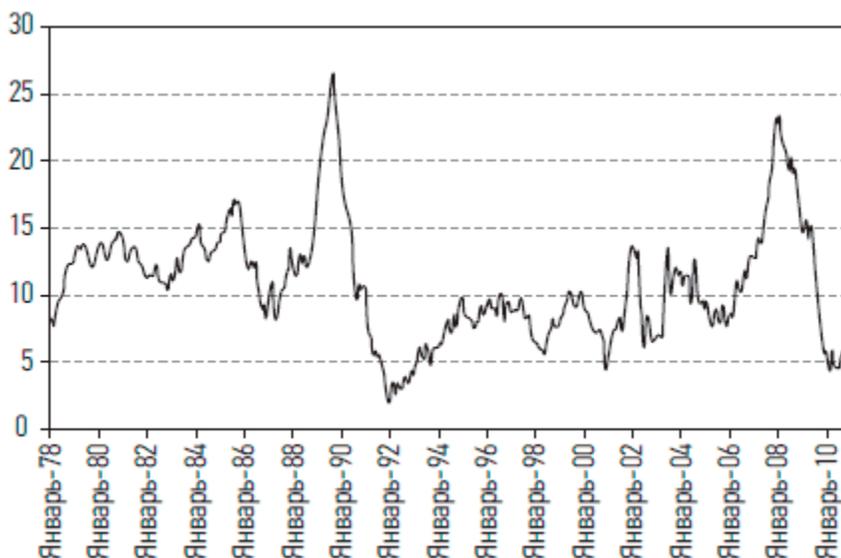
**Рис. 7.8. Динамика М3 в европейских странах**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

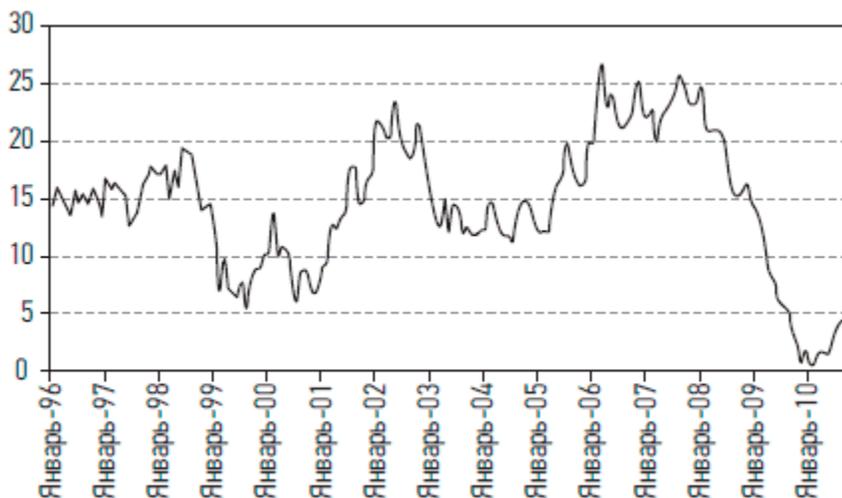
А также для Австралии (рис. 7.9) и даже Южной Африки (рис. 7.10).

**Рис. 7.9. Динамика МЗ в Австралии**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

**Рис. 7.10. Динамика МЗ в странах Южной Африки**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

## Куда идти дальше? «Вертолетная речь» Бернанке

Как уже говорилось, в настоящее время тренд инфляции, как и скорости обращения денег, носит понижающийся характер. Поэтому

очень важно проследить динамику индекса потребительских цен (consumer price index — CPI) в последующие месяцы.

Если в США и (или) Европе начнется явная дефляция, мы ожидаем от центральных банков соответствующих стран надлежащей реакции: увеличения инвестиций в активы, прямой монетизации государственного долга, выкупа государственных ценных бумаг у страховых компаний и пенсионных фондов. Приток денег в банки на фоне сокращения объема кредитных операций не слишком поможет в борьбе с дефляцией. Больше ипотечных кредитов? Больше корпоративных долгов? Отклонение от кривой доходности? Все эти меры ФРС и Европейский центральный банк должны рассмотреть. Значит, и нам следует ознакомиться с ними более детально.

К счастью, у нас есть своего рода «дорожная карта». Вспомним одну из наиболее впечатляющих сцен в фильме «Паттон», когда, разбив Роммеля, американский генерал кричит: «Роммель, ты блистательный ублюдок! Я прочел твою книгу!» Если вложить эти слова в уста нынешних инвесторов, то вместо имени Роммеля в эту фразу следует подставить имя Бена Бернанке, а вместо книги Роммеля — речь, произнесенную Бернанке в ноябре 2002 г. и ставшую впоследствии широко известной под названием «Вертолетная речь». Ее оригинальное название — «Дефляция: как ее предотвратить?»<sup>2</sup>. Кстати, я (Джон) всегда считал, что его знаменитое высказывание о борьбе с дефляцией путем разбрасывания денег с вертолета было не более чем неудачной шуткой на экономическую тему. Только поэтому мы не получаем избытка предложений от комедийных шоу.

Позвольте подытожить «вертолетную» часть выступления Бернанке: вы можете дать толчок инфляции, напечатав много денег. Но это не самое интересное. Попробуем понять, что на самом деле хотел сказать Бернанке. Он начинает с заявления о том, что угроза дефляции пока кажется достаточно отдаленной. Но с тех пор как дефляция началась в Японии и, послужив одной из причин тех проблем, с которыми столкнулась эта страна, мы не можем ее игнорировать. Таким образом, нужно определить, какие меры по ее предотвращению следует принять.

Затем Бернанке заявляет, что самое важное — предотвратить инфляцию **до того**, как она начнется. Центральный банк должен

допускать некоторый люфт для коммерческих банков и не ставить цель свести инфляцию к нулю. Гораздо разумнее установить предел немногим выше 1%. Обычно центральные банки стараются удерживать инфляцию в интервале от 1 до 3%, хотя более вероятно, что в хорошие времена она превысит его верхнее значение, чем то, что в плохие — упадет ниже нуля.

Центральные банки могут повлиять на этот процесс, манипулируя процентными ставками. Но что будет, если ставка финансирования ФРС упадет до нуля? Беспокоиться все равно не о чем, поскольку есть и другие меры. Приведем цитату из выступления:

Итак, что будет делать ФРС, если ее целевая процентная ставка — овернайт по краткосрочным кредитам — упадет до нуля? Один из самых прямолинейных вариантов продолжения нынешней политики состоит в том, чтобы стимулировать расходы, снижая ставки на все категории государственных срочных ценных бумаг, то есть государственных облигаций с более длительными сроками погашения...

Более простой метод — установить предельные значения доходности на долгосрочные казначейские облигации (например, облигации, подлежащие погашению в течение двух последующих лет), и он мне нравится больше. ФРС могла бы внедрить эти предельные значения, разрешив неограниченную покупку ценных бумаг со сроками погашения от двух лет и более по ценам, компенсирующим недополученную доходность в результате этой меры. Если такая идея окажется успешной, то уменьшится доходность не только по среднесрочным казначейским облигациям, но и по долгосрочным государственным и частным долговым обязательствам (например, закладным) — ведь ожидания относительно будущих процентных ставок по ценным бумагам с разными сроками погашения взаимосвязаны.

Более низкие процентные ставки по всему спектру государственных и частных ценных бумаг укрепят совокупный спрос и тем самым помогут предотвратить дефляцию. Конечно, если операции с относительно краткосрочными казначейскими

облигациями окажутся неэффективными, ФРС может попытаться установить такой же предел по казначейским ценным бумагам с более длительными сроками погашения, например от трех до шести лет.

Затем Бернанке рассказывает, что можно предпринять, если экономика вошла в полосу дефляции, используя примеры, приведенные выше. Из контекста совершенно ясно, что он составлял своего рода список потенциально возможных мер ФРС на случай, если дефляция станет реальностью. Он не предлагал принимать их немедленно; более того, вряд ли он предполагал, что это придется делать. Он просто подчеркивал, что ФРС сможет победить дефляцию, если поставит такую цель. (Сейчас этот вопрос уже представляет собой не более чем академический интерес.)

С учетом всего вышесказанного можно перейти к основной идее выступления Бернанке. Прочтите этот текст внимательно, обратив особое внимание на выделенный жирным шрифтом текст.

Центральный банк, самостоятельно или в сотрудничестве с другими государственными учреждениями, имеет большие возможности по увеличению совокупного спроса и стимулированию экономической активности, **даже если он проводит политику нулевой процентной ставки.**

Главный принцип борьбы с дефляцией, по сути, очень прост: по мере необходимости использовать денежно-кредитную и бюджетную политику, чтобы поддержать совокупный спрос... (Настолько по-кейнсиански, насколько это возможно.)

Некоторые эксперты пришли к выводу, что после достижения процентной ставкой центрального банка нулевого значения (то есть реально возможного минимума) бюджетно-кредитная политика теряет способность стимулировать совокупный спрос и экономическую активность.

**Чтобы стимулировать совокупные расходы при нулевом уровне процентных ставок по краткосрочным кредитам, ФРС должна расширить масштаб приобретения активов или их номенклатуру.**

Теперь перейдем к выводам.

Длительная дефляция может оказаться весьма разрушительной для современной экономики, поэтому следует всеми силами ее предотвращать. К счастью, в обозримом будущем шансы ее возникновения в США невелики: по большей части из-за внутренней прочности нашей экономики, а частично — по причине готовности ФРС и политиков проводить предупредительные меры. Более того, как уже говорилось, в случае возникновения дефляции имеется целый ряд мер, способных ее обуздать. Поскольку некоторые из них менее известны, не исключены практические проблемы при их реализации и оценке возможного эффекта. **По этой причине, как я уже подчеркивал, лучше предотвратить дефляцию, чем стараться ее искоренить.** Тем не менее, надеюсь, я убедил вас в том, что ФРС и политики далеко не беспомощны перед лицом дефляции, даже если процентная ставка по краткосрочным кредитам достигает своего минимума — нулевого значения.

В этом и состоит решение. Все данные указывают на замедление темпов роста экономики? Это приближает нас (США) к дефляции. Сама по себе это не та информация, которая не даст нам уснуть. Но следует подумать о том, что ФРС предпримет, если нас накроет вторая волна рецессии, а за ней и дефляция. Будет ли ФРС стараться выйти за пределы кривой доходности? Стоит ли покупать больше разнообразных активов вроде ипотечных закладных или корпоративных долгов? Как это повлияет на рынки и инвестиции?

Прочитаем еще раз: «По этой причине, как я уже подчеркивал, лучше предотвратить дефляцию, чем стараться ее искоренить». Если Бернанке говорит искренне, то он должен действовать так, чтобы упредить следующую волну рецессии, если экономика будет так же вяло развиваться, а дефляция действительно станет угрозой. Существует вещь, которую статистика не учитывает, — готовность ФРС действовать. Будем надеяться, что, как и угроза дефляции в 2002 г., эта не станет реальностью. Но расслабляться рано.

Если большие ограничения вызваны избыточным долгом и ведут к дефляции, то ФРС способна лишь отсрочить ее наступление. Улучшение показателей произойдет только после того, как начнется очередной этап кредитования и получения кредитов. Но это добавит дополнительную сумму долга в экономику, и без того обремененную избыточными долгами. Таким образом, единственным надежным средством излечить ее являются время и жесткие бюджетные ограничения. Длительно действующих средств для кредитно-бюджетной политики просто нет.

Прежде чем подводить итоги, выскажем еще одну интересную мысль. Рецессии по определению имеют дефляционную составляющую. Из книги Рейнхарт и Рогоффа «На этот раз все будет иначе» мы вынесли в числе прочего и ту идею, что экономика наиболее уязвима и волатильна, а рецессии следуют чаще после кредитных кризисов. Далее, сокращение бюджетных расходов предпочтительнее, чем повышение налогов для оздоровления экономики после кредитного кризиса.

Мы считаем, что можно принять как данность, что Европа и США рано или поздно столкнутся со следующей рецессией. Это естественный порядок вещей. Но если рецессия неизбежна, то лучше пройти через нее как можно скорее и желательно с некоторым «инфляционным запасом» и свободой маневра для ответных мер. На 2011 или 2012 г. прогнозируется весьма суровая, если не катастрофическая рецессия и снижение процентных ставок до предельно низкого уровня. Интенсивное дефицитное расходование бюджетных средств как способ противодействия рецессии не может использоваться политиками без очень серьезных последствий. К тому же безработица растет, а объем налоговых поступлений уменьшается в бюджетах всех уровней. Поэтому мы так беспокоимся о том, будут ли отменены сниженные Бушем ставки налогов именно сейчас, когда экономика слаба. Когда вы прочтете эти строки, мы уже будем знать, как поступит конгресс. Сегодня (в 2010 г.) вопрос висит в воздухе. Сейчас, возможно, правы те, кто считает, что повышение налогов не достигло своей цели. Они даже проводили исследования по этому вопросу. Но намного больше людей полагают, что вышеупомянутые исследования проводились некорректно, и в худшем случае имело

место подтягивание фактов под заранее сформулированные теоретические выводы.

В июле профессор Майкл Боскин писал в Wall Street Journal: «Президент предпочитает не упоминать о том, что большинство экономистов сошлись во мнении относительно вреда, наносимого экономике повышением налогов, оправдываемым необходимостью получения средств для финансирования стимулирующих мер. (Гаральд Ухлиг из Чикагского университета утверждает, что каждому доллару, потраченному в рамках этих программ, соответствует уменьшение объема промышленного производства на 3,4 долл.) Возможно, президента не информировали о существовании весомых противоположных точек зрения, а возможно, он считает весомыми только те точки зрения, которые поддерживают его собственную. В любом случае его сотрудники работают плохо».

## **Хорошего выбора больше нет**

Когда мы заканчивали работу над этой книгой, ФРС объявила о намерении приобрести казначейские облигации на 600 млрд долл. до июня 2010 г. и собрать средства на покупку дополнительного количества этих ценных бумаг.

ФРС всячески старается вернуть экономику к докризисному уровню. В конечном итоге она достигнет успеха, если будет достаточно настойчива (другое дело, что никто сейчас не может предсказать, насколько обесценится доллар в результате этих усилий). Каждый может выдвигать теоретические аргументы в поддержку деятельности ФРС (лично мы голосуем против!) или в пользу того, чтобы она оставила экономику в покое и позволила банкам обанкротиться, а системе — пройти самоочищение. Считаем, что эта дискуссия совершенно бесперспективна и скучна.

Люди, обладающие властью, не разделяют взглядов Австрийской экономической школы, считая, что они хороши для интеллектуальных споров, но не могут служить основой реальной политики. Нам гораздо интереснее, что конкретно собираются предпринять ФРС и конгресс; это позволит соответствующим образом скорректировать наш

собственный портфель активов. (То же самое делают жители Великобритании, Испании или Японии!)

Мой учитель когда-то говорил, что рынок будет делать все, чтобы причинить как можно больше неприятностей как можно большему числу людей. Один из способов добиться этого — позволить дефляции развернуться в полную мощь в течение следующих нескольких кварталов или лет, обесценив инвестиции всех слоев населения, прежде чем инфляция (или стагфляция) дождется нас (будем надеяться!) в конце столь увлекательного путешествия. Это, конечно же, хорошо для держателей золота. Если они этого дождутся.

Возможно ли, что у этого кризиса будет какое-нибудь «золотое» завершение? Что ФРС найдет правильное сочетание антикризисных мер, а конгресс проснется и начнет контролировать кое-кого из вершителей нашей бюджетной политики? Конечно, все возможно, но мы бы на это не поставили.

Хотя кое-кто из окружающих вполне уверен в нашем будущем, мы не можем сказать этого о себе. Слишком много неизвестных в этом уравнении. Позвольте изложить один из сценариев, который весьма нас беспокоит. Конгресс так и не сумел наладить бюджетную дисциплину, в результате бюджетный дефицит увеличится еще на пару-тройку триллионов в ближайшие пару лет. ФРС добилась успеха в стимулировании экономики, до предела накачав ее ликвидностью. Фондовый рынок заволновался, и процентные ставки по долгосрочным бумагам начали расти. Наметившийся небольшой рост оказался под угрозой в долгосрочной перспективе, тем более в период высокой безработицы.

Будет ФРС монетизировать долг, инициировать реальную инфляцию и дальнейшее обесценивание доллара или позволит процентным ставкам повышаться и рано или поздно ввергнуть нас в рецессию? ФРС столкнулась с двойственной задачей в отличие от других центральных банков, которым поручено лишь поддерживать равновесие цен и тем самым стимулировать полную занятость. С этой точки зрения им придется выбрать одно из двух. Хорошего выбора больше не осталось.

## Глава 8

# ИНФЛЯЦИЯ И ГИПЕРИНФЛЯЦИЯ

*В целом банкротство правительств нанесло гораздо меньше ущерба человечеству, чем их способность получать кредиты.*

Ричард Тоуни, «Религия и становление капитализма», 1926 г.

*В результате продолжающейся инфляции правительство может конфисковать — секретно и незаметно — существенную часть богатства своих сограждан.*

Джон Кейнс, «Экономические последствия мира», 1919 г.

*Безработные мужчины, прихватив один или два рюкзака, отправлялись по деревням, в наиболее богатые места добирались даже по железной дороге, чтобы недозволенным образом раздобыть продукты, которые затем перепродавались*

*в городе в розницу в четыре-пять раз дороже. Сначала крестьяне радовались уйме бумажных денег, которые в обмен за их масло и яйца посыпались дождем, и тому, что они тоже не лыком шиты...*

*Но как только они, с туго набитыми бумажниками, являлись в город, чтобы приобрести нужные вещи, то, к своему огорчению, обнаруживали, что, пока они за свои покупки запрашивали в пять раз дороже, цены на молоток, котелок, косу, которые они хотели купить, выросли в двадцать или пятьдесят раз.*

Стефан Цвейг, «Вчерашний мир», 1944 г.<sup>1</sup>

В предыдущей главе мы рассматривали дефляцию. Сейчас давайте поговорим о ее противоположности — инфляции и гиперинфляции. Гиперинфляция — это крайний случай инфляции и настоящий кошмар для любого, кому приходилось с ней сталкиваться.

Мы знаем, что мир все глубже увязает в пучине долга, и вряд ли правительствам или домохозяйствам когда-нибудь удастся его погасить. В одних случаях это просто невозможно, а в других — для погашения долгов людям придется долгие годы тяжело трудиться. По сравнению с этим инфляция представляется многим политикам куда более простым выходом из положения.

Компании и домохозяйства, как правило, решают проблему избыточного долга, объявляя себя банкротами. Притом что сумма долга фиксированная, цены и заработная плата растут, уменьшая общее налоговое бремя. Люди не могут поднять цены и заработную плату при помощи инфляции, зато правительства могут это сделать;

более того, за много лет они научились это делать в совершенстве. Инфляция, монетизация долга, обесценение валюты — все это не ново. Уже несколько тысячелетий это рычаги используются для того, чтобы избавиться от долгов, и работают, надо сказать, очень неплохо.

Типичный обыватель считает, что инфляция возникает, если напечатано слишком много денег. Доля правды в этом есть; действительно, наиболее яркие примеры гиперинфляции связаны с избыточным выпуском денег — например, в Германии 1920-х гг. рейхсмарками растапливали печи, а венгерские пенгё дворники в 1945 г. выметали с улиц столицы.

Нет необходимости слишком углубляться в прошлое, чтобы отыскать примеры гиперинфляции, в частности ликвидации с ее помощью долгов. Вспомним Бразилию, одной из последних по времени прошедшей этот путь. В конце 1980-х и 1990-х гг. она весьма успешно избавилась от большей части своего долга.

Сегодня долг Бразилии относительно невелик. Экономика процветает, население доверяет центральному банку, и вообще страна представляет собой типичный пример истории успеха. Во многом как в США, в 1970-х гг. имевших высокую инфляцию, а затем получивших жесткого директора центрального банка в лице Пола Волкера, в Бразилии пришло к власти новое правительство и сумело покончить с инфляцией, обеспечив устойчивый рост ВВП и написав одну из самых ярких историй успеха за два последних десятилетия. Правда, то же самое можно было бы сказать и о ряде других стран, например о Турции, в которой также наблюдалась гиперинфляция, девальвация валюты, но в конечном итоге восстановилась финансовая и бюджетная стабильность.

В 1993 г. инфляция в Бразилии составляла примерно 2000% в год. Всего четыре года спустя, в 1997 г., она уже равнялась всего 7%. Как по мановению волшебной палочки государственный долг исчез. Представьте, что США вдруг увеличили денежную массу в обращении, скажем, в 10 000 раз (сейчас этот показатель равен примерно 900 млрд долл.) — именно это сделала Бразилия в период 1991–1996 гг. Тогда на балансе ФРС оказалось бы 9 квдрлн (квадриллионов) долл. Нули в этой цифре не сразу и пересчитаешь.

Это также означало бы, что наш нынешний долг в 13 трлн долл. чертовски уменьшился бы. Правда, говорят, что подобная стратегия избавления от государственного долга имеет серьезный недостаток: никто не одолжит вам больше ни цента после такого фокуса. Но это маловероятно. У инвесторов, к сожалению, очень короткая память. Рынки обычно прощают и дефолт, и инфляцию. Только взгляните сегодня на Бразилию, Боливию или Россию. Инвесторы с удовольствием вкладывают деньги в экономику этих стран[14].

Инфляция и гиперинфляция не влияют на конец игры, а дефляция не бывает неизбежной. Печатание денег и монетизация государственного долга могут сработать в случае отсутствия реального экономического роста. Они работали в бесчисленном множестве развивающихся стран: Зимбабве, Украине, Таджикистане, Тайване, Бразилии и др. Даже в США можно использовать этот прием, чтобы списать долги. На это потребуются несколько лет, а затем мы получим нового председателя центрального банка вроде Волкера, который и покончит с инфляцией. Мы тоже можем написать историю успеха ничуть не хуже бразильской.

Честно говоря, вряд ли можно искренне рекомендовать развязать гиперинфляцию. Но сейчас даже серьезные экономисты рассматривают инфляцию как средство решения проблем. Учитывая сильное дефляционное давление в мировой экономике, в ближайшее время темпы инфляции будут невысоки. Это очень удобно для основной массы экономистов, считающих, что мы можем в любой момент развязать инфляцию и решить проблему с долгом уже в краткосрочной перспективе. Ведущий эксперт МВФ Оливье Бланшар утверждает, что центральные банки должны стремиться к поддержанию более высоких темпов инфляции, чем сейчас, для того чтобы избежать дефляции. Такие ученые, как Нобелевский лауреат Пол Кругман и Бланшар, доказывают, что центральным банкам следует задать более высокий инфляционный порог, например 4%. Пол Мак-Каллей говорит, что центральные банки должны быть «ответственно безответственными». Однако инфляция как инструмент политики имеет и негативные стороны.

В этой главе мы рассмотрим, что такое инфляция и гиперинфляция, чем они отличаются и к чему могут привести.

## Немного инфляции

В предыдущей главе мы обсуждали вопрос о том, почему нынешний кризис таит в себе реальную угрозу дефляции при снижении или отсутствии роста скорости обращения денег. Однако можно привести множество аргументов в пользу того, что в ближайшее время дефляция нам не грозит.

Главная ошибка сторонников дефляции состоит в том, что они делают упор на незагруженные мощности. Руководство центральных банков и большинство экономистов считают, что по причине высокой задолженности правительства могут печатать деньги и занимать сумасшедшими темпами, не рискуя при этом спровоцировать инфляцию из-за снижения производственной мощности в условиях рецессии.

Но глубина последней доказывает, что они ошибаются. Во время обычного экономического спада производство сокращается, однако незагруженные мощности не разрушаются и вполне способны удовлетворить потребительский спрос, когда он возрастет. Разгорается кредитный кризис в результате структурной перестройки; сокращение банковского кредитования разрушает способность компаний поддерживать имеющийся уровень производства в долгосрочной перспективе.

Люди, считающие инфляцию недопустимым злом, указывают на высокую безработицу в США, Великобритании и Европе. Как мы уже отмечали в этой книге, многие безработные в развивающихся странах не имеют квалификации или пробыли в этом статусе слишком долго, из-за чего их навыки устарели. Они останутся безработными и в будущем. Поэтому данный аргумент несостоятелен.

В соответствии с ключевым анализом, сделанным нынешним председателем центрального банка Кипра Атанасиосом Орфанидисом, «...проведенные исследования разрыва ВВП — явление того же порядка, что и сам разрыв; они проводились очень последовательно и упорно, в то время как оценки разрыва ВВП в режиме реального

времени содержат большие искажения в поворотных точках экономического цикла, когда погрешности измерений максимальны... Целый пакет проблем обязан своим существованием постоянной ненадежности контрольных оценок динамики промышленного выпуска»<sup>2</sup>.

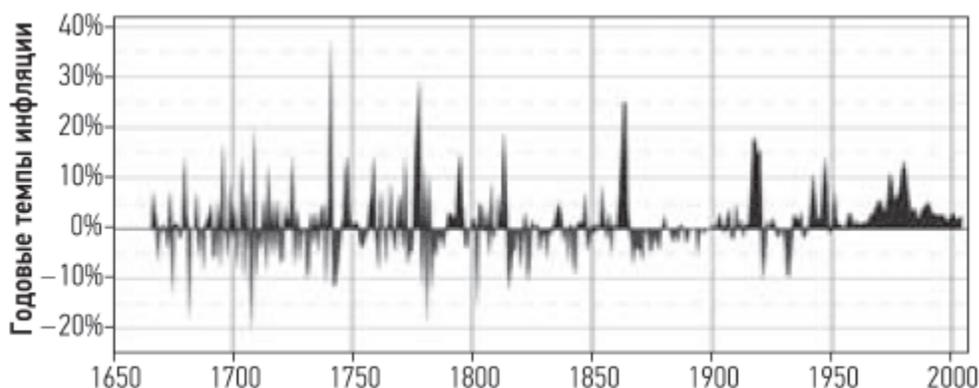
В переводе с английского на английский это означает: «Экономисты и центральные банки совсем не умеют оценивать разрыв ВВП». Это не новость!

Разрыв ВВП зачастую оценивается с существенной погрешностью и, кроме того, часто корректируется в результате пересмотра значений реального ВВП и базовых темпов экономического роста. Поэтому мониторинг значений разрыва ВВП и коэффициента использования мощностей в режиме реального времени практически бесполезен, причем мало того что бесполезен, но иногда корректировки превышают его исходное значение. (Мы уже писали о том, что ошибиться может каждый, но чтобы перевернуть все с ног на голову, нужен эксперт, вооруженный компьютером.) Даже управляющие ФРС понимают масштаб проблемы. Как отметил Чарльз Пlossер из отделения ФРС в Филадельфии, «сомнительность данных представляет собой не просто теоретический казус. Принятие решений на их основе приводит к дополнительным проблемам, поскольку дестабилизирует экономику. **Особо ярким примером такого рода является великая инфляция в 1970-х в США**» (выделено нами)<sup>3</sup>.

Мы уже писали о том, что сразу после назначения на должность управляющего Федеральным резервным банком вас отводят в заднюю комнату и делают прививку ДНК, внушающую вам внутреннее и вечное отвращение к дефляции. Нынешние руководители центральных банков гораздо лучше относятся к инфляции. По сути дела, они неплохо научились ее стимулировать. На рис. 8.1 продемонстрированы темпы инфляции в США начиная с конца 1650-х по 2000 гг. (Нас всегда изумляло, откуда историки знают, какие цены были сотни лет назад; но это тема для следующей увлекательной книги.) Как показывает рис. 8.1, во времена существования в США и остальных странах мира золотого стандарта периоды инфляции чередовались с периодами дефляции. В среднем уровень цен оставался стабильным. Инфляция в одном году перекрывалась дефляцией

в следующем. Но если посмотреть на правую сторону графика, то вы убедитесь, что с какого-то момента дефляции в США уже не наблюдалась. После Бреттон-Вудского соглашения в 1944 г., когда мир перешел на долларový стандарт, лишь номинально привязанный к золоту, а затем после 1971 г., когда США отменили свободный обмен долларов на золото, многое изменилось: с тех пор имела место только инфляция.

**Рис. 8.1. Темпы инфляции в США в период 1650–2000 гг.**



*Источник: John J. McCusker, How Much Is That in Real Money? A Historical Price Index for Use as a Deflator of Money Values in the Economy of the United States (Oak Knoll Press, 1992; 2nd ed., rev., 2001)*

Таким образом, рис. 8.1 подтверждает, что инфляция — типичное явление в мире, где господствуют бумажные деньги. Центральные банки и правительства всегда делают на нее поправку. Им гораздо легче регулировать кредитно-денежную политику, если процентные ставки позитивны, поэтому они предпочитают поддерживать небольшой уровень инфляции. По сути дела, после 1944 и 1971 гг. примеры дефляции встречались очень и очень редко.

В предыдущей главе мы рассматривали составляющие дефляции. Она обычно имеет место после банковских кризисов и падения цен на недвижимость. Такая картина наблюдалась в результате взрыва пузыря на рынке недвижимости в Гонконге в 1997 г., банковского краха в Ирландии в 2008 г. и краха рынка жилой недвижимости в балтийских странах в 2008 г. Пожалуй, это и все случаи дефляции после 1971 г. Практически все они произошли потому, что правительства этих стран не контролировали денежную массу. Они устанавливали

принудительный курс своей валюты к доллару или евро (Ирландия, например, находилась фактически в зоне евро). **Япония показала единственный пример дефляции в стране, где отсутствовала привязка курса национальной валюты к другим валютам и которая не входит в валютные союзы.**

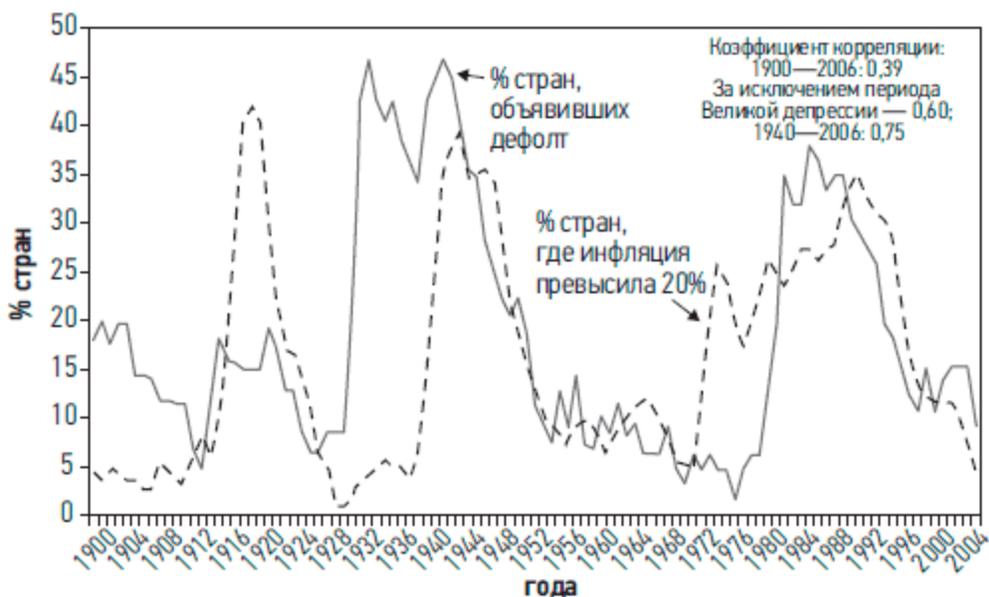
Как показали Рейнхарт и Рогофф, чаще всего банковский кризис приводит к государственному дефолту, а последний — к инфляции.

### БАНКОВСКИЙ КРИЗИС → ДЕФОЛТ → ИНФЛЯЦИЯ

Простое объяснение этой цепочки состоит в том, что банковский кризис дает толчок мощным дефляционным процессам погашения задолженности и снижения скорости обращения денег. В такой среде люди, компании и, наконец, правительства, которые не в состоянии погасить свои долги, объявляют о банкротстве (дефолте).

Государственные дефолты, как правило, заставляют иностранцев продавать местную валюту, в результате чего приходится проводить ее девальвацию. В итоге поднимаются цены на импортные товары, что приводит к инфляции. В то же время правительства и центральные банки борются с экономическим спадом с помощью экспансивной денежной политики, которая *еще больше усиливает инфляцию.*

**Рис. 8.2. Инфляция и государственные дефолты в 1900–2006 гг.**



Источник: Reinhart and Rogoff, *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, [www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Rogoff.Banking\\_Crises.pdf](http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Rogoff.Banking_Crises.pdf).

В предыдущем абзаце взаимосвязь банковского кризиса, дефолта и инфляции описана довольно упрощенно (или, можно сказать, популярно), тем не менее достаточно точно. На графике (см. рис. 8.2), выполненном на основе данных книги Рейнхарт и Рогоффа, очень достоверно показано, что инфляция чаще всего следует за дефолтом, который, в свою очередь, вызывается банковским кризисом. Почему так происходит — вполне очевидно. Чуть ли не каждую неделю можно прочитать очередную статью весьма уважаемого профессора, рекомендующего монетизировать дефицит государственного бюджета и тем самым обеспечить себе бесплатный завтрак. Но если бы все было так просто! Приведем цитату из работы профессора Массачусетского технологического института Рикардо Кабальеро:

Нам необходимо стимулировать спрос путем временного и значительного снижения налогов на продажи, что не влечет за собой такого же роста государственного долга. Этого можно добиться, организовав «выброс денег из вертолета» над Казначейством. Что станет ему своего рода денежным подарком от ФРС.

Критики говорят, что это не более чем манипулирование отчетностью, поскольку в консолидированном балансе

правительства, включающем и операции ФРС, возникают обязательства. Но они упускают из виду то, что экономика находится в ловушке ликвидности, а в этом случае экономическая система демонстрирует способность абсорбировать практически любой объем наличности. В таких условиях изменение структуры обязательств в консолидированном балансе государственного сектора за счет эмиссии денежных средств означает «бесплатный завтрак» для правительства<sup>4</sup>.

Конечно, к чести профессора Кабальеро, он доказывает, что мы должны иметь механизм, позволяющий удалить излишнюю ликвидность из системы; но можно ли надеяться, что ФРС и Казначейство окажутся достаточно мудры, чтобы позаботиться об этом?

Инфляция не может служить адекватной мерой реагирования по многим причинам. Почему она способна еще и усугубить ситуацию, лучше всего понятно в ее крайних проявлениях, тогда ее опустошающее действие совершенно очевидно. Мы рассмотрим примеры гиперинфляции. Как правило, они вызывают у читателей огромный интерес, но жить в такую эпоху сложно.

## Характеристики гиперинфляции

Точно так же как книга Рейнхарт и Рогоффа считается основополагающей в описании банковского и долгового кризиса, книга профессора Питера Бернхольца из Базельского университета «Монетарная политика и инфляция» (Monetary Regimes and Inflation), содержащая описание практически всех случаев гиперинфляции в истории, является своеобразной «библией» в данной области.

По мнению профессора Бернхольца, возникновение гиперинфляции возможно, даже если печатный станок не включался. Во времена древних греков и римлян правители часто чеканили золотые и серебряные монеты меньшего веса или добавляли в сплав сторонние металлы, портя тем самым качество монет. **Таким образом,**

**истинная гиперинфляция возможна только в условиях обращения бумажных денег<sup>5</sup>.**

Как видно из табл. 8.1, почти все известные примеры гиперинфляции имели место в XX столетии. (Примечание: книга была написана до событий в Зимбабве.) Единственный более ранний случай относится ко времени Французской революции, когда в обращении также ходили бумажные деньги.

**Таблица 8.1. Примеры гиперинфляции в истории**

Страна	Годы	Максимальный темп инфляции, %	Страна	Годы	Максимальный темп инфляции, %
Аргентина	1989-1990	196	Венгрия	1945-1946	$1,295 \times 10^{16}$
Армения	1993-1994	438	Казахстан	1994	57
Австрия	1921-1922	124	Киргизстан	1992	157
Азербайджан	1991-1994	118	Никарагуа	1986-1989	127
Беларусь	1994	53	Перу	1921-1924	114
Боливия	1984-1986	120	Польша	1989-1990	188
Бразилия	1989-1993	84	Польша	1992-1994	77
Болгария	1997	242	Сербия	1922-1924	309000000
Китай	1947-1949	4209	Советский Союз	1945-1949	279
Конго (Заир)	1991-1994	225	Тайвань	1995	399
Франция	1789-1796	143	Таджикистан	1993-1996	78
Грузия	1993-1994	197	Туркменистан	1992-1994	63
Германия	1920-1923	29500	Украина	1990	249
Греция	1942-1945	11288	Югославия	1993-1994	59
Венгрия	1923-1924	82			

*Источник: Peter Bernholz, Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships (Edward Elgar Publishing, March 27, 2006)*

Для большинства стран мы не имеем данных по инфляции за достаточно продолжительный период времени, но на примере Великобритании хорошо видно, что в течение примерно 600 лет темпы инфляции оставались относительно стабильными (рис. 8.3). После внедрения бумажных денег инфляция была фактически устранена. К сожалению, это справедливо не для всех стран, использующих бумажные деньги. Интересно, что после отказа от золотого стандарта гиперинфляция имела место чаще, чем дефляция.

На рис. 8.3 показана инфляция, но между ней и гиперинфляцией следует провести различие. Во многих странах темпы инфляции

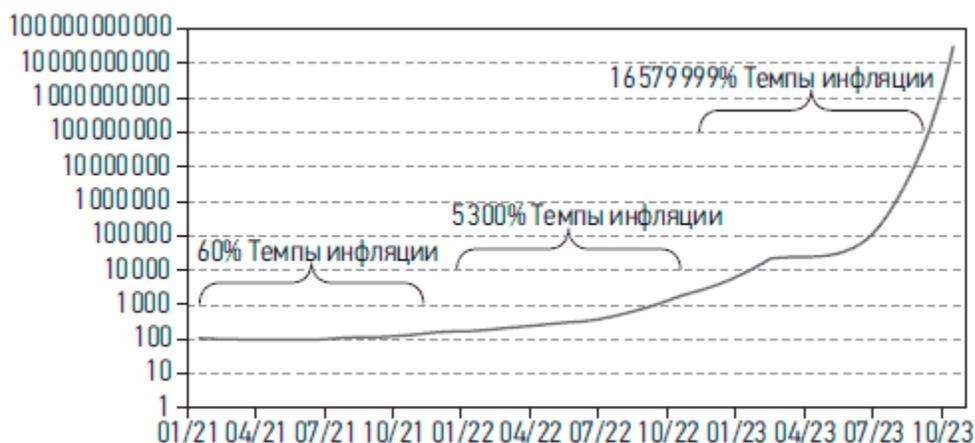
высокие, но гиперинфляция — это особый случай, когда денежная масса возрастает в полтора раза ежемесячно. В результате ее показатели очень быстро становятся астрономическими. Чтобы представить, с какими сумасшедшими цифрами приходится сталкиваться, когда инфляция переходит в гиперинфляцию, приведем данные об инфляции в Веймарской Германии (см. рис. 8.4). К концу 1923 г. ее темп составлял 16 000 000% в год. Можете себе представить, какой уровень цен существовал в таких условиях? Наивысший номинал банкноты, выпущенной Рейхсбанком Веймарского правительства, составлял 100 трлн марок (100 000 000 000 000; 100 млрд на шкале)<sup>6</sup>. На пике инфляции один американский доллар стоил 4 трлн немецких марок того периода. Одна из фирм, печатавших банкноты для Веймарского правительства, выставила счет Рейхсбанку на 32 776 899 763 734 490 417,05 ( $3,28 \times 10^{19}$ , или 33 квинтиллиона) марок<sup>7</sup>.

**Рис. 8.3. Темпы инфляции в Великобритании за несколько столетий (логарифмическая шкала)**



Источник: Societe Generale, Phelps-Brown & Hopkins

**Рис. 8.4. Индекс потребительских цен в Веймарской Германии (логарифмическая шкала, среднегодовые показатели)**



Источник: Societe Generale, *Popular Delusions: Some Useful Things I've Learned about Germany's Hyperinflation*, February 26, 2010, Bresciani-Turroni (1931), SG Cross Asset Research.

Что вызывает такой грандиозный скачок цен? Бернхольтц дает этому весьма элегантное объяснение. Он считает, что правительства склонны ошибаться в пользу инфляции. Этому можно найти объективные доказательства. Единственный, кто ограничивает стремления правительства поддерживать контролируемую инфляцию, — независимый центральный банк. Изучив опыт инфляции во множестве стран и обобщив примеры гиперинфляции, можно сделать следующие выводы.

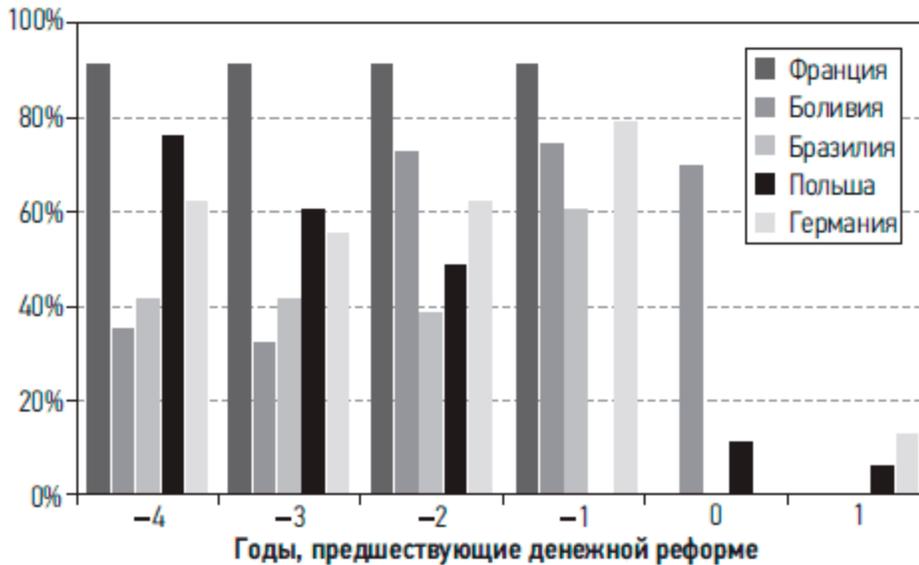
- Металлические стандарты, в том числе золотой и серебряный, обуславливают нулевую или намного меньшую инфляцию по сравнению с бумажноденежными стандартами.
- Бумажноденежный стандарт менее инфляционен в том случае, если функционирует при наличии центрального банка, независимого от правительства.
- Валюты, основанные на бумажноденежных стандартах и связанные с другими валютами фиксированным обменным курсом (неважно, основанными на металлических или бумажноденежных стандартах, но при наличии независимого центрального банка), также демонстрируют меньшую склонность к девальвации как при зависимом, так и независимом центральном банке<sup>8</sup>.

Бернхольц исследовал 12 из 29 случаев гиперинфляции, по которым имеется обширная база данных. Все они похожи друг на друга. «Гиперинфляция всегда вызывается дефицитом государственного бюджета, который покрывается за счет эмиссии денег». Самое интересное, Бернхольц сумел рассчитать размер дефицита, способного дать старт гиперинфляции. Он утверждает, что «...расчеты со всей очевидностью показывают, что дефицит бюджета, равный или превышающий 40% от объема государственных расходов, контролировать невозможно. Это ведет сначала к инфляции, а потом и к гиперинфляции»<sup>9</sup>. Еще любопытнее то, что и меньший дефицит может послужить причиной гиперинфляции. Например, в 8 случаях из 12 причиной стал дефицит бюджета в размере 20%.

Не отвлекайтесь от чтения, поскольку мы переходим к самому главному. Большинство аналитиков рассчитывают дефицит госбюджета в процентах от ВВП. Они говорят: «Дефицит государственного бюджета США составляет 10% от ВВП». Хотя этот показатель имеет определенный смысл, он абсолютно ничего не говорит о том, насколько велик дефицит относительно расходов бюджета. *Он может составлять 10% от масштабов американской экономики и при этом превышать 30% от суммы государственных расходов.* Это большая разница.

На рис. 8.5 отображен уровень дефицита по отношению к государственным расходам в периоды накануне гиперинфляции.

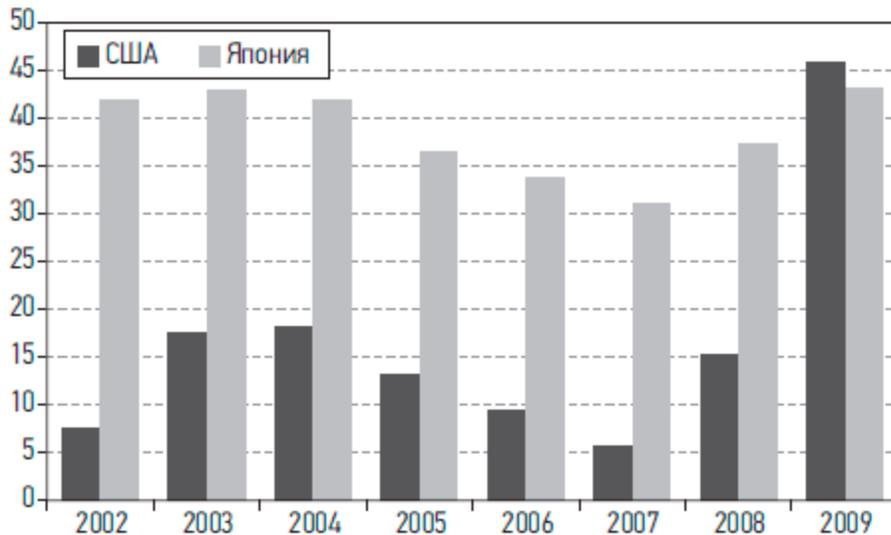
**Рис. 8.5. Дефицит государственного бюджета некоторых стран накануне гиперинфляции**



Источник: Societe Generale

Интересно, что в настоящее время Япония и США недалеки от размеров дефицита бюджета, который в прошлом предшествовал периодам гиперинфляции. Большая разница между Японией или США, с одной стороны, и странами, имевшими опыт гиперинфляции, — с другой, объясняется тем, что их центральные банки не решались на монетизацию дефицита. Если ФРС когда-нибудь пойдет на это, то нам придется расплачиваться за марку или сэндвич в квадриллионах долларов (рис. 8.6).

**Рис. 8.6. Отношение дефицита государственного бюджета США и Японии к государственным расходам**



Источник: Societe Generale

Очень важен следующий вывод Бернхольца. Гиперинфляцию вызывает отнюдь не агрессивная политика центральных банков, а безответственные и расточительные действия законодателей, тратящих намного больше средств, нежели поступает в государственный бюджет, а также приспособленческая политика центральных банков, помогающих им в этом неблагоприятном деле.

Какие уроки мы можем извлечь из прошлого? Бюджетные долги — это настоящая угроза, способная стимулировать инфляцию, если только центральный банк продолжает их монетизировать. Но при наличии независимого центрального банка правительство вынуждено отказаться от очень удобного, но скользкого пути оплаты долгов за счет эмиссии необеспеченной денежной массы. Правительству придется рассчитывать теми деньгами, которые уже находятся в обращении, или финансировать дефицит государственного бюджета за счет выпуска дополнительных пакетов государственных облигаций и их продажи населению или центральным банкам. Необходимо также организовать покупку облигаций, приобретаемых центральным банком, на открытом рынке. Это позволяет увеличить денежную массу путем эмиссии. Такой способ финансирования государственных расходов называется монетизацией долга. Последняя представляет собой двухступенчатый процесс: сначала правительство для финансирования своих расходов выпускает облигации, а затем

центральный банк выкупает их у общественности, которая, в свою очередь, остается с увеличившейся денежной массой.

Хотя сегодня, в связи с проведением второго этапа политики количественного смягчения (QE2), некоторые отрицают, что США идет по этому пути. Мохаммед Эль-Эриан, в частности, пишет:

К сожалению, следует сделать вывод, что политика QE2 не принесет особого успеха в деле обеспечения стабильно высоких темпов экономического роста и создания новых рабочих мест в США, а также усложнит жизнь многим другим странам. Притом что экономические показатели не оправдывают ожиданий политиков, требования к ФРС приложить дополнительные усилия скоро будут раздаваться все громче. А это значит, что объявление ФРС в прошлую среду о втором этапе QE вряд ли будет последним в своем роде.

Считаем ли мы, что ФРС откажется от обязанности контролировать инфляцию и прибегнет к 100-процентной монетизации государственного долга? Нет. Но попытка удержать инфляцию под контролем и на невысоком уровне может закончиться тем же, что и попытка удержать под контролем пламя свечи, опрокинувшейся на пол. Тогда ФРС постарается удалить лишнюю денежную массу из экономики, как это делал Пол Волкер, что неизбежно приведет к рецессии. Остается надеяться, что до этого не дойдет.

## **Риски инфляции**

Если инфляция — это средство избавиться от чересчур большого долга, как мы показали ранее на примере Бразилии, то почему тогда она наряду с гиперинфляцией способна ухудшить ситуацию в экономике? У правительства есть обязательные статьи расходов, на которые выделяются средства на протяжении всего года, но максимум налоговых поступлений обычно приходится на конец года. Поэтому стоимость доходов бюджета в реальном выражении все время уменьшается, пока деньги не будут потрачены. Действительно, попытки заткнуть эту дыру при помощи инфляции способны ее только расширить. Постепенное втягивание экономики в инфляционный

процесс представляет собой так называемый эффект Танзи — по имени открывшего его экономиста.

Случаи гиперинфляции похожи друг на друга. Во-первых, худшие деньги вытесняют лучшие. Во времена древних греков и римлян, когда правители портили монету, некоторым людям хватало ума выменивать старые монеты на новые, с уменьшенным содержанием золота или серебра, в результате чего старые полновесные монеты постепенно исчезали из обращения. Их просто припрятывали. Это явление получило название закона Грешема. Худшие деньги вытесняют из оборота лучшие.

В период современной гиперинфляции золотых монет нет, поэтому люди начинают обменивать продукты друг у друга, избегая использования девальвированной бумаги. Затем, если появляется возможность заполучить твердую зарубежную валюту, которая по всем прогнозам вряд ли обесценится (например, доллары или в свое время дойчмарки), они переходят на нее. Сначала она используется в качестве мерил заработной платы и цен при проведении переговоров, затем начинает выполнять функции средства платежа и, наконец, функции средства сбережения. После того как на нее переключается достаточно большое число людей, закон Грешема превращается в свою противоположность, и гиперинфляция проходит полный круг. Лучшие зарубежные деньги вытесняют лучшие, а обесценившиеся деньги становятся полностью бесполезными. Это называется законом Тьера.

Именно так случилось в Аргентине. Если вы покупаете дом, то расплачиваться, скорее всего, будете мешками, набитыми американскими долларами. Одна сторона сделки считает деньги, а вторая занимается проверкой документов.

Последствия такой политики разрушительны. Гиперинфляция полностью подрывает покупательную силу как частных, так и корпоративных сбережений. Никто не хочет держать бумажные деньги, и это стимулирует избыточное потребление. Инвесторы сталкиваются с неопределенностью и отказываются вкладывать средства, безработица взмывает до небес, а сбережения вывозятся за границу. Лучше всего в 2008 г. работал фондовый рынок Зимбабве,

предлагавший клиентам хеджировать валютные риски даже притом, что экономика их стран вступила в полосу спада.

## Проблемы инфляции

Очень соблазнительно думать, что обремененные большим долгом страны могут решить все свои бюджетные проблемы путем инфляции. Инфляция способна размыть реальную стоимость долга. Долги представляют собой фиксированную сумму, а работники, компании и правительства могут индексировать свои заработные платы и цены в соответствии с инфляцией.

Главным следствием высокой инфляции, и тем более гиперинфляции становится обеднение населения в результате снижения реальных доходов. Если проследить за их динамикой, то можно увидеть, что в периоды высокой инфляции (например, в конце 1970-х гг. или в течение нескольких последних лет) мы получали сократившуюся в реальном выражении заработную плату. Однако во время дефляции наблюдался ее рост. Попросту говоря, цены повышаются быстрее, чем заработная плата, поэтому необходимые вам продукты дорожают быстрее, чем индексируется ваша заработная плата (рис. 8.7).

Использование инфляции как средства избавления от задолженности связано с тремя основными проблемами. Инвесторы сразу распознают даже хитро замаскированные инфляционные меры и потребуют повысить доходность инвестиций. Правительства многих стран установили инфляционные поправки к пенсии и заработной плате, поэтому с ростом инфляции растут и государственные расходы.

### Рис. 8.7. Динамика реального дохода



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Почти половина расходов федерального бюджета привязана к темпам инфляции, поэтому высокая инфляция означает большой дефицит. Расходы на социальное страхование, составляющие около 25% от общей суммы расходов бюджета, официально индексируются; расходы на медицинское страхование по программам Medicare и Medicaid индексируются неофициально. Действительно, по оценкам Бюджетного управления конгресса в период 2009–2020 гг. эти три программы дадут 72% от общего прироста федеральных расходов и примерно такой же процент от общего прироста государственного долга. Если уж на то пошло, оценки Бюджетного управления могут быть консервативными, поскольку этого требует нынешнее законодательство. Они исходят из прогноза резкого сокращения оплаты услуг врачей по программе Medicare. Эти сокращения ежегодно откладывались, начиная с 2003 г. Каждое повышение темпов инфляции уменьшает стоимость существующего долга, зато дефицит бюджета возрастает, и, вполне возможно, увеличивается реальное долговое бремя (в % от ВВП). Бюджетное управление считает, что рост темпов инфляции в следующие десять лет будет на 1% выше, чем прогнозировалось, а бюджетный дефицит — примерно на 700 млрд долл. больше<sup>10</sup>.

## Гиперинфляция в США?

Конгресс любит расходовать бюджетные средства больше, чем пьяный матрос пить водку при увольнении на берег. ФРС же видит решение любой проблемы в повышении ликвидности экономики. Учитывая столь неблагоприятную ситуацию, какова вероятность того, что в США в ближайшем будущем не развернется инфляция или гиперинфляция?

Кто лучше ответит на этот вопрос, как не самый известный эксперт по гиперинфляции? Бернхольц считает, что при имеющихся денежно-кредитных проблемах и монетарных методах их решения ситуация будет сложной, но непосредственной опасности гиперинфляции для США он не видит.

Возможно ли, что инфляция постепенно перейдет в гиперинфляцию? Я считаю, что нет. Хотя при покрытии более 40% бюджетного дефицита за счет кредитов действительно начинается гиперинфляция, в книге «Монетарная политика и инфляция» подчеркивалось, что важна не только общая сумма этих кредитов, но и их структура. В частности, там говорится: **«12 рассмотренных примеров гиперинфляции наглядно демонстрируют, что все они были вызваны финансированием гигантских бюджетных дефицитов за счет денежной эмиссии»** (выделено нами). Таким образом, только кредит, прямо или непрямо предоставляемый руководством банковской системы правительству, ведет к эмиссии денег, а следовательно, и к увеличению денежной базы. Это не распространяется на заимствования, производимые на фондовом рынке, если потом они не перепродаются ФРС. Если смотреть на бюджетный дефицит США с этой точки зрения, то далеко не все кредиты, получаемые правительством, финансировались через ФРС.

В соответствии с предварительными и приблизительными оценками, не 40, а всего 13% кредитов правительства США финансируются таким способом. Более того, обсуждая эту проблему, следует принимать во внимание, что около двух третей задолженности, номинированной в долларах, циркулирует за рубежом. Это — наряду с тем что огромное количество

долларовых активов сосредоточено в собственности центральных банков Китая, Индии и стран Персидского залива, — может генерировать другие риски. Но они имеют иную природу (не считая возврата долларовой массы и покупки зарубежных активов ФРС). Инфляция в последующие годы может расти быстрее или медленнее, но опасности гиперинфляции в США пока нет<sup>11</sup>.

Бернхольц, по всей видимости, слишком великодушен по отношению к ФРС и конгрессу. Он не учитывает ипотечные облигации Fannie и Freddie на сумму более 700 млрд долл., выкупленные той же ФРС на эмитированные деньги. Возможно, если бы другие центральные банки не скидывали ипотечные облигации по бросовой цене, ФРС пришлось бы монетизировать все 100% бюджетного дефицита США путем их скупки через Казначейство. Примечательно, что единственной страной в мире, в настоящее время отвечающей всем критериям для возникновения гиперинфляции, является Великобритания, где 100% бюджетного дефицита монетизировано через центральный банк. Поэтому неудивительно, что инфляция в Великобритании регулярно превышает даже собственные прогнозы Банка Англии. Очевидно, его сотрудники не видят никакой связи между этими явлениями.

Хотя вряд ли США, Японии или другой стране в ближайшем будущем угрожает гиперинфляция, впоследствии ситуация может измениться, если центральные банки какой-либо из этих стран утратят независимость или начнут согласовывать свои действия с Министерствами финансов. Они уже потеряли значительную часть независимости благодаря политике количественного смягчения. Конечно, их руководство может уверять, что держит дистанцию и с законодательными органами и с Министерством финансов, но мало кто в это поверит. Центральные банки в Великобритании, Европе, США сейчас эффективно взаимодействуют с министерствами финансов (казначействами) в деле накачивания денег в экономику. Пока это не слишком сказывается на экономическом положении благодаря интенсивному процессу погашения долгов в частном секторе. Если эта политика будет продолжаться в возрастающих

масштабах, то потребность в координации действий также будет расти, оставляя тем самым все меньше независимости центральным банкам. Мы надеемся, что, если начнется экономический спад, центральным банкам хватит мудрости не монетизировать государственный долг, несмотря ни на какой денежно-кредитный кризис. Как ни грустно, вряд ли этим надеждам суждено оправдаться.

В последние двадцать лет ФРС не раз допускала серьезнейшие ошибки. При Алане Гринспене единственным средством решения всех проблем ФРС считала наращивание ликвидности. Если у вас есть только молоток, то все вокруг выглядит как гвозди. При Бернанке ФРС интенсивно монетизировала государственный долг, а также ипотечные облигации, удерживавшиеся псевдогосударственными компаниями вроде Fannie Mae и Freddie Mac.

Если снова начнется экономический спад, то будет ли ФРС опять использовать свой молоток и накачивать ликвидность в экономику путем монетизации все возрастающего объема правительственных обязательств? Мы надеемся, что нет. Долговая дефляция — ужасная вещь, но гиперинфляция еще хуже. Нам надо тщательно следить за тем, чтобы центральные банки сохранили полную независимость.

# **ЧАСТЬ II**

Мировой тур:  
кто первым закончит игру?

*Если при выпадении числа  $x$  всегда выпадает некоторая совокупность чисел, никогда не выпадающая в отсутствие  $x$ , то, согласно байесовскому подходу, эта комбинация чисел позволяет сделать вывод о том, что  $x$  тоже где-то тут, пусть даже спрятанное под чьей-то шляпой. Если я вижу клоунов, прохаживающихся по бакалейному магазину и покупающих арахис, а посреди площади натягивают высокий шатер шапито с двумя моноциклами наверху, то, прошу прощения, я просто обязан сделать вывод о том, что к нам в город приехал цирк.*

Джон Гуссман

Во второй части книги мы рассмотрим пострадавшие больше других от последствий кризиса страны. Некоторые из них совсем маленькие, и, возможно, вы не сразу найдете их на карте. Другие гораздо больше и хорошо известны. Но между ними есть нечто общее: все они обременены слишком большим государственным долгом и разбалансированностью экономики. Это надо исправить.

Спрогнозировать, в каких странах в скором времени разразится кризис, не так уж сложно. Несколько признаков говорят о высоком риске долгового кризиса, а также несколько верных примет свидетельствуют о том, что он распространится на всю экономику. Взятые по отдельности, эти признаки значат немного, но, если они проявляются все сразу, финансовый кризис не за горами.

Почему зачастую случается так, что люди очень хорошо видят свои собственные проблемы, но не в состоянии предвидеть надвигающуюся экономическую катастрофу? Попробуем ответить на этот вопрос, приведя примеры из жизни. Если у вас есть сосед, который постоянно берет кредиты в банке, а потом еще и занимает деньги у соседей и друзей, чтобы расплатиться с банками, не придете ли вы к выводу, что ему угрожает банкротство? Здравый смысл подскажет, что, скорее всего, это именно так. Ответственные люди не увязают в долгах, чтобы расплатиться по ранее взятым долгам. Вы, несомненно, решите, что у таких людей серьезные проблемы, и будете правы. Если ваши финансовые дела в порядке, то вы никогда не поступите таким образом. Аналогично этому страны, занимающие слишком много у соседей, обычно попадают в беду; тем не менее экономисты, похоже, никогда не могут предсказать, у каких из них в ближайшем времени возникнут серьезные проблемы.

Чтобы проследить, как начинается и разворачивается кризис, давайте проанализируем один из самых маленьких и одновременно эффективных экономических кризисов в национальном масштабе — исландский.

В Исландии проживает меньше жителей, чем в канзасском городе Уичито, тем не менее эта страна умудрилась взять кредит на 50 млрд евро у зарубежных банков — примерно в 10 раз больше собственного ВВП. Для сравнения, весь внешний долг США (государственный и частный) превышает ВВП примерно в 3,5 раза.

Как и многие другие маленькие страны Европы, Исландия занимала деньги за рубежом очень дешево и платила слишком высокие проценты по депозитам иностранных физических и юридических лиц. Исландцы могли взять кредит в японских иенах по практически нулевой процентной ставке; зато иностранные инвесторы получали огромные доходы. Например, филиал банка Kaupthing на острове Мэн предлагал 7,15% по годовому депозиту, номинированному в английских фунтах стерлингов, а если вы помещали деньги на депозит в Исландии как местный резидент, то могли получить до 15%.

Очень устойчивая валюта Исландии создавала колоссальную разбалансированность. Высокий дифференциал по процентным

ставкам, развитая торговля делали крону привлекательной; ее укрепление означало, что исландцы могут покупать больше и больше машин, телевизоров с плоским экраном, дорогих часов зарубежного производства. Покупательная активность была настолько высока, что дефицит текущего баланса составлял 25% от ВВП в 2006 г. В США этот показатель тогда равнялся 7%, и эта цифра считалась угрожающе большой.

Дисбаланс оказался настолько велик, что рано или поздно кризис был неминуем. Пока деньги из-за рубежа текли в Исландию, финансируя дефицит текущего баланса и кредитную деятельность банков, все шло хорошо. Но, как и любой другой пузырь, этот тоже должен был лопнуть: когда финансирование из-за рубежа прекратилось, картонный домик рассыпался. Это случилось сразу после краха Lehman Brothers, когда все исландские банки разорились.

Но давайте вернемся в то время и посмотрим, кто из зарубежных банкиров высказывался по поводу положения дел в Исландии. Увы, ни один не увидел надвигающейся катастрофы.

В 2006 г. бывший экономист и впоследствии управляющий ФРС Фред Мишкин выступил соавтором доклада «Финансовая стабильность в Исландии». В нем утверждалось, что финансовая система страны отличается прочностью и устойчивостью.

[Исландское] законодательство и система государственного контроля характеризуются высоким качеством. Страна обладает прочной бюджетно-налоговой системой в отличие от США, Японии и стран Европы. Финансовая отрасль Исландии подверглась значительной либерализации, завершившейся примерно десять лет назад. Ее банковский сектор переориентировался с обслуживания внутреннего рынка на предоставление финансовых посреднических услуг остальным странам мира, особенно скандинавским и Великобритании.

Можно выделить три типичные модели назревания финансовой нестабильности, которые так или иначе проявились в финансовых кризисах последних лет: 1) финансовая либерализация наряду со слабой системой законодательного

регулирования и контроля; 2) острый бюджетный дисбаланс; 3) неосмотрительная денежная политика. Ни одна из этих моделей не подходит к нынешней ситуации в Исландии. Экономика уже приспособилась к финансовой либерализации, закончившейся довольно давно, зато законодательное регулирование и контроль отличаются достаточной жесткостью<sup>1</sup>.

Можно говорить о слепых, ведомых слепым поводырем: Мишкин — близкий друг Бернанке, работавший в ФРС с 2006 по 2008 г. Вместе они даже написали книгу о проблемах инфляции.

Сопоставьте эти опрометчивые суждения с тем, что случилось в 2006 г., когда профессор экономики Чикагского университета Боб Алибер заинтересовался проблемами Исландии. Майкл Льюис прекрасно описал эту сцену: «Алибер был с визитом в Лондонской школе бизнеса и внезапно услышал разговор об Исландии, о которой в то время ничего не знал. Но он мгновенно уловил безошибочные признаки кризиса. Проанализировав огромный объем данных, Алибер понял, что в Исландии вырисовывается классическая картина финансового сумасшествия, хорошо известная из истории. Алибер называет Исландию «идеальным пузырем» и пишет пособие — своего рода обновленную версию классической книги 1978 г. «Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи»<sup>[15]</sup> (в соавторстве с Чарльзом Киндлбергером). В ней он собирался отвести отдельную главу «идеальному пузырю» Исландии наряду с «пузырем Южного моря» и «тюльпановым кризисом» — пусть даже в Исландии еще не началась финансовая катастрофа. Но, по его мнению, это просто формальность<sup>2</sup>.

Почему Мишкин полностью проморгал надвигающийся кризис, и как Алибер сумел моментально понять, что происходит? Как мог Мишкин — член совета управляющих ФРС, неоднократно посещавший Исландию, ответственный, по идее, за финансовую стабильность — не увидеть совершенно очевидных признаков, которые заметил профессор, никогда не бывавший в Исландии?

## **Тетушки Минни в экономике**

Ответ прост: Мишкин не смог распознать тетушку Минни.

В медицине тетушкой Минни называется патогномоничный, то есть характерный только для определенной болезни набор симптомов. (Термин «патогномоничный» происходит от греческого слова *pathognomonikos* — «умело распознающий болезни»). Каждый из них в отдельности достаточно обычен, но все вместе они безошибочно указывают на наличие определенного заболевания.

В нескольких последующих главах на примере ряда стран из разных уголков мира мы попытаемся выделить безошибочные признаки тяжелой болезни экономики и посмотрим, какие факторы чаще всего приводят к финансовому кризису, а какие говорят о том, удастся ли стране преодолеть его относительно благополучно. Мы увидим, как выглядит конец игры в разных странах мира.

Ниже представлен перечень факторов, составленный весьма остроумным экспертом по глобальной экономике Майклом Петтисом. Возможно, это один из лучших отрывков в научной литературе, касающийся проблемы раннего выявления признаков кризиса в экономике. Мы приводим отредактированный вариант пяти факторов, которые, по мнению Петтиса, имеют значение для прогнозирования кризиса<sup>3</sup>.

1. Уровень долга. Лучшие показатели уровня долга — отношение суммы долга к ВВП или сумма внешнего долга к объему экспорта. В общем случае, чем больше долг страны, тем больше средств требуется на его обслуживание. Имеет значение и ставка процента. Если она невысока, долг обслуживать легче, чем полученный под высокую процентную ставку.
2. Структура активов и обязательств. Этот фактор может сыграть даже бóльшую роль, чем уровень долга. Долг разнороден по качеству. Инвестору следует отличать инвертированный долг от хеджированного. Если это инвертированный долг, то стоимость обязательств позитивно коррелирует со стоимостью активов, поэтому долговое бремя и стоимость обслуживания долга снижаются в хорошие и повышаются в плохие времена. Иностранная валюта и краткосрочные заимствования — примеры инвертированного долга. Они делают хорошие времена еще лучше,

а плохие — хуже. Долгосрочные, номинированные в местной валюте с фиксированным процентом заимствования являются примером хеджированного долга. Во время инфляции или валютного кризиса реальная стоимость обслуживания долга фактически снижается, предоставляя заемщику некоторое облегчение, причем чем тяжелее общеэкономическая ситуация, тем оно больше. Высокоинвертированная структура долга весьма опасна, поскольку это усиливает негативные тенденции и может привести к выходу ситуации из-под контроля, но, к сожалению, она довольно часто встречается, так как в хорошие времена, когда уровень задолженности обычно повышается, она усиливает позитивные эффекты.

3. Фоновая волатильность экономики. Менее волатильные экономики в меньшей степени подвержены резким колебаниям, особенно если эффективность экономики коррелирует с ее финансовыми возможностями. Наиболее актуальна эта проблема для стран, экономика которых сильно зависит от биржевых товаров. Обычно цены на них падают в плохие времена, что значительно затрудняет возможность прибыльного экспорта.
4. Структура инвесторской базы. Распространение панических настроений зависит не столько от страха, как полагает большинство, сколько от огромного количества разных видов долгов, которые толкают инвесторов к различным формам дельта-хеджирования, то есть купли, когда цены растут, и продажи, когда они падают.
5. Состав инвесторской базы. Государственный дефолт — это всегда политическое решение, и его гораздо легче принять, если кредиторы не имеют особого политического влияния внутри страны и не могут давить на политиков. Разве что зарубежные инвесторы располагают приличным количеством старых добрых канонерок или монополией на новые источники финансирования — а в остальном куда проще объявлять дефолт при кредиторах-иностранцах. Кроме того, легче объявить принудительный дефолт, если основная часть кредиторов — домохозяйства, чем если это богатые и политически могущественные местные субъекты.

Как видим, структура и состав инвесторов практически более значимы, чем уровень задолженности. Из этого вытекают очень важные последствия, которые мы рассмотрим в процессе знакомства с ситуацией в отдельных странах.

Ключевой является идея о том, что лучше занимать деньги в местной, а не в иностранной валюте. Например, США или Великобритания имеют возможность получать кредиты только в собственной валюте. Это действует как мощный амортизатор в плохие времена и создает стимул к девальвации и инфляции как способам финансовой репрессии. Девальвация наносит ущерб иностранным держателям облигаций, а инфляция облегчает платежи в национальной валюте в краткосрочном периоде.

У малых стран гораздо меньше возможностей получать кредиты в национальной валюте. Например, в Исландии или Венгрии получение больших кредитов в иностранной валюте означает, что эти страны попадают в замкнутый круг, выход из которого возможен только через дефолт. В крупных государствах, способных получать кредиты в национальной валюте (например, США), мы скорее увидим инфляцию, поскольку центральные банки подвергаются давлению правительства, требующего больше наличности на государственные расходы.

Наше путешествие по миру вряд ли будет приятным, но, надеемся, оно станет по крайней мере информативным.

## Глава 9

# США: НЕПРИЯТНОСТИ, В КАКИЕ МЫ ПОПАЛИ

*Мы неотвратно движемся к бюджетной катастрофе, которая развяжет величайший в истории кризис глобального фондового и валютного рынка.*

Дэвид Стокман, директор Административно-бюджетного управления при президенте Рональде Рейгане

*То, что не может продолжаться, должно прекратиться.*

Герберт Стейн, председатель совета экономических советников при президенте Ричарде Никсоне

Начав работу над этой книгой, мы сознательно решили писать максимально просто, чтобы даже политики смогли понять суть наших проблем. Если в книге и есть глава, специально написанная для конгрессменов, то это данная глава. Мы надеемся, что они ее прочтут, и это внесет немного позитива в национальную дискуссию.

После краха Lehman Brothers и AIG почти все американцы возненавидели Уолл-стрит, но, как ни странно, нашелся государственный орган, снискавший еще бóльшую нелюбовь населения. Долго гадать тут нечего, ответ очевиден.

Таковым на данный момент в Америке является конгресс, и нельзя сказать, что на это нет причин. В репортаже Пью Сентер для People

и Press говорится: «На просьбу подобрать одно слово, наиболее точно характеризующее их отношение к конгрессу, большинство опрошенных отвечают “недееспособный”, “коррупцированный”, “заботящийся исключительно о своих интересах” или “некомпетентный”. Из общего числа респондентов 86% подобрали негативное определение, и только 4% — слово с положительным значением. Лишь 12% верят, что демократы и республиканцы дружно трудятся над решением важных проблем, вставших перед страной, 81% опрошенных так не считают»<sup>1</sup>. (Если задать вопрос о депутате, за которого голосовали респонденты, то положительных оценок будет намного больше. Видимо, избиратели считают, что в конгрессе сидят сплошь идиоты, избранные соседними штатами. Так что если депутаты читают эту главу — имейте в виду: речь идет о ваших коллегах, а не о вас. Ваши избиратели любят вас!)

Почему так относятся именно к конгрессу? Попробуем разобраться. Конгресс, наряду с меняющимися президентами, не сделал ничего для решения долгосрочных проблем, которые будут допекать нам еще много лет. Каждый знает, что наши бюджетные расходы не обеспечены доходами; однако лишь немногие политики имеют достаточно благоразумия (не говоря уже о мужестве), чтобы предпринять что-то по этому поводу. Правда, есть незначительные исключения.

К сожалению, дебаты в Вашингтоне ведутся предвзято и недобросовестно. В области бюджетной политики не предпринимается никаких серьезных шагов, и, хотя любой конгрессмен считает своим долгом рассуждать о необходимости сокращения расходов и урезания программ адресной помощи, мало кто из них реально что-то делает в этом направлении.

Но мы попробуем отставить политику в сторону и проанализировать факты, приводимые непредвзятыми экспертами. Они говорят о том, что, если мы не пересмотрим свои взгляды, перед нами скоро будет простираться разрушенная дорога. Таков единодушный вывод экспертов. Множество объективных, независимых исследований и докладов описывали то сложное положение, в котором оказались США. Некоторые из них мы приведем в этой главе, чтобы показать, почему каждый здравомыслящий человек

должен видеть в США машину, на скорости 150 километров в час летящую в каменную стену.

Это не проблема демократов и республиканцев, и даже не проблема партии любителей чая. Эта проблема затрагивает нас всех. От того, как мы справляемся со своими трудностями и какие решения принимаем, будет зависеть система социального обеспечения, которой мы будем пользоваться в преклонном возрасте; то, какое медицинское обслуживание нас ожидает; какие налоги мы будем платить. К сожалению, скорее всего, получать мы станем гораздо меньше, а вот налогов платить — больше.

## Да, мы сошли с ума!

В своем последнем выступлении перед конгрессом Бен Бернанке заявил, что нестабильная бюджетная ситуация в США требует принятия трудных решений. В частности, он сказал:

Последние прогнозы доверенных лиц программ социального страхования и Medicare показывают, что из-за отсутствия системных реформ расходы по ним увеличатся с 8,5% от ВВП сегодня до 10% от ВВП в 2020 г. и 12,5% в 2030 г. Отношение долга к ВВП уже сейчас возрастает, поэтому вряд ли мы сможем продолжать брать в долг бесконечно, чтобы удовлетворять их нужды. **Решение бюджетных проблем государства потребует мужества для принятия трудных решений** [выделено нами]. В конечном итоге конгрессу, Администрации президента и американскому народу придется принять ключевое решение: какую часть национальных экономических ресурсов следует выделять на федеральные правительственные программы, в том числе социального характера<sup>2</sup>.

В июле 2010 г. МВФ опубликовал ежегодный обзор экономической политики США. В неповторимом бюрократическом стиле там значилось: «Директора приветствуют приверженность чиновников задаче финансовой стабилизации, но при этом отмечают, что уже проведенных сокращений бюджетных расходов будет недостаточно,

чтобы стабилизировать динамику отношения долга к ВВП»<sup>3</sup>. Поистине высшее достижение бюрократической мысли.

Но если вы продолжите чтение, то найдете еще немало интересного. МВФ фактически утверждает, что между долгом Греции и США нет большой разницы. В разделе 6 «Избранных исследовательских отчетов» за июль 2010 г. МВФ писал: **«Бюджетный разрыв в США, возникший в результате нынешней бюджетной политики, огромен для реальных процентных ставок»** [выделено нами].

Говоря простыми словами, это означает: «Мы практически банкроты и вряд ли сможем сократить разрыв между тем, что собираем в виде налогов, и тем, что тратим». Далее там сказано: «Чтобы закрыть бюджетный разрыв, необходимо проводить ежегодную бюджетную корректировку на сумму, равную примерно 14% ВВП страны». 14% — это очень много. Это означает, что каждый год следует экономить не менее 1 трлн долл., чтобы привести в порядок бюджет.

МВФ — не единственная организация, которая считает, что наша экономика в беде. В предшествующей главе мы цитировали доклад BIS, где отмечалось, что экономика большинства развитых стран отличается неустойчивостью. Американские эксперты также признают этот факт. Например, Комитет по бюджетной реформе в США создавался под покровительством Национальной академии наук и Национальной академии государственного управления, при поддержке фонда Мак-Артура. Его основной задачей было проведение комплексного углубленного анализа, по итогам которого следовало сформулировать несколько обоснованных сценариев формирования федерального бюджета и обеспечить тем самым бюджетную стабильность. В этом отчете нет республиканских или демократических взглядов на проблему. Подготовивший его комитет объединял экспертов самой разной партийной принадлежности. В частности, в нем говорится следующее:

У членов комитета достаточно разный опыт работы и взгляды на подготовку бюджета. Мы расходимся во мнениях по многим политическим вопросам, но едины в одном: пора сделать

мощное, пусть и болезненное усилие для выведения нашей бюджетной политики на правильный курс.

Федеральное правительство сегодня тратит намного больше средств, чем собирает; при нынешней бюджетной политике такое положение вещей сохранится в обозримом будущем. В долгосрочной перспективе три основные социальные программы — социального страхования, Medicare, Medicaid — обеспечат неминуемое превышение государственных расходов. Никакие более или менее реалистические темпы экономического роста не смогут восполнить этот структурный дефицит...

**Нынешнюю политику формирования федерального бюджета продолжать невозможно. Если не сменить курс, то нация рискует столкнуться с разрушительным бюджетным кризисом; этот риск возрастает ежегодно, пока мы откладываем меры по борьбе со структурным дефицитом [выделено нами].** Пока мы медлим, возможные варианты дальнейших действий становятся все более экстремальными, а значит, и сложными в реализации; и все большая часть негативных последствий от их внедрения перекладывается на плечи будущих поколений. Кумулятивный эффект глубинного дисбаланса между ожидаемыми доходами и расходами государственного бюджета влияет на правительственную политику, поскольку чем глубже этот дисбаланс, тем больше страна вынуждена брать в долг, чтобы профинансировать текущие расходы, и тем выше процентные платежи по обслуживанию долга...

В дополнение к этому основополагающему дисбалансу имело место урезание расходов и сокращение доходов бюджета в результате экономического кризиса 2008–2009 гг. Кризис добавил более 1,5 трлн долл. долга всего за год, что составляет 4,5 тыс. долл. на каждого гражданина США. **Такая волна временных заимствований, конечно, вызывает тревогу; но существует гораздо бóльшая долгосрочная угроза дисбаланса между доходами и расходами бюджета, генерируемая нынешней бюджетной политикой. И это**

вызывает серьезную тревогу, потому и является предметом нашего исследования<sup>4</sup>.

Несостоятельность в вопросе подготовки к будущему мешает принять необходимые меры сегодня. Кейнсианцы считают, что следует больше тратить в краткосрочном периоде, чтобы стимулировать экономику; но, увы, если бы нам действительно удалось привести в порядок бюджетную политику, то это открыло бы намного больше возможностей для увеличения бюджетных расходов в период кризиса. По мнению профессора Колумбийского университета и бывшего управляющего ФРС Фредерика Мишкина, если США предпримут конкретные шаги прямо сейчас, чтобы справиться с дефицитом в будущем, то правительство получит большую свободу для маневрирования бюджетным дефицитом в краткосрочном аспекте, если это потребует. Он писал: «Нам действительно необходим максимально серьезный подход конгресса к решению вопроса долгосрочной бюджетной устойчивости»<sup>5</sup>.

Еще один объективный независимый анализ финансов сделан Бюджетным управлением конгресса, ответственным за изучение счетов, представляемых конгрессу на утверждение. Этот анализ выявил довольно страшную картину. Во-первых, он показывает, что произойдет при базовом сценарии развития событий, который мы называем «розовым» и который предполагает, что все идет хорошо (рис. 9.1).

**Рис. 9.1. Федеральные долговые бумаги в собственности населения (1790–2035 гг.), в % от ВВП**



Источник: Бюджетное управление конгресса — *The Long-Term Budget Outlook* (June 2010) and *Historical Data on Federal Debt Held by the Public* (July 2010)

Существует также гораздо более реалистичный альтернативный бюджетный сценарий. Как видим, США постепенно движутся по пути Японии, то есть отношение государственного долга к ВВП растет на 200% в течение 20 лет.

Альтернативный сценарий исходит из следующего: «Таким образом, Бюджетное управление конгресса разработало альтернативный бюджетный сценарий, в котором большинство мер по снижению налогов, введенных в 2001–2003 гг., продлено до конца периода (хотя первоначально предполагалось, что срок их действия закончится в конце 2010 г.). Альтернативный минимальный налог индексируется в соответствии с инфляцией (предотвращая рост ее влияния, неизбежный при действующем законодательстве). Выплаты врачам по страховке Medicare растут с течением времени (чего не случилось бы при действующем законодательстве). Налоговое законодательство развивается в долгосрочном аспекте таким образом, что налоговые поступления сохраняются на стабильном уровне примерно 19% от ВВП. Кроме этого, в ближайшие годы необходимо откорректировать ряд других статей налогового законодательства».

Потенциальную динамику государственного долга США вряд ли можно назвать обнадеживающей.

**Помимо вышеперечисленных последствий растущий уровень федерального долга также увеличивает вероятность внезапного бюджетного кризиса, когда инвесторы теряют уверенность в способности правительства управлять бюджетом, а правительство постепенно теряет возможность занимать деньги по приемлемым ставкам. Не исключено, что процентные ставки будут постепенно расти по мере снижения уверенности инвесторов, и это позволит правительству предупредить негативное развитие ситуации и принять политические меры, препятствующие разворачиванию кризиса. Но, как показывает опыт других стран, возможен и другой вариант: инвесторы потеряют уверенность внезапно, и тогда процентные ставки по государственному долгу быстро возрастут [выделено нами]. Точный уровень долга, при котором в США может начаться кризис, не определен, отчасти потому что**

коэффициент государственного долга к ВВП растет сверх ранее известных пределов, а отчасти потому, что риск разворачивания кризиса зависит от целого ряда факторов, включая долгосрочный бюджетный прогноз правительства, его краткосрочные потребности в заемных средствах, общее состояние экономики. Бюджетные кризисы часто совпадают по времени с экономическими спадами, что усложняет задачу корректировки бюджетной политики<sup>6</sup>.

Бюджетное управление конгресса сделало очень важное открытие, имеющее некоторое отношение к песчаным башням и «языкам нестабильности». Катастрофы случаются внезапно и неожиданно. Они происходят на почве общей нестабильности и могут вызываться даже самыми незначительными событиями.

Мой (Джона) добрый друг Найл Фергюсон писал о причинах неожиданных и нелинейных катастроф:

Катастрофа империи может случиться более внезапно, чем считают некоторые историки. Сочетание дефицита бюджета и перерасхода средств на военные цели заставляет задуматься о том, что США могут стать следующей страной, оказавшейся на краю пропасти. Если империя — это сложная система, рано или поздно претерпевающая непредвиденные и катастрофические сбои, вместо того чтобы размеренно двигаться по циклической кривой от подъема к пику, а затем к кризису — то где же находятся США сейчас? Во-первых, спор по поводу фаз кризиса может оказаться пустой тратой времени — это внезапный и неожиданный обвал экономики, который не может не заинтересовать политиков и население. Во-вторых, большинство крахов империй ассоциируются с бюджетными кризисами. Все вышеупомянутые кризисы были отмечены острым дисбалансом между налоговыми поступлениями и государственными расходами, равно как и сложностями в финансировании государственного долга. Таким образом, тревожные звоночки звучат очень громко, поскольку в 2009 г. дефицит бюджета США составил более 1,4 трлн долл. — около 11,2% от объема ВВП, это самое большое

значение за последние 60 лет. Да и в 2010 г. дефицит бюджета вряд ли намного уменьшится. Государственный долг, между тем, в следующие десять лет увеличится более чем в два раза: с 5,8 трлн долл. в 2008 г. до 14,3 трлн долл. в 2019 г. В тот же период времени процентные выплаты по его обслуживанию возрастут с 8 до 17% от суммы налоговых поступлений в федеральный бюджет...

Эти показатели вызывают тревогу, но в мире политических институтов восприятие имеет без преувеличения решающее значение. При кризисе империи основную роль играют не материальные основы власти, а ожидания относительно будущей власти. Показатели бюджета, приведенные выше, сами по себе не могут разрушить мощи США, но вполне могут способствовать ослаблению веры в то, что США удастся преодолеть любой кризис. Сейчас мир все еще ожидает, что Америка пойдет правильным путем, по широко известному замечанию Черчилля, исчерпав все альтернативы. С этой точки зрения прошлые тревожные сигналы вроде дефицита государственного бюджета кажутся не слишком серьезными, тем более что до 2080 г. — когда долг США достигнет ошеломляющих размеров — еще очень далеко, и есть много времени, чтобы заделать дыру в бюджете. Но в один далеко не прекрасный день случайное негативное событие — ну, скажем, неблагоприятный отчет рейтингового агентства — произведет фурор в газетных заголовках. Внезапно выяснится, что устойчивость бюджетной политики США волнует не только кучку политических экспертов, но и общественность в целом, не говоря уже о зарубежных инвесторах. Это и есть сдвиг в общественном сознании, который может стать решающим: сложная адаптивная система оказывается на грани развала, когда ее составляющие теряют веру в ее жизнеспособность<sup>2</sup>.

Если люди одновременно и неожиданно потеряют веру в американские долговые бумаги, мы увидим отнюдь не медленный рост процентных ставок и такое же медленное обесценивание доллара.

У нас не будет времени принять необходимые меры. На этом этапе будет уже поздно. Катастрофа наступит внезапно и сразу.

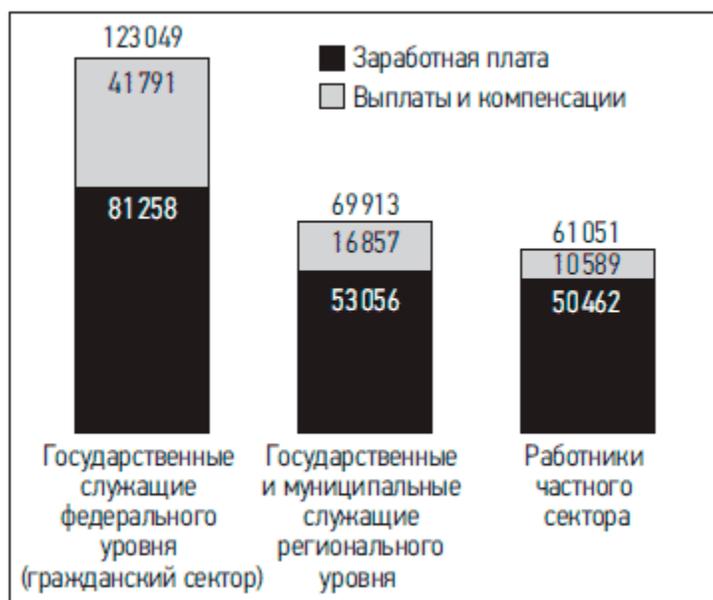
## **Конгресс: слепота, безразличие и некомпетентность**

Вы можете решить, что коллективной мудрости Бюджетного управления конгресса, Банка международных расчетов, Комитета по бюджетной реформе и десятка других организаций хватит для того, чтобы убедить конгресс в несостоятельности нашей бюджетной политики. Но вы ошибаетесь. Возможно, кое-кто из конгрессменов читает отчеты этих организаций. Мы знаем, что некоторых это даже беспокоит. Но в конечном итоге они ничего не предпринимают — ни по отдельности, ни все вместе. Программы социального обеспечения, Medicare и медицинского страхования — это священная корова в политике. Если вы хотите быть избранным в конгресс, их лучше не трогать. Вот поэтому мы не дождемся реформ в этой области.

Конгресс мало или вообще не склонен вводить какие бы то ни было бюджетные ограничения. Это понятно из того, что заработная плата в федеральных ведомствах растет быстрее, чем в частном секторе. В последнем она стабильна, зато средняя зарплата федеральных служащих увеличилась почти в два раза по сравнению с тем, что может предложить частный сектор (это не опечатка!). Всеобщая безответственность воцарилась в федеральных ведомствах не вчера. Зарботная плата и компенсации федеральным служащим растут более быстрыми темпами по сравнению с частным сектором в последние девять лет. В результате постоянных прибавок разрыв в заработной плате федеральных служащих и сотрудников частного сектора в последние десять лет удвоился. По данным Бюро экономического анализа, в 2009 г. средняя заработная плата и компенсации федерального государственного служащего составляла 123 049 долл. в год, в то время как в частном секторе этот показатель равнялся 61 051 долл. (рис. 9.2). Разрыв в заработной плате между федеральными служащими и сотрудниками частного сектора увеличился с 30 415 долл. в 2000 г. до 61 998 долл. в 2009 году<sup>8</sup>.

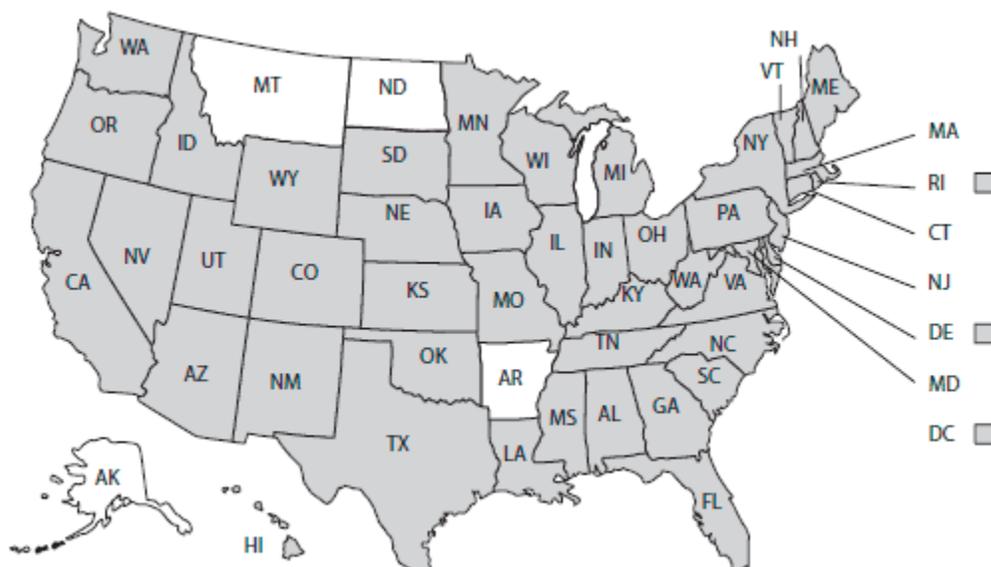
Бюджетные проблемы США сосредоточены отнюдь не только на федеральном уровне. По крайней мере, 46 штатов испытывают серьезные проблемы с бюджетным дефицитом в 2011 году (рис. 9.3). И это не первый случай: в 2009 и 2010 бюджетных годах похожие проблемы были у 48 штатов<sup>9</sup>. Как показано на рис. 9.4, бюджетный дефицит постоянно увеличивается. В некоторых штатах он достигает 40–50% от общей суммы расходов. Если бы эти штаты были независимыми странами, они стали бы первыми кандидатами на дефолт и гиперинфляцию. К сожалению, колоссальный дефицит бюджетов штатов возник не только из-за экономического кризиса. Перед Великой депрессией почти все штаты имели ощутимый бюджетный дефицит. Любезные финансовые рынки дали им такую возможность.

**Рис. 9.2. Средняя заработная плата в США (2009 г.), в долл.**



Источник: Бюро экономического анализа (Джулия Слайдер, USA Today)

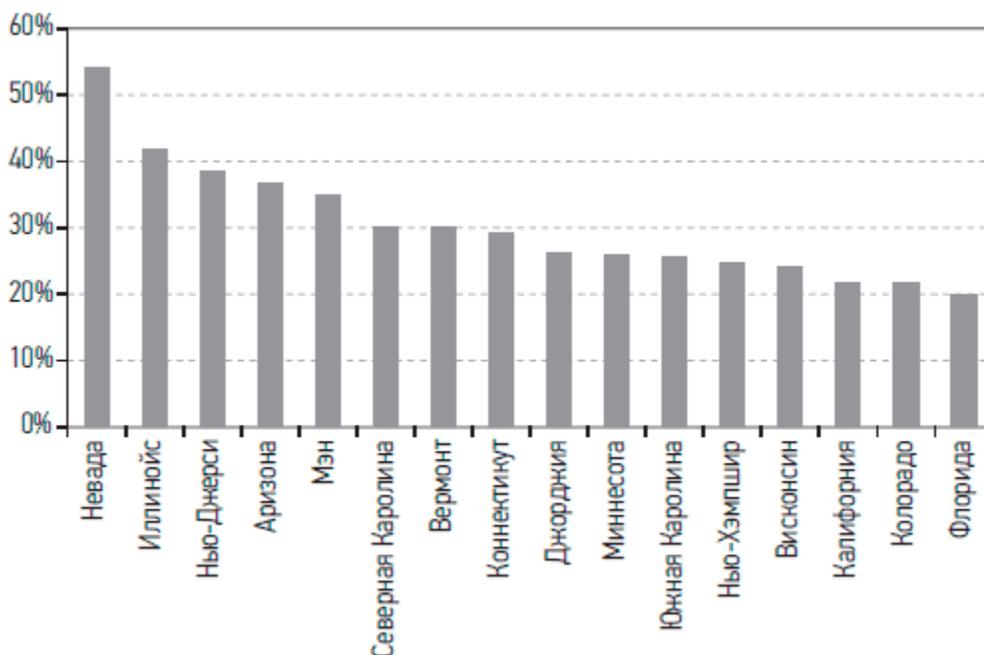
**Рис. 9.3. В этом году 46 штатов свели бюджеты с дефицитом**



Примечание. Приведены штаты с бюджетным дефицитом в 2010 г.

Источник: исследования Центра бюджетных и политических приоритетов (cbpp.org)

**Рис. 9.4. Совокупный бюджетный дефицит в % от бюджета на 2011 финансовый год**

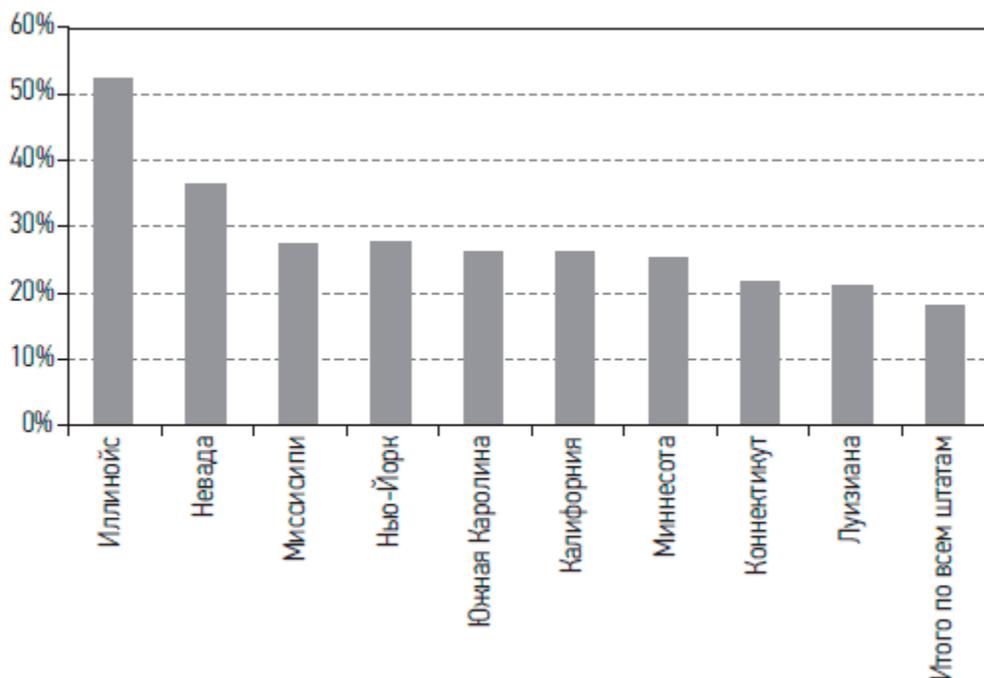


Источник: исследования Центра бюджетных и политических приоритетов

В период кризиса ситуация усугубляется, но даже при выходе из него особых улучшений нет.

На момент выхода книги неизвестно, какие бюджеты штаты примут в 2012 г., но можно примерно определить масштабы бюджетных дефицитов. Невада и Иллинойс оценивают будущий бюджетный дефицит в 40% от суммы расходов (рис. 9.5).

**Рис. 9.5. Совокупный бюджетный дефицит в 2012 г. в % от бюджета на 2011 финансовый год**



*Источник: исследования Центра бюджетных и политических приоритетов*

Бюджетный дефицит не может долго поддерживаться на таком невероятном уровне. Председатель Совета экспертов по экономике при президенте Ричарде Никсоне Герберт Стейн говорил: «То, что не может продолжаться, рано или поздно прекращается». Однажды вышедшие из-под контроля расходы федерального правительства и правительств штатов прекратятся. Вопрос не в том, случится ли это, а в том, когда именно это произойдет. День расплаты наступит с очередной волной кризиса.

В краткосрочной перспективе кризис отсрочен потому, что штатам на выручку пришло федеральное правительство. На рис. 9.6 показан рост дотаций из федерального бюджета, перечисляемых на счета местных администраций и правительств штата.

**Рис. 9.6. Динамика дотаций из федерального бюджета по сравнению с суммой совокупных федеральных расходов**



Источник: Bloomberg Chart of the Day, Commerce Department

Агентство Блумберга приводит следующие данные по дотациям:

В соответствии с данными Министерства торговли США [дотации] росли почти в три раза быстрее, чем совокупные расходы. Во втором квартале платежей поступило на 33% больше, чем два года назад; общая сумма дотаций за год составила 525 млрд долл. Большинство этих средств пошло на погашение расходов по программе медицинского страхования Medicaid и образовательным программам...

Федеральное правительство в прошлом квартале перевело в 131,25 раза больше средств, чем пятьдесят лет назад на эти же цели. Совокупные расходы за тот же период выросли в 45,75 раза..<sup>10</sup>

Попросту говоря, штаты напоминают детей, постоянно тратящих больше денег, чем им дал отец, и тогда ему (то есть федеральному правительству) приходится расплачиваться с их долгами. Так не может продолжаться бесконечно. На определенном этапе ответственный родитель должен дать детям почувствовать последствия их поведения.

По сути, в роли такого родителя выступает не столько федеральное правительство, сколько налогоплательщики и другие штаты. Таким образом, ответственные штаты платят за безответственные. Да и нам, налогоплательщикам, рано или поздно придется расплачиваться за наше расточительное правительство.

Интересно, что кризис распространяется не произвольно. По сути, именно штаты с консервативной бюджетной политикой и консервативно настроенные налогоплательщики будут расплачиваться за своих более расточительных собратьев. В табл. 9.1 приведены просто ошеломляющие данные. Штаты, где избиратели считают, что правительство должно делать для них больше, обычно заканчивают год с весьма солидными долгами. Штаты, где популярна теория «дешевого правительства», как правило, имеют меньше долгов. Во всех штатах, голосовавших за Мак-Кейна, низкие значения коэффициента долга к ВВП; в штатах, голосовавших за Обаму, этот показатель намного выше.

По всей видимости, проблема гораздо глубже, чем показывают цифры. Во многом подобно США в целом, отдельные штаты имеют огромные скрытые обязательства. Совокупный долг Калифорнии представляется вполне управляемым, поскольку составляет 8% от ВВП штата.

Таблица 9.1. Сумма долга штатов на душу населения, долл.

Штаты, голосовавшие за Мак-Кейна	Долг штата на душу населения	Штаты, голосовавшие за Обаму	Долг штата на душу населения
Кентукки	1685	Коннектикут	4859
Миссисипи	1478	Массачусетс	4606
Аляска	1345	Гавайи	3996
Луизиана	1271	Нью-Джерси	3669
Канзас	1140	Нью-Йорк	3135
Джорджия	1120	Делавэр	2489
Западная Вирджиния	1079	Калифорния	2362
Юта	957	Вашингтон	2226
Южная Каролина	917	Род-Айленд	2127
Алабама	796	Орегон	1859
Миссури	780	Иллинойс	1856
Аризона	736	Висконсин	1720
Оклахома	570	Мэриленд	1608
Айдахо	532	Нью-Мехико	1398
Техас	520	Флорида	1123
Монтана	358	Миннесота	1037
Северная Дакота	327	Пенсильвания	938
Теннесси	318	Огайо	933
Арканзас	312	Невада	925
Южная Дакота	135	Вирджиния	895
Вайоминг	77	Северная Каролина	765
Небраска	15	Мэн	760
<b>Средний долг штата на душу населения</b>	<b>749</b>	Мичиган	748
		Вермонт	709
		Нью-Гэмпшир	665
		Индиана	493
		Колорадо	400
		Айова	73
		<b>Средний долг штата на душу населения</b>	<b>1728</b>

Но если включить в сумму долга справедливую стоимость дефицита пенсионных фондов Калифорнии, то отношение совокупных обязательств к ВВП штата возрастут до 37%.

Ранее мы обсуждали проблемы Греции и других стран с периферии Европы. По мнению экономиста Американского института предпринимательства Эндрю Биггса, многие штаты США находятся в тяжелом финансовом положении, и, если бы они были европейскими странами, то справедливая стоимость их пенсионных обязательств довела бы отношение долга к ВВП до показателя, превышающего 60% (такой предел установлен Маастрихтским договором).

Некоторые экономисты полагают, что долг в облигациях пенсионных фондов станет последней нитью в долговой петле на шее штатов и городов. На рис. 9.7 показано, что даже если облигации пенсионных фондов не указаны в составе обязательств в финансовой отчетности штата, они представляют собой вполне реальную

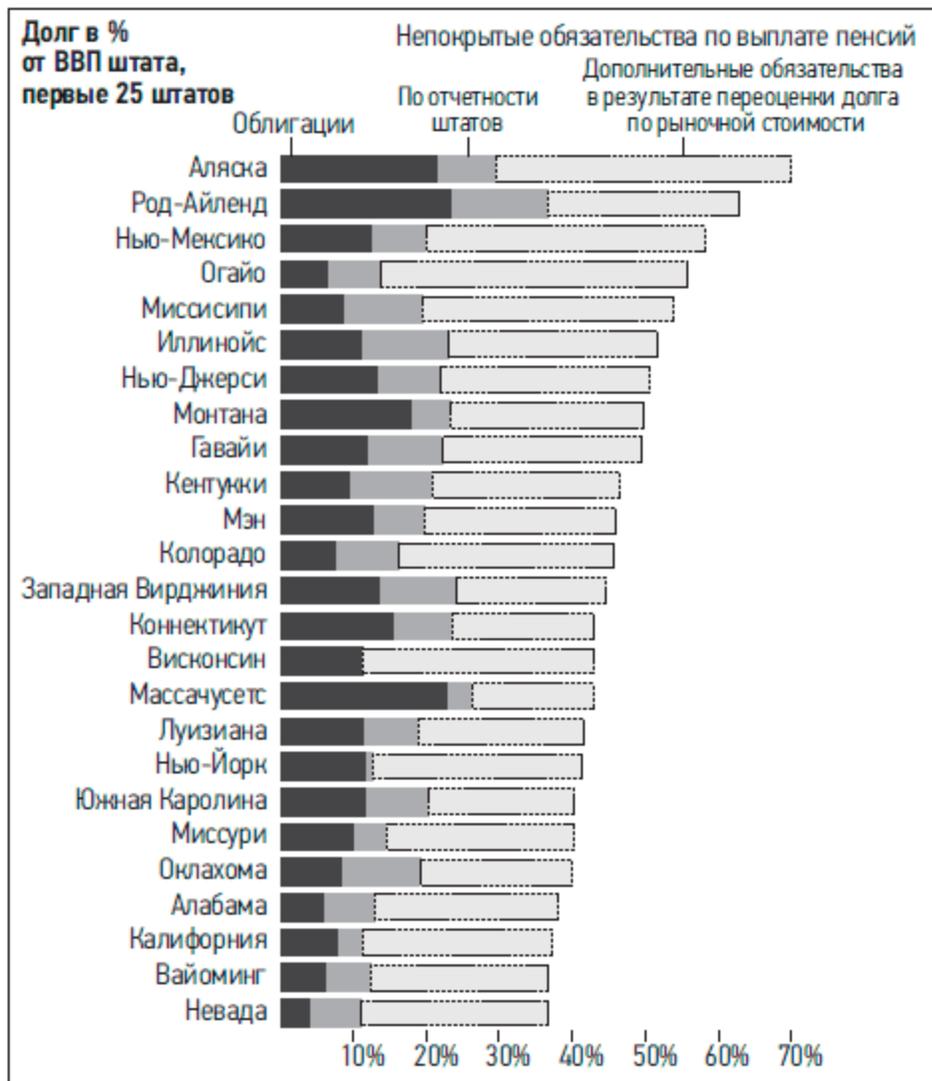
задолженность и, будучи добавлены к прочим долгам, увеличивают долговое бремя в 3–4 раза.

New York Times писала, что «... экономист Северо-Западного университета Джошуа Раух и Роберт Нови-Маркс из Чикагского университета недавно пересчитали стоимость пенсионных облигаций пятидесяти штатов по методике расчета стоимости облигаций, обращающихся на фондовом рынке. И она составила 5,17 трлн долл. Если из этой суммы вычесть 1,94 трлн долл. (номинальная стоимость пенсионных облигаций), то остается разрыв в 3,23 трлн долл., то есть в три раза больше, чем сумма задолженности фондов перед держателями их облигаций»<sup>11</sup>. Еще в двух исследованиях этого вопроса, использовавших другую методологию, были получены сходные результаты (3 трлн долл. разрыва).

На федеральном уровне тоже существует скрытый долг. Объявленный долг США чуть меньше объема ВВП страны, но наши долгосрочные обязательства составляют более крупную сумму. Профессор экономики из Бостонского университета Лоуренс Котликофф считает:

Огромный разрыв между официальной суммой нашего долга и его реальной величиной неудивителен. Этот факт отражает то, что экономисты называют проблемой маркировки. Конгресс в течение многих лет упорно наклеивал ярлык «неофициальных» на большую часть своих обязательств, что позволяло не отражать их в учетных книгах и отодвигать их погашение на неопределенный срок... Бюджетный разрыв не зависит от бюджетной маркировки. Это единственный теоретически правильный показатель состояния бюджета в долгосрочном аспекте, поскольку он учитывает все расходы бюджета независимо от того, как они «промаркированы», а также долгосрочную и краткосрочную перспективу<sup>12</sup>.

### **Рис. 9.7. Перегруженность скрытыми долгами**



*Примечание. Хотя совокупный долг штата — стоимость выпущенных штатом облигаций — может казаться вполне управляемым, он не включает дефицит пенсионных фондов. В настоящее время государственные пенсионные фонды не обязаны раскрывать информацию о рыночной стоимости своих пенсионных облигаций, хотя некоторые экономисты считают ее более надежным показателем. Штаты также разделяют бремя национального долга, что в еще большей мере увеличивает их долговое бремя.*

*Источник: Andrew G. Biggs. Reprinted with permission of the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, DC*

Официальные показатели долга и бюджетного дефицита США основаны на кассовом методе учета, при котором принимаются во внимание лишь суммы, поступающие и уходящие с текущего счета. Этот метод вполне подходит для учета финансов обычного человека, упорно работающего, чтобы оплачивать свои ежедневные счета, но он

неприемлем для оценки финансового положения человека, имеющего задолженность по кредитным картам, кредит за машину, ипотеку и просроченные счета за электроэнергию. Компании и прочие институты по этой причине используют метод начисления, который не предполагает оценки эффективности вашей деятельности только по движению средств на расчетном счете. Согласно ему, доходы и затраты признаются тогда, когда они соответственно получены и понесены или начислены. Метод начисления гораздо точнее отражает ваше финансовое положение.

К несчастью, федеральное законодательство требует от компаний с объемом продаж 1 млн долл. и более вести учет по методу начисления. Если бы любая частная компания применяла кассовый метод, то ее топ-менеджеров отдали бы под суд. Таким образом, для бизнеса вести учет так, как это делает правительство, незаконно, равно как и скрывать свои долгосрочные долги так, как оно их прячет от избирателей.

## **Что все это значит?**

Первый ответ на этот вопрос, который приходит в голову: мы наверняка станем платить больше налогов. Какие-то из них будут обоснованны и просто отразят нелепость ситуации, когда заинтересованные лица получают деньги от правительства через субсидии. Другие могут тормозить экономический рост.

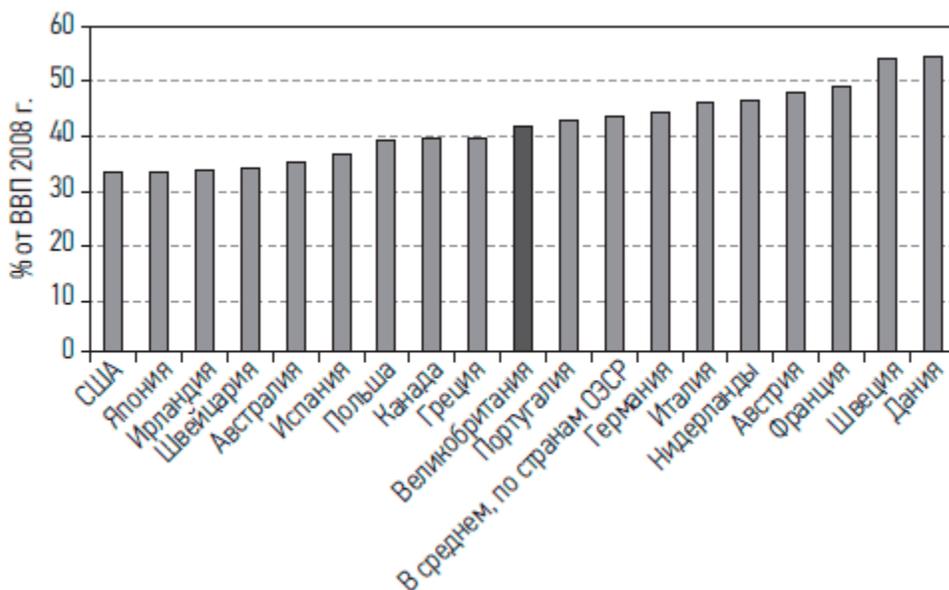
Мартин Фельдштейн писал:

Большинство федеральных расходов невоенного характера, не имеющих отношения к программам социального обеспечения и Medicare, сейчас финансируются путем введения специальных налогов, а не посредством прямых перечислений из бюджета... Эти специальные налоги — поскольку они приводят к потере поступлений в бюджет, — могут быть приравнены к прямым правительственным расходам... По оценкам Объединенного комитета по налогам в конгрессе США, в текущем году они увеличат дефицит федерального бюджета почти на 1 трлн долл. Если конгресс на самом деле серьезно настроен сократить

государственные расходы, то ему лучше начать именно с этих налогов<sup>13</sup>.

Действительно, налоговое бремя в США намного легче, чем во многих других странах. Как показано на рис. 9.8, оно легче, чем практически в любой ведущей стране мира.

**Рис. 9.8. Налоговое бремя в % от ВВП в странах ОЭСР**



Источник: *Choosing the Nation's Fiscal Future*, Комитет по бюджетной реформе США, Национальный научно-исследовательский совет, Национальная академия государственного управления

## Любезность иностранцев

США сильно зависят от иностранцев, приобретающих значительное количество наших государственных ценных бумаг. Крупнейшими покупателями являются Китай, Япония, Россия и Саудовская Аравия. Китайские и японские инвесторы возвращают наши доллары обратно. Мы покупаем их продукты, а они, вместо того чтобы брать наши доллары, приобретают государственные облигации США, чтобы не повышать курс иены или юаня. Саудовская Аравия и Россия делают то же самое, когда мы покупаем их нефть. Это нестандартная форма расчета с поставщиками.

Однако иностранцы все с меньшей охотой приобретают наши государственные облигации. Они знают, что у нас ситуация

с бюджетом неустойчива. Приведем в доказательство небольшую историю, ярко демонстрирующую отношение иностранцев к нашим долговым проблемам.

Английская ежедневная газета Telegraph сообщила о поездке Тима Гайтнера в Китай: «В ходе первого официального визита в Китай со времени назначения на должность министра финансов Тим Гайтнер говорил политикам и ученым в Пекине, что он по-прежнему поддерживает твердый американский доллар, и настаивал на том, что триллионы долларов китайских инвестиций не слишком пострадают от экономического кризиса. Выступая в Пекинском университете, мистер Гайтнер заявил: “Китайские активы в полной безопасности”. Это вызвало приступ громкого смеха в аудитории»<sup>14</sup>. Даже китайские студенты знают, насколько мала вероятность бюджетной реформы в США.

По словам директора Административно-бюджетного управления при президенте Рональде Рейгане Дэвида Стокмана:

Не так давно Тим Гайтнер заявил группе пекинских студентов, что Вашингтон приведет в порядок ситуацию с бюджетом в течение следующих пяти лет, на что они ответили громким смехом. Это неудивительно. Американская экономика представлена стареющим, отягощенным долгами населением, производящим слишком мало конкурентоспособных товаров в глобальном мире, переполненном избыточными мощностями. По сути, мы пришли к экономике, в которой имеется 8 миллионов промышленных рабочих мест, притом что общая численность трудоспособного населения составляет 150 миллионов человек. Такая экономика должна резко сократить расходы, увеличить сбережения и реинвестиции, чтобы вернуться на прежний курс. Это означает сбережения в государственном секторе в виде бюджетного профицита и одновременно более высокие нормы сбережений в частном секторе, чем в предыдущие десятилетия<sup>15</sup>.

Вскоре после возвращения Тима Гайтнера из поездки китайское рейтинговое агентство Dagong Global Credit Rating попыталось определить рейтинг государственных долговых бумаг, для того чтобы нарисовать тревожную картину глобальной кредитоспособности государств. Агентство придавало гораздо большее значение иностранным резервам и «способности создавать ценность», чем такие агентства, как Fitch, Standard & Poor's или Moody. Государственные бумаги США получили рейтинг AA, в то время как Британия и Франция скатились до AA-, Бельгия, Испания и Италия получили рейтинг A-, как и Малайзия. Из табл. 9.2 следует, что США занимают 13 позицию в мировом рейтинге.

Таблица 9.2. Рейтинг Dagong

№	Государство	Местная валюта		Зарубежная валюта	
		Рейтинг	Прогноз	Рейтинг	Прогноз
1	Норвегия	AAA	Стабильный	AAA	Стабильный
2	Дания	AAA	Стабильный	AAA	Стабильный
3	Люксембург	AAA	Стабильный	AAA	Стабильный
4	Швейцария	AAA	Стабильный	AAA	Стабильный
5	Сингапур	AAA	Стабильный	AAA	Стабильный
6	Австралия	AAA	Стабильный	AA+	Стабильный
7	Новая Зеландия	AAA	Стабильный	AA+	Стабильный
8	Канада	AA+	Стабильный	AA+	Стабильный
9	Нидерланды	AA+	Стабильный	AA+	Стабильный
10	Китай	AA+	Стабильный	AAA	Стабильный
11	Германия	AA+	Стабильный	AA+	Стабильный
12	Саудовская Аравия	AA	Стабильный	AA	Стабильный
13	США	AA	Негативный	AA	Негативный
14	Южная Корея	AA-	Стабильный	AA-	Стабильный
15	Япония	AA-	Негативный	AA	Стабильный
16	Великобритания	AA-	Негативный	AA-	Негативный
17	Франция	AA-	Негативный	AA-	Негативный
18	Бельгия	A+	Стабильный	A+	Стабильный
19	Чили	A+	Стабильный	A+	Стабильный
20	Южная Африка	A	Стабильный	A	Стабильный

Источник: *Sovereign Credit Rating Report of 50 Countries in 2010, Dagong Credit Rating Company*

Рассмотрим их обоснование.

При нормальных кредитных и долговых взаимоотношениях источником возврата долга служит вновь созданный дебитором денежный поток, а не вновь взятые в долг средства. Только в этом случае долг имеет надежный источник погашения. Избыточный упор на доход от финансирования и постоянное

пролонгирование долга в конце концов вызовет соответствующую реакцию фондового рынка; трудности с получением новых кредитов и стоимость обслуживания долга возрастут, а кредитные риски резко повысятся. Таким образом, агентство Dagong считает, что у стран с текущими поступлениями в бюджет, достаточными для обслуживания государственного долга, более устойчивая бюджетная система, чем у стран, полагающихся на доход от финансирования для погашения долга, даже если такой доход кажется стабильным<sup>16</sup>.

Попросту говоря, поскольку долг США постоянно растет, и конца этому не видно, мы не погашаем его. Мы просто пролонгируем его. Выпускаем новые долговые обязательства, чтобы погасить старые, и каждый раз занимаем чуть больше, чем погашаем. Как уже говорилось, это нарушает трансверсальность, или условие отсутствия игр Понци. Поскольку у нас нет осмысленной бюджетной реформы, единственной причиной к удержанию государственных облигаций является надежда на то, что кто-то заплатит за них больше, чем заплатил владелец, — если такой идиот найдется. Проблема в том, что на фондовых рынках количество идиотов стремительно сокращается.

С учетом всего вышесказанного вряд ли вас удивит сообщение о том, что американское правительство запретило Dagong International Credit Rating оперировать на американском рынке. По-видимому, потому, что компания расположена в Пекине, не имеет филиалов в США и не принимала участия в оценке рейтинга американских компаний. Более простое объяснение сводится к следующему: всегда легче пристрелить гонца, принесшего дурные вести, чем попытаться что-то исправить.

## **Развязка в США**

Как подчеркивали Рейнхарт и Рогофф, когда речь идет о различных видах кризисов и особенно об их последствиях, разница между рынками развитых и развивающихся стран невелика. Создается впечатление, что развитые страны отнюдь не обладают какой-либо особой мудростью, позволяющей предотвратить кризис или хотя бы

облегчить выход из него. По сути дела, из-за своей самоуверенности — ну как же, они ведь обладают более совершенными финансовыми системами! — развитые страны ввергаются в пучину кризиса глубже, чем развивающиеся. Именно это происходит в США сейчас. Наше самодовольство мешает вовремя провести необходимые усовершенствования бюджетной системы. Перед нами рано или поздно встанет трудный выбор, если мы не захотим повторить путь многих развивающихся стран к долговому и валютному кризису.

Итак, если человек набирает слишком много долгов, он рано или поздно обанкротится. Если страна набирает слишком много долгов, то у нее есть возможность выбрать один из трех вариантов:

1. Попытаться нивелировать долг при помощи инфляции.
2. Объявить дефолт.
3. Девальвировать свою валюту, нанеся ущерб всем иностранцам, приобретшим ее долговые обязательства.

## **Настоящее чревато ростками будущего**

Подведем краткие итоги. Подобно подросткам, американское общество сделало целый ряд ошибок в последнее десятилетие. Мы позволяли банкам перегружаться кредитами, а в случае с компанией AIG (и рядом других) продавали непокрытые опционы «колл» на кредитные дефолтные свопы, основанные исключительно на учетной стоимости бизнеса, намного превышающей его реальную стоимость. Это и поставило всю финансовую систему под удар. Мы выдавали ипотечные кредиты тем, кто не мог их выплачивать, причем в таких количествах, что завели всю мировую финансовую систему в глухой угол, откуда ее удалось вытащить лишь за счет колоссальных вливаний денег налогоплательщиков.

Мы самонадеянно считали, что на рынке жилой недвижимости вовсе не вздувается колоссальный пузырь необоснованных цен, а гарантируется вечный рост стоимости инвестиций; мы одалживали под залог наших домов, чтобы найти деньги на то, что казалось великолепным стилем жизни. Мы не занимались регулированием

ипотечного рынка. Мирились с огромным и все растущим дефицитом государственного бюджета. Недостаточно сберегали. Позволили рейтинговым агентствам настолько скомпрометировать свои рейтинги, что их никто уже не воспринимает всерьез. Можно добавить и еще кое-что, но, думаю, вы уже уловили основную идею.

Теперь мы столкнулись с продолжающимся кризисом и последствиями взрыва многих «мыльных пузырей». Мы остались с колоссальным дефицитом государственного бюджета, растущим государственным долгом, рекордным уровнем безработицы и отчаянными попытками потребителей свести актив с пассивом.

Как видно из предыдущих глав, если нынешние тенденции в экономике будут проигнорированы, то в следующие десять лет нам понадобится около 15 трлн долл. только на обслуживание федерального долга, без учета долгов штатов, графств и муниципалитетов. А ведь еще потребуются кредиты для частного сектора. И ипотечные кредиты. Где взять все эти деньги? Ответ прост: нигде. Задолго до 2019 г. начнутся потрясения на фондовом рынке, которые станут катализатором нежелательных перемен.

У нас не осталось хороших вариантов выбора, только плохие или очень сложные. Эта ситуация обещает в будущем много испытаний. Речь идет не о том, будет наш выбор болезненным или нет, а о том, где и когда мы решимся (или будем вынуждены) пройти через трудности. Легких путей не осталось, но некоторые из них более щадящие, чем другие. Поэтому давайте ознакомимся с теми немногими вариантами выбора, которые у нас еще есть. (Ситуации опишем лишь в общих чертах.)

## **Аргентинская болезнь**

Один из способов борьбы с дефицитом государственного бюджета продемонстрировала Аргентина и еще несколько стран — просто напечатать достаточное для покрытия дефицита количество денег. Конечно, рано или поздно это закончится гиперинфляцией, обесцениванием валюты и, соответственно, всего долга.

Некоторые аналитики считают, что в определенной ситуации это единственно возможный выход. А как еще, спрашивают они,

справиться с долгом? Где политическая воля у правительства?

Один руководитель крупного хеджевого фонда из Бразилии иронически заметил, что Аргентина — бинарная страна. Столкнувшись с двумя имеющимися вариантами выбора (то есть бинарностью), она всегда выбирает худший. Возможно ли такое у нас?

Мы уже говорили о том, что гиперинфляция — это не экономическое явление, а результат политического выбора. В нынешней политической ситуации есть некоторые признаки того, что избиратели наконец-то начали приходить к мысли, что одних разговоров о необходимости перемен мало. Растет дискомфорт от гигантского дефицита государственного бюджета. Далее, гиперинфляция в наших условиях невозможна без «содействия» ФРС, и мы считаем, что шансы на это очень малы (практически равны нулю). Может ли конгресс менять правила и брать на себя функции ФРС? Конечно, бывает всякое, но я очень сомневаюсь, что здравомыслящие люди на такое решатся.

Итак, мы считаем, что вероятность гиперинфляции в США очень невелика. Даже с учетом внедрения второй программы количественного смягчения трудно понять решение ФРС монетизировать государственный долг и разрешить правительству поддерживать высокий дефицит бюджета в качестве альтернативы очевидной задаче прекращения дефляции. Не исключено, что это самый плохой выбор из всех возможных.

## **Австрийский вариант**

Тут в очередной раз стоит сослаться на австрийскую экономическую школу, построенную на работах Людвиг фон Мизеса и Фридриха Хайека. Именно они ратовали за необходимость покончить с ФРС, вернуться к золотому стандарту, предоставить банки, которые сейчас считаются слишком крупными для банкротства, их судьбе, а также не препятствовать банкротству любых плохо управляемых компаний (например, GM и Chrysler). Это даст возможность расчистить почву для новых, лучше управляемых компаний и банков.

В модели австрийской школы государственные расходы следует урезать до минимума, равно как и налоги (в большинстве случаев).

Теоретически в таком сценарии преимуществом можно считать то, что мы одним махом переживаем все неприятности, а затем начинаем восстанавливать экономику после очень глубокой и долгой рецессии. Но при этом, увы, мы рискуем получить 30-процентный уровень безработицы и последующую депрессию, выбираться из которой придется очень долго.

Теперь позвольте признаться, что мы чрезвычайно упростили аргументацию авторов. Если хотите узнать больше, зайдите на [www.mises.org](http://www.mises.org). Там прекрасно представлены взгляды представителей австрийской школы. Хотя я (Джон) и не австриец, но прочел много их работ и испытываю симпатию ко многим их теориям. Говорят, их рекомендации не имеют шансов на внедрение. В конгрессе их пропагандирует лишь мой (Джона) друг Рон Пол; правда, с недавних пор он обрел единомышленника в лице своего сына Ранда в сенате. Большинство последователей австрийской школы по характеру либертарианцы, а в будущем в политической среде это вряд ли получит широкое распространение.

## **Восточноевропейский вариант**

Оказалось, что Найл Фергюсон (автор блестящей книги «Восхождение денег»[\[16\]](#) и профессор Гарвардского университета) прошлой весной был в Далласе, и меня (Джона) любезно пригласили на его выступление. Он произнес прекрасную речь, подписывал свои книги, а потом мы с ним пошли в местный клуб и занялись решением мировых проблем за стаканчиком скотча (Найл) и текилы (я). На это ушло гораздо больше времени, чем я планировал сначала. Он очень веселый и компетентный человек.

Когда мы обсуждали возможные варианты выхода из ситуации, Найл предложил нечто, не приходившее мне в голову. В частности, он напомнил о периоде после падения Берлинской стены, когда страны Восточной Европы откололись от СССР. Они начинали с очень слабой экономики, но смогли реформировать свои правительства и экономики в относительно короткий срок, хотя и не все одновременно. Приватизация, снижение налогов и прочие меры тогда стояли на повестке дня.

Здесь, в США, мы постоянно говорим о необходимости реформ. Нам нужно реформировать то образование, то здравоохранение, то энергетику. В Восточной Европе слово «реформа» имеет несколько иной смысл. Во многих случаях под реформой там подразумевалось создание экономической системы с чистого листа. Правда, преимуществом было то, что они сразу решили, что дела не могут идти так, как раньше, и этим давали себе больше пространства для маневра.

Сегодня в США немало противников реформ. Мы не можем ограничиться косметическими мерами там, где требуются структурные преобразования. Как ни грустно, но большинство экспертов считают, что структурные реформы вряд ли будут проведены. Мы не можем внедрить даже очевидно необходимые меры, требуемые для регулирования делового мира.

### **Японская болезнь**

Мы подробно рассмотрим ситуацию в Японии в нескольких последующих главах, а пока сделаем краткий обзор на эту тему. Население Страны восходящего солнца сокращается, как и численность трудовых ресурсов. На протяжении почти двадцати лет в ней поддерживается большой дефицит государственного бюджета. Отношение государственного долга к ВВП в настоящий момент составляет около 200%, прогнозируется его рост до 220% в течение нескольких следующих лет. «Потерянное десятилетие» началось с нормы сбережений, равной 16% и сейчас понизившейся до 2%, поскольку стареющее население тратит свои сбережения, выходя на пенсию. Новые рабочие места не создаются уже двадцать лет, а объем ВВП замер на отметке 17-летней давности.

Как бы ни были плохи дела в США, «мыльный пузырь» в Японии оказался гораздо более значительным. Цены на коммерческую недвижимость снизились на 87%. Фондовый рынок упал на 70% за последние двадцать лет. Отношение задолженности банков к ВВП в Японии в два раза больше, чем в США. (Представьте, насколько хуже была бы у нас ситуация, если бы наши банки увеличили объем

заимствований в два раза с соответствующим ростом числа банкротств и сокращением объема капитала.)

Тем не менее Япония борется. Благодаря высокой производительности труда сохраняется высокий уровень жизни. До последнего времени страна много экспортировала. Торговые залы фондовых бирж устланы телами брокеров, закрывших позицию по японским государственным бумагам исходя из соображения, что рано или поздно они должны обесцениться. Мы тоже верим, что это обязательно случится, если Япония и впредь будет проводить нынешнюю политику; однако эта страна представляет собой яркий пример того, что иногда, казалось бы, бессмысленные вещи могут существовать гораздо дольше, чем мы думаем.

Ведущий экономист компании Nomura Securities из Токио Ричард Ку страстно доказывает, что в Японии имеет место «рецессия балансов», то есть рецессия, вызванная резким падением стоимости активов. Единственный способ ее преодоления, с точки зрения Ку, — поддержание значительного дефицита государственного бюджета. Банки не выдавали кредитов, а компании их не брали, пытаясь снизить объем обязательств в своих балансах, существенно пострадавших в результате взрыва «мыльного пузыря». Говорят, что в какой-то момент земля, на которой стоит дворец императора Японии, стоила примерно столько же, сколько земля всего штата Калифорния. На этом фоне наш пузырь цен на недвижимость выглядит весьма скромно.

Мы понимаем, что между США и Японией большая разница. Однако можно заметить и некоторые общие черты. И у нас наблюдается «рецессия балансов», хотя от нее пострадали в основном домохозяйства и финансовые учреждения.

Япония выбрала политику высокого дефицита государственного бюджета и повышения налогов. Несколькими главами ранее мы делали обзор литературы, где говорилось о том, что государственное стимулирование и дефицит государственного бюджета не оказывают особого влияния на ВВП.

В частности, в главе 3 мы говорили, что в краткосрочном аспекте увеличение государственных расходов (в нашем уравнении —  $G$ ) позитивно сказывается на ВВП, но в долгосрочном этого

не наблюдается. По сути, рост  $G$  должен компенсироваться ростом сбережений у потребителей, компаний и иностранных инвесторов.

Но рост  $G$  не обеспечивает повышения производительности труда. Государственные расходы необходимы, но зачастую не отличаются продуктивностью, которая растет, когда частный бизнес инвестирует, создает рабочие места и новые продукты. Но если государство поглощает инвестиционный капитал, то его остается меньше для частного сектора.

Это и есть японская болезнь. Вы поддерживаете значительный дефицит государственного бюджета, выдавливая из комнаты воздух, и поднимаете налоги, забирая деньги у продуктивных компаний и сокращая возможности потребителей сберегать. В результате получаете практически нулевой экономический рост и прирост рабочих мест в течение почти двадцати лет.

Именно по этому пути идем в настоящее время и мы. Опыт Японии говорит о том, что данный процесс может оказаться более длительным, чем мы думаем. Если сбережения в США растут и банки вместо выдачи кредитов кладут деньги на депозиты в ФРС (как они это делают сейчас), то США смогут поддерживать высокий дефицит бюджета гораздо дольше, чем считает большинство экспертов (и мы вместе с ними).

В ближайшие пять лет нам понадобится 15–18 миллионов новых рабочих мест лишь, чтобы вернуться на позиции, которые мы занимали буквально несколько лет назад. Но это невозможно, если только не создавать целые новые отрасли. Около 20% американцев платят намного меньше налогов, чем платили до этого, а по крайней мере 10 миллионов американцев сидят на пособиях по безработице и социальному обеспечению.

Столь необходимые нам рабочие места не придут от государственных трансфертных платежей. Их может создать только частный сектор. А конкретно, как мы говорили ранее, стартапы, поскольку именно в них имеет место чистый прирост рабочих мест. Но для этого нужны инвестиции. Однако если мы инвестируем наши средства в государственные облигации и обложим налогом капитал, необходимый предпринимателям для создания и развития бизнеса, то тем самым отсрочим экономический подъем.

Поддержание высокого дефицита государственного бюджета не устраняет проблемы, через которые нам придется пройти, зато создает видимость сокращения их числа в краткосрочном аспекте и основу для серьезного экономического потрясения в случае, если фондовый рынок все-таки решит поднять процентные ставки. Это плохой выбор, но, к сожалению, в реальности один из немногих, которые мы можем взять на вооружение без серьезного сокращения государственных расходов.

В последующих главах мы увидим, что Япония столкнется с собственным «греческим» моментом истины. Если мы решим поддерживать в США большой дефицит бюджета, то получим те же проблемы, что и Япония, и очень скоро. Это будет означать высокие процентные ставки, рост дефицита государственного бюджета, повышение уровня безработицы и резкое снижение жизненных стандартов. Увы, не слишком мудрый выбор.

## **Глиссада**

Глиссада — это траектория снижения самолета перед посадкой. Нам надо начертить глиссаду доведения бюджетного дефицита до приемлемого уровня — о профиците не приходится и мечтать. Ведь рано или поздно придется осознать — или самостоятельно, или под давлением фондового рынка, — что нельзя существовать с большим дефицитом бюджета долгое время.

Если конгресс и президент решат представить реальный (и вызывающий доверие) план сокращения дефицита до уровня ниже номинального ВВП, рассчитанный, скажем, на пять или шесть лет, то, по нашему мнению, фондовый рынок на это отреагирует. Уменьшение дефицита на 150 млрд долл. в год за счет сочетания мер по урезанию расходов и темпов роста обеспечит реализацию этой цели за пять лет. Но, к несчастью, этот сценарий связан с рядом негативных эффектов. Вспомним уравнение, приводившееся в главе 3.

ВВП (валовой внутренний продукт) рассчитывается как сумма потребления (П), инвестиций (Инв.), государственных расходов (ГР) и разности экспорта и импорта (Э – И), или

$$\text{ВВП} = \text{ПИ} + \text{ЧИ} + \text{ГР} + [\text{Э} - \text{И}]$$

В условиях, когда частный сектор не растет, сокращение государственных расходов (ГР) означает снижение ВВП в краткосрочной перспективе. Чтобы добиться этого, сегодня приходится примириться с некоторыми потерями, зато это позволит избежать гораздо более серьезных потерь впоследствии — массивного «пузыря» государственного долга, требующего колоссальных затрат на обслуживание и взрывающегося с огромными разрушениями, как обычно бывает, когда лопаются эти пузыри.

Начерченная глиссада также предполагает повышение уровня структурной безработицы (что неизбежно при любом сценарии развития событий). Неизбежное при этом увеличение налогов по своей сути оказывает тормозящее влияние на экономический рост. И конечно, нужно будет что-то предпринять в отношении скрытых долгов по программам пенсионного обеспечения, социального и медицинского страхования на сумму около 70 трлн долл. Можно сколько угодно спорить о повышении налогов, но, мы думаем, введение налога на добавленную стоимость неминуемо, если мы хотим сохранить хоть какое-то подобие программы Medicare. И, будьте уверены, увеличение налогов в требуемых масштабах отнюдь не станет способствовать экономическому росту.

Здесь не может быть легкого или хорошего варианта выбора. Давайте надеяться, что после введения НДС налоги на компании будут сокращены в достаточной степени, для того чтобы сделать их более конкурентоспособными на глобальном рынке. Это, в свою очередь, приведет к созданию новых рабочих мест.

Скорее всего, случится именно так. Из этих проблем, мы не можем выпутаться самостоятельно, пусть даже за несколько лет. Нам придется погрузиться в глубокую пропасть. Это не обычный кризис. Неизбежны значительные потери. Возможны потери части доходности от традиционных инвестиций в ценные бумаги, падение курса доллара относительно валют многих стран мира (речь не идет о евро, фунте стерлингов или иене), низкая доходность облигаций; такой же уровень безработицы, как в европейских странах, уменьшение прибыли компаний в долгосрочной перспективе и очень медленные темпы экономического роста. Но, если мы выберем этот путь, нам следует пройти его до конца.

Мы можем привести в соответствие активы и пассивы в национальном балансе и с течением времени взять под контроль дефицит государственного бюджета. Нечто подобное уже происходило в 1970-х гг., и тогда нам тоже пришлось нелегко. Появились новые отрасли и технологии, обещающие создание новых рабочих мест.

И последнее соображение. Допустим, у политиков нашлась политическая воля для прокладки курса по глоссаде, что само по себе нелегко. Значит, самые важные выборы в США — отнюдь не те, которые состоялись в ноябре 2008 г. или 2012 г. Самые важные для будущего страны выборы пройдут в 2014 г.

Если дела пойдут по вышеописанному сценарию, то вряд ли уровень безработицы опустится ниже 5%, а экономический рост будет устойчивым. Это не слишком хорошая атмосфера для чиновников. Если избиратели потребуют следующего раунда стимулирующих мер и поддержания значительного дефицита бюджета ради экономического роста, то политики поймут, что мы не в состоянии держать принятый курс и не позволим им принять трудные, но необходимые решения.

Нашим лидерам следует быть честными с американским народом. У нас нет единственно правильных ответов на все вопросы и нет легких решений. Времени на поиски виновных тоже не осталось. Нам следует поторопиться взять курс на устойчивый рост экономики, что обеспечит нашим детям занятость и те возможности, какие были у нас в прошлом. Впереди несколько лет упорной борьбы с трудностями, но мы сможем их преодолеть, если захотим. Если же мы откажемся следовать этим курсом, то вскоре нас настигнут куда более серьезные проблемы. Давайте надеяться, что мы сможем занять проактивную позицию.

## **Рекомендации по экономической политике**

В задачи данной книги не входит разработка конкретных предложений относительно того, как урезать государственные расходы, какие налоги повысить и насколько. Мы попытались доказать, что США должны довести дефицит бюджета до уровня ниже номинального объема ВВП, а еще лучше — добиться профицита. Последние предложения председателя Президентской комиссии по решению проблемы

дефицита представляют интерес. Возможно, они политически неосуществимы, но задают правильное направление поиска. Чтобы свести дефицит к приемлемому уровню, придется делать трудный выбор и идти на компромиссы.

В первую очередь следует провести огромную работу по урезанию государственных расходов и лишь затем по разработке предложений о повышении налогов. В предыдущих главах мы показали, что оно тормозит экономический рост, а он нам нужен больше всего. Поэтому, принимаясь за реформирование налогового Кодекса, давайте удостоверимся, что новации позволят нашим компаниям стать более конкурентоспособными. И, во имя всего святого, давайте найдем способ снизить налоги на прибыль, заработанную в офшорах, чтобы компании были заинтересованы в ее возвращении домой, инвестировании в бизнес и создании новых рабочих мест.

В заключение приведем еще несколько прямо не относящихся к делу идей, которые могут оказаться полезными.

## **Определить необходимый объем легальной иммиграции**

В США ежегодно приезжает примерно миллион человек из-за рубежа, в основном это родственники тех, кто иммигрировал в страну ранее. Обычно эти люди не имеют ни денег, ни ученых степеней. Почему не взять пример с Канады и не подумать о привлечении людей с деньгами и образованием — хотя бы на несколько лет?

В частности, если вы приобретаете дом за наличные и оплачиваете медицинскую страховку за два года, то имеете право на получение временной грин-карты. Продолжайте в том же духе в течение четырех лет, и станете ее обладателем. Если ежегодно открывать въезд для 250 тысяч человек (и одному-двум родственникам каждого иммигранта) и разрешать им покупку домов, то можно решить проблему распродажи избыточной недвижимости. Это оживит данный рынок, создаст поле деятельности для строительных компаний, а они генерируют очень много рабочих мест. Такая мера, несомненно, поспособствует росту ВВП заданными темпами.

Далее, каждый новый иммигрант нуждается в покупке мебели, продуктов, одежды, машины и т. п. Какой стимул для экономики! Это поможет поддержать доллар. Если в среднем дом стоит около 200 тыс. долл., то это означает платежеспособный спрос на недвижимость объемом 50 млрд долл., да еще примерно 10 млрд долл. платежеспособного спроса на другие товары. Это не что иное, как прямой стимул для экономики и мощная поддержка для доллара. Нам не придется повышать налоги ни на цент, но общая сумма налоговых поступлений возрастет за счет налогов с новых собственников недвижимости.

Новым иммигрантам придется решать вопрос о том, как заработать на жизнь. Если они станут претендовать на социальное пособие, то лишатся права получить постоянную грин-карту. Поэтому многие из них наверняка предпочтут начать свой бизнес (а значит, нанять работников) или пойти работать.

Следует помнить, что это не предполагает роста количества иммигрантов по сравнению с уже имеющимся; просто их структура на ближайшие несколько лет изменится. А как мы помним из главы 3, оздоровить экономику можно, либо увеличив численность населения, либо повысив производительность труда. И это правильно. Экономика работала бы гораздо лучше, если бы грин-карты выдавались не только родственникам въехавших ранее. (Мы не говорим, что от этого критерия можно совсем отказаться, но хотя бы снизить численность принятых на его основании).

В качестве дополнения к этой идее: почему бы не выдавать иностранцам с ученой степенью, и особенно в области естественных наук, временную грин-карту? Мы обучаем этих людей, а затем отсылаем назад повышать производительность их родной страны. Но ведь они нужны США. Кремниевая долина до сих пор была бы тихой заводью, если бы не иммигранты. Возможно, стоит подумать о том, что следовало бы принимать иммигрантов, способных помочь США снова сделать экономику процветающей.

Острота ситуации станет очевидной через несколько лет, когда не только США, но и другие развитые страны начнут конкурировать за лучших специалистов, а залогом успеха в этой борьбе будет способность привлечь наиболее образованных и талантливых

иммигрантов, а также удержат собственных квалифицированных специалистов.

## **Откорректировать политику в области энергетики**

Как отмечалось в предыдущей главе, потребители и компании могут погашать долги, а государство — стремиться к сокращению дефицита бюджета или увеличению дефицита торгового бюджета, но одновременно можно достигнуть только двух из этих целей. (Как мы уже говорили, это бухгалтерское уравнение, и оно не может быть предметом дискуссий). Если мы действительно намерены взять под контроль динамику дефицита государственного бюджета, следует сначала справиться с дефицитом торгового баланса, для чего нужно объективно оценить степень нашей энергетической зависимости от иностранной нефти. Поскольку пока не представляется возможным сделать Альберту 51-м штатом США, придется найти какие-то реальные пути решения этой проблемы.

Мы импортировали нефтепродукты на 204 млрд долл., что составляет более половины дефицита торгового баланса за 2009 г. (380 млрд долл.), который к тому же сократился почти в два раза (с 700 млрд долл.) по сравнению с 2008 г.

Многие экономисты (в том числе и мы) говорят о росте цен на нефть как о дополнительном налоге на американских потребителей, поскольку в результате отвлекаются средства, которые можно было бы потратить на другие продукты, а они вместо этого отсылаются за рубеж. А если потратить этот налог здесь, в США, на нужные нам вещи?

Как уже упоминалось, мы предлагаем увеличивать налог на горючее на 0,3 долл. за галлон ежегодно до тех пор, пока США не избавятся от зависимости от иностранной нефти (предлагается вводить этот налог постепенно, повышая его на 2,5 цента ежемесячно). Если мы станем чистым экспортером энергии, то этот налог будет постепенно снижаться. Как в Европе, люди начнут отдавать предпочтение малолитражным, экономичным автомобилям. Национальные стандарты пробега в милях на галлон бензина,

установленные на уровне европейских показателей, продвинут нас к реальной энергетической независимости.

В США ежегодно расходуется около 140 млрд галлонов бензина, что составляет около 70% общего потребления нефтепродуктов. В таком случае поступления от налога на бензин составят около 40 млрд долл. в первый год, 80 млрд долл. во второй год и т. д. Это немалая сумма денег.

Мы не собираемся складывать эти поступления в сундуки федерального правительства. Целесообразнее будет использовать их на перестройку инфраструктуры, которая стремительно разрушается. Мосты, дороги, водопровод, интеллектуальные электросети, самофинансируемая система общественного транспорта (и никаких субсидий!) и т. п. — бóльшая часть денег останется в распоряжении местных органов власти, то есть там, где налог и уплачивается, и только незначительная их часть будет направляться на национальные программы.

При условии эффективного осуществления эти проекты могут создать множество рабочих мест, а налог на бензин принесет заметную пользу нашим детям, поскольку им останется обновленная инфраструктура.

Давайте говорить откровенно. Это действительно революционный сдвиг в налоговой системе. Изменив предпочтения потребителей, а это вполне возможно, мы сможем перенаправить деньги, уходившие зарубежным поставщикам энергоресурсов, на инвестирование внутри страны.

Далее мы должны позаимствовать идею у Буна Пикенса и перевести наших грузовых перевозчиков на природный газ — топливо, которое имеется в США в изобилии. Можно направить некоторую часть поступлений от налога на бензин на сооружение необходимой инфраструктуры, чтобы впоследствии сдавать в аренду операторам и с течением времени вернуть ее стоимость.

Поскольку потребление газа в США замедлилось, это позитивно повлияет на цены на нефть и вернет их к обоснованному уровню и поможет в борьбе за контроль бюджетного дефицита и сокращение зависимости от иностранных поставщиков энергоресурсов.

И поскольку к 2020 г. мы можем постепенно перейти на электромобили, надо подумать, где взять необходимый объем электроэнергии. Хотя можно использовать уголь, современная атомная энергия обеспечивает намного более чистый и экономически эффективный источник электроэнергии. Потребуется построить 50, 75 или 100 атомных электростанций (подчеркните нужное), чтобы создать интеллектуальные энергосети, которые избавят нас от зависимости от устаревших источников энергии.

## **Откорректировать политику в области занятости**

Каждый день избираемые официальные лица и бюрократы, за которых они несут ответственность, должны просыпаться с мыслью: «Что я могу сделать, чтобы ускорить создание рабочих мест в сфере моей ответственности?» Ни от кого не должен укрыться тот факт, что люди и компании переезжают из штатов с высокими уровнем налогов и числом регулятивных актов, в те штаты, где налоги ниже. В результате первым становится трудно собирать достаточно налогов на финансирование своих программ. Несомненно, должны существовать определенные правила, но все же в минимальном количестве, чтобы входные барьеры на рынок для новых компаний по возможности были максимально низкими. Это один важный аспект регулирования общественной безопасности. Второй состоит в том, что для открытия своего дела требуются десятки документов и услуги дорогостоящих юристов. Вести бизнес трудно и без лишней бумажной волокиты, требуемой бюрократами, вовсе не заинтересованными в результатах своего труда и делающими что-либо тогда, когда у них находится на это время, а не когда это действительно необходимо.

Адекватная политика в области занятости начинается с предоставления вариантов обучения, в том числе и в школах. У меня (Джона) семеро детей (из них пятеро приемных), и их потребности в образовании очень разносторонние. Мне приходилось изучить информацию не об одной школе, прежде чем найти ту, в которой мог бы учиться мой ребенок. Школы, обучающие всех учеников по одному шаблону, или в крайнем случае по нескольким,

в современном мире вышли из моды. Школы, созданные для удовлетворения амбиций профсоюза учителей, перестают выполнять свою первоочередную задачу. Нам следует понять, что детям необходимы школы с разным стилем обучения.

Мы должны также признать, что придется конкурировать с Китаем, Индией, Индонезией и Германией (а также сотней других стран). Одно время нам это было по плечу, но сейчас, пожалуй, нет. Следует признать, что молодой американский предприниматель — это уникальное сочетание навыков и способностей, поэтому наша задача — отыскать таковых и дать им необходимые знания. Именно в наших школах учатся будущие создатели новых рабочих мест.

### **Разработать налоговую политику, стимулирующую создание новых компаний**

Без новых рабочих мест и роста занятости мы не сможем навести порядок в бюджетной сфере, не понеся существенных потерь. Первая задача бизнеса — найти способ создания рабочих мест. Поскольку именно коммерческие стартапы являются их основным источником, давайте же подумаем, как стимулировать их развитие. Почему бы не пообещать каждому, кто откроет свое дело в течение следующих трех лет, что при условии создания некоего минимального количества рабочих мест и существования бизнеса не менее пяти лет его собственник сможет продать его в любой момент по цене не ниже вложенного капитала. Нам кажется, это могло бы стать неплохим стимулом для предпринимателей.

Кроме того, нам следует конкурировать за глобальные рабочие места. Давайте позволим международной компании открыть бизнес в США и в течение десяти лет платить минимальные налоги, а по истечении этого срока начинать их постепенно повышать. Почему бы не установить их в первый период на уровне 12%, чтобы конкурировать, например, с Ирландией? Конечно, в этом случае уже функционирующие в Ирландии компании все равно получают преимущество, поэтому почему бы не снизить налоги с корпораций, чтобы дать нашим компаниям возможность конкурировать в глобальном масштабе?

Налоги будут существовать всегда, но мы могли бы найти пути совершенствования налогового кодекса. Пока мы заканчиваем писать эту книгу, Эрскин Боулз и Алан Симпсон разрабатывают предложения по реструктуризации налогового кодекса, в том числе по установлению максимальной ставки налога на уровне 23%, облагая при этом налогом прирост капитальной стоимости и дивиденды по одинаковой ставке. Они составили интересную таблицу, демонстрирующую, во что обойдется сохранение определенных налоговых издержек. Например, решив, что имеет смысл сохранить налоговые льготы на детей или для лиц наемного труда, следует учитывать, что для всех остальных это выльется в повышение налога на 1%. Налоговые льготы на сумму процентов, выплачиваемых по ипотечному кредиту, для основной массы налогоплательщиков выльются в повышение налоговой ставки еще на 4%. Учитывая, что 40% американцев не имеют своих домов, а у немало процента собственников нет ипотечных кредитов или очень небольшая задолженность по ним, стоит задуматься о целесообразности этой льготы[17].

Еще одна межпартийная группа, возглавляемая бывшим сенатором Питом Доменичи и руководителем Административно-бюджетного управления при президенте Клинтоне Элис Ривлин, выдвинула идею введения двух налоговых ставок — 15 и 27%, а также налога на продажи со ставкой 6,5%.

Мы надеемся, что авторы последующих предложений по реформированию налоговой системы будут придерживаться подхода Эрскина Боулза. Покажите нам, во что обойдется каждый вид налоговых льгот, и позвольте самим решить, хорошее это вложение средств или нет.

Мы не хотим углубляться в детали предложений по налоговой реформе, поскольку в ближайшем будущем их появится немало. Но, наверное, правильно — начать настоящее обсуждение налоговой реформы с таких мер, как стимулирование сбережений и создание новых компаний, преследуя при этом цель установить контроль над бюджетным дефицитом.

Сейчас мы столкнулись с последствиями третьего по счету «мыльного пузыря» за последние десять лет, причем созревшего в результате

действий в том числе и правительства. Он обещает создать наибольшее количество проблем при решении задачи сокращения государственных расходов на всех уровнях до размеров, которые мы можем себе позволить и которые не будут вытеснять частные инвестиции и частные компании. Это нелегко, но, поскольку предложения поступают от обеих ключевых партий, весьма обнадеживает, так как, получается, во власти растет количество людей, понимающих серьезность проблемы.

Наконец, мы с оптимизмом смотрим на перспективы решения этой задачи. Через какое-то время появятся новые рабочие места, по мере того как новое поколение предпринимателей Америки проложит свой путь в бизнесе, способный обеспечить нас нужными продуктами. Подобно тому как вслед за компьютерами появился интернет, произойдут революции в биотехнологиях, беспроводной связи (ничего подобного вы еще не видели! — грядет абсолютно новый этап в беспроводных технологиях), робототехнике, электромобилях, интеллектуальных инфраструктурах и многих других сферах науки и техники.

Вспомним о том, что в конце 1970-х гг., когда Япония переманивала наших специалистов, инфляция была в разгаре, процентные ставки перевалили за 20%, безработица составляла почти 10%, а бизнес отчаянно боролся за выживание, правильный ответ на вопрос «Откуда возьмутся новые рабочие места?» звучал следующим образом: «Не знаю, но они точно появятся».

И они появились.

## Глава 10

# НА ПЕРИФЕРИИ ЕВРОПЫ: СОВРЕМЕННЫЙ ЗОЛОТОЙ СТАНДАРТ

*Европа представляет собой пример ситуации, неблагоприятной для единой валюты. Она состоит из разных наций, говорящих на разных языках и придерживающихся разных обычаев; ее граждане намного больше привержены каждой своей собственной стране, чем идее общеевропейского рынка или единой Европы.*

Профессор Милтон Фридман, Times от 19 ноября  
1997 г.

*В истории нет примера долгое время существовавшего валютного союза, не привязанного к одному государству.*

Отмар Иссинг, ведущий экономист немецкого  
Бундесбанка, 1991 г.

Страны на периферии Европы падают одна за другой, как костяшки домино, из-за излишней обремененности государственным долгом. Греция требовала выхода из Европейского союза и МВФ в мае 2010 г. Ирландия присоединилась к ней несколько месяцев спустя, в ноябре 2010 г. Пока мы писали эту книгу, Португалия и Испания тоже начали спекуляции на эту тему. Во многом подобно тому, как крах субстандартных ценных бумаг в США поставил на край финансовой пропасти сначала ипотечных кредиторов, затем Bear Stearns и наконец Lehman Brothers, проблема избыточного долга угрожает довести до катастрофы и многие европейские страны.

В хорошие годы Испания, Португалия, Италия и Греция пользовались всеми выгодами единой зоны евро, но теперь возникла необходимость устранить дисбалансы в национальных экономиках, накапливавшиеся годами. В этой главе мы рассмотрим, как формировалась проблема государственного долга в ряде европейских стран, в каком состоянии она находится в настоящее время и каковы пути ее решения.

## **Зона евро: условно оптимальный валютный союз**

Не хотим повторять банальность, но Европа — не единая страна. Европа — это многомерное понятие. Прежде всего это континент. Земля обетованная для многих иммигрантов, приехавших сюда из Африки и стран Ближнего Востока. Но, помимо всего прочего, это зона единой валюты. И к тому же не самый удачный ее пример.

Многие из нас считают национальную валюту своей страны чем-то само собой разумеющимся и вечным — будто доллары, фунты стерлингов, иены и евро существовали всегда. По сути, в течение долгого времени отдельные банки выпускали банкноты, гарантируя их держателям свободный обмен на золото. Идея об обращении отдельной валюты на территории отдельной страны появилась относительно недавно с исторической точки зрения.

Задолго до введения евро экономист Роберт Манделл писал о том, какой должна быть идеальная зона единой валюты. Эта работа сыграла

настолько важную роль, что автору присудили Нобелевскую премию по экономике. Манделл считал, что идеальная зона единой валюты должна обладать следующими свойствами:

- мобильностью труда и капитала;
- гибкостью заработной платы и цен;
- совпадающими фазами делового цикла;
- бюджетными трансферами для смягчения кризиса в любом регионе единого пространства.

Европа не имеет почти ничего из этого перечня. Следовательно, она не слишком подходит на роль зоны единой валюты.

Гораздо лучше эту роль выполняют США. На Аляске, во Флориде, Калифорнии, штате Мэн ходят одни и те же монеты и банкноты. Если посмотреть на историю экономических потрясений, то можно заметить, что США очень неплохо с ними справлялись. Если вы оказались безработным в южной Калифорнии в начале 1990-х гг. или в Техасе в начале 1980-х гг. (когда нефтяной бум пошел на спад), то у вас была возможность собрать свои пожитки и переехать в более благополучный в экономическом отношении штат. На практике так и происходило. Но в Европе это невозможно. Греки не собираются паковать чемоданы и переезжать в Финляндию. Они не знают финского языка (его почти никто не знает за пределами Финляндии). Если американцы оставались в Калифорнии или Техасе, они получали трансферы от федерального правительства, смягчавшие проявления кризиса. В Европе нет центрального правительства, способного проводить такие трансферы. Поэтому Соединенные Штаты Америки успешно функционируют как единое экономическое пространство, ведь здесь присутствует мобильность трудовых ресурсов и капитала, равно как и рычаги смягчения экономического кризиса.

Современный евро напоминает золотой стандарт. Понятно, что евро не подлежит свободному размену на золото, тем не менее общие черты имеются. Как и золотой стандарт, он способствует установлению реальной заработной платы и цен вместо обменного курса. Как и золотой стандарт, он имеет погрешность на кризис. При

золотом стандарте основное бремя формирования обменного курса возлагалось на страну с более слабой валютой.

Во времена классического золотого стандарта страны, валюты которых оказывались под угрозой девальвации, вынуждены были сокращать объемы экономики, что увеличивало риск безработицы. Темпы снижения заработной платы обычно не настолько велики, чтобы обеспечить соответствие уменьшившемуся спросу. Примечательно, что золотой стандарт действует точно так же. Он не возлагает курсовые потери на те страны, стоимость валюты которых растет. Этот односторонний механизм формирования курсов создает дефляционную погрешность для стран на этапе кризиса, за которую нам, вполне возможно, еще попадет от сторонников австрийской школы.

Такие экономисты, как, возможно, один из крупнейших специалистов по золотому стандарту Барри Айхенгрин, написавший выдающуюся книгу «Золотые оковы» (Golden Fetters), считают, что приверженность золотому стандарту помешала правительствам многих стран вовремя принять меры против разворачивающегося кризиса. Именно эта приверженность привела к превращению первоначально небольшого кризиса, последовавшего за крахом фондового рынка в 1929 г., к Великой депрессии. Страны, которые в 1929 г. не придерживались золотого стандарта или быстро от него отказались, избежали слишком тяжелых последствий кризиса, в том числе резкого уменьшения объемов производства.

Но сначала следует упомянуть об одной существенной особенности. Основу ЕС составляют Германия, Франция, Нидерланды и Бельгия. Эти государства более богаты, отличаются относительной стабильностью цен, а их экономики тесно интегрированы. На периферии Европы находятся Португалия, Испания, Ирландия, Италия и Греция (иногда обозначаемые аббревиатурой PIIGS[18].) Исторически сложилось так, что они беднее своих соседей (или имеют в своем составе бедные территории), характеризуются ценовой нестабильностью, степень интеграции их экономик с экономикой Германии и Франции ниже. Фазы экономического цикла в их экономиках не совпадают. Различие между базовыми

и периферийными странами ЕС приводит к целому ряду проблем, о которых мы поговорим далее.

В последние десять лет на периферии Европы заработная плата и цены росли быстрее, чем в ведущих странах. В то время как в Германии они оставались на одном и том же уровне, в периферийных странах быстро повышались. В результате последние теряли конкурентоспособность по отношению к Германии и остальным основным государствам. Каков результат? Импорт в периферийных странах превысил экспорт, а также дефицит государственного бюджета поддерживался стабильно высоким. Единственный способ решения этих проблем — существенное сокращение заработных плат и цен, внутренняя девальвация или дефляция валюты. Это очень болезненно с социальной точки зрения и влечет за собой колоссальные проблемы.

Быстро растущие цены на фоне низких процентных ставок приводят к отрицательным реальным процентным ставкам в периферийных странах. Таким образом, если при процентной ставке 3% уровень инфляции составляет 4%, то вы получаете выгодный кредит по цене на 1% ниже, чем уровень инфляции. Вам еще и платят за то, что вы его берете. В результате периферийные страны накопили огромные долги в евро, то есть валюте, которую они не могут печатать. США, Великобритания и Швейцария монетизировали долг, чтобы обеспечить ликвидность банков, облегчить выполнение бюджета, воздействовать на процентные ставки в долгосрочной перспективе и девальвировать свою валюту. Страны PIIGS такой возможности не имеют. Единственной аналогией с их ситуацией можно считать дефляцию в ряде стран во времена золотого стандарта, когда следовало платить долги в валюте — золоте, — которую они не могли печатать.

Германия отказывается сокращать колоссальный торговый профицит и наращивать внутреннее потребление, чтобы восстановить равновесие в Европе и помочь государствам с более слабой экономикой решить свои проблемы. Как вы помните, на каждый профицит в международной торговле должен быть дефицит. Вместо этого Германия активно сокращает государственные расходы и внутреннее потребление. Поскольку евро выполняет функции золотого стандарта, то имеет место дефляционная погрешность. Бремя

сбалансирования падает на страны с наибольшим дефицитом государственного бюджета, и они вынуждены проводить дефляцию.

В отличие от золотого стандарта отказаться от евро практически невозможно. Маастрихтский договор очень подробно определяет порядок присоединения к зоне евро, но ничего не говорит о способах выхода из нее. Действительно, данный механизм будет связан с таким хаосом, что даже те политики, которые считают это решение обоснованным в долгосрочном аспекте, откажутся заниматься его реализацией в ближайшей перспективе. Например, что произойдет при выходе Италии из еврозоны?

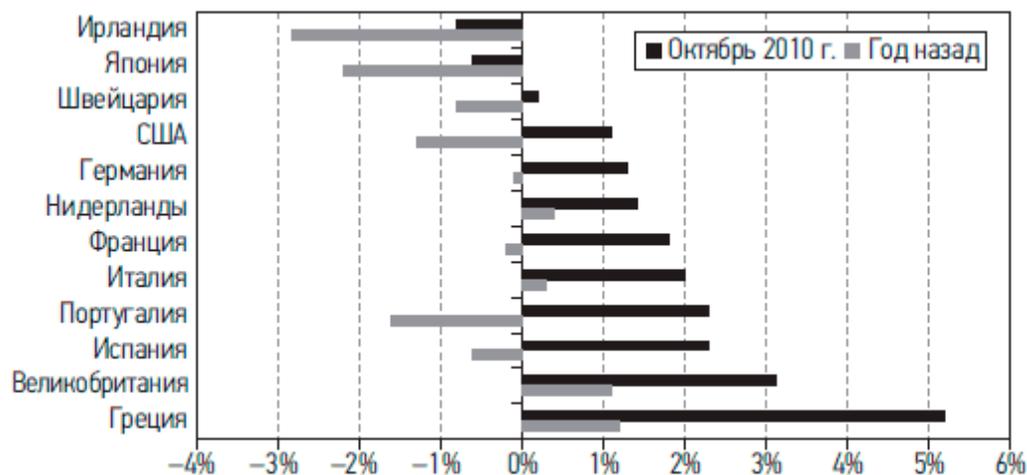
Участники рынка узнают о предполагаемом выходе. Домохозяйства и компании, ожидающие, что внутренние депозиты будут переоценены в лирах, попытаются перевести свои вклады в банки зоны евро. Последует массовое бегство банков в еврозону. Инвесторы, не дожидаясь переоценки государственных ценных бумаг Италии в лирах, начнут переводить свои средства в государственные ценные бумаги стран, остающихся в зоне евро, что, в свою очередь, приведет к кризису рынка государственных облигаций. Если решение о введении лиры будет принято после парламентских дебатов, то Центрально-Европейский банк вряд ли выступит в качестве «последнего кредитора». Если у итальянского правительства к этому моменту уже будет большой дефицит государственного бюджета, то оно не сможет проводить дополнительные заимствования, чтобы спасти банки, выкупив их долги. В результате мы получим классический финансовый кризис<sup>1</sup>. [Происходящее в Греции также весьма его напоминает.]

Последствия покажутся большинству политиков слишком мрачными, чтобы даже отдаленно допустить их вероятность. Поэтому они, скорее всего, сделают все возможное, чтобы евро продолжил функционировать в качестве единой европейской валюты. Это окажет определяющее влияние на экономический рост, дефляцию и финансовые рынки.

Евро не является валютой в экономическом смысле слова. Это инструмент политики, и он будет функционировать, пока хватит

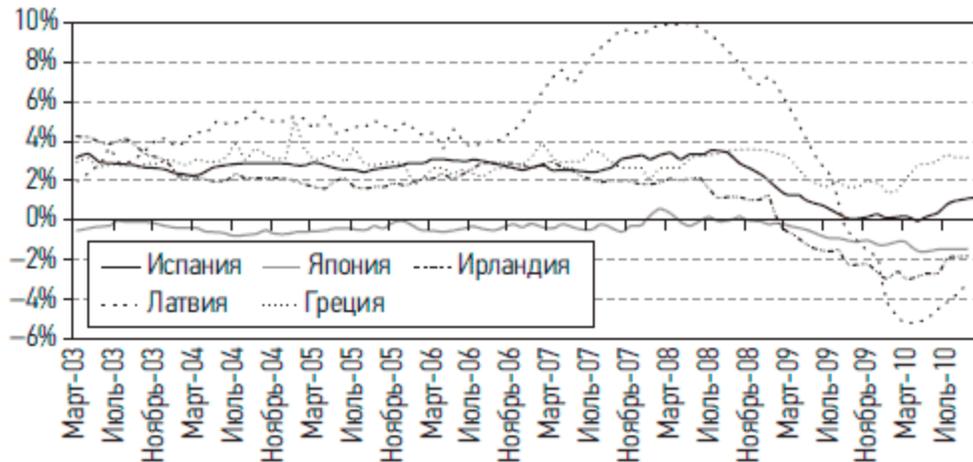
политической воли. По иронии судьбы, именно зажиточные страны вроде Германии или Нидерландов (где мы и находимся, редактируя окончательный вариант этой книги) могли бы выйти из еврозоны, не спровоцировав внутренний экономический кризис. Такую возможность имеет далеко не каждая страна, поскольку у большинства банки перегружены государственными ценными бумагами периферийных государств. Какие еще признаки грядущей дефляции и сокращения объемов производства можно отметить? Уровень инфляции в Европе ниже, чем в большинстве других стран. Возможно, следует ожидать повышения темпов инфляции в странах, которые монетизируют государственный долг, и дефляции там, где этого не произойдет. Вполне можно ожидать, что наиболее высокие темпы инфляции будут в США и Великобритании, а самые низкие — в странах еврозоны и в Японии, попавших в ловушку дефляции (рис. 10.1).

**Рис. 10.1. Темпы инфляции в некоторых странах мира**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

**Рис. 10.2. Индексы потребительских цен в Испании, Латвии, Ирландии, Греции, Японии**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Следует заметить, что на периферии Европы есть страны, где затяжная дефляция наиболее вероятна (рис. 10.2).

Рис. 10.3. со всей очевидностью демонстрирует, почему ситуация в Греции и других периферийных государствах весь текущий год не сходит с первых полос экономических изданий. Проблемы в этой части Европы не новы, однако рынок лишь сейчас начал осознавать их масштаб.

**Рис. 10.3. Спред между доходностью государственных облигаций Германии и стран с периферии Европы**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

В частности, в статье Майкла Льюиса, опубликованной в сентябрьском выпуске журнала Vanity Fair за 2010 г., говорится:

Когда огни погасли и остались только горы долговых расписок, стало ясно, что греки хотели превратить свое правительство в волшебный горшочек, набитый деньгами и щедро раздающий их всем согражданам. Только за последние десять лет суммы в ведомостях на заработную плату государственных чиновников в реальном выражении удвоились — и это без учета собираемых ими взяток. Заработная плата чиновника в государственном секторе примерно втрое превышает такую у служащего частной компании.

Национальные железные дороги генерируют объем продаж примерно на сумму 100 млн евро ежегодно, выплачивая своим сотрудникам за тот же период зарплату в размере 400 млн евро (не говоря уже о прочих издержках на сумму 300 млн евро).

В среднем сотрудник государственной железнодорожной компании получает 65 тыс. евро в год. Двадцать лет назад министр финансов Стефанос Манос, в прошлом бывший успешный бизнесмен, заявил, что дешевле было бы довести всех пассажиров на такси — это и сейчас так. «Наша железная дорога — банкрот с любой точки зрения, — говорил Манос. — Тем не менее в Греции нет другой компании с такой высокой оплатой труда».

Греческая система школьного образования представляет собой пример вопиющей неэффективности и считается в Европе одной из самых слабых; тем не менее на одного ученика здесь приходится в четыре раза больше учителей, чем в Финляндии, чья система школьного образования занимает первое место в Европе. Посылая своих детей в школу, греки сразу резервируют средства на частных репетиторов, чтобы быть уверенными, что дети научатся хоть чему-нибудь. В стране есть три оборонные компании, в совокупности имеющие миллиарды евро долгов и колоссальные убытки.

Пенсионный возраст для занятых на тяжелых и опасных работах в Греции составляет 50 лет для женщин и 55 — для мужчин. Поскольку по достижении этого возраста государство выплачивает щедрую пенсию, более шестисот профессий каким-то образом умудрились попасть в список тяжелых и опасных работ, в том числе парикмахеры, дикторы на радио, официанты, музыканты и т. п. Греческая государственная система здравоохранения тратит на медикаменты и расходные материалы больше, чем средняя европейская, — это и неудивительно, поскольку многие греки говорили, что не раз наблюдали, как врачи и медсестры идут с работы домой, нагружившись бумажными полотенцами, подгузниками и прочими расходными материалами.

Греки не приучены платить налоги... ведь никого за это еще не покарали. Это все равно что джентльмену не открыть дверь перед леди»<sup>2</sup>.

Если воровство и мошенничество — в порядке вещей, то они разрастаются как плесень. По умолчанию считается, что каждый чиновник, работающий на правительство, берет взятки. Поэтому, идя в государственную поликлинику, будьте готовы давать взятки докторам; в противном случае никто не будет вас лечить. Чиновники, всю жизнь прошедшие на государственной службе, уходя в отставку, покупают себе многомиллионные особняки и несколько загородных домов.

Трудно даже представить масштаб реформ, в которых нуждается Греция. Льюис подчеркивает, что необходимые преобразования простираются гораздо дальше, чем простое сбалансирование бюджета и урезание государственных расходов. Они требуют изменения национального характера — отказа от привычного способа ведения дел.

Лидеры Европы делают громкие заявления о том, что никому из членов ЕС не позволят объявить дефолт. Должен же быть какой-то выход. Реальность такова, что Греция вынуждена занимать больше денег, чем сможет выплатить. Дефолт не просто возможен, а очень вероятен.

Греция — это бедствие, но относительно небольшого масштаба. Греция — всего лишь комар на спине слона. Номинальный ВВП страны составляет около 2% от ВВП стран еврозоны, в отличие от ВВП Испании, превышающего 12%.

Именно Испания стала родиной всех «мыльных пузырей» в строительной отрасли. Здесь накопилось столько же непроданных домов, сколько в США, хотя США почти в шесть раз больше по площади. ВВП Испании, как уже говорилось, составляет 12% от ВВП стран еврозоны, но на ее долю приходится 30% всех домов, построенных в странах ЕС после 2000 г. Большинство новостроек финансировались за счет зарубежных инвесторов, поэтому испанский кризис в сфере недвижимости тесно связан с кризисом финансирования.

Очень сильно влияние банковского сектора. Объем непогашенных кредитов у испанских застройщиков вырос с 33,5 млрд евро в 2000 г. до 318 млрд евро в 2008 г., то есть на 850% за восемь лет. Если добавить долги строительной отрасли, то общая сумма непогашенной задолженности застройщиков и проектных компаний возрастет до 470 млрд долл. Это почти 50% от ВВП Испании.

Масштаб испанских проблем поражает воображение. По состоянию на декабрь 2008 г., по данным Министерства строительной промышленности, в Испании построено, но не продано 613 512 домов. К ним следует добавить 629 691 дом, находящийся в процессе строительства. Из этого количества 250 тысяч домов проданы (хотя эти сделки могут быть расторгнуты), а оставшихся вполне хватит, чтобы обрушить рынок. По минимальным подсчетам, общее число непроданных домов составляет около миллиона. К несчастью, большинство из них расположены на побережье, поэтому, если не вернуться приобретавшие их английские туристы, они, скорее всего, так и останутся непроданными. А у английских покупателей сейчас огромные проблемы с погашением кредитов. К тому же места для строительства этих домов большей частью выбраны очень неудачно.

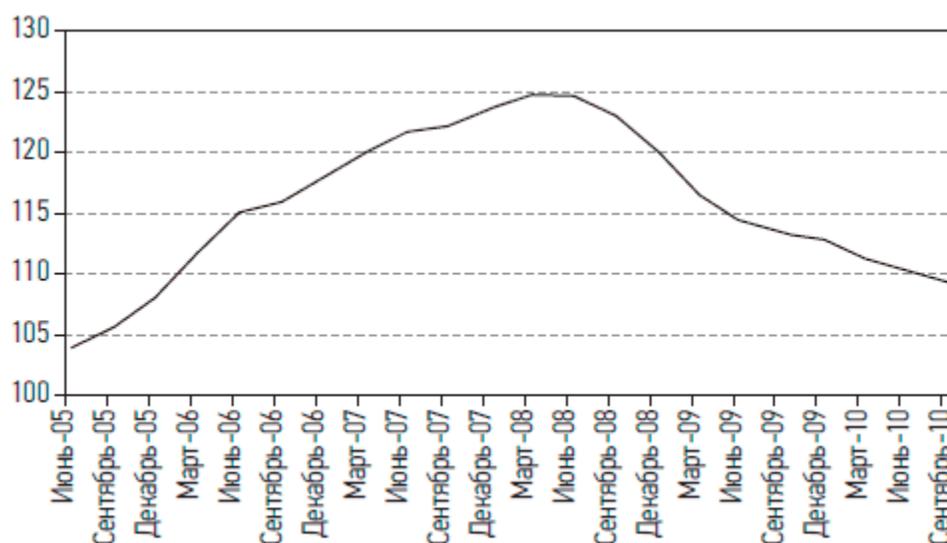
Испанский «пузырь» в строительной промышленности весьма напоминает американский и прочие классические «мыльные пузыри».

Его объем сначала вырос в 10 раз, затем упал на 90%. Математика очень простая.

Учитывая столь тяжелое положение дел в строительной отрасли, можно было бы предположить, что цены на испанскую недвижимость упадут точно так же, как и цены на американскую. Но в данном случае этого не произошло. В соответствии с официальной статистикой (см. рис. 10.4), цены на испанскую недвижимость снизились лишь на 10% от своих максимальных значений.

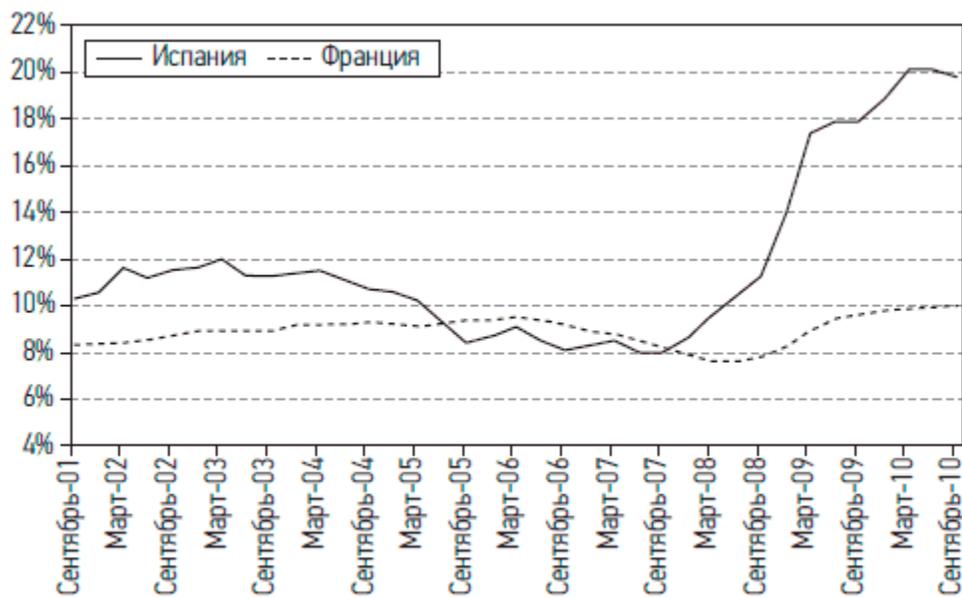
Множество «мыльных пузырей» и недостаточная конкурентоспособность наверняка поспособствуют затягиванию экономического спада в Испании, а вслед за этим рано или поздно появится и большой дефицит государственного бюджета. Уровень безработицы в Испании примерно в два раза превышал уровень безработицы в ведущих странах Евросоюза, например во Франции (см. рис. 10.5). Даже после недавних реформ по регулированию рынка труда структурные диспропорции сохраняются.

**Рис. 10.4. Индекс цен на недвижимость в Испании (данные Министерства строительной промышленности)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

**Рис. 10.5. Безработица во Франции и Испании**

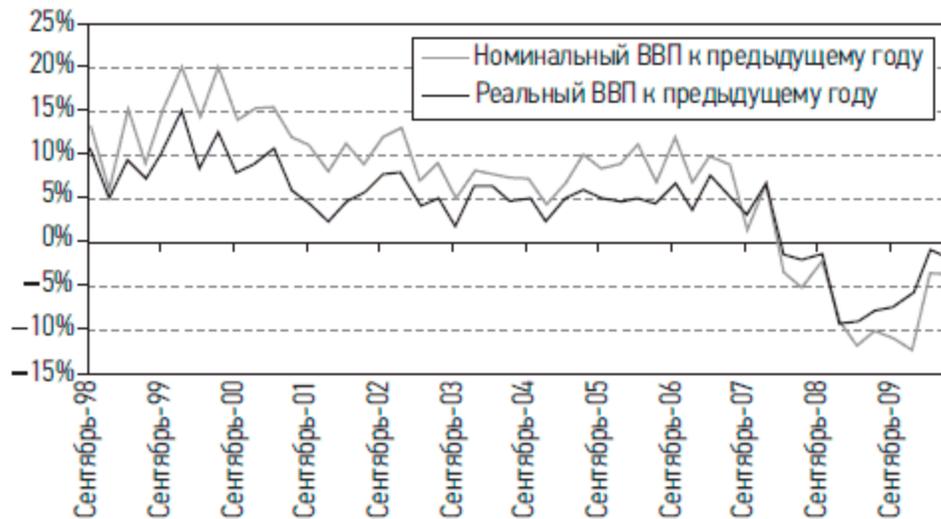


Источник: Bloomberg, Variant Perception

Однако проблемы расхождений между основными и периферийными странами ЕС вряд ли куда-то исчезнут. Независимо от нынешнего кризиса в Греции ценные бумаги европейских стран должны торговаться гораздо шире, чем это было во время тихого периода в экономике в 2000–2010 гг. В конце 2010 г. мы писали, что спреды процентных ставок периферийных стран опять достигли кризисного уровня, сигнализируя о наступлении следующего кризиса государственного долга. Инвесторы слишком самоуспокоились и стремились инвестировать в ценные бумаги периферийных стран под процент, который не оправдывался никакими рациональными соображениями. Их бюджетная система ненадежна, а шансы на будущий экономический рост после десяти лет инфляции, избыточного потребления и жизни не по средствам весьма неопределенны.

Каковы перспективы периферийных стран Европы? Скорее всего, они последуют по стопам Ирландии. Из всех европейских стран именно она прошла дальше всех по дороге дефляционных проблем. Уровень дефляции очень высок даже при том, что ВВП растет от квартала к кварталу, продолжается номинальная дефляция (рис. 10.6).

**Рис. 10.6. Динамика ВВП Ирландии (индекс к предыдущему году)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Дефляция усугубляет проблемы с дефицитом государственного бюджета в долгосрочной перспективе, поскольку компании платят налоги в номинальном, а не реальном выражении. (В дефляционной среде реальные налоговые поступления — то есть с учетом дефляционного влияния — будут расти, хотя в номинальном выражении они будут сокращаться.)

Периферийные страны начнут урезать государственные расходы, чтобы держать рынки под контролем. Но в краткосрочном аспекте это приводит к сокращению объемов производства, а в долгосрочном — будет связано с завышенным реальным обменным курсом и недостаточной конкурентоспособностью; единственным средством устранения этих проблем станут годы дефляции.

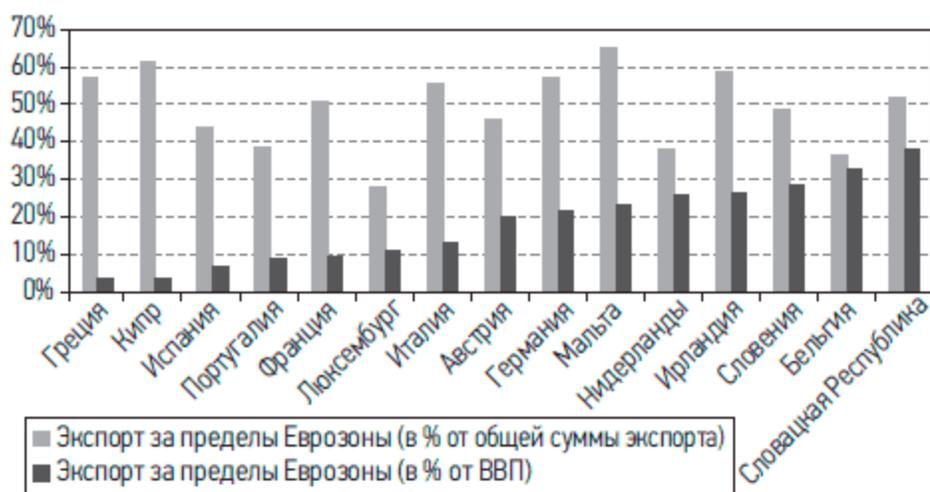
Не все страны могут поделить опыт восстановления экономики. В частности, к таковым относятся Греция, Испания, Португалия. Но как поддержать общий баланс, если периферийные страны Европы вынуждены сокращать дефицит бюджета? Либо европейские страны с профицитом бюджета уменьшат его, либо ЕС в целом снизит профицит бюджета, но тогда Китай должен сократить или США должны увеличить свой дефицит.

Слабый евро не поможет периферийным странам Европы. Как следует из рис. 10.7, показатели экспорта за пределы еврозоны

в % от ВВП очень низкие у Греции, Испании, Португалии. За исключением Ирландии, страны PIIGS не отличаются слишком открытой экономикой, и львиная доля их экспорта приходится на европейские государства.

Лишь внутренние меры по повышению гибкости заработной платы и цен, совершенствованию рынка труда и развития профессиональных навыков могут возыметь действие, а их нельзя реализовать завтра же.

**Рис. 10.7. Экспорт европейских стран за пределы еврозоны**



Источник: Jacob Funk Kirkegaard, *The Role of External Demand in the Eurozone* Peterson Institute for International Economics, May 27, 2010, [www.petersoninstitute.org/realtime/index.cfm?p51595](http://www.petersoninstitute.org/realtime/index.cfm?p51595)

В настоящее время периферийные страны Европы столкнулись с периодом долговой дефляции. Как мы утверждали, государственный и частный сектор здесь не в состоянии одновременно погасить свои долги, не добившись положительного сальдо торгового баланса. (Однако Китай и Германия не собираются переходить на дефицит торгового баланса.) Это утверждение основывается на математической логике и является объективным. Мы уже показали, что следующее соотношение верно:

$$\begin{aligned} & \text{Финансовый баланс национального частного сектора} + \\ & + \text{баланс государственного бюджета} + \text{торговый баланс} = 0 \end{aligned}$$

Это экономическое уравнение нельзя нарушать. Проще говоря, изменения в финансовом балансе отдельного сектора нельзя рассматривать изолированно. Если правительство желает поддержать бюджетный профицит и сократить государственный долг, то ему придется добиться увеличения профицита торгового баланса или привлечь к погашению долгов частный сектор. Единственный способ, при помощи которого государственный и частный сектора могут одновременно сократить задолженность, состоит в поддержании крупного профицита торгового баланса. Иначе говоря, спрос на продукты внутреннего производства должен прийти извне страны.

Все вышесказанное показано на рис. 10.8.

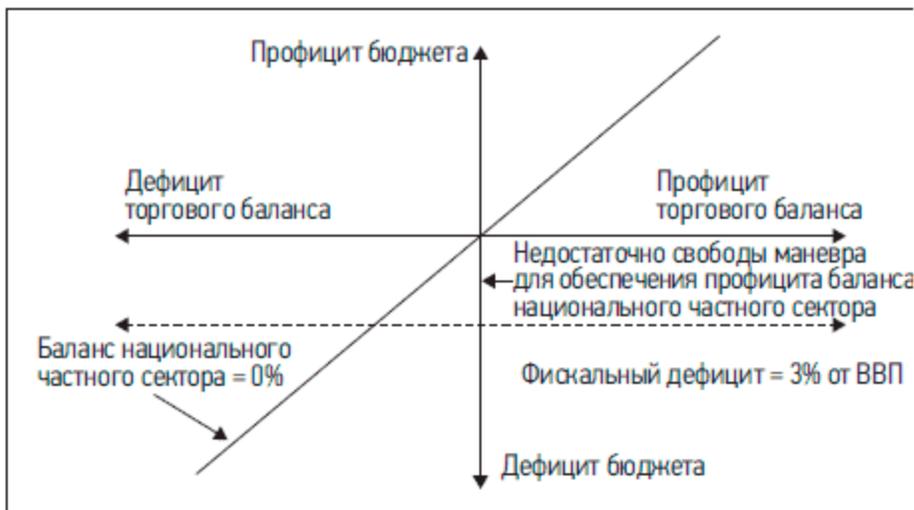
**Рис. 10.8. Схема финансового баланса трех секторов экономики**



Источник: Rob Parenteau, *Macro Strategy Edge*,  
[www.creditwritedowns.com/2010/03/leading-piigs-to-slaughter.html](http://www.creditwritedowns.com/2010/03/leading-piigs-to-slaughter.html)

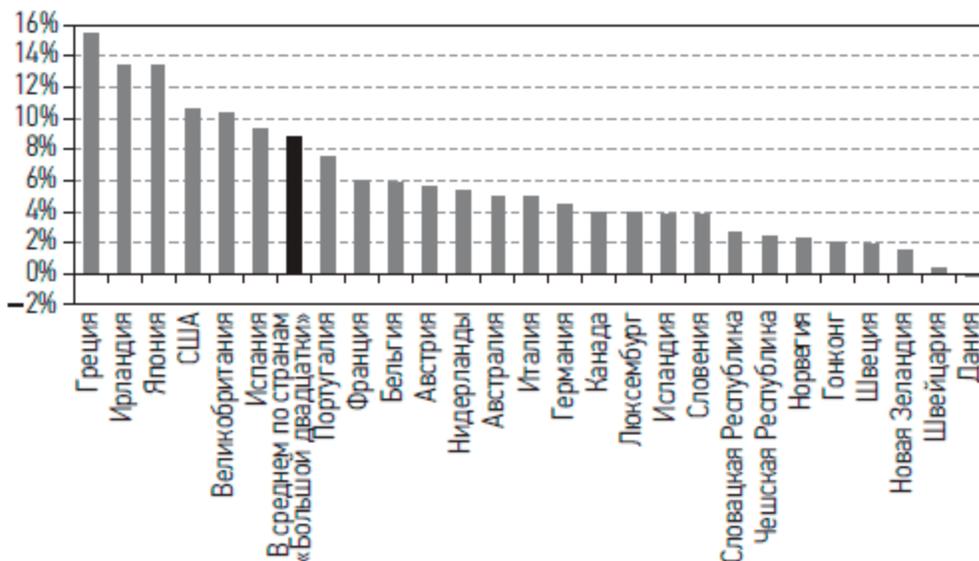
Что это значит для Европы? В Европе правительства связаны условиями Маастрихтского договора, не допускающего бюджетный дефицит свыше 3% от ВВП (хотя на практике это требование часто нарушается). Если посмотреть на финансовые балансы секторов экономики с учетом этих требований, то станет ясно, что пространства для маневра у правительств почти нет (рис. 10.9)<sup>3</sup>.

**Рис. 10.9. Треугольник Европейского валютного союза: когда валютная политика ограничена, а профицит торгового баланса недостижим**



Источник: Rob Parenteau, MacroStrategyEdge, [www.creditwritedowns.com/2010/03/leading-piigs-to-slaughter.html](http://www.creditwritedowns.com/2010/03/leading-piigs-to-slaughter.html)

**Рис. 10.10. Требуемая корректировка бюджета в 2010–2020 гг. (по данным МВФ)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Возможности бюджетной корректировки очень ограничены. Как продемонстрировано на рис. 10.10, требуемая корректировка бюджета для большинства стран ЕС просто слишком велика. У периферийных

европейских государств практически нет шансов (за исключением Италии, которая могла бы этого добиться, если бы обладала политической волей) выполнить требования Маастрихтского договора относительно размера бюджетного дефицита и одновременно рассчитаться с долгами. Для этого им придется сократить дефицит торгового баланса в такой степени, что это неминуемо приведет к подавлению экономической активности на неопределенное время. Это будет означать сокращение прибылей компаний и доходов населения, снижение налоговых поступлений, и общая картина окажется достаточно мрачной.

Очень низкая вероятность такого сценария уже отразилась на состоянии рынка: его участники начинают обретать уверенность в том, что правительство не сможет рассчитаться с долгами. Правительства на данный момент пользуются настолько низким доверием кредиторов, что во многих странах корпоративные облигации торгуются с меньшим спредом, чем их государственные аналоги. На рис. 10.11 показано, что впервые за всю историю фондового рынка корпоративные свопы на дефолт по кредиту (способ хеджирования пакета облигаций) меньше государственных.

**Рис. 10.11. Корпоративные и государственные свопы на дефолт**



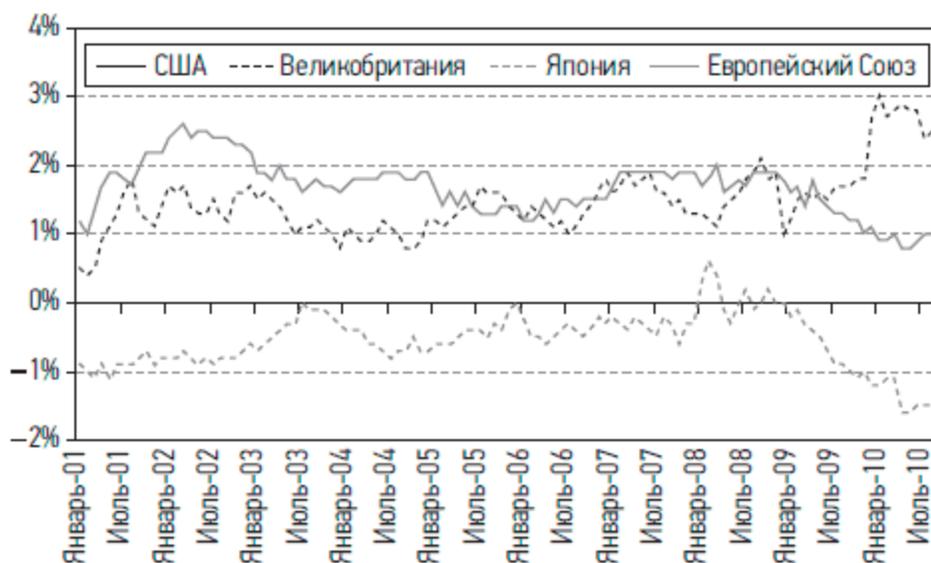
Источник: Bloomberg, Variant Perception

## Одни страны выходят из кризиса, а другие — нет

В настоящее время в мире идет упорная борьба между дефляцией и инфляцией. Страны сталкиваются с мощными дефляционными факторами, вызывающими не менее мощное инфляционное противодействие со стороны правительств. Результат проявляется не везде и применительно не ко всем видам активов одновременно. В одних регионах ощущается усиление инфляции; другие постепенно затягивает в дефляционную спираль. Цена на некоторые активы растет, на другие — остается стабильной или даже падает.

Представляет интерес тот факт, что на текущий момент только в Японии наблюдаются отрицательные темпы инфляции, в то время как в США, Великобритании, Германии и Франции ее темпы не просто выше нуля, а достаточно высокие (рис. 10.12).

**Рис. 10.12. Индекс потребительских цен в основных странах и регионах мира: Великобритания, США, Япония, Европейский Союз**

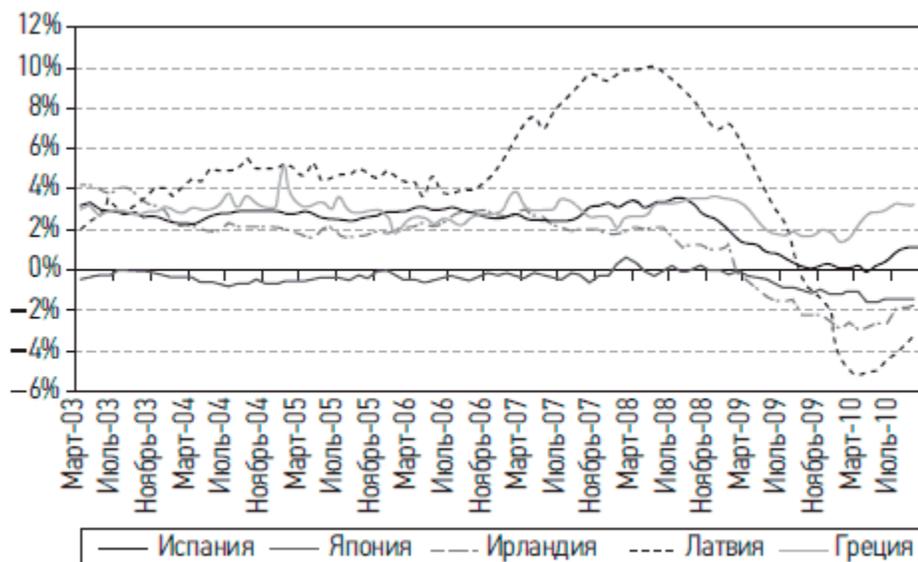


Источник: National Statistics, Variant Perception

При этом целый ряд стран, и в том числе Испания, Ирландия, Греция, Япония и страны Прибалтики (в частности, Латвия), находятся в самом начале инфляционной спирали (см. рис. 10.13). Именно в них

наблюдаются наибольшие диспропорции в бюджетной политике и экономике. В настоящий момент ни в одной из этих стран не проводятся масштабные реформы.

**Рис. 10.13. Индекс потребительских цен в некоторых странах мира: Испания, Ирландия, Латвия, Япония, Греция**



Источник: National Statistics, Variant Perception

Центральные банки неизмеримо больше озабочены возможностью дефляции, чем инфляции. Именно страх перед дефляцией — попаданием в ловушку ликвидности — толкает их на проведение весьма либеральной денежно-кредитной политики. Они опасаются снижения скорости обращения денег, поэтому продолжают наводнять экономику ими до тех пор, пока не удостоверятся в росте этого показателя. Нынешний низкий уровень индекса потребительских цен — по сути, единственного значения, отражающего темпы инфляции, — внушает банкам обманчивую уверенность в том, что они попали в точку и могут безнаказанно печатать деньги, не опасаясь всплеска инфляции.

Каковы же окончательные выводы из вышеизложенного? Мы считаем, что Греция под давлением долга рано или поздно будет вынуждена объявить дефолт. Страна не может бесконечно наращивать государственный долг, притом что даже его первоначальный уровень

уже представлял проблему. Греция не в состоянии самостоятельно решить свои проблемы. Германия начала информировать о том, что ожидает ущерба от реструктуризации греческой экономики для держателей государственных бумаг этой страны, причем не только для немецких налогоплательщиков.

К сожалению, то же самое можно сказать и о Португалии. По всей видимости, пока португальцы этого не понимают. Но рано или поздно рынок заставит их все осознать.

Испания? Пока трудно понять, как решить проблемы этой страны, не ввергая ее в длительную депрессию, — это ведь тоже далеко не лучший вариант. Испанский долг, по-видимому, сократится лишь незначительно, причем это касается как долгов частного, так и государственного сектора. Просто его сумма слишком велика. Заинтересованные читатели могут найти на сайте [www.johnmauldin.com](http://www.johnmauldin.com) дополнительную информацию о положении дел в испанской экономике, а также в экономиках других периферийных стран (отчет Джонатана Теппера из компании Variant Perception и другие материалы).

А родная (по крайней мере для Джона) Ирландия? Ирландцы, в отличие от греков, прилагают значительные усилия в правильном направлении. Они преисполнены желанием выбраться из трудной ситуации. Но страна увязла слишком глубоко. Так или иначе ирландцы найдут выход. За долгую историю страны им не раз приходилось это делать. Мы бы не решились инвестировать в их государственные облигации, но покупка дома в этой стране станет неплохим капиталовложением.

Для разнообразия неплохо было бы услышать историю успеха. За ней мы отправимся на крошечную Мальту — остров с богатой родословной в Средиземном море. Ее население не превышает численности населения среднего по размерам города, но страна представляет собой яркий пример того, чего можно добиться, если все политические партии действуют заодно. Мальта — это всего лишь маленький городок, где все знают друг друга.

Видимо, мальтийцы поняли, что у них нет природных или технологических преимуществ. Поэтому на острове развитие бизнеса

стало своего рода бизнесом. Любой ценой привлечь инвестиции — вот что стоит на повестке дня. Конечно, как и везде, здесь есть политическая борьба. Но все политики понимают, чего стоит добиться экономического роста. Остальным странам мира остается только поучиться у Мальты. И это не шутка.

## Глава 11

# ПРОБЛЕМЫ СТРАН ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

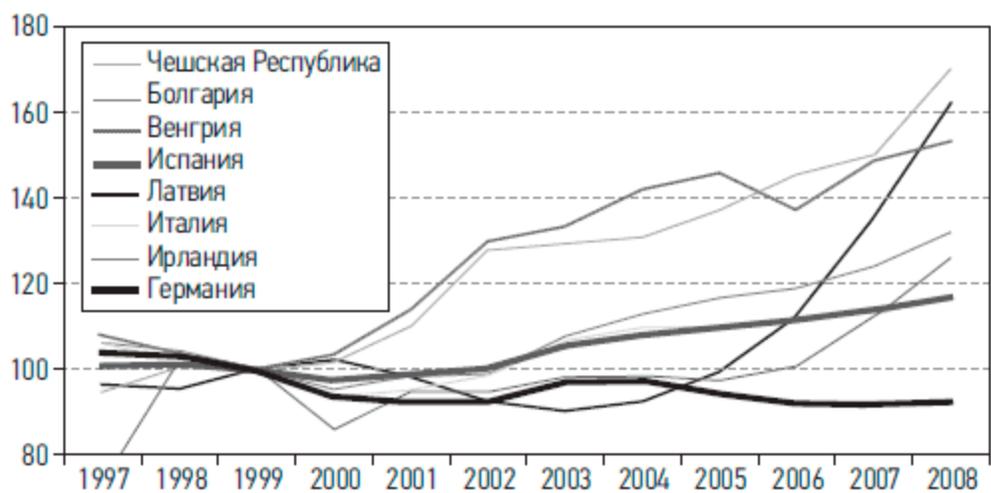
*Мы должны погашать свои долги своевременно и пунктуально, даже если это разрушит нашу экономику.*

Каталин Ботос, министр финансов Венгрии (1990–1993 гг.)

Восточная Европа столкнулась с масштабным структурным кризисом. Десятилетие избыточного кредитования, слишком высоких зарплат, роста цен и крупного дефицита торгового баланса привело к формированию структурных диспропорций в экономике. Еще больше ситуацию усугубил тот факт, что львиная часть кредитов прибалтийским странам, Румынии, Болгарии и Венгрии предоставлялась в иностранной валюте.

Восточная Европа, во многом подобно Испании и Ирландии, столкнется на какое-то время с высокой безработицей и дефляцией. В лучшем случае ее ожидает длительный период медленного восстановления экономики. На рис. 11.1 представлен реальный обменный курс валют восточноевропейских стран. Понятно, что они существенно потеряли в конкурентоспособности по сравнению с ведущими странами Евросоюза, например Германией. (С той же проблемой столкнулись Португалия, Ирландия, Греция и Испания, правда в меньшем масштабе.)

**Рис. 11.1. Реальный эффективный валютный курс в европейских странах**



Источник: Eurostat, Variant Perception

В этой главе мы рассмотрим ситуацию в прибалтийских странах и Венгрии — двух показательных примерах того, что бывает, когда слишком много занимаешь и имеешь слишком много «пузырей» в сфере недвижимости.

## Венгрия: проклятие действия и бездействия

После кризиса уровень нашей финансовой грамотности закономерно повышается. Экономические новости неожиданно заполняют новостные ленты и перемещаются с последних на первые полосы газет. Финансовые термины становятся общеупотребительными. Малопонятные выражения вроде облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, Лондонской межбанковской ставки предложения, секьюритизации и свопов на дефолт по кредиту звучат все чаще. Одним из таких терминов стал так называемый carry trade<sup>[19]</sup>, обычно употребляемый по отношению к Японии. Суть этой инвестиционной стратегии состоит в использовании инвесторами очень низких процентных ставок, установленных в Японии, чтобы получать кредиты в иенах, а затем покупать на эти средства активы в других странах, например Великобритании или США (вы помните эти времена?). Приобретенные активы обеспечивают более высокую доходность.

Гораздо меньше известно о carry trade в Восточной Европе. В годы, предшествовавшие кризису, некоторые западноевропейские страны имели очень высокие процентные ставки как следствие попыток снизить слишком высокие темпы инфляции. Например, в Венгрии они достигали 12,5% в 2004 г., поскольку следовало справиться с инфляцией, темпы которой превышали 7% в год.

В результате получение кредитов в Венгрии превращалось в очень дорогую процедуру. В соседней Австрии банки начали предлагать клиентам кредиты в швейцарских франках. Процентные ставки составляли около 2% и были ниже, чем в Венгрии, но в Швейцарии они были еще ниже — около 0,5% годовых. Австрийцы не имели ни малейшего желания брать кредиты под 2% годовых, если их без проблем выдавали под 0,5%. То же самое касается венгров, только разница в процентных ставках была еще больше. Поэтому австрийские банки, имевшие филиалы в Венгрии (наследие Австро-Венгерской империи), тоже начали кредитовать своих венгерских клиентов в швейцарских франках.

Неудивительно, что они быстро завоевали широкую популярность. Внезапно у людей, которые не могли себе позволить ипотечный кредит в венгерских форинтах из-за заведомо высоких процентных ставок, появилась возможность получить сверхвыгодный заем в швейцарских франках (или в евро, но большинство кредитных ресурсов поступало из Швейцарии). Цены на недвижимость взлетели вверх, а экономика, казалось, вступила в фазу процветания. Но долго так продолжаться не могло, поскольку большая часть задолженности в Венгрии была номинирована в иностранной валюте. Действительно, рис. 11.2 подтверждает, что Венгрия зашла по этому пути дальше остальных стран: почти две трети кредитов домохозяйств (ипотечных и потребительских) номинировались в иностранной валюте.

**Рис. 11.2. Долговое бремя (процент совокупного долга домохозяйств и корпоративного от ВВП) по состоянию на конец 2009 г.**

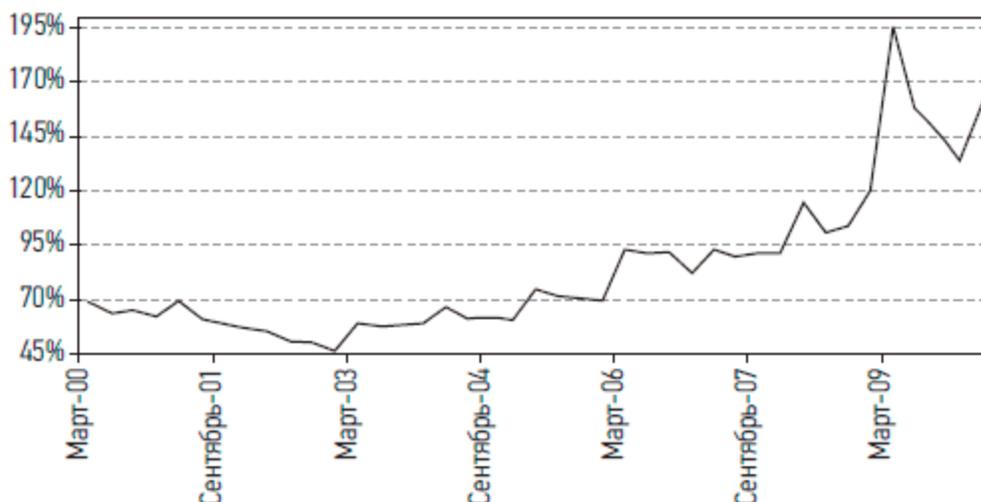


Источник: *The Economist*, Austrian Nationalbank

В ходе работы над этой книгой мы неоднократно убеждались в правильности утверждения, что бесплатный сыр бывает только в мышеловке. Конечно, в иностранной валюте занимать деньги намного дешевле, и это позволяет немало сэкономить. Но ведь и рисков гораздо больше, причем о многих из них типичный заемщик даже не подозревает вплоть до того момента, когда становится уже слишком поздно.

Беря кредит в иностранной валюте, вы зависите от колебаний обменного курса двух валют. Допустим, что вы житель Венгрии и берете кредит в швейцарских франках, чтобы купить дом в своей стране. Когда вы приходите в банк погашать кредит, оказывается, что курс форинта по сравнению со швейцарским франком существенно упал, и вам требуется гораздо больше форинтов на очередной платеж. Но поскольку обменный курс имеет свойство колебаться внезапно и сильно, полученный кредит может стоить вам очень дорого. Это означает, что отношение внешнего чистого долга Венгрии к ВВП способно резко возрасти при каждом ослаблении форинта. Действительно, в конце 2008 г. форинт резко упал по отношению к другим валютам, в результате чего общий долг Венгрии почти удвоился чуть ли не за одну ночь (рис. 11.3).

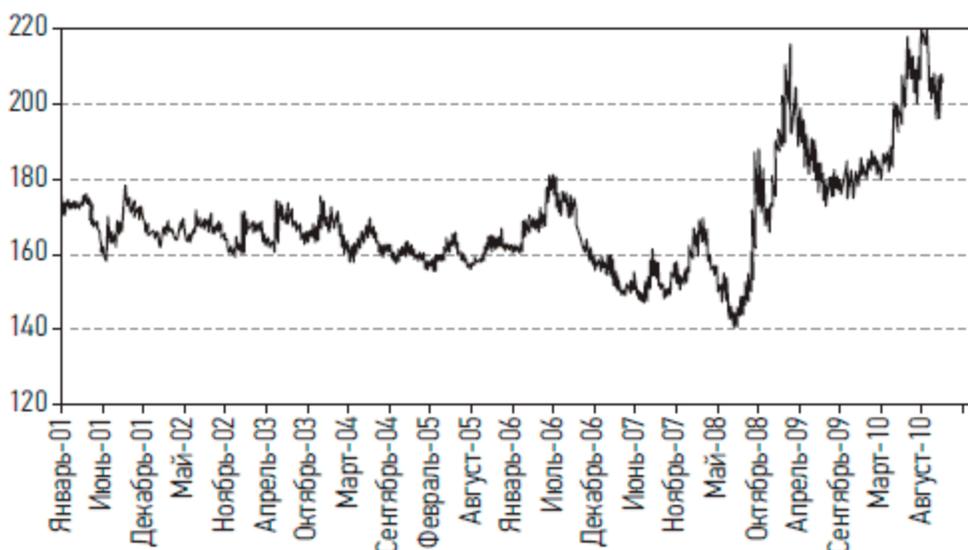
**Рис. 11.3. Венгрия: чистый внешний долг/ВВП (в %)**



Источник: National Statistics, Variant Perception

Вряд ли этот риск исчезнет в ближайшее время. Как показывает динамика обменного курса форинта к швейцарскому франку (см. рис. 11.4), обслуживание иностранного долга обходится стране так же дорого, как и всегда.

**Рис. 11.4. Курс венгерского форинта к швейцарскому франку**

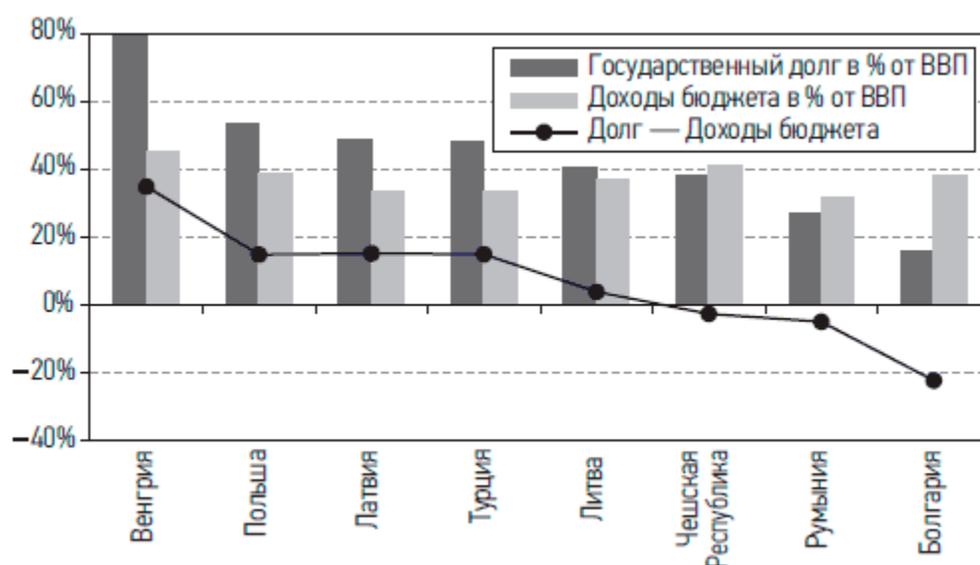


Источник: Bloomberg, Variant Perception.

Ситуация в бюджетной сфере Венгрии быстро ухудшалась в период кризиса. Объем производства резко уменьшился, и правительство Венгрии, как и правительства многих других стран мира, вынуждено

было прибегнуть к новым заимствованиям, чтобы компенсировать сокращение налоговых поступлений. Каков результат? Несмотря на доведение дефицита государственного бюджета до одного из самых низких значений в Европе, Венгрия имеет один из наивысших показателей отношения государственного долга к ВВП в регионе (см. рис. 11.5).

**Рис. 11.5. Развивающиеся страны Европы: государственный долг и государственные доходы в 2009 г.**



Источник: National Statistics, Variant Perception

Неудивительно, что Венгрия, а вслед за ней и Латвия, стали первыми среди европейских стран, обратившихся к МВФ за финансовой помощью; в ноябре 2008 г. эта организация предоставила им заем на 15 млрд долл. Условия кредита содержали обычные жесткие требования касательно мер по восстановлению финансового здоровья бюджетной системы, чтобы избежать повторного предоставления помощи. Нет никаких сомнений, что эти меры помогли стабилизировать экономику страны в самый тяжелый период кризиса. Позднее, однако, между нынешним правительством Венгрии и руководством МВФ возникли определенные трения.

Начиная с этого момента история страны представляет для нас особый интерес и требует внимательного рассмотрения.

Венгрия вводила жесткие меры начиная с 2006 г. — задолго до того момента, когда МВФ вышел на сцену со своим займом. Правительство боролось за сокращение дефицита государственного бюджета, чтобы соответствовать строгим требованиям Европейского союза. Но сейчас мы наблюдаем некоторую усталость от реформ, что стало неизбежной реакцией на жесткие экономические меры. Как отметил инвестиционный банк Barclays Capital в экономическом обзоре за 2010 г., «стабилизационная усталость — обычная реакция, которая следует через год-два после внедрения программы экономических реформ, и ее результат крайне трудно предсказать. Коротко говоря, недавний успех отчаянных усилий Греции можно только приветствовать, но инвесторам настоятельно рекомендуется иметь в виду, что государственные риски никуда не исчезли»<sup>1</sup>.

Может показаться, что страны вроде Греции предприняли определенные шаги для решения своих проблем и нам уже пора успокоиться. Но не исключено, что наши основные трудности еще впереди, о чем говорит пример Венгрии. Внимательно изучив его, можно прогнозировать, как будут развиваться события во многих других частях мира.

Увы, текущая жестокая депрессия — лишь одна из венгерских проблем. Имея обремененный большими долгами частный и государственный сектор, Венгрия рассматривает экспортный сегмент как инструмент оздоровления экономики и сокращения внешнего долга. Но тут есть несколько нюансов. Во-первых, экспортный потенциал Венгрии слишком мал, чтобы стать паровозом для всей экономики. Во-вторых, Венгрия пытается стимулировать экспорт в то время, когда чуть ли не все страны мира — от Китая до Испании и от Великобритании до Греции — делают то же самое. Конкуренция очень интенсивная.

Но главная проблема Венгрии все-таки в том, что бóльшая часть ее долга номинирована в иностранной валюте. Если Венгерский центральный банк снизит обменный курс, стремясь сделать форинт дешевле, а венгерский экспорт — конкурентоспособнее, то он рискует вызвать в частном секторе волну банкротств. Помните ипотечные

кредиты в швейцарских франках, о которых мы уже говорили? Все они в результате вырастут в форинтовом выражении до такой степени, что буквально снимут последнюю рубашку с заемщиков. Цены на недвижимость обвалятся, а экономика пойдет ко дну.

Существует риск распространения этих процессов на соседние страны. Австрийские банки, первоначально предоставлявшие кредиты во франках, тоже окажутся под угрозой банкротства, создавая аналогичные проблемы партнерам в Австрии и за рубежом. Ничего хорошего в этом нет. (Как вы помните, первоначальным толчком к глобальному кризису 1931 г. послужило банкротство малоизвестного австрийского банка Credit Anstalt.)

Европейский центральный банк заявил, что Греция — слишком большая страна, чтобы обанкротиться, и вмешался в ситуацию. Но если кризис в Венгрии и других восточноевропейских странах продолжит разворачиваться, проблемы банковского сектора в Австрии приобретут глобальный характер и он не сможет помочь правительству; примерно такая же ситуация сложилась в Исландии.

Австрийские банки выдали восточноевропейским странам кредиты на сумму, примерно эквивалентную 140% от ВВП страны. У австрийского правительства нет никаких шансов спасти банки от банкротства в случае настоящего кризиса. Центральный европейский банк вынужден будет вмешаться, а это, уважаемый читатель, очень негативно скажется на евро. Избиратели Германии и других ключевых стран Евросоюза тоже этому не обрадуются.

Но Венгерский центральный банк не может рисковать, бесконечно поддерживая курс форинта на нынешнем слишком высоком уровне. Это приведет к утрате конкурентоспособности, необходимой стране для стимулирования экспортных отраслей и восстановления экономики. Венгерские политики попали в очень сложное положение: их проклянут, если они девальвируют форинт и если не сделают этого.

За Венгрией очень важно наблюдать по мере приближения конца игры. Страна потенциально представляет собой бомбу замедленного действия в европейском регионе (а возможно, и не только) до тех пор, пока сумма ее кредитов, номинированных в иностранной валюте, остается настолько большой. Достаточно малейшего толчка, чтобы

спровоцировать в Венгрии волну банкротств, что, в свою очередь, приведет к серьезнейшим проблемам у европейских банков. А нынешний кризис учит тому, что если проблемы возникают у банков, то они возникают и у всех нас.

Впрочем, основные причины тяжелого положения Венгрии обусловлены попытками сократить государственные расходы и навести порядок в бюджетной системе. Страна представляет собой яркий пример того, как преодолевать последствия жестких мер по стабилизации экономики в течение четырех лет. Считается, что депрессия после реформ или стабилизационных мер длится год-два. Было бы слишком самонадеянно полагать, что недавно согласованные программы жесткой экономии в Греции и Ирландии немедленно дадут соответствующий результат. Помните о том, что свет в конце тоннеля может оказаться всего лишь огнями встречного поезда.

## **Прибалтийские страны: как разрушить свою экономику и поддержать курс валюты**

Прибалтийские страны — Литва, Латвия и Эстония — находятся на побережье Балтийского моря в Восточной Европе. Масштабы их экономик очень невелики, даже меньше греческой, но они (особенно Латвия) имеют большое значение для Европы, поэтому и попали в фокус внимания довольно давно, еще до разворачивания полномасштабного кризиса в Греции. Действительно, ведь именно страны Балтии впервые привлекли внимание инвесторов к тому, что позже так элегантно продемонстрировали в своей книге «На этот раз все будет иначе» Рейнхарт и Рогофф: обычно финансовому кризису предшествует кризис государственного долга.

После первой волны финансового кризиса не всегда бывает очевидно, что послужит толчком к его следующей волне. Представьте себе, что финансовый кризис 1930-х гг. после краха Нью-Йоркской фондовой биржи в 1929 г. стартовал в Австрии. Азиатский кризис 1997 г. начался с девальвации тайландского бата, хотя было множество «спусковых крючков», если вспомнить об огромных диспропорциях

в экономике региона. Исходя из нашей аналогии с «языками нестабильности», проведенной в главе 2, реальной причиной обрушения песчаной башни будет не последняя песчинка, а общий уровень нестабильности всей системы. После финансового коллапса она обычно находится в очень уязвимом состоянии, и одной песчинки может оказаться достаточно для обрушения, но, кто знает, какая именно песчинка станет последней! После краха Lehman Brothers существовало довольно много стран-кандидатов на следующее громкое банкротство. Но первой, получившей сомнительное удовольствие обратиться к МВФ за финансовой помощью, стала Латвия (да и остальные прибалтийские страны от нее недалеко ушли).

Прежде всего давайте выясним, почему гнев инвесторов обрушился именно на Латвию во время и сразу после кризиса. Затем поищем ответ на вопрос, что значит латвийский опыт для других потенциальных стран-банкротов в разных уголках планеты.

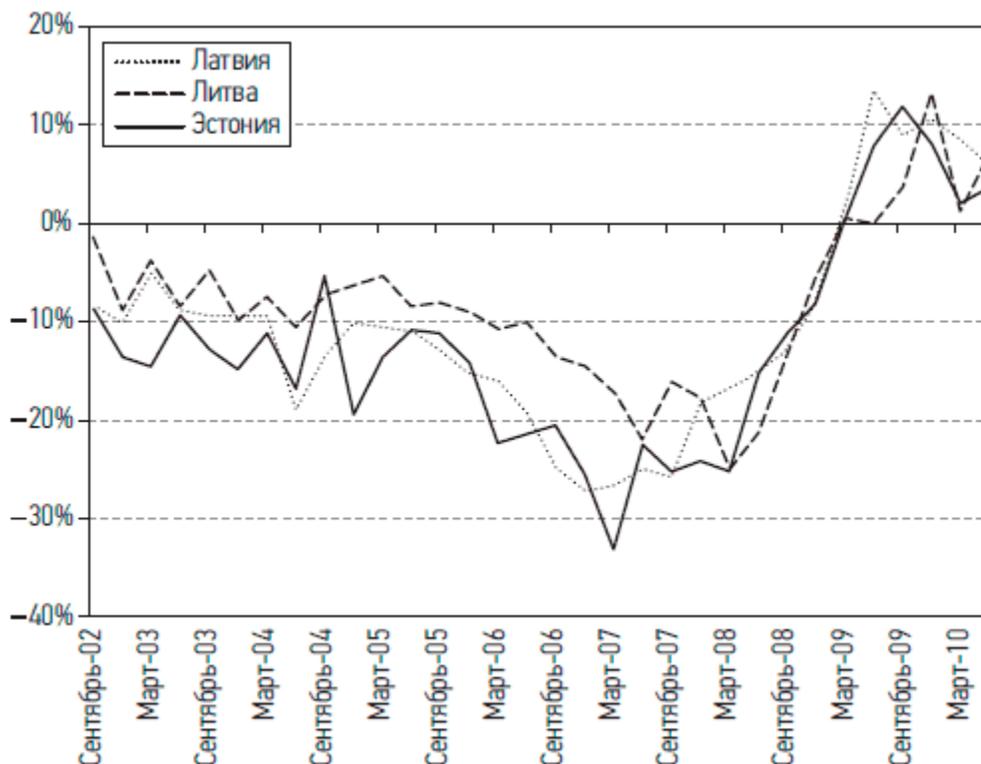
Прибалтийские страны обрели независимость после краха коммунизма и распада Советского Союза в начале 1990-х гг. Все три страны проявляли большой энтузиазм, стремясь поскорее отбросить коммунистическое прошлое и принять западные ценности; именно поэтому они сначала вступили в НАТО, а потом уже в Европейский союз. В дальнейшем Латвия, Литва и Эстония собирались войти в зону евро, поэтому привязали свою валюту именно к евро — это было условием вхождения в валютный союз.

Фиксированный валютный курс устанавливается тогда, когда страна соглашается привязать обменный курс своей валюты к валюте другой страны. Например, латыши зафиксировали курс лата к евро на отметке 0,702804. Если кто-то хотел приобрести евро по более высокому курсу, то центральный банк должен был напечатать латы и купить евро. Если люди хотели обменять евро по более высокому курсу, чем этот, центральный банк должен был поднять процентные ставки по кредитам, тем самым обеспечив отток латов из экономики и укрепив свою валюту. Фиксированный курс означает отказ от контроля над объемом денежной массы в стране и передачу этой функции рынку или зарубежному центральному банку. Тем не менее в хорошие времена фиксированный курс способен обеспечить бóльшую стабильность.

Именно с этого начались проблемы прибалтийских стран. Введение фиксированного курса национальных валют к евро существенно упростило иностранным банкам выдачу кредитов гражданам этих государств. Фиксированный курс устранил риск колебаний обменных курсов. Возьмем в качестве примера шведские банки. У них имелось значительное количество свободной наличности — внесенной на депозиты консервативными в отношении сбережений шведами, — которую они хотели использовать для выдачи кредитов. Швеция связана с Латвией многими общими историческими событиями (равно как и с другими прибалтийскими странами) и является одним из ее крупнейших торговых партнеров. В результате в странах Балтии функционирует множество филиалов шведских банков. После введения фиксированного курса последние резко активизировали операции по предоставлению кредитов в евро своим филиалам, обменивая их на местную валюту по фиксированной ставке. Полученные ресурсы выдавались в виде займов латышам, литовцам и эстонцам; все это привело к росту цен на недвижимость, покупке дорогих автомобилей и раздуванию невиданного ранее потребительского ажиотажа. Скромные по своим возможностям экономики прибалтийских стран вдруг приобрели видимость способности генерировать изобилие материальных благ для своих граждан.

К чему это привело? Потребление населения стран Балтии достигло невиданного уровня, не говоря уже о дефиците их торговых балансов (рис. 11.6).

**Рис. 11.6. Сальдо торгового баланса прибалтийских стран (в % от ВВП)**



Источник: National Statistics, Variant Perception

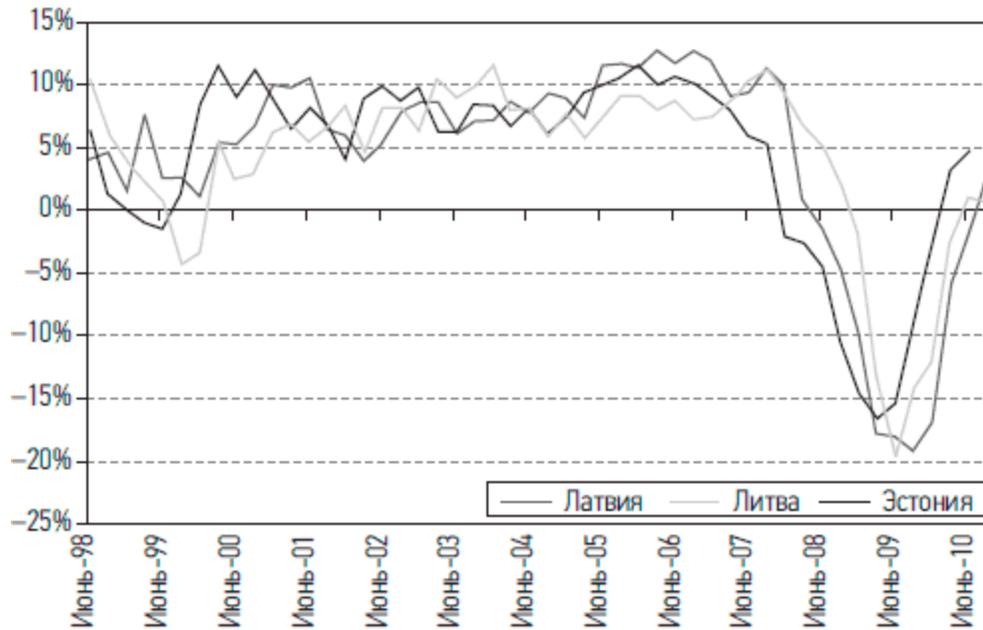
Все три страны ухитрились довести дефицит торгового баланса до более чем 20% от ВВП в 2006–2007 гг. Такой уровень наблюдался в азиатских государствах в преддверии кризиса второй половины 1990-х гг. Однако, как мы уже знаем, рынок не выносит диспропорций и стремится устранить их. Пиршество заимствований и бесконтрольных трат не могло продолжаться вечно. Во всем мире разворачивался финансовый кризис, и его приближение высасывало ликвидность из экономики. В прибалтийских странах под влиянием основанного на заемных средствах процветания рос уровень заработной платы. В результате продукты местного производства утрачивали конкурентоспособность. Одновременно с существенным снижением темпов глобального роста экономики в преддверии финансового кризиса начали замедляться и темпы экономического роста. Дефицит государственного бюджета быстро увеличивался, и потребовалось немного времени для того, чтобы Латвия созрела для обращения за финансовой помощью к МВФ. В противном случае она рисковала первой пережить крах финансовой системы. Остальные прибалтийские страны тоже попали в очень тяжелое положение,

поскольку их экономики тесно взаимосвязаны. Недалеко от них ушли и некоторые Балканские государства (Румыния, Болгария и т. п.), ОАЭ, а также периферийные страны Европы (Исландия, Испания, Греция, Португалия, Ирландия). Пополнится ли эта компания в ближайшем будущем? Принимая во внимание мнение профессоров Рейнхарт и Рогоффа, показавших, что государственные кризисы обычно случаются кластерами, мы совершенно уверены, что на этот вопрос они бы твердо ответили: «Да!»

Но вернемся к странам Балтии. Каковы их перспективы в настоящее время? В частности, Латвия внедряет одну из самых жестких программ государственной экономии, о которых нам только приходилось слышать. Зарплата учителей урезана почти наполовину, определенные категории государственных служащих будут получать на 20% меньше, а работающие пенсионеры обнаружат, что их пенсии сократились примерно до 70% от первоначальной величины. На этом фоне программы экономии, внедряемые другими странами, выглядят сущим пустяком.

Чтобы справиться с бедностью, власти Латвии отказываются отменить фиксированный курс обмена лата на евро. Это повлечет за собой большие потери в краткосрочном аспекте, особенно для шведских банков, активно кредитовавших резидентов Латвии и других прибалтийских стран (мы упоминали о них выше). Правда, отмена фиксированного курса также означает, что правительство смогло бы ослабить некоторые жесткие меры экономии. Латвийская валюта будет девальвирована, что немедленно приведет к удешевлению латвийских продуктов и повышению их конкурентоспособности. Это даст толчок росту экономики страны и поможет решить бюджетные проблемы. В данных условиях номинальный ВВП превысил свои минимальные значения, но все еще слишком незначителен (рис. 11.7). Это важно, поскольку означает, что налоговые поступления тоже незначительны, и меры экономии по-прежнему останутся в силе.

### **Рис. 11.7. Номинальный ВВП прибалтийских стран**



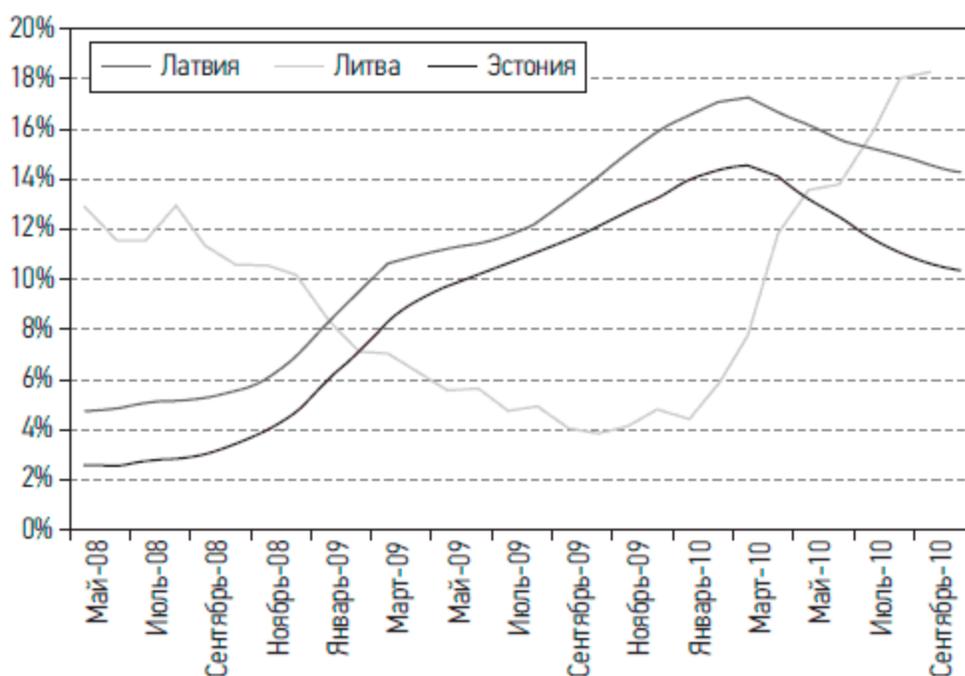
Источник: Bloomberg, Variant Perception

В настоящее время именно пенсионеры, учителя и государственные служащие несут на себе бремя преобразований. В противоположность этому политическая элита, которая больше всех выиграет от прямого перехода на евро, требует сохранения фиксированного курса во что бы то ни стало. Возмущение накапливается и грозит в любой момент пережестить через край. И это не единственное негативное последствие: люди покидают страну в поисках лучшей жизни. По данным одного из опросов, в 2009 г. из Латвии выехало 30 тысяч человек; столько же и в 2010 г. Для страны с населением чуть более 2 миллионов человек это значительная цифра. Если уважаемый читатель внимательно следил за нашими рассуждениями, то, возможно, уже заметил некоторое сходство между прибалтийскими государствами и странами, упомянутыми в главе 10 (Греция, Испания, Ирландия). Последние тоже активно использовали фиксированный курс, и так же, как прибалтийские страны, сейчас столкнулись с большими проблемами, поскольку заработная плата и затраты, а не курс валюты, должны упасть, чтобы сохранилась конкурентоспособность экономики. Мы называем это «золотым стандартом наших дней». Особенность Латвии или Литвы (в меньшей степени Эстонии, которая получила добро на вступление в зону евро в 2011 г.) состоит в том, что они могут без особого труда отказаться

от фиксированного курса и вернуться к национальной валюте. (Греческая драхма, испанская песета, ирландский фунт давно уже мертвы, и их возвращение к жизни будет подвигом из разряда Геракловых.)

Конец игры для стран Балтии? Эстония пока выглядит лучше своих соседей, поскольку имеет неплохие перспективы после присоединения к зоне евро в 2011 г. Экономика Латвии и Литвы продолжит стагнировать. Действительно, уровень безработицы в Литве продолжает расти, да и в остальных двух странах снижается лишь эпизодически (рис. 11.8).

**Рис. 11.8. Уровень безработицы в прибалтийских странах**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Если не произойдет существенного снижения уровня безработицы и не удастся восстановить темпы экономического роста, Латвия и Литва могут вынужденно отказаться от фиксированного обменного курса. Это приведет к волне банкротств с риском распространения на другие страны, в том числе Венгрию, о которой речь шла выше, а также Болгарию и Румынию.

Мы должны уделить прибалтийским странам самое пристальное внимание. Пусть они крошечные, зато на их примере как нельзя лучше

видно, что происходит, когда финансовый кризис трансформируется в кризис государственного долга. Если мы хотим посмотреть на результаты избыточного заимствования и внедрения жестких программ экономии — чрезвычайно ценный опыт для Великобритании, США, Испании и многих других государств, — то самым подходящим примером будут Латвия и ее ближайшие соседи. Балтийские страны, как и Греция, играют важную роль.

## Глава 12

# ЯПОНИЯ: ЖУК, ЛЕТЯЩИЙ НА ВЕТРОВОЕ СТЕКЛО

*Нервная лихорадка в Европе, охватившая континент после финансовой катастрофы в Греции, больше не представляет собой чью-то личную проблему. Если Япония не сумеет провести бюджетную реформу, то все мы кончим тем, что окажемся под контролем организаций вроде МВФ, которые будут указывать нам, что делать даже в таких суверенных вопросах, как бюджетное управление.*

Премьер-министр Японии Наото Кан, 17 июня  
2010 г.

Япония все последние двадцать лет пытается оправиться от взрыва крупнейшего «пузыря» современности, выросшего в отраслях недвижимости и торговли земельными участками и лопнувшего в 1990 г., после чего почти сразу развернулись дефляция и стартовал процесс погашения долгов. Даже сейчас страна продолжает бороться с дефляционными тенденциями. Значимость японского опыта состоит в том, что это классический пример дефляции, которой всячески старается избежать ФРС.

В этой главе мы рассмотрим особенности экономической ситуации в Японии, тем более что страна имеет все шансы добиться стабильного улучшения. Особое внимание уделим истории формирования государственного долга и причинам снижения объема производства в последние двадцать лет. Большое значение имеет процесс быстрого старения населения, а особенно уроки, которые могли бы извлечь из японского опыта США, Великобритания и другие страны, где эта проблема тоже становится все более актуальной. Общая картина получается довольно мрачной, но отступать нам нельзя.

Я (Джон) часто сравнивал Японию с жуком, летящим на ветровое стекло. Возможно, я преувеличиваю, но, прочитав эту главу, вы поймете, что на самом деле ситуация даже хуже.

## **Всем пузырям пузырь**

Во всей мировой истории «мыльных пузырей» трудно найти нечто, хотя бы отдаленно напоминающее японский конец 1980-х гг. Достаточно сказать, что в какой-то момент стоимость участка земли, на котором разбиты Императорские сады, превысила цену всей территории штата Калифорния.

Отчасти своими масштабами этот «мыльный пузырь» обязан крайне либеральной кредитно-денежной политике японского правительства. В 1985 г. министры финансов и главы центральных банков «Группы пяти»<sup>[20]</sup> заключили так называемое соглашение «Плаза»<sup>[21]</sup>, основной идеей которого стала девальвация доллара. После этого иена существенно укрепилась, а Япония столкнулась с негативными последствиями в виде потери части стоимости номинированных в долларах активов, например государственных облигаций США. Японцы начали возвращать свои капиталы домой, и укрепление иены продолжилось. Банк Японии попытался бороться с этой тенденцией путем уменьшения процентных ставок. До февраля 1987 г. они снижались пять раз, что должно было укрепить конкурентоспособность экспортных товаров. Официальная процентная ставка дошла до 2,5% — минимального значения за всю послевоенную историю Японии. Если учесть, что темп инфляции превышал эту отметку, то кредит в Японии оказался практически бесплатным.

Очень низкие процентные ставки и высокий курс иены стимулировали бум на рынке недвижимости и фондовом рынке. Классическая динамика созревания «мыльного пузыря» предполагает, что рост цен заставляет население инвестировать все больше и больше средств в данный вид активов. Японские компании скупали на Гавайях и в Калифорнии всю недвижимость, которую могли заполучить, в том числе курортную зону Пebbл-Бич, отель Bel Air в Лос-Анджелесе, отели Westin Maui и Grand Wailea на Гавайях. Тем не менее рано или поздно этот пузырь должен был лопнуть.

Своего предельного объема он достиг 29 декабря 1989 г., когда индекс Nikkei добрался до исторического максимума в 38 915 пунктов. В течение двух лет после обвала Nikkei курс акций упал на 60%. Единственной сравнимой по масштабам катастрофой фондового рынка в XX веке является Великая депрессия.

Когда масштабы бедствия стали очевидны, японское правительство и Центральный банк запоздало попытались затормозить развитие кризиса. В 1989 г. Банк Японии постарался ограничить доступ к деньгам, и в 1990 г. на фоне крушения фондового рынка процентные ставки возросли до 6%. В том же году Министерство финансов Японии заставило банки урезать финансирование сделок с недвижимостью. Однако очень жесткая кредитно-денежная политика вкупе с бюджетными рамками только усугубили кризис.

К январю 1993 г. реальность заставила с собой считаться, и премьер-министр Японии признал, что «мыльный пузырь» экономики (*baburakeizai*) лопнул. Принимать меры было уже поздно, и дефляция набирала обороты. Только в первом квартале 1993 г. цены упали на 1,1%, а к середине того же года среднегодовой темп дефляции достигал уже 4,2%. Катастрофа оказалась по-настоящему глубокой. В 1990 г. ВВП Японии составлял 14% от объема мирового ВВП; в 2010 г. этот показатель упал до 8%. До взрыва «мыльного пузыря» 8 из 10 крупнейших по уровню капитализации компаний были японскими; сегодня в первой десятке по этому показателю японских компаний не осталось.

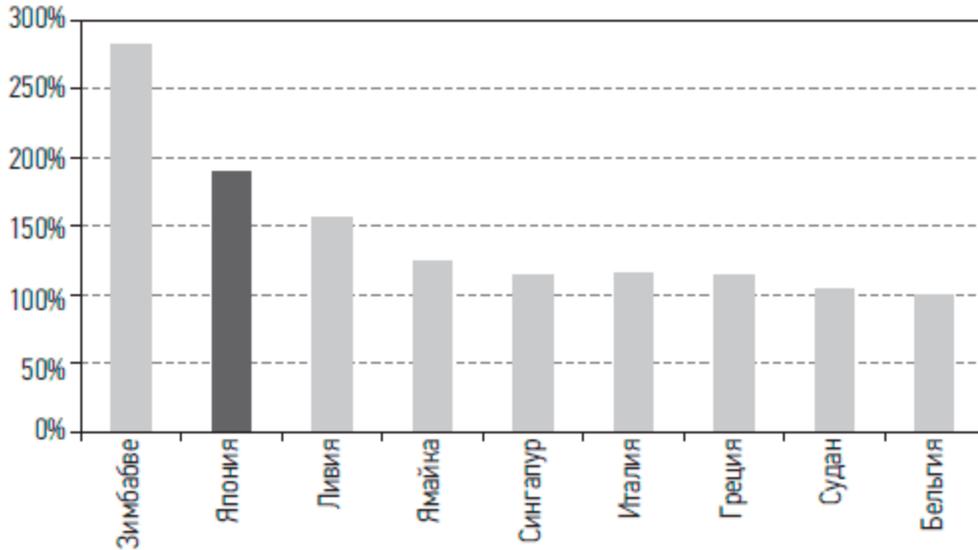
## **Японское правительство: трать деньги так, как будто завтра никогда не наступит**

Зачастую складывается впечатление, что, сталкиваясь с какой-нибудь проблемой, правительство предпочитает делать вид, что ее не существует. Первые попытки японского правительства справиться с разгорающимся кризисом сводились к борьбе с его отдельными проявлениями, а не к устранению структурных диспропорций. Во-первых, правительство приказало государственным финансовым организациям выкупать ценные бумаги, чтобы поддержать их курс. Однако из этого ничего не вышло. Банки несли колоссальные убытки на кредитах, выданных под приобретение недвижимости, но Центральный банк делал вид, что ничего не происходит. Сотрудникам выдавали зарплату нераспроданными запасами компании.

Стремясь смягчить экономический спад, японское правительство выбросило на ветер огромные деньги: предлагаемые им проекты оказались неспособны повысить производительность в реальном секторе экономики.

Когда-то Япония могла похвастаться здоровой, динамичной экономикой. В настоящее время государственный долг страны составляет почти 200% от ВВП. Постепенно исчезают возможности использования внутренних сбережений для его финансирования. Картина выглядит еще более мрачной, если посмотреть на отношение государственного долга к ВВП частного сектора. Оно достигло почти 240%. Нынешний уровень долга Японии ранее наблюдался лишь в странах с гиперинфляцией. По этому показателю Япония попала в одну компанию с Ливаном, Зимбабве, Ямайкой, Суданом и Египтом (рис. 12.1).

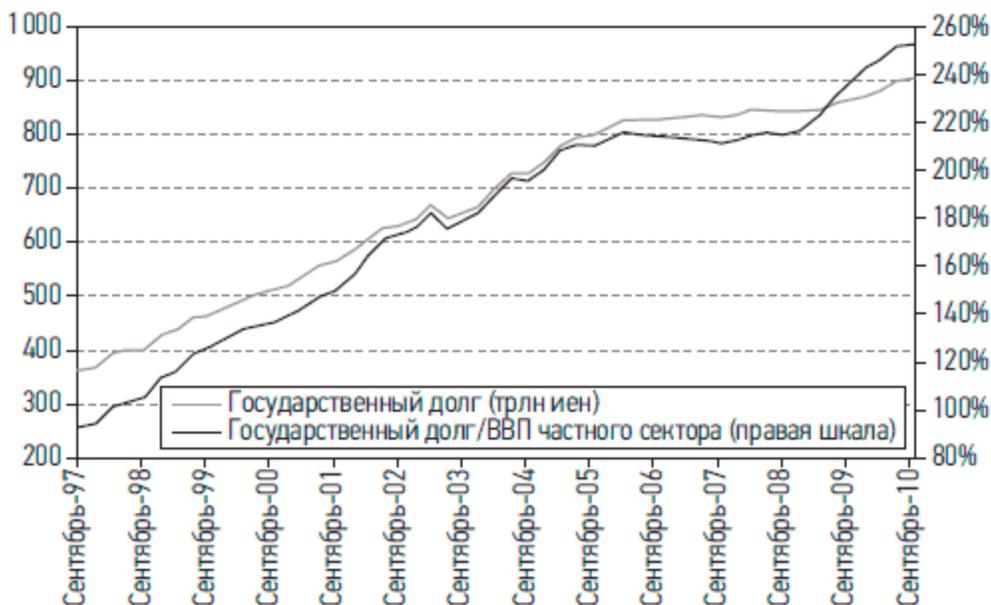
**Рис. 12.1. Отношение государственного долга к ВВП**



Источник: CIA World Factbook, Variant Perception

Как показано на рис. 12.2, отношение государственного долга к ВВП частного сектора еще выше. В конце концов, ведь именно в частном секторе генерируется основная часть выручки, налоги с которой поступают в государственный бюджет и предназначаются для покрытия государственного долга.

**Рис. 12.2. Отношение государственного долга к ВВП частного сектора (номинальному)**



Источник: Министерство финансов Японии, Variant Perception

Большинство аналитиков считают, что волноваться не о чем. До настоящего момента рост выпуска государственных облигаций Японии (JGB) никак не влиял на долгосрочную доходность благодаря следующим факторам: большому объему частных внутренних сбережений, господствующему среди частных инвесторов предпочтению национальных ценных бумаг, сохраняющимся инфляционным ожиданиям. Но все это может очень быстро измениться.

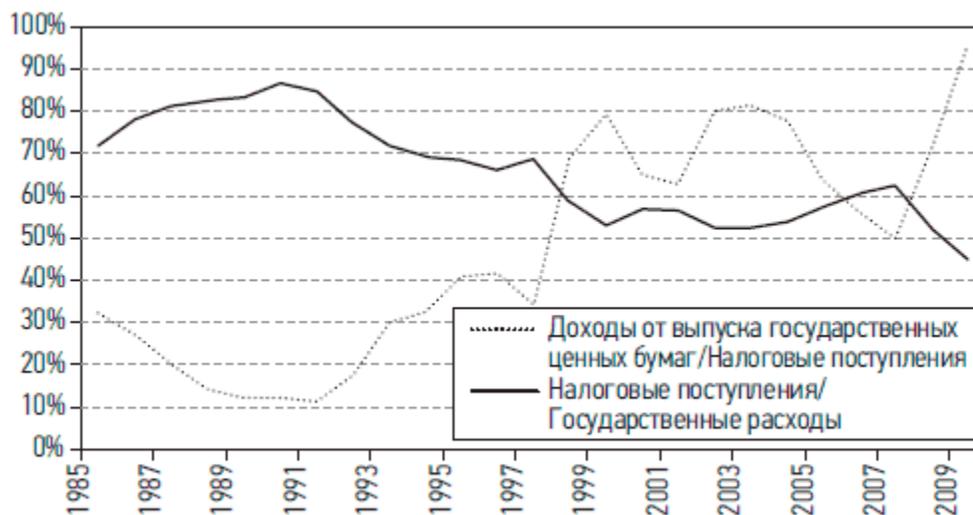
На покрытие японского государственного долга потребуется в течение двенадцати лет расходовать все налоговые поступления. Причем через год на это понадобится уже пятнадцать лет. Иначе говоря, нынешнее поколение японцев потратит налоги за половину своего трудового стажа на погашение государственного долга. Этот показатель в два раза превышает аналогичный показатель Великобритании после Второй мировой войны. В условиях нынешнего кризиса бюджет Японии на 2010 год станет первым за послевоенный период, в котором поступления от выпуска ценных бумаг будут больше налоговых поступлений (см. рис. 12.3). Это беспрецедентная ситуация. Но самое удивительное, что в 2009 г. правительство вынуждено было взять в долг половину суммы государственных расходов. Из рис. 12.4 видно, что отношение налоговых поступлений к общей сумме государственных расходов скатилось до исторического минимума, а займы правительства превышают общую сумму налоговых поступлений.

**Рис. 12.3. Налоговые поступления, государственные расходы и доходы от выпуска государственных ценных бумаг**



Источник: Министерство финансов Японии, Variant Perception

**Рис. 12.4. Отношение стоимости выпущенных государственных бумаг к налоговым поступлениям и налоговых поступлений к государственным расходам**



Источник: Министерство финансов Японии, Variant Perception

Такое положение дел не может сохраняться долго. Как сказал великий экономист Герберт Стейн: «...То, что не может продолжаться вечно, обычно когда-нибудь заканчивается».

Массированный выпуск государственных облигаций причинил большой ущерб экономике Японии. В то время как бюджетные стимулы способны заместить спрос частного сектора во времена

экономического спада, государственные ценные бумаги доминировали на фондовом рынке и почти полностью вытеснили другие виды ценных бумаг (рис. 12.5). Существует вполне реальная возможность повторения этой ситуации в США и Европе.

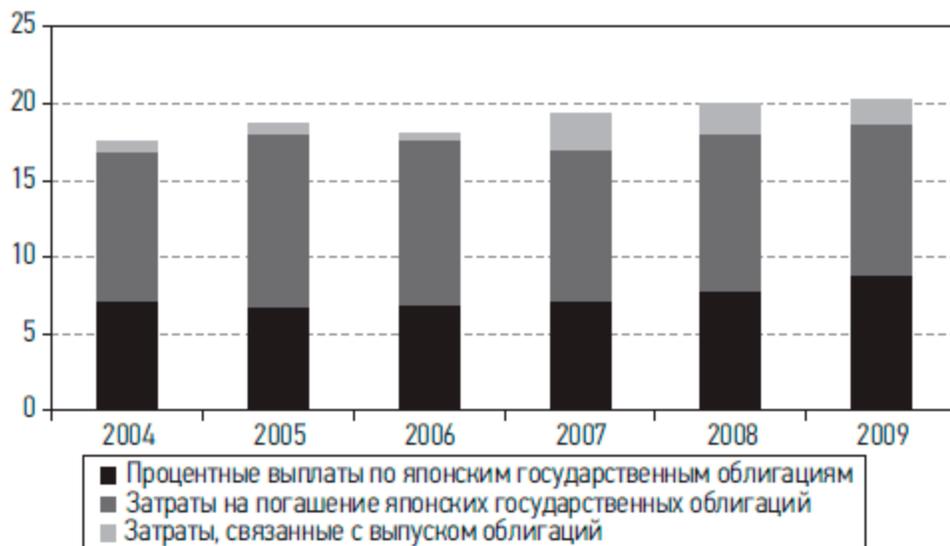
**Рис. 12.5. Государственные облигации заполнили фондовый рынок?**



Источник: Министерство финансов Японии, Variant Perception

Половина расходов на обслуживание государственного долга — это выплата процентов (см. рис. 12.6). Более того, его увеличение на 100 пунктов относительно базового уровня будет съедать 10% налоговых поступлений в бюджет. Если посмотреть на японскую экономику с этой точки зрения, то становится понятно, почему любой дополнительный выпуск государственных облигаций влечет за собой столь катастрофические последствия. Парадоксально, но, возможно, именно поэтому японское правительство предпочитает дефляцию. Любое усиление инфляционных ожиданий способно разрушить бюджет! Стало быть, правительство должно поддерживать дефляцию, чтобы оставаться в игре. Какой-то перевернутый мир! Руководители хеджевых фондов, проводящие шортинговые операции по иене, будут очень долго ждать своей прибыли.

**Рис. 12.6. Динамика расходов на обслуживание государственного долга (трлн иен)**

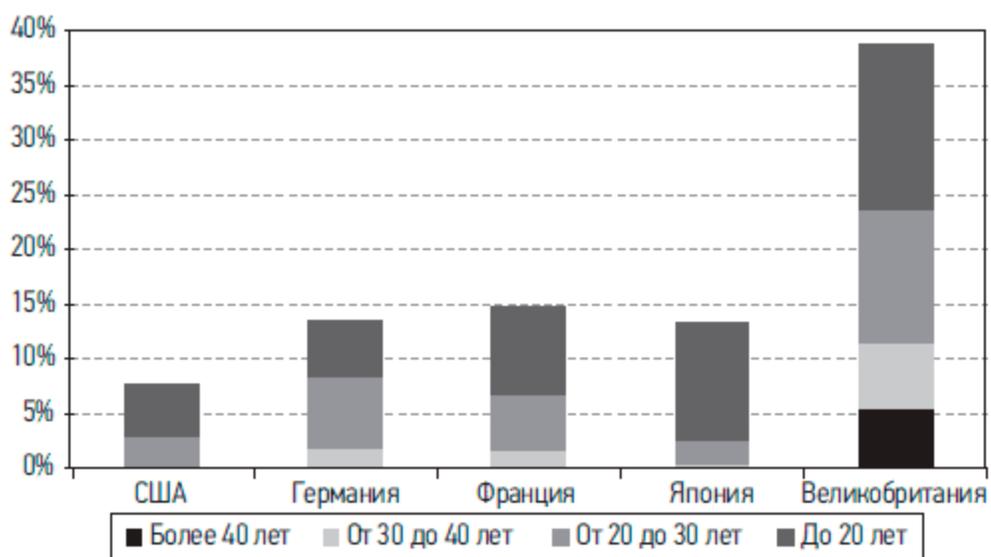


Источник: Министерство финансов Японии, Variant Perception

Почти весь государственный долг представлен ценными бумагами с коротким сроком погашения, поэтому риск повышения процентных ставок и ролловера вполне реален.

Из стран G5 только у США процент долгосрочных облигаций в общей структуре долга меньше, чем у Японии (рис. 12.7).

**Рис. 12.7. Доля долгосрочных облигаций в общей сумме государственных ценных бумаг**



Источник: Министерство финансов Японии, Variant Perception

Все «мыльные пузыри» лопаются, как только начинаются проблемы с их финансированием. Японский фондовый рынок в не столь отдаленном будущем почувствует влияние бюджетного кризиса, когда правительству придется пойти либо на драконовские меры по повышению налогов вкупе с сокращением государственных расходов, либо на монетизацию государственного долга, то есть фактически на дефолт под другим названием. В первом случае неминуемы очень серьезные социальные последствия, а также резкое сокращение объема производства — ведь объем внутреннего потребления в Японии очень невелик. Во втором разыграется бешеная инфляция. Мы уже говорили о том, что многим странам придется выбирать между плохим и очень плохим сценарием; Японии остается только последний.

Японская экономика еще держится на плаву благодаря тому, что иностранцы неохотно приобретают японские государственные облигации. 94% из общего объема последних выкупают японцы за счет сбережений и страховых компаний, прямо или непрямо контролируемых государством.

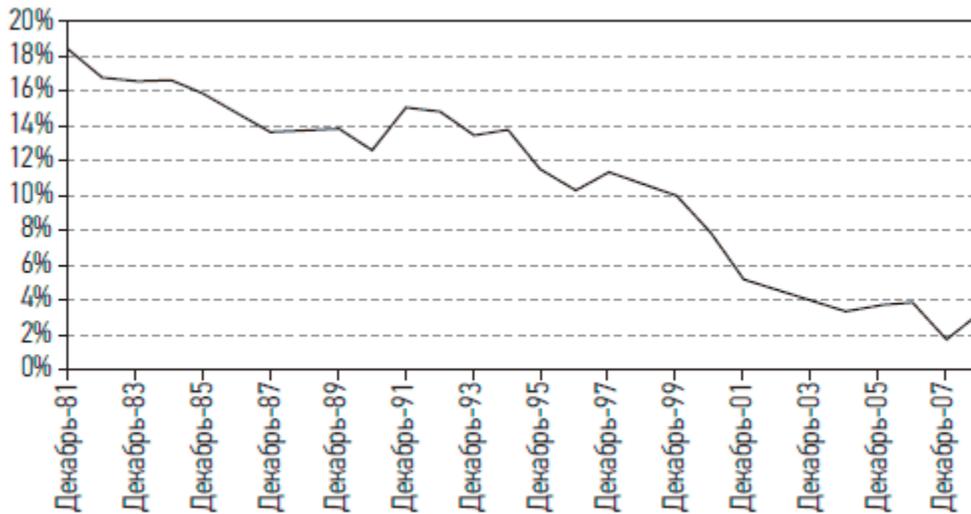
Оптимисты указывают на большой объем сбережений в Японии. Но они в основном уже вложены в государственные ценные бумаги, поэтому считать их значительным источником финансирования нельзя. К тому же их объем постепенно сокращается. В настоящее время норма сбережений в экономике Японии опустилась почти до уровня США трех-четырёхлетней давности. И это произошло не потому, что японцы внезапно стали такими же транжирами, как американцы, а в силу объективных демографических факторов.

Три крупнейших держателя японских государственных облигаций — Японский почтовый банк, Японская почтовая страховая компания и Государственный пенсионный инвестиционный фонд. До реформы 2001 г., финансируемой из бюджета инвестиционной и кредитной программы, средства на почтово-сберегательных счетах и пенсионные сбережения требовалось размещать на счетах Бюджетного кредитного фонда. В рамках реформы обязательные депозиты на счета этого фонда были отменены, а имевшиеся на счетах средства и проценты по ним постепенно выплачивались вкладчикам. С 2001 по 2009 гг. Японский почтовый банк и Государственный

пенсионный инвестиционный фонд использовали возвращенные средства на покупку государственных облигаций, поэтому сейчас эти депозиты практически полностью ликвидированы. Японская почтовая страховая компания в скором будущем перестанет быть крупным покупателем этих облигаций, поскольку объем ее страховых резервов постепенно сокращается. Причиной тому неблагоприятная демографическая ситуация в стране, поэтому темпы роста объемов государственных ценных бумаг в их собственности практически равны нулю. Образовавшуюся пустоту пытаются заполнить банки, но у них нет таких ресурсов, особенно с учетом требований стандартов по банковскому надзору «Базель-II»[\[22\]](#).

Учитывая недостаточность внутреннего спроса, Япония впервые вынуждена прибегнуть к получению финансирования на международном финансовом рынке. Скорее всего, ни к чему хорошему это не приведет. Сомневаемся, что кто-то из наших читателей захотел бы покупать японские государственные облигации со ставкой процента 1%. Даже для того чтобы привести ее к среднему значению в странах ОЭСР, Японии придется ее утроить. Думал ли кто-нибудь, что ставка процента в Японии окажется ниже, чем в Германии (на момент написания этой книги 2,5%)? Когда она начнет расти, на выплату процентов по облигациям будет уходить львиная доля налоговых поступлений. И в один прекрасный момент наступит конец игры (рис. 12.8).

### **Рис. 12.8. Норма сбережений в экономике Японии**

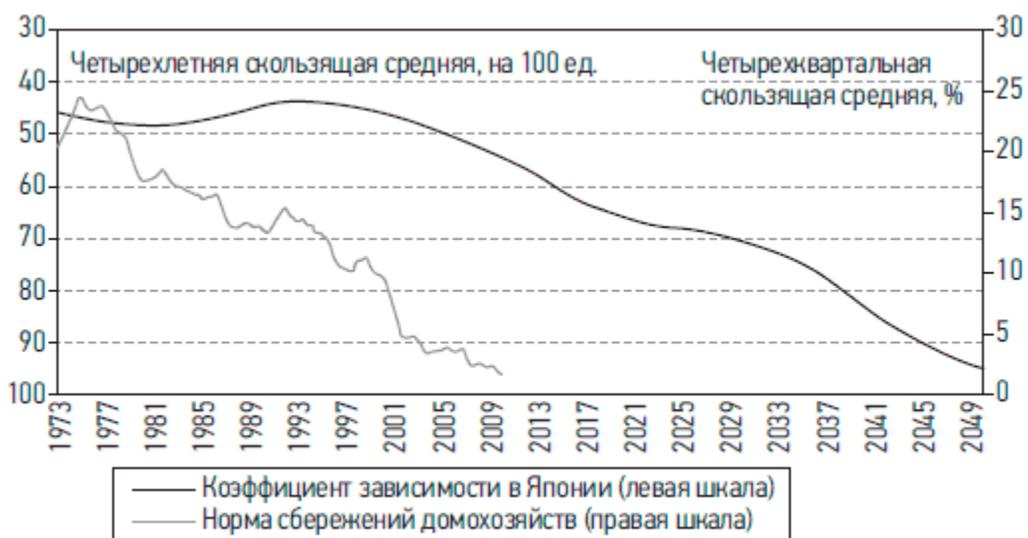


Источник: Bloomberg, Variant Perception

Маловероятно, что норма сбережений в Японии может существенно повыситься по сравнению с нынешним значением. Население страны стареет, а значит, она, скорее всего, еще понизится, нежели повысится. Япония становится вымирающей страной, поскольку ее население ежегодно сокращается. Базовый курс макроэкономики гласит, что норма сбережений соответствует гипотезе сбережений в зависимости от фазы жизненного цикла. Когда вы молоды, вы много тратите; вступая в возраст зрелости, вы сберегаете; а в старости тратите то, что накопили в предшествующие годы. Сейчас население Японии очень старое и расходует сбережения, сделанные в молодости и среднем возрасте. Поэтому норма сбережений имеет отрицательное значение.

По сути, коэффициент зависимости Японии приближается к 100% (рис. 12.9). Коэффициент зависимости — это отношение численности пенсионеров к численности работающего населения. Очень скоро в Японии количество первых превысит число вторых и норма сбережений понизится еще больше.

**Рис. 12.9. Прогноз коэффициента зависимости в Японии**

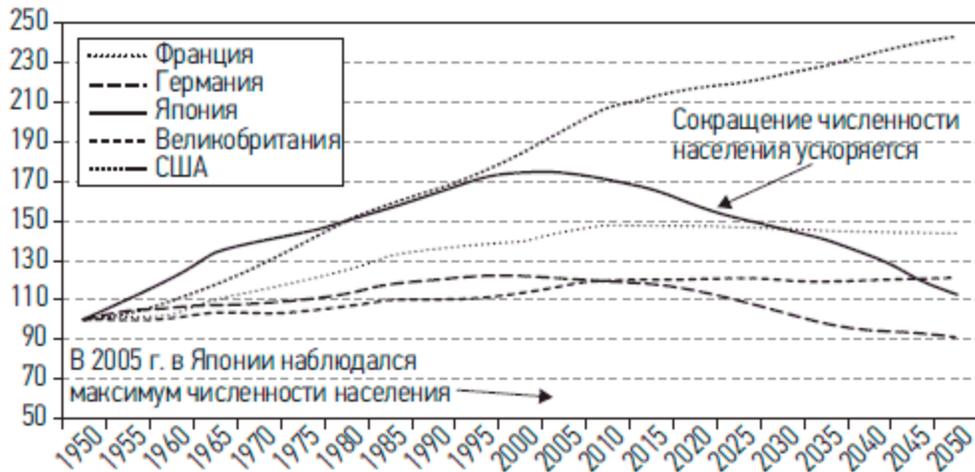


Источник: George Magnus, *Demographics Are Destiny, Deflation Isn't (or Needn't Be)*, UBS Investment Research, *Economic Insights* — By George, July 14, 2010

Демографический спад в Японии усугубляется, и в этом отношении у нее наихудшие позиции среди всех развитых стран (см. рис. 12.10). К счастью, в США ситуация гораздо благоприятнее. Благодаря иммиграции и более высокому уровню рождаемости коэффициент зависимости снижается намного медленнее.

В последние годы в Японии значительно увеличилась доля семей, состоящих из одного человека или супругов старше 65 лет. В 2005 г. таких насчитывалось 17%, в 2010 г. — уже 20%. Может показаться, что это не так уж много, поэтому посмотрим на цифры с другой точки зрения.

**Рис. 12.10. Демографический спад в Японии начался с 2000-х гг. (в пересчете на трудоспособное население)**



Источник: Societe Generale, *Popular Delusions: A Global Fiasco Is Brewing in Japan*, January 12, 2010, UN

В каждой пятой семье есть пожилые люди, требующие присмотра. Демографические прогнозы показывают, что к 2015 г. таких семей будет уже 23%, а в 2020 г. — 25%. Эта статистика приведена Японским национальным институтом демографии и социальной безопасности, поэтому примем ее как данность. Ни в одной другой стране мира таких показателей нет.

## Развязка по-японски

В Японии не стоит вопрос о том, разразится долговой и валютный кризис или нет — проблема лишь в том, когда это произойдет. Однако точно назвать сроки в данном случае трудно. Не помним, кто сказал, но это старое изречение верно как никогда: «Пока не потерял деньги на шортинге японских государственных облигаций, ты не можешь считать себя настоящим макротрейдером». Но если кризис доверия к японским государственным облигациям произойдет, то он обещает быть очень стремительным, и об удачливых трейдерах, заключивших шортинговые сделки, сложат легенды.

Японские политики тоже чувствуют, что кризис случится внезапно и неожиданно. Недавно премьер-министр Наото Кан констатировал: «Наши государственные финансы в худшем состоянии, чем у любой развитой страны. Подобно тому как в еврозоне потрясения начались с проблем Греции, мы также рискуем спровоцировать кризис, если

и дальше будем пренебрегать проблемой государственного долга, вследствие чего утратим доверие фондового рынка»<sup>1</sup>.

У Японии есть два пути. Либо она предпримет очень болезненное и радикальное сокращение государственных расходов, либо запустит печатный станок и ликвидирует дефицит бюджета путем монетизации. Других способов погасить государственный долг просто нет. Японское правительство имеет один из самых больших структурных дефицитов государственного бюджета в мире, составляющий более 7,2% от ВВП в год на период по меньшей мере до 2015 г. (по подсчетам МВФ). К тому времени отношение долга к ВВП возрастет до 230%. Существенно сократить дефицит будет очень сложно. Обычно правительства предпочитают монетизировать долг, а не ввергать экономику в глубокую рецессию или депрессию, вызванную снижением экономической активности. Когда это случится, курс иены неминуемо стремительно упадет, процентные ставки повысятся, и государственные облигации будут распроданы.

Такие резкие перемены не станут чем-то новым для экономики Японии. В ее истории есть не один пример столь крутого поворота. В 1868 г., во время революции Мэйдзи, Япония превратилась из замкнутой экономики в растущую военную и экономическую силу. В 1950-х гг. в рамках доктрины Йошида страна отказалась от милитаризации и выбрала пацифизм. Эти события означали драматический поворот в развитии японского общества. Даже в 1990 г. после взрыва «мыльного пузыря» в отрасли жилой недвижимости Япония за одну ночь переключилась с безудержного и показного потребления на бережливость и трезвый образ жизни. Что произойдет, если она совершит очередной поворот на 180 градусов, и ее граждане решат отказаться от иены и государственных облигаций?

Сколько долларов дадут за 100 иен? 125? 150? 200? 250? 300? Сейчас это кажется немыслимым, но, если японцы добровольно не пойдут на сокращение объемов производства и дефляционную депрессию, вполне может стать реальностью. Не слишком утешительные перспективы.

Мы уже говорили о том, что Япония напоминает жука, летящего на ветровое стекло. Вопрос лишь в том, когда произойдет столкновение. Оно наверняка будет иметь последствия для всех нас. Япония много

значит для мира. Очень много. Это не просто третья по величине национальная экономика, но и ведущая экспортная держава.

Что произойдет, если иена начнет девальвировать? Что будет, если вы сможете купить автомобиль Honda, Toyota или Lexus дешевле, чем Kia или Hyundai? Или любую другую машину европейского производства? Эту же аналогию можно применить к целому ряду отраслей, конкурирующих с Азией, США, Европой. Справится ли Корея с потерей конкурентоспособности? В прошлом она прибегала к девальвации своей валюты. Но сможет ли она совладать с Японией в состоянии гиперинфляции? Тот же вопрос касается и остальных соседей, не говоря уже о Германии или развивающихся странах.

Да, стоимость японского импорта растет (например, стали), но затраты на заработную плату, инженерную подготовку производства, инфраструктуру и уже построенные заводы остаются прежними. До определенного момента на ранних этапах развязки такая ситуация на валютных рынках и в мировой торговле бывает очень неустойчивой.

Давайте представим, что вы миссис Ватанабе[23] и все импортные товары непрерывно дорожают, а у вас фиксированный доход. Ваши сбережения не подлежат индексации на темпы инфляции. Во-первых, вы начнете потреблять меньше. Но вы также поймете (поскольку миссис Ватанабе во всем мире очень сообразительны и знакомы с правилами обмена валюты), что надо перевести сбережения в другую валюту. А поскольку у японцев большой опыт интернет-торговли валютой, они могут сделать это одним кликом мыши. Это добавляет давления на иену.

Мы знаем, что японцы хранят огромные запасы валюты, в первую очередь доллара. Но это их не спасет, ведь за свои покупки они рассчитываются иенами.

Если они вступят на тропинку, ведущую к развязке, сойти с нее будет ой как не просто. Мы уже говорили об этом в главе 5. Это и станет моментом истины. А поскольку речь идет о Японии, это **ОЧЕНЬ БОЛЬШОЙ** момент истины.

## Глава 13

# ВЕЛИКОБРИТАНИЯ: КАК НЕЗАМЕТНО ОБЕСЦЕНИТЬ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

*Кто рискнет давать в долг, видя  
вокруг себя многочисленные  
примеры возврата долгов  
в обесценившейся валюте?*

Жорж Бонне, министр иностранных дел Франции  
в 1930-х гг.

Великобритания — прекрасный пример того, как центральный банк создает «мыльный пузырь» в отрасли жилой недвижимости, собирает по частям экономику после коллапса банковской системы и упорно трудится над обесцениванием государственного долга путем незаметной инфляции. После многих лет роста цен на недвижимость, когда средний англичанин свято верил в то, что покупка дома и есть наиболее безопасная инвестиция, банковская система страны в 2008 г. вдруг потерпела крах. В настоящее время Великобритания пытается оправиться от болезненной катастрофы, а центральный банк взял на себя нелегкое бремя монетизации государственного долга, девальвации валюты и проведения ультралиберальной денежно-кредитной политики.

В этой главе мы подробнее рассмотрим особенности экономического положения Великобритании. Особый интерес представляет вопрос о том, с чего начался кризис, как он разворачивался и какие меры принимал центральный банк. Мы проанализируем, как центральный банк использует инфляцию для увеличения объема номинального ВВП и сокращения бремени государственного долга (коэффициента долга к ВВП). До настоящего момента Банк Англии весьма успешно справлялся с генерированием контролируемой инфляции, и это может оказаться ценным опытом для ФРС, поскольку США угрожает дефляция.

## **Экономика Великобритании: далеко не так надежно, как недвижимость**

Если вы хотите найти идеальный пример противодействия кредитному кризису, то менее подходящей страны, чем Великобритания, не найти. США сильно пострадали от краха долговых обязательств, но Великобритания еще активнее занимала и тратила деньги, чем ее союзник по ту сторону Атлантики. Это сделало ее уникально чувствительной к кредитному кризису.

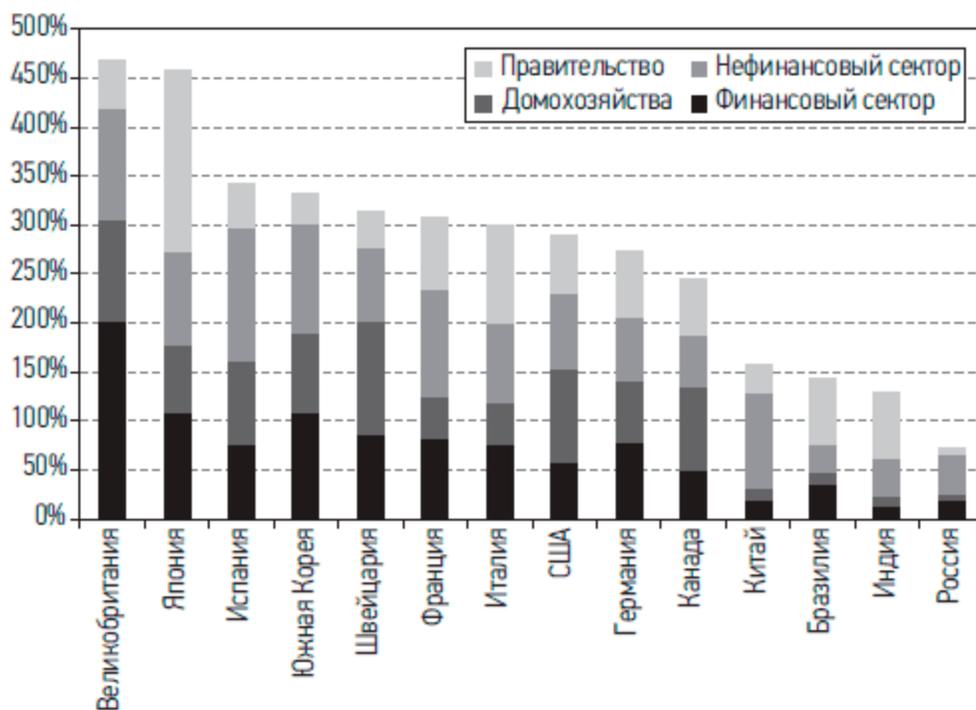
Бум на рынке недвижимости, дешевый кредит и кажущееся неутолимое стремление к мотовству — все это, вместе взятое, привело к тому, что управляющий Банка Англии назвал декадой неинфляционного последовательного роста. Действительно, политики настолько верили в то, что на этот раз все будет иначе, что в 2000 г. тогдашний премьер-министр Гордон Браун заявил: «Отныне нет возврата к старым временам подъемов и кризисов в экономике», тем самым одним движением руки отправив в мусорную корзину два века развития теории экономического цикла.

Естественно, и на этот раз все вышло как всегда: неинфляционный последовательный рост обернулся по-другому, и Гордону Брауну пришлось, фигурально выражаясь, съесть свою шляпу. Когда в США начал разворачиваться кризис субстандартного кредитования (2007 г.), задолженность домохозяйств Великобритании превысила по размерам

объем ВВП страны. Британские потребители оказались обременены долгами еще в большей степени, чем американские. Ситуация вызывала тревогу, если принять во внимание показатель отношения долга домохозяйств к сумме их доходов. Последний достиг 160%, что существенно превышало аналогичный показатель в США (максимум 130%).

Если посмотреть на совокупный долг — то есть суммарный долг домохозяйств, корпоративного сектора, банковского сектора и государства, — то по этому показателю Великобритания обошла все страны мира. Ее совокупный долг достиг ошеломляющей величины, в 4,7 раза превышающей ВВП. И это без учета краткосрочных обязательств правительства, которые способны увеличить его до отметки, в 6,7 раза превышающей ВВП. Если вам нравятся большие числа, то в денежном выражении эта цифра составляет 15 трлн долл., или 250 тыс. долл. на каждого жителя Великобритании. От этого действительно может снести крышу (рис. 13.1).

**Рис. 13.1. Государственный долг некоторых стран накануне кризиса 2008 г. (в % от ВВП)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Почему так важен показатель совокупного долга? Как мы уже говорили, чтобы понять логику и сделать обоснованные предположения о возможном сценарии конца игры, следует проанализировать долг всех секторов экономики. Как вы помните, профицит баланса одного сектора всегда означает дефицит баланса другого. Рис. 13.1 очень важен для понимания тех трудностей, которые ожидают Великобританию в будущем.

К сожалению, можно сделать вывод, что Великобритания в течение нескольких следующих лет столкнется с наибольшими проблемами среди всех развитых стран. И связаны они будут прежде всего со структурными диспропорциями, поэтому не исчезнут сами по себе, даже если экономика вернется в относительно нормальный режим функционирования.

Кризис в США начался в отрасли недвижимости и быстро перекинулся на финансовый сектор. Это ударило по Великобритании с двойной силой (рис. 13.2). Мало того что экономика страны зависит от рынка недвижимости, когда уверенность потребителей тесно связана с ценами на нее, помимо этого еще и бóльшая доля ВВП создается в банковском секторе. (В 2007 г. финансовый сектор дал 10% от общего объема ВВП, что превышает аналогичный показатель в США.)

### **Рис. 13.2. Великобритания: потребительские ожидания и цены на недвижимость**



Источник: National Statistics, Variant Perception.

Неудивительно, что под влиянием кризиса сильно пострадали налоговые поступления (см. рис. 13.3). От банковского сектора в 2007 г. пришло около 40% поступлений налога на прибыль, из финансового сектора и сектора недвижимости — 30% поступлений налога на доходы физических лиц. В период с ноября 2008 по ноябрь 2009 г. налоговые поступления в Великобритании снизились на 12%, что в абсолютном выражении составило 37 млрд фунтов (или около 60 млрд долл.).

**Рис. 13.3. Вклад четырех отраслей — крупнейших источников подоходного налога — в общую сумму его поступлений (в %)**



Источник: HMRC, Variant Perception

В результате потребность правительства страны в заимствованиях резко возросла: менее 5% от ВВП в 2008 г. и 12,5% от ВВП год спустя. По показателю бюджетного дефицита страна вырвалась на одно из первых мест в мире и заняла незавидную позицию в эпицентре идеального экономического шторма. Чтобы покрыть дефицит, правительство нарастило объем государственного долга до невиданных ранее размеров. Долг подскочил до 60% от ВВП — больше чем в 1976 г., когда Великобритания вынуждена была обратиться в МВФ за кредитом в 2,3 млрд фунтов (или 3,7 млрд долл., а в нынешних ценах это более 21 млрд долл.).

Но английскому правительству предстояло не только найти источники возмещения потерянных налоговых поступлений (не говоря уже об источниках финансирования резко возросших выплат по безработице), но и способ восстановления банковского сектора. По мере роста проблем в банковском секторе западных стран английские банки, борясь со снижением ликвидности и стоимости активов, оказывались все более уязвимыми.

## **Northern Rock: банковская паника в наше время**

Маленький банк Northern Rock стал одним из главных звеньев в разворачивании кредитного кризиса. Он располагал сравнительно небольшим объемом депозитов и в основном предоставлял кредиты клиентам за счет средств, привлеченных в виде займов у других банков. По мере того как банки со всевозрастающей подозрительностью относились к реальной стоимости активов, числившихся на балансах их партнеров, они постепенно прекращали предоставлять друг другу кредиты. Менеджеры Northern Rock видели, что источники финансирования испаряются просто на глазах, поскольку банки-кредиторы один за другим отказывали им в предоставлении займов. Вслед за этим последовала первая после более чем столетнего перерыва банковская паника в Великобритании. Правительство немедленно вмешалось и национализировало Northern Rock, опасаясь, что паника охватит весь банковский сектор.

Но худшее ждало впереди. Когда в 2008 г. обанкротился инвестиционный банк Lehman, намного более солидные, чем Northern Rock, английские банки — решительно слишком большие для того, чтобы обанкротиться, — сомневались в своей способности устоять. И опять правительству пришлось вмешаться: частично были национализированы Royal Bank of Scotland (RBS), Halifax Bank of Scotland (HBOС) и Lloyds-TSB. Это была первая репетиция того, что позднее должно было произойти с двумя самыми неустойчивыми крупными банками США — Citi и Bank of America. Теперь Великобритания оказалась должником нескольких именитых финансовых организаций мира. (Валюта баланса RBS на момент национализации превышала ВВП Великобритании.) Действительно, банковский сектор страны — один из крупнейших в мире. Активы английских банков более чем в пять раз превышают ВВП страны. В США это соотношение составляет около единицы. Кроме того, львиная доля долгов других банков, принадлежащих английским банкам, номинирована в иностранной валюте (более 100% к ВВП). Это заставляет задуматься, сможет ли английское правительство спасти

свой банковский сектор в случае повторения кризиса. Мы считаем, что главная проблема структурного характера, стоящая перед Великобританией, — слишком сильная зависимость от финансового сектора. (Призрак Исландии?)

Сделаем паузу и попытаемся осмыслить все, что мы выяснили. В течение многих лет Великобритания наслаждалась низкими темпами инфляции и постоянным ростом экономики. Цены на недвижимость, казалось, освободились от законов гравитации, население залезло в долги, а потребление превысило все мыслимые пределы. Затем случился кризис и английское чудо предстало в своем истинном свете — видимость, созданная низкими процентными ставками и легкодоступным кредитом. Высокая степень зависимости от финансового сектора и отрасли недвижимости сделала экономику крайне уязвимой перед лицом кредитного кризиса.

В результате британское правительство вынуждено было наращивать заимствования, доводя бюджетный дефицит страны до одного из самых высоких значений в мире. Обремененные колоссальными долгами, слишком крупные по размерам банки, по сути, повисли на шее у налогоплательщиков в результате национализации. В таких условиях нет сомнений, что бюджетная ситуация в Великобритании была — и остается — крайне нестабильной.

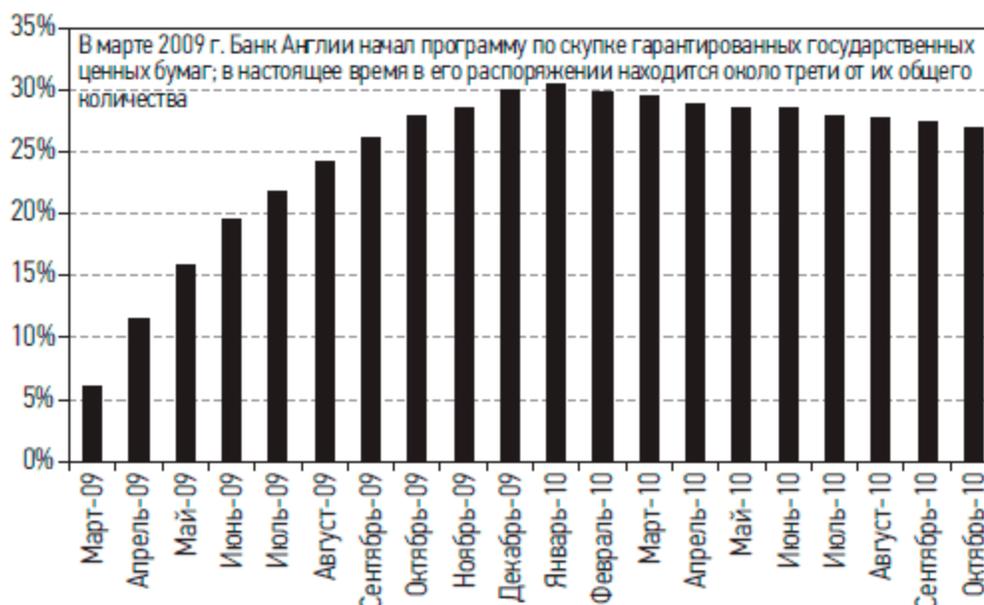
Например, Банк Англии с этими выводами вполне согласен. Чтобы поддержать британский рынок долговых ценных бумаг в период одного из самых масштабных со времен Второй мировой войны выпуска государственных облигаций, он прибегнул к одной из крупнейших программ количественного смягчения из когда-либо внедрявшихся. (Программа количественного смягчения — это технический термин, означающий, что центральный банк страны или другое учреждение, ответственное за монетарную политику, выпускают в обращение (или попросту печатают) деньги в количестве, необходимом для выкупа тех или иных активов, а значит, поддержания их цены.)

В рамках программы количественного смягчения Банк Англии уже выкупил государственные ценные бумаги (известные как *гарантированные* ценные бумаги) на сумму около 200 млрд фунтов

(или 320 млрд долл.). И это еще не конец. В собственности Банка Англии на данный момент находится примерно треть всех выпущенных гарантированных ценных бумаг Великобритании (см. рис. 13.4). По сравнению с этим программы количественного смягчения Японии и США кажутся карликовыми.

Банк Англии исходит из того, что программа количественного смягчения помогает достичь планового уровня инфляции, вместо того чтобы подавлять ее. Более того, поддерживая низкий уровень процентных ставок по государственным ценным бумагам, правительство побуждает инвесторов покупать другие высокодоходные ценные бумаги (корпоративные облигации, акции и даже ипотечные закладные). Если вам кажется, что все это похоже на манипулирование процентными ставками с целью заставить инвесторов вкладывать деньги в рискованные ценные бумаги, то, скорее всего, вы хорошо разобрались в сути программы количественного смягчения!

**Рис. 13.4. Инвестиции Банка Англии в гарантированные государственные ценные бумаги**



Источник: Bank of England, Variant Perception

Тем не менее она стабилизировала рынок гарантированных ценных бумаг в течение одного из самых бурных и опасных периодов

экономической истории Великобритании. Но следующая проблема состояла в том, как справиться с последствиями этой программы. Банк констатировал, что его цель — вернуть эти ценные бумаги на фондовый рынок после оздоровления экономики; при этом напечатанные деньги пойдут в первую очередь на их выкуп. Однако если вспомнить о масштабах программ количественного смягчения в Великобритании, то неудивительно, что способность Банка Англии выкупать эти облигации в течение более или менее продолжительного срока вызывает определенные сомнения. Возможно, банк представляет себе радужную картину возвращения темпов роста экономики к докризисному уровню, снижения уровня безработицы, умеренного роста цен на недвижимость и восстановления платежеспособности финансового сектора — и все это в не слишком отдаленном будущем. Тогда, конечно, не исключен возврат гарантированных облигаций на рынок без особых проблем.

Но вспомним, что мы говорили о колоссальном государственном долге Великобритании, в 4,7 раз превышающем ВВП страны. Он станет существенным препятствием для любого длительного экономического оздоровления. Одни только процентные платежи поглотят большую часть доходов бюджета, а ведь еще потребуются выплачивать основной долг. Трудно будет обеспечить нормальный уровень государственных расходов (а он необходим для восстановления экономики) с таким бременем. Поэтому сложно предсказать, когда именно Банк Англии сможет выпустить гарантированные облигации на рынок без того, чтобы их доходность взлетела до небес.

Если всех этих проблем мало, то к ним можно добавить и то обстоятельство, что значительная часть долговых обязательств Великобритании принадлежит зарубежным инвесторам. В главе 12 мы говорили о том, что 94% долговых обязательств Японии принадлежат японцам. Несомненно, это способствует сохранению процентных ставок по ним на очень низком уровне. В Великобритании аналогичный показатель составляет лишь около 70% (рис. 13.5).

**Рис. 13.5. Выпущенные гарантированные облигации и активы за рубежом**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Если у иностранных собственников возникнут сомнения в надежности британских ценных бумаг, то имеющегося у них количества хватит, чтобы при массовой продаже взвинтить доходность до небес. Нетрудно представить, что последствия этого для экономики будут очень неприятными.

Более того, колоссальный объем программ количественного смягчения, проводимых Банком Англии, делает Соединенное Королевство одним из наиболее вероятных кандидатов на развязывание гиперинфляции. Всем известным в истории случаям гиперинфляции предшествовал колоссальный дефицит государственного бюджета, когда правительства, столкнувшиеся с необходимостью финансировать свои расходы, вынуждены были включать печатный станок. Хотя Великобритания — далеко не единственная страна, внедрившая программы количественного смягчения, она единственная, доведшая их до невероятных масштабов, и к тому же направившая полученные средства на выкуп государственных обязательств (вместо того чтобы покрыть долги частного сектора, как в США, где ФРС выкупала в основном ипотечные обязательства). В 2009 г. Великобритания, по сути, монетизировала весь бюджетный дефицит; иначе говоря, Банк Англии напечатал достаточно денег, чтобы полностью компенсировать

сокращение доходов бюджета. Если вы, как и мы, считаете, что история имеет обыкновение повторяться, то наверняка поставите на то, что в ближайшем будущем для Великобритании увеличивается риск очень высокой инфляции.

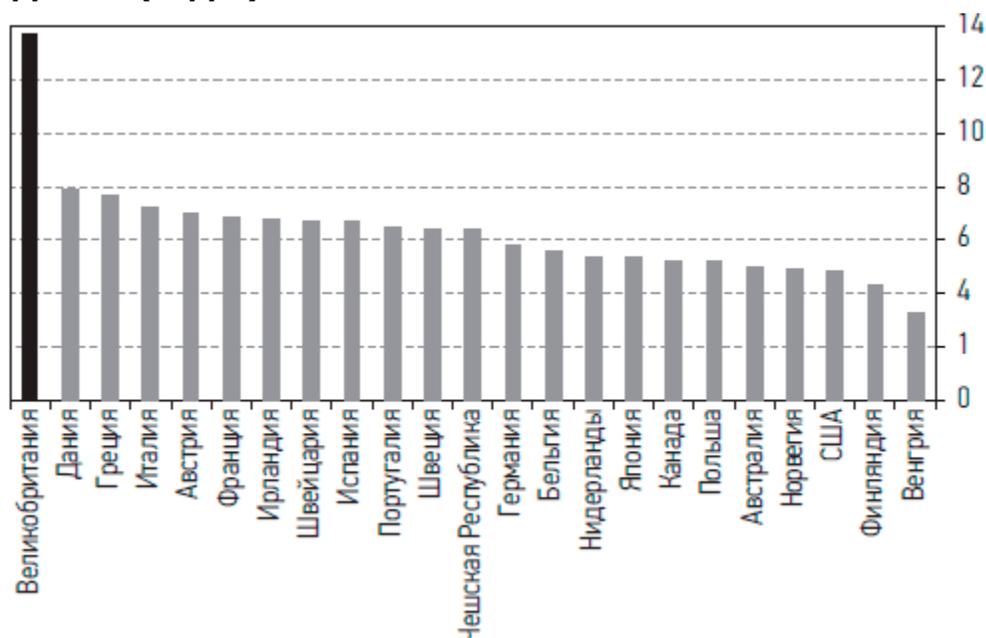
Тем не менее следует отметить, что мы отнюдь не утверждаем, что гиперинфляция в Великобритании неизбежна, даже учитывая наличие всех необходимых предпосылок. Руководство страны полагает, что это отбросило бы ее на несколько лет назад. Иначе говоря, у правительства Великобритании имеется очень хорошая причина стремиться к контролируемой инфляции; во всяком случае ему этого должно хотеться больше, чем правительствам США, Японии и большинства европейских стран. При достаточно высоких темпах инфляции стоимость государственного долга постепенно уменьшается. Если я одолжу вам тысячу долларов на пять лет и буду настолько любезен, что не возьму никаких процентов, то при возврате долга окажется, что некоторую его часть съела инфляция: на эту тысячу долларов я смогу купить намного меньше продуктов, чем пять лет назад. Если вы коммерсант по натуре, то будете довольны, что возвращать придется все ту же тысячу долларов; сейчас заработать ее гораздо легче, чем пять лет назад, — ведь ее реальная стоимость существенно понизилась.

Правительство может добиться того же эффекта, получив кредит и обесценив его посредством инфляции. Правда, следует соблюдать осторожность, поскольку при повторном обращении за кредитом заимодавец может резко повысить ставку процента, заложив в нее ожидаемые темпы инфляции на срок предоставления кредита. Поэтому на месте правительства, которому в ближайшем будущем предстоит выплатить значительную сумму задолженности, вы позаботились бы о том, чтобы инфляция не превысила разумных пределов.

Однако у государственного долга Великобритании один из самых длительных средних сроков погашения в мире (рис. 13.6). Поэтому страна получит большую в сравнении с другими странами выгоду от инфляции, даже если учесть выпуск облигаций, зависящих от нее (их номинальная стоимость растет пропорционально инфляции, поэтому правительству нет смысла использовать последнюю как

инструмент обесценения долга). Инфляция в Великобритании остается достаточно высокой, несмотря на то что в большинстве развитых стран ее темпы замедляются или вообще наблюдается дефляция.

**Рис. 13.6. Средний срок погашения государственного долга (годы)**



Источник: Variant Perception

Банк Англии отказывается признавать эту проблему. С одной стороны, его руководство опасается повышать ставку процента в то время, как правительство всячески старается сократить государственные расходы, — сочетание высокой процентной ставки и жестких бюджетных мер почти неизбежно приведет к рецессии. С другой — Банк Англии пытается убедить всех в том, что считает повышение темпов инфляции временным явлением, поэтому рано или поздно страна вернется к нормальному уровню. Это вполне возможно. Но чем дольше Банк Англии удерживает процентные ставки на низком уровне и проводит либеральную денежно-кредитную политику, тем выше риск дальнейшего роста темпов инфляции. Действительно, терпимое отношение Банка Англии к инфляции и длительные сроки погашения государственных ценных бумаг Великобритании — не просто совпадение. Если у вас «инвестиционный» склад ума, то вы, без сомнения, поймете, что сочетание либеральной кредитно-денежной

политики и жестких бюджетных мероприятий не слишком хорошо повлияет на курс фунта стерлингов, зато прекрасно скажется на акциях английских компаний с большой капитализацией.

## **Развязка по-английски: инфляция прежде всего**

Итак, что означает конец игры для Великобритании? Возможно, как раз сейчас мы наблюдаем его самое начало. В 2010 г. в Соединенном Королевстве приступило к работе новое правительство, получившее задание к 2016 г. сократить бюджетный дефицит до 1%, — притом что в настоящее время он составляет около 10%. Чтобы достичь этой цели, в октябре 2010 г. было объявлено о крупнейшем снижении государственных расходов после 1920-х гг. Бюджет некоторых департаментов правительства уменьшился на треть. Во всяком случае о смягчении бюджетной политики речь уж точно не шла.

Благодаря парламентской политической системе в Великобритании жесткие меры, скорее всего, будут внедрены. Ситуация в США на данный момент гораздо стабильнее. Как показали промежуточные выборы 2010 г., демократы потеряли большинство в палате представителей и борются только за сенат; в условиях политического паралича вряд ли можно ожидать принятия решительных мер. Но сработает ли план Великобритании провести сокращение государственных расходов как можно быстрее? В некотором смысле стране предстоит сыграть роль канарейки в угольной шахте, продемонстрировав на собственном примере эффективность мер экономии, более жестких, чем в любой другой развитой стране. Если сокращение расходов подействует сильнее, чем ожидается, и частный сектор не сможет восстановить объемы производства настолько оперативно, как планируется, то результатом станет не только еще одна рецессия, но и сокращение численности государственных служащих. Можно ли ожидать в Великобритании таких же забастовок и народных волнений, как в Греции? Даже у высокомерных и сдержанных англичан есть предел выносливости.

Проблемы страны носят слишком глубинный — или структурный — характер, поэтому в долгосрочной перспективе вряд ли все уладится по мановению волшебной палочки. Мы уже писали, что британцы — одна из наиболее отягощенных долгами наций в мире. В результате возникает слишком интенсивное противодействие экономическому оздоровлению, и это нельзя недооценивать. Тяжелое долговое бремя привело к де-факто глобальной монетизации государственного долга, которую очень трудно будет вернуть к приемлемому уровню. Риск высокой — не менее чем двузначной — инфляции в Великобритании больше, чем в любой другой развитой стране мира. Как бы там ни было, развязка вряд ли станет для страны приятной.

Но и остальным государствам она не обещает ничего хорошего. В течение многих лет Великобритания была надежным союзником США. Однако она уже вынуждена прибегнуть к существенному сокращению военных расходов, которое к тому же вряд ли станет последним.

По мере обесценения фунта стерлингов потребительские расходы на импортные товары будут сокращаться. Внутренние закупки промышленной продукции тоже уменьшаются, но по мере обесценения фунта стерлингов экспорт будет увеличиваться. И чем сильнее упадет курс британской валюты, тем устойчивее будет эта тенденция.

## Глава 14

# АВСТРАЛИЯ: ПОВТОРИТ ЛИ ОНА СУДЬБУ ИРЛАНДИИ?

Во всех ранее рассмотренных странах имели место «мыльные пузыри» в сфере недвижимости и банковские кризисы. Будущие волны кризиса, скорее всего, также не обойдутся без банкротства строительных компаний и банков. Существуют ли еще не лопнувшие «пузыри» в сфере недвижимости? Австралия — одна из немногих стран, где цены на недвижимость сохраняются на высоком уровне и после великого финансового кризиса, а рынок недвижимости активен.

В этой главе мы рассмотрим особенности австралийских «мыльных пузырей» по сравнению с британскими, американскими, ирландскими и испанскими аналогами. С первого взгляда Австралия производит впечатление вполне благополучной в экономическом отношении державы с очень низким государственным долгом. Ирландия и Испания тоже начинали именно так, и отношение долга к ВВП у них было невысоким. Но если позволить «мыльным пузырям» в отрасли недвижимости надуваться бесконтрольно, то государство сталкивается с необходимостью спасать банки, и тогда государственный долг растет как на дрожжах.

Рассмотрим особенности развязки по-австралийски.

### **Благословенная страна**

По мере развития финансового кризиса то в одной, то в другой стране мира взрывались припрятанные ручные гранаты: в Латвии, Испании, Дубае, Венгрии. Многие из этих стран мы уже рассмотрели в книге. Но приведенными примерами их список не исчерпывается: в 2008–

2009 г. трудно было найти развитую страну, не испытывавшую проблем с замедлением темпов экономического роста, — во многих случаях дело доходило до рецессии. Единственным примечательным исключением стала Австралия. Ее темпы роста ВВП (к предыдущему году) никогда не снижались ниже 100%, и даже в ежеквартальном исчислении опустились ниже этой отметки лишь один раз, после чего опять продемонстрировали убедительный рост.

В большинстве стран, о которых мы говорили, происходили те или иные экономические потрясения — будь то США, где крах рынка недвижимости ознаменовал начало кризиса, или Великобритания, столкнувшаяся как с самим по себе сокращением объемов строительства, так и с банковской паникой и необходимостью национализации финансовых учреждений. Мы подробно поговорили о ситуации в этих странах и высказали предположения о дальнейшем развитии событий.

В Австралии дела обстоят несколько иначе. Фактически мы должны будем обсуждать не столько то, что реально случилось, сколько то, что *могло бы* случиться. Перспективы не слишком обнадеживают. Короче говоря, мы считаем, что Австралия имеет все шансы стать «мыльным пузырем» невиданных масштабов. Поэтому усаживайтесь поудобнее и налейте себе виски, поскольку наш дальнейший разговор шокирует даже читателей, живущих в экономически неблагополучных странах.

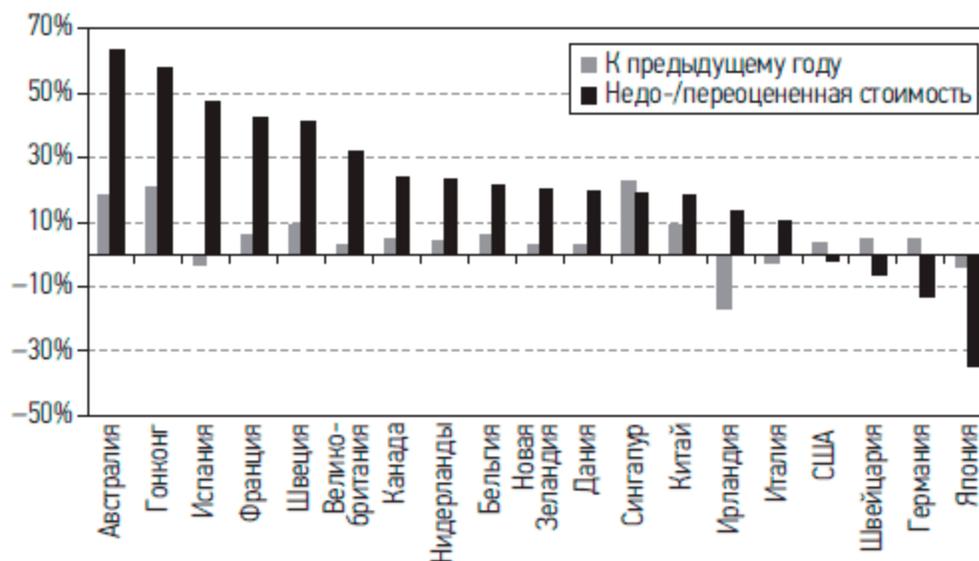
Австралийская экономика ухитрилась практически безболезненно пережить мировой экономический кризис во многом благодаря прочным торговым отношениям с Китаем. Традиционно Япония считалась крупнейшим торговым партнером Австралии, но в 2009 г. Китай вышел на первое место, импортируя огромное количество австралийских товаров, в первую очередь железной руды и угля, на фоне развертывания собственного «экономического чуда».

Это дало колоссальный толчок к развитию экономики Австралии. Да и сейчас еще его отзвуки продолжают действовать. Даже в тяжелейший период кризиса деловая среда отличалась уверенностью в будущем, потребительские ожидания — оптимизмом, а уровень безработицы, по стандартам «Группы десяти», оставался низким и продолжал снижаться. Оптимизм потребителям внушал главным

образом рынок недвижимости. Именно здесь мы обнаруживаем один из крупнейших скрытых «мыльных пузырей» в мировой экономике.

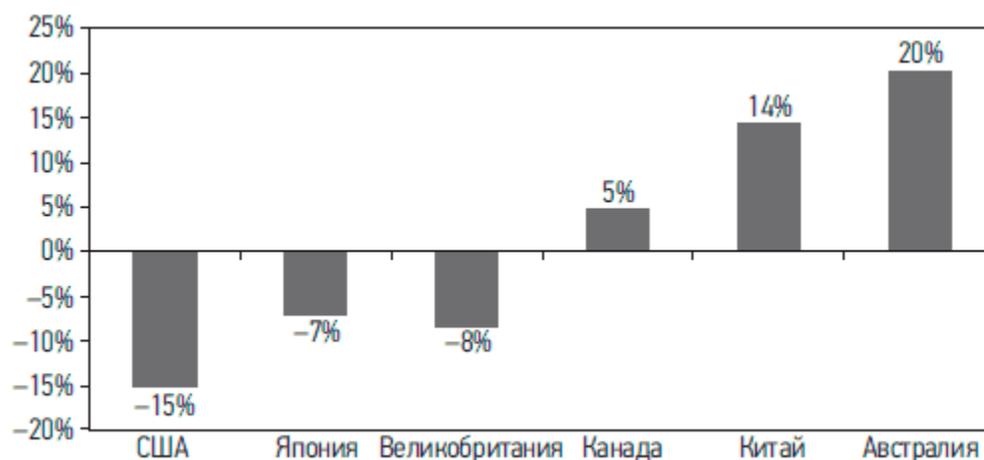
Цены на австралийском рынке недвижимости очень высоки, как их ни рассматривай — с точки зрения отношения стоимости недвижимости к доходу, цены на аренду жилья или любого другого показателя. Индекс цен на недвижимость журнала Economist свидетельствует о том, что австралийская недвижимость переоценена примерно на 63% (рис. 14.1). Это очень рискованно и намного превышает показатели переоцененности недвижимости в других странах, где дело кончилось взрывом «мыльного пузыря».

**Рис. 14.1. Индекс цен на недвижимость журнала Economist для ряда стран мира**



Источник: *The Economist*

**Рис. 14.2. Цены на недвижимость в некоторых странах мира по сравнению со средними значениями за пять лет**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Австралия оказалась одной из двух стран (вторая — Канада), не знавших падения цен на недвижимость в течение нескольких последних лет. Она прошла путь от слегка завышенных цен на недвижимость до формирования всех предпосылок для крупнейшего «мыльного пузыря» в этой сфере. В настоящий момент цены на австралийские дома примерно на 20% выше среднего значения за пять лет (см. рис. 14.2).

Как показано на рис. 14.3, австралийский рынок недвижимости продолжал расти даже после того, как рухнули аналогичные рынки США и Великобритании.

**Рис. 14.3. Динамика цен на недвижимость: сравнительный анализ на глобальном уровне**

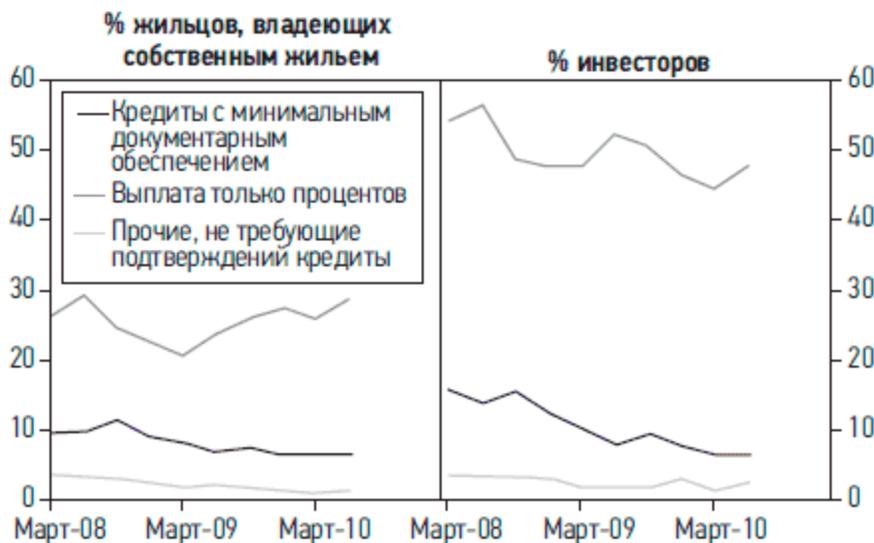


Источник: Westpac

Практически половина инвесторов вкладывалась в закладные с устойчивым процентом, а проживающие собственники составляли около 30%. Этот показатель будет выше, если добавить к нему кредиты с минимальным документарным обеспечением и прочие субстандартные займы. Австралия, возможно, не имеет таких проблем с секьюритизацией, как США, но экономика ее отрасли недвижимости гораздо менее устойчива (см. рис. 14.4).

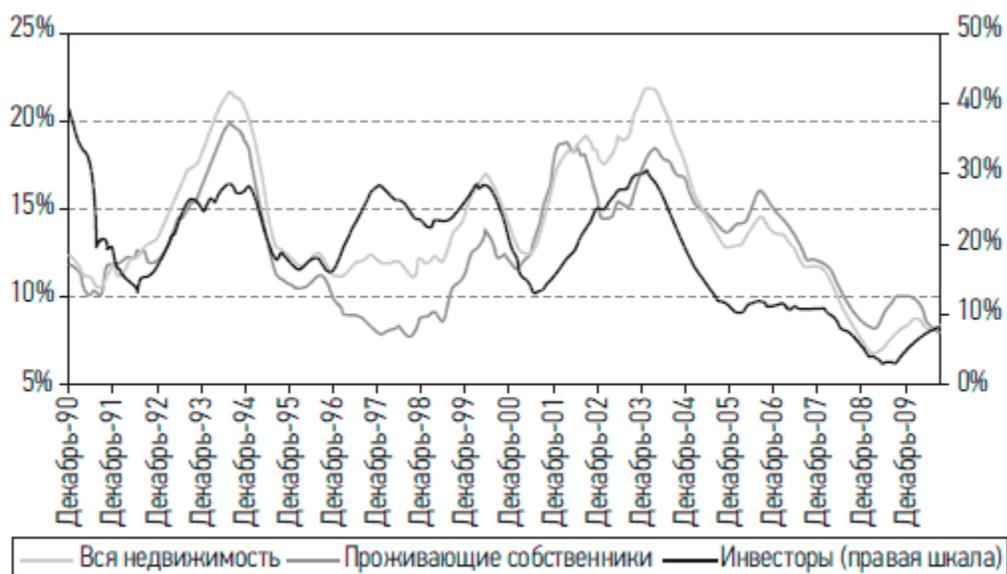
Слабым звеном австралийской экономики является банковский сектор. Он способен многократно усилить любой кризис на рынке недвижимости. И конечно, некоторые банки внесли свой вклад в надувание «пузыря» на рынке недвижимости. Рост ипотечных кредитов в начале десятилетия приобрел лавинообразный характер: индекс роста равнялся примерно 120% (к предыдущему году) и никогда не опускался ниже 100% в течение по меньшей мере 20 лет. К 2010 г. он существенно снизился и сейчас составляет смешную цифру — 107% (см. рис. 14.5).

**Рис. 14.4. Параметры банковских займов на приобретение недвижимости**



Источник: Westpac

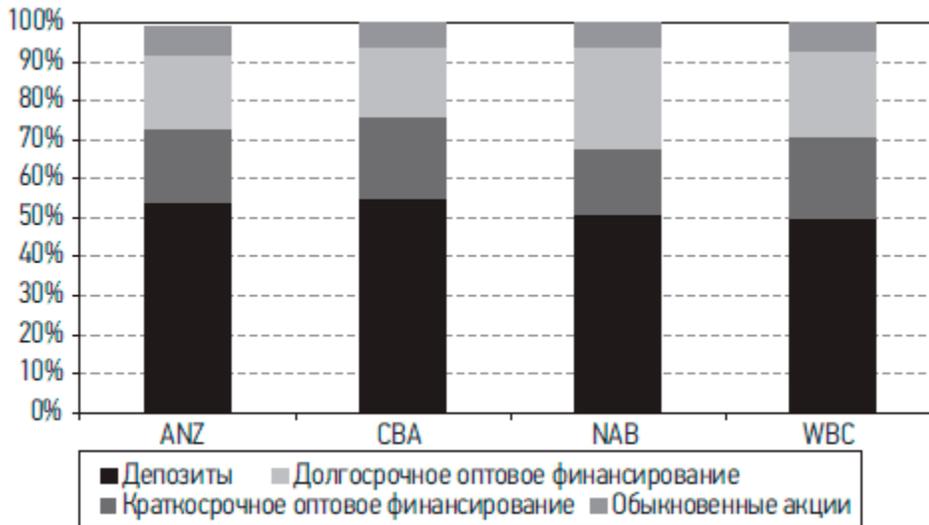
**Рис. 14.5. Рост ипотечных кредитов в Австралии**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

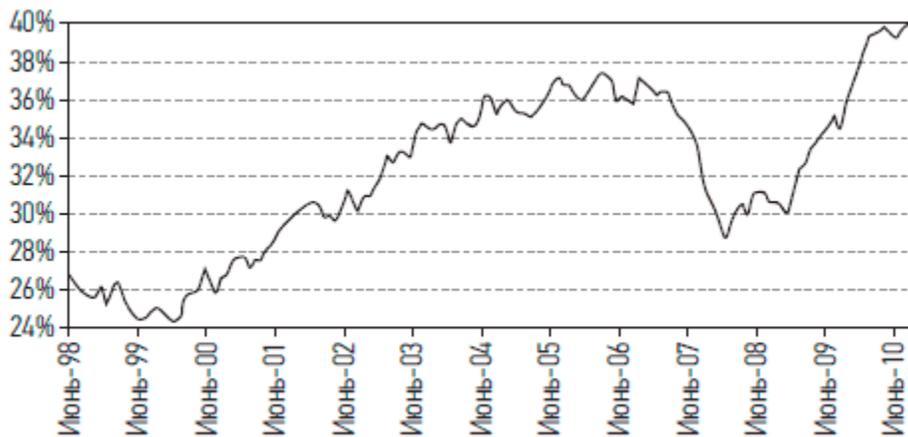
Австралийский банковский сектор также имеет наиболее высокое отношение займов к депозитам среди стран «Группы двадцати»: на каждые 100 долл. депозитов приходится 180 долл. ипотечных кредитов. У четырех крупнейших банков это отношение ниже — примерно 160%, но все равно оно выше, чем в любой другой азиатской стране. Следовательно, источник финансирования в Австралии — это в основном средства крупных финансовых учреждений и банков. Ведущие банки страны получают около 40% финансовых ресурсов из-за рубежа, причем почти половина предоставляется на короткие сроки (рис. 14.6). Чем меньше срок кредитования, тем чаще приходится его переоформлять, и, таким образом, у заемщика появляется больше возможностей не продлевать срок пользования кредитом. Долгосрочные займы должны быть предпочтительнее, поскольку их реже приходится пролонгировать (по определению), поэтому они представляют меньший риск для заемщика (рис. 14.7).

**Рис. 14.6. Структура финансовых ресурсов австралийских банков**



Источник: Morgan Stanley, RBA

**Рис. 14.7. Зарубежные финансовые ресурсы в структуре общей задолженности австралийских банков**



Источник: Morgan Stanley, RBA

Именно упор на оптовые финансовые ресурсы, особенно с короткими сроками погашения, привел к краху как минимум одного банка — уже упоминавшегося ранее Northern Rock из Великобритании — и почти довел до банкротства множество других. Риск использования этого вида финансовых ресурсов состоит в том, что при малейших признаках экономических проблем они исчезают бесследно. Гораздо надежнее и стабильнее такой источник финансирования, как депозиты. Northern Rock почти не имел их в своем портфеле, поэтому и утратил почти все источники финансирования чуть ли не за одну ночь, когда кризис субстандартного кредитования приобрел реальные очертания.

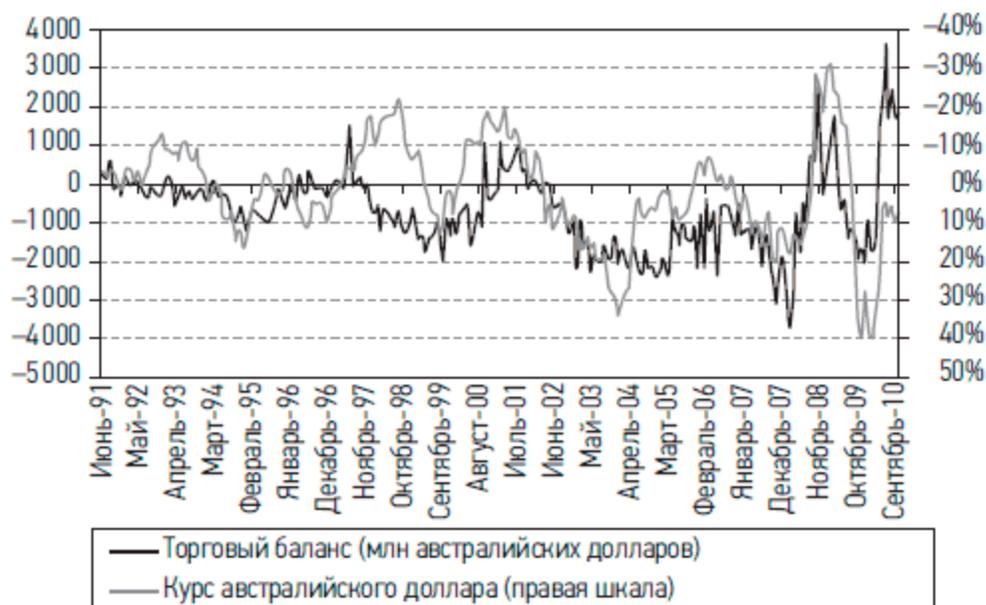
Более того, австралийские банки ухитрились избежать самых опасных проявлений мирового финансового кризиса, поскольку почти не вели операций по субстандартному кредитованию, — в отличие от банков США, Европы и Великобритании, загрузившихся субстандартными кредитами до предела. Но у всего есть обратная сторона: австралийские банки чрезмерно привязаны к внутренней экономике страны. Любые проблемы на рынке недвижимости могут стать для них фатальными. Мультипликативный эффект — замораживание выдачи кредитов в попытке улучшить структуру балансового отчета наносит существенный ущерб экономике и вынуждает к еще большему списанию активов, — набирает силу.

## **Карточный домик**

Австралия представляет собой своего рода карточный домик. Мы уверены в том, что «мыльный пузырь» рано или поздно лопнет, и это будет впечатляющее зрелище. Но мы не знаем, что станет последней каплей. Это возвращает нас к мысли о «языках нестабильности», описанных в главе 2: достаточно одной песчинки, чтобы вызвать обвал песчаной башни, но никто не знает, какая именно песчинка станет последней. В случае с Австралией на ее роль могут претендовать сразу несколько факторов, хотя никто не может точно предсказать, какой из них обрушит карточный домик. Тем не менее стоит рассмотреть их подробнее.

Наиболее очевидным фактором является замедление экономического роста в Китае. После того как в последние десять лет страна могла похвастаться двузначными темпами, нынче наблюдается их некоторое снижение. В момент, когда мы пишем эту книгу, данная тенденция получает очевидное подтверждение. Она сказывается на экономике Австралии, профицит торгового бюджета которой постепенно сокращается, поскольку Китай импортирует все меньше угля и железной руды (см. рис. 14.8).

### **Рис. 14.8. Торговый баланс Австралии**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Высокий курс австралийского доллара начинает оказывать негативное влияние на экспортный потенциал страны. Программы количественного смягчения в других странах отчасти усугубляют ситуацию. Как мы уже говорили, они приводят к созданию избыточной ликвидности, то есть избытку денег по сравнению с суммой, обусловленной потребностями развития экономики. Избыточная ликвидность распространяется по пути наименьшего сопротивления, и на основе опыта многих стран можно утверждать, что она попадает на рынки активов, в частности на рынок ценных бумаг, рынок недвижимости и биржевых товаров. Для Австралии внедрение очередного этапа программы количественного смягчения в США означает увеличение цен на биржевые товары, рост инфляции, а затем и повышение процентных ставок Резервным банком Австралии (центральный банк страны). В свою очередь это усложняет домохозяйствам выплату ипотечных кредитов, поскольку проценты по ним растут. Примерно 90% ипотечных кредитов в Австралии выдаются по переменной ставке, а ее колебания немедленно отражаются на домохозяйствах.

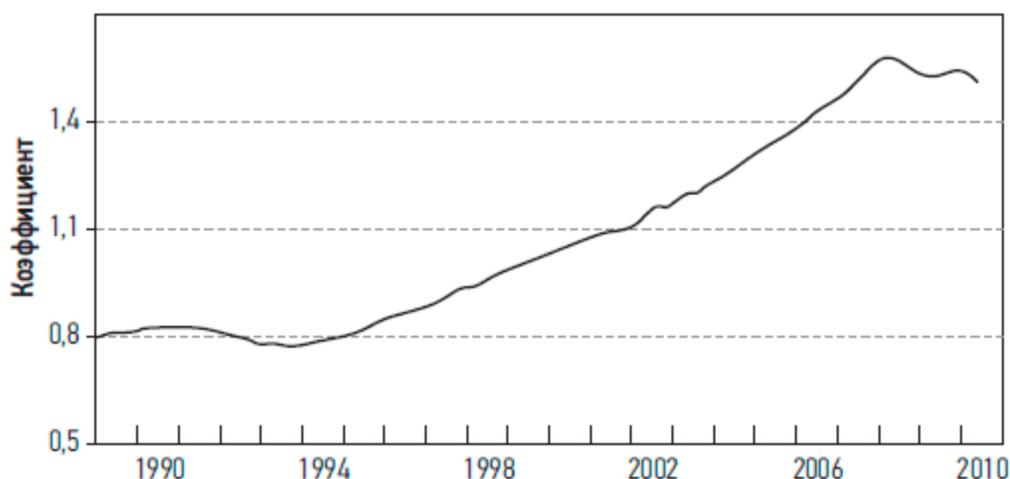
Повышение процентных ставок толкает вверх валютный курс, создавая дополнительные препятствия для австралийского экспорта. В 2010 г. взвешенный по объему внешней торговли курс

австралийского доллара достиг своего двадцатипятилетнего максимума, и есть признаки дальнейшего роста.

Программы количественного смягчения могут негативно повлиять на Китай, что еще больше ухудшит состояние австралийского торгового баланса. Если избыток ликвидных средств будет вложен в биржевые товары, то их цены возрастут. Такие страны, как Китай, весьма чувствительны к колебанию цен и будут вынуждены, в свою очередь, поднять процентные ставки. Если сделать это слишком резко и поднять слишком высоко, то экономика столкнется с негативными последствиями. Австралия, чьим крупнейшим торговым партнером является Китай, тоже испытает их.

Возможно, кредитный бум в Австралии станет первым признаком скорой развязки (рис. 14.9). После опасного увеличения объемов кредитования в последние два десятилетия отношение объема кредитов к ВВП Австралии демонстрирует первые признаки снижения с середины 1990-х гг.

**Рис. 14.9. Отношение объема кредитов к номинальному ВВП**



*Примечание: показатели не сглажены по периодам.*

*Источник: ABS, RBA*

Австралия никогда не сталкивалась с существенным спадом после финансового кризиса. Экономики стран, которые имели подобный опыт (а таковых большинство), могут по крайней мере отчасти снизить

напряжение в результате структурных диспропорций, возникших за предшествующие годы (даже если многие из них проводят политику, объективно способствующую повторному появлению этих диспропорций, — мы просто слышим, как вы вздохнули, читая эти слова). Таким образом, развязка по-австралийски, когда она наступит, будет весьма впечатляющей.

## Глава 15

# НЕПРЕДНАМЕРЕННЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ: ЛИБЕРАЛЬНАЯ МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА И РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ

До этого момента мы говорили в основном о США и других зрелых экономиках, государственный долг которых гораздо больше.

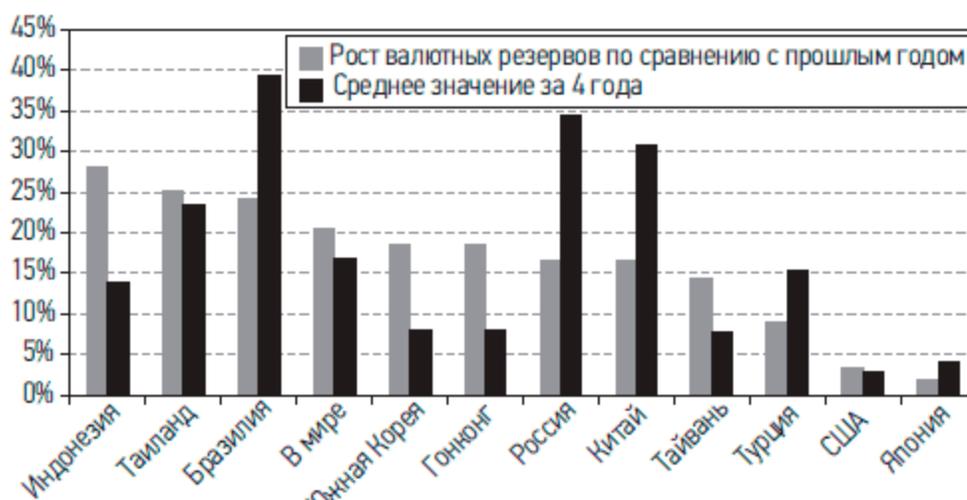
Глядя на Японию, США, Великобританию и Швейцарию, где процентные ставки немногим отличаются от нуля, можно подумать, что идея таким образом стимулировать экономику неплоха. Однако развивающиеся страны, которые искусственно поддерживают курс своей валюты или ориентируются на доллар, существенно ограничивают возможности либерализации своей монетарной политики.

В 2010 г. во многих развивающихся странах наблюдался интенсивный рост валютных резервов. Развивающиеся страны Азии сосредоточили у себя почти половину мировых валютных запасов; их стремительный рост в начале 2010 г. стал следствием копирования либеральной валютной политики в развитых странах, направленной на поддержание конкурентоспособности своей валюты. Среди развивающихся стран наибольшие валютные резервы имеет Китай. Это прямо связано с его политикой искусственного поддержания курса

юаня и потребностью использовать в обороте доллары, полученные от экспорта.

Результат импорта либеральной валютно-денежной политики из развитых стран в развивающиеся выражается в быстром росте внутренних процентных ставок, поскольку политика их установления отличается гибкостью. Азиатские развивающиеся страны сталкиваются с тройным выбором: они могут реализовать любые две из трех целей: поддерживать курс валюты, свободный поток капитала или свою независимость в валютной политике, — но не все три одновременно. В конечном счете они, видимо, предпочтут политику более высоких процентных ставок и поддержания курса валюты (рис. 15.1).

**Рис. 15.1. Динамика валютных резервов в странах мира**



Источник: Variant Perception

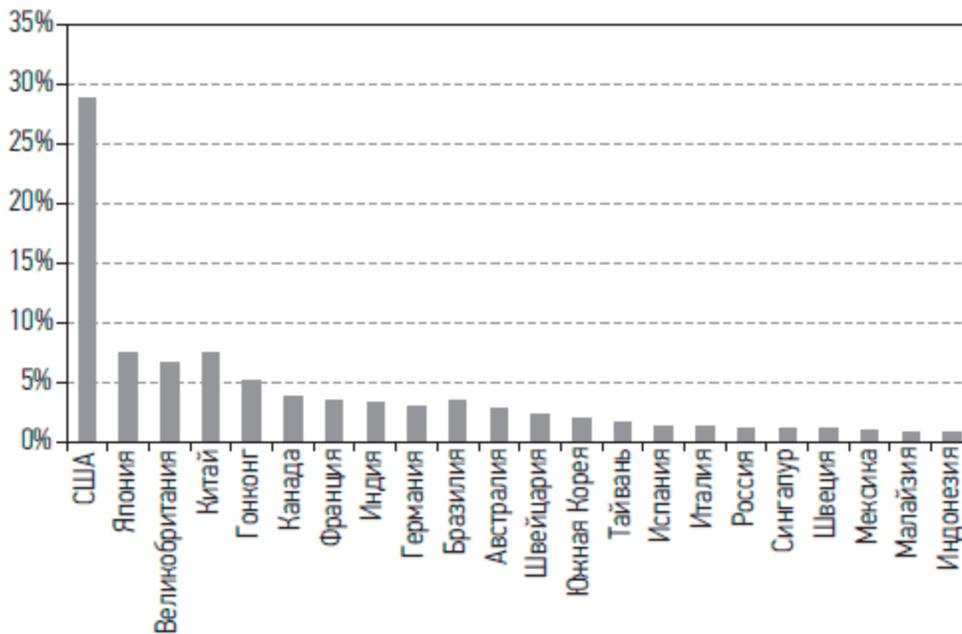
## «Мыльные пузыри» на рынках развивающихся стран

В последующие несколько лет объем рынков многих развивающихся стран удвоится, а то и утроится. Их доля в совокупной капитализации глобальных рынков очень невелика. Попытки инвесторов диверсифицировать свои вложения, выведя их часть из экономики развитых стран, напоминают попытки гасить пожар, поливая из соломинки вместо пожарного рукава. Избыточная ликвидность

с рынков развитых стран переливается на рынки развивающихся стран.

Отчасти это обусловлено желанием инвесторов переводить свои капиталы туда, где имеет место экономический рост, а отчасти это и результат проведения программ количественного смягчения во многих странах мира, а особенно в США. Именно поэтому, например, Бразилия, старается облагать налогами приток капиталов, чтобы предотвратить формирование «мыльных пузырей» (рис. 15.2).

**Рис. 15.2. Капитализация компаний отдельных стран в % от общей суммы капитализации**



Источник: Variant Perception

Почему США и Великобритания оказались наверху рейтинга стран с максимальной капитализацией — на этот счет есть весьма убедительная версия. Частично это объясняется тем, что у них бóльший процент компаний, акции которых котируются на бирже. В других странах выше процент частных, семейных и государственных компаний.

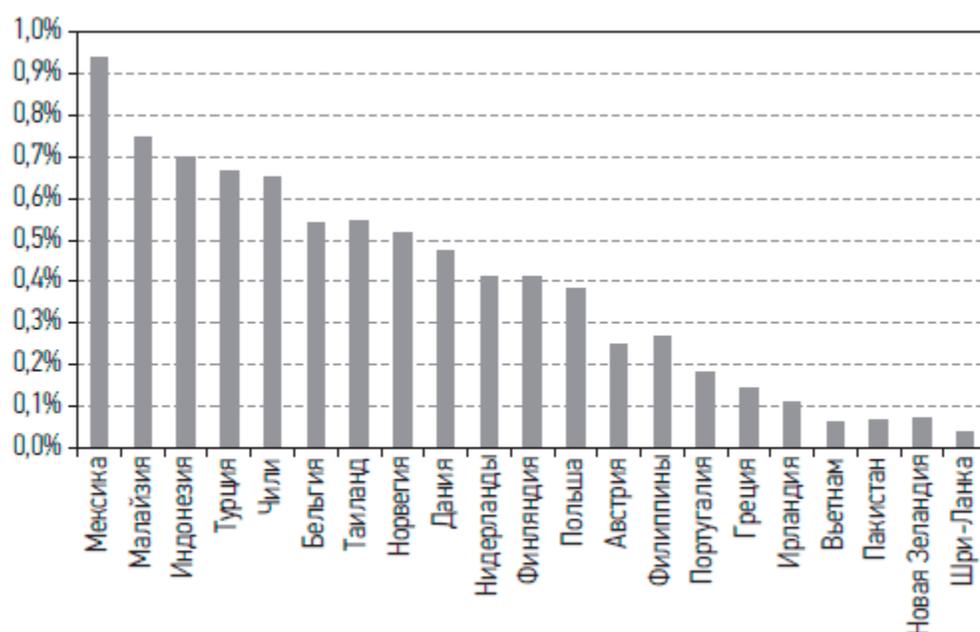
Удельный вес почти всех развивающихся стран по отдельности в общей сумме капитализации составляет не более 0,5% (см. рис. 15.3).

Еще нагляднее демонстрирует масштабы фондовых рынков развивающихся стран сопоставление их суммарной капитализации

с показателями капитализации некоторых американских компаний — «голубых фишек» (см. рис. 15.4).

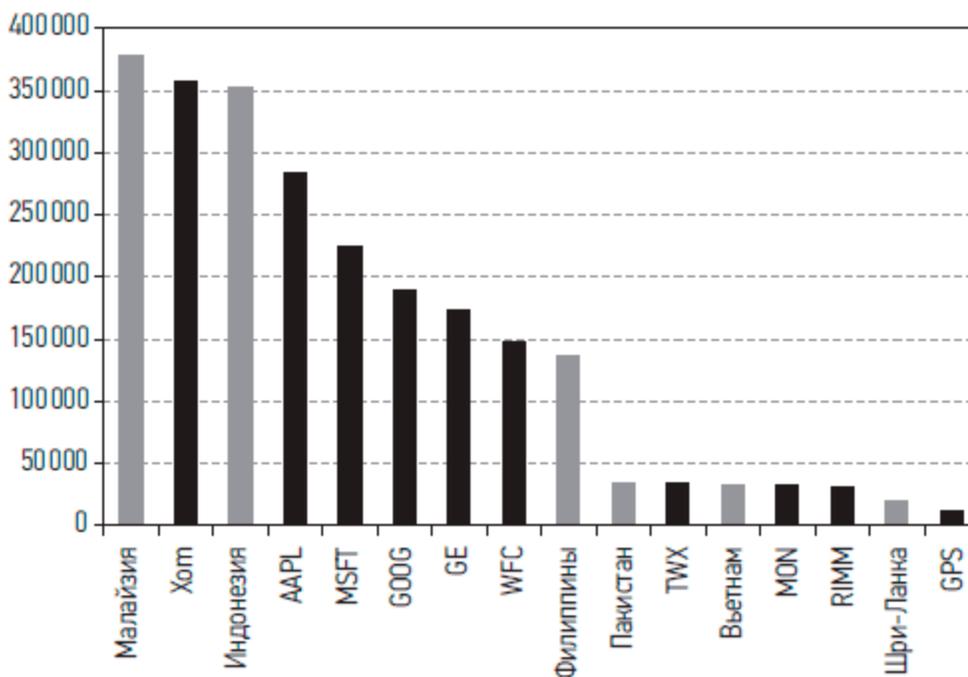
В этом смысле стоит обратить внимание на ряд красноречивых фактов: капитализация Microsoft превышает капитализацию фондового рынка Индонезии; капитализация General Electric и Wells Fargo более чем вдвое выше капитализации фондового рынка Филиппин; Monsanto и Time Warner обошли по этому показателю Вьетнам и Пакистан, а GAP более чем в два раза превысила капитализацию Шри-Ланки.

**Рис. 15.3. Капитализация рынков развивающихся стран в общей сумме капитализации (%)**



Источник: Variant Perception

**Рис. 15.4. Капитализация рынков развивающихся стран по сравнению с капитализацией некоторых компаний США (млн долл.)**



Источник: Variant Perception

Для восстановления объемов торговли развивающихся стран решающее значение имеют несколько факторов.

- Высокая ликвидность, то есть быстрое наращивание денежной базы.
- Позитивные демографические тенденции.
- Снижение реальных процентных ставок.
- Не обремененные большими долгами потребители.
- Банковский сектор с невысоким отношением займов к ВВП.

Этим критериям в наибольшей мере соответствуют пять развивающихся стран: Турция, Малайзия, Индия, Индонезия и Бразилия.

В некоторых развивающихся странах местные условия способствуют привлечению избыточной ликвидности из-за рубежа. Например, Индонезия, Бразилия и Турция благодаря устойчивой экономике, растущей производительности труда, а следовательно, и снижению темпов инфляции, имеют возможность устанавливать более низкие процентные ставки. Зачастую это отвлекает инвесторов от депозитных и долговых продуктов с падающей доходностью и толкает к инвестированию в высокодоходные акции.

Далее, густонаселенность и относительно невысокий объем ВВП на душу населения указывают на направление развития экономики в Китае, Индии, Индонезии и Шри-Ланке, если поставить цель добиться такого же процветания, как в Чехии или Тайване.

При подобном сценарии ликвидность, скорее всего, значительно превысит средний уровень, и Китай — не исключение из этого правила. Китайский фондовый рынок, как рынок недвижимости и рынки других активов, только выиграют от этого.

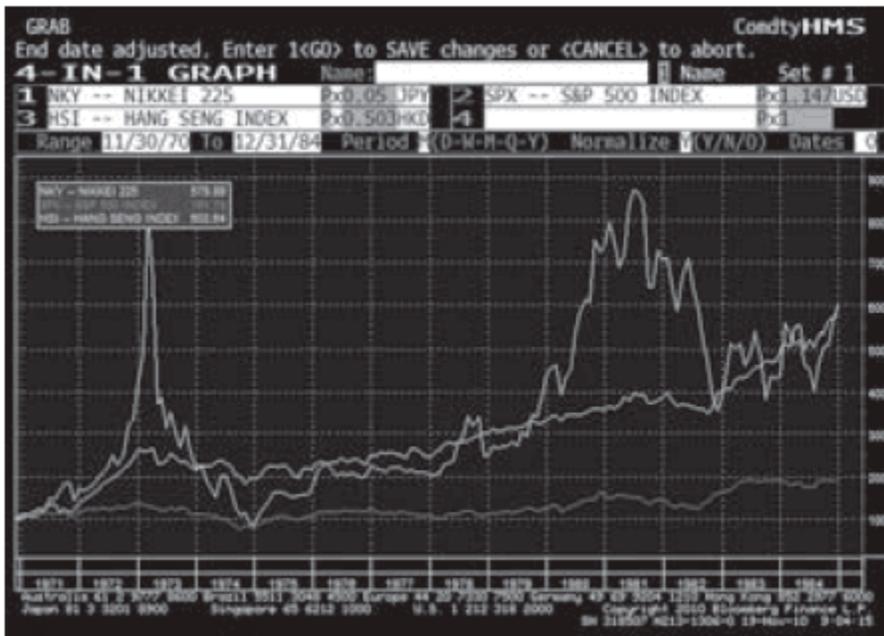
Небольшой рынок + высокая ликвидность + склонность инвесторов к риску + исторически низкий уровень процентных ставок = предпосылки для формирования «мыльных пузырей»

В то же время Китай отличается от многих развивающихся стран наличием мощной системы регуляторов операций с капиталом, что препятствует зарубежным спекуляциям. Если эти регуляторы отключить и разрешить свободный оборот валюты, то все ограничители для китайского рынка исчезнут. И он уподобится рынку Японии 1980-х гг., когда было разрешено свободное перемещение капиталов и курс иены свободно колебался. Конечно, многим, если не всем «мыльным пузырям», возникавшим со времен тюльпаномании[24] в XVII столетии, предшествовали финансовая либерализация в сочетании с финансовыми инновациями.

Всегда где-то в мире существует «бычий» рынок. Если мы опять вернемся к либеральной кредитно-денежной политике и избыточно высокому государственному долгу, как это было в 1970-х гг., означает ли это, что нас ожидает повторение десятилетия депрессии на фондовых рынках США и Европы? Может быть и так, но это не будет иметь особого значения для глобального инвестора. Ведь всегда можно найти фондовый рынок, на котором наблюдается рост курса ценных бумаг.

Рис. 15.5 свидетельствует о том, что в период 1970–1985 гг., инвестировав один доллар в США, к концу срока можно было получить два доллара. Если вы инвестировали тот же доллар в Японии, то к концу срока получали шесть долларов, а в Гонконге — более восьми долларов.

**Рис. 15.5. Эффективность инвестиций на фондовых рынках развивающихся стран в 1970-х гг.**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Развивающиеся страны чаще всего выигрывают от проведения либеральной денежно-кредитной политики, и такие примеры можно найти в разных уголках мира. Аналогично тому как либеральная денежная политика ФРС вслед за «мыльным пузырем» доткомов поспособствовала появлению «мыльного пузыря» в отрасли недвижимости, склонность ФРС включать печатный станок создаст избыточную ликвидность на рынках развивающихся стран.

Вряд ли последняя спровоцирует всплеск инфляции в США, если американские потребители не захотят слишком много занимать и тратить. Но тогда эта ликвидность найдет пути выйти за пределы страны, и, по всей видимости, развивающиеся страны — наиболее вероятный пункт ее назначения. Развивающиеся страны и биржевые товары — основные стимуляторы кредитного бума, поскольку они считаются гарантами (долгосрочные опционы покупателя) глобального роста.

Как показывает история, ведущий сегмент «бычьего» фондового рынка очень редко остается таковым и во время следующего периода роста котировок. Сейчас рынки развивающихся стран выглядят

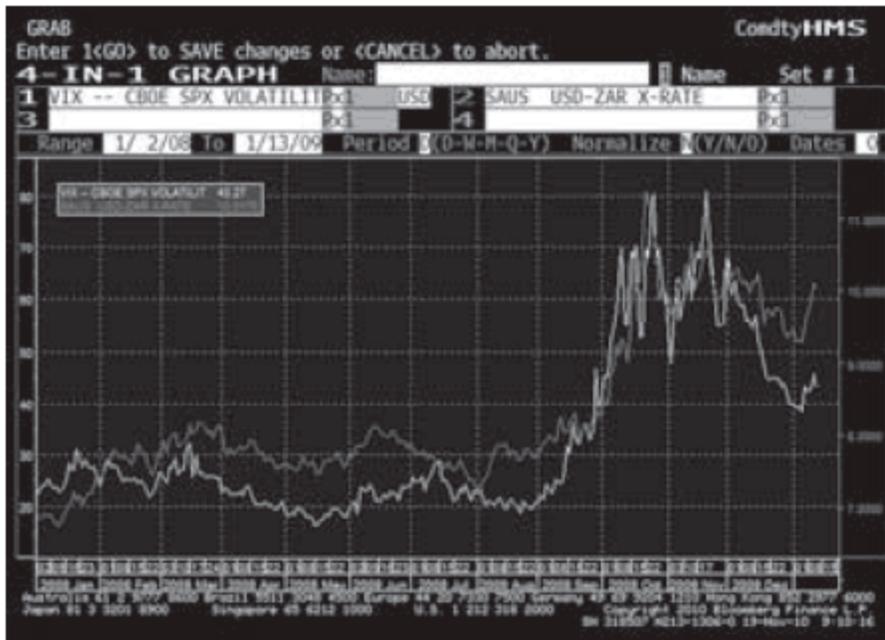
претендентами на роль лидеров глобального рынка. Развивающиеся экономики представляют 43,7% мирового промышленного производства и, по подсчетам МВФ, обеспечат 70% роста в ближайшем будущем. При этом они составляют всего 10,9% капитализации глобального фондового рынка. Например, доля Китая в мировой экономике — 15%, но всего 2% капитализации, зато США обеспечивают 21% мирового промышленного выпуска, но при этом представляют 43,4% капитализации.

Большинство инвесторов переоценивают значимость фондового рынка США и Европы. Отчасти это происходит из-за их стремления вкладывать средства в «домашние» активы, а отчасти напоминает поведение пьяного, ищущего потерянные ключи под фонарем только потому, что там светло. Точно так же многие инвесторы на рынках развивающихся стран не умеют находить нужные данные для анализа и выбирают всего лишь из двух возможностей — рискнуть и вложить или отказаться от риска и сохранить деньги. Их инвестиции в экономику развивающихся стран нельзя назвать систематическими.

Большинство инвесторов покупают и продают ценные бумаги на фондовых рынках развивающихся стран исключительно исходя из степени готовности к риску. Рис. 15.6 подтверждает очень высокий уровень корреляции между индексом внутренней волатильности (VIX), глобальной волатильностью акций и курсом американского доллара к южноафриканскому ранду. Такой график невозможно просто выдумать.

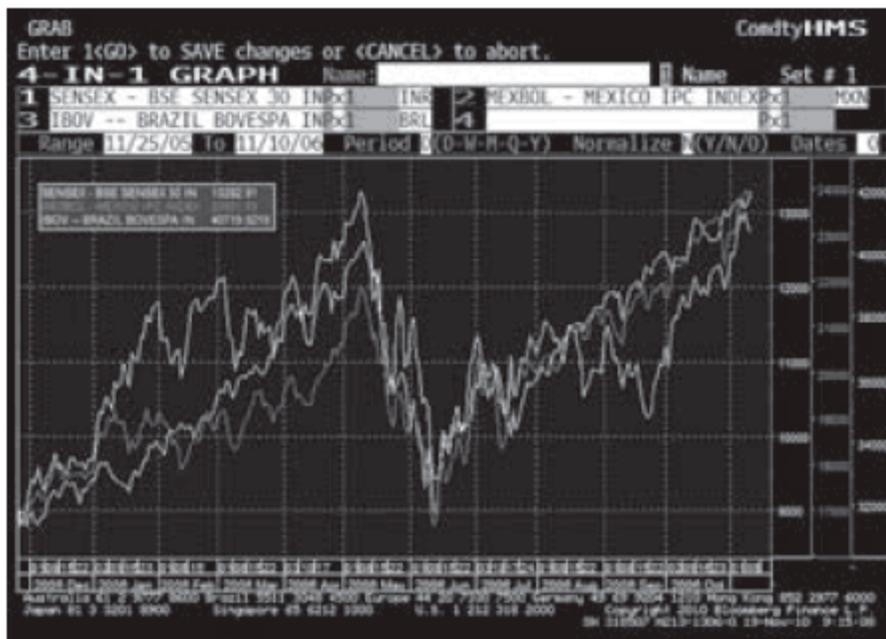
Во времена бурного роста фондовых рынков развивающихся стран в 2006–2007 гг. их динамика примерно совпадала. На рис. 15.7 показано, что в течение большей части 2006 г. коэффициент корреляции индийского индекса Sensex и мексиканского Bolsa составлял 96%, хотя экономики этих стран принципиально различаются (факт, лишний раз подтверждающий склонность инвесторов вести себя, как стадо оленей).

**Рис. 15.6. Динамика курса южноафриканского ранда и индекса внутренней волатильности (VIX)**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

**Рис. 15.7. Динамика фондовых рынков развивающихся стран в 2006–2007 гг.**



Источник: Bloomberg, Variant Perception

Развивающимся странам даже не надо становиться местом рождения «мыльного пузыря» или великим открытием для инвесторов, чтобы принести последним приличную прибыль. Когда в 1992 и 2003 гг.

в США и Европе завершилась рецессия и центральные банки восстановили высокий уровень ликвидности, почти все рынки развивающихся стран продемонстрировали быстрый и синхронный рост.

Высокая ликвидность и недооцененные валюты развивающихся стран приводят к накоплению избыточного резерва зарубежной валюты и низким процентным ставкам. Не слишком отягощенные долгами и отличающиеся высокой оборачиваемостью денежной массы экономики этих государств и в будущем продолжают получать выгоду от столь удобной денежно-кредитной политики развитых стран, занятых решением проблем избыточного долга и низкой оборачиваемости денежной массы. Непрерывающееся накопление резервов приведет к усилению инфляционного давления, чрезмерному инвестированию, сложностям в управлении денежной политикой, ошибкам в структуре кредитных ресурсов внутренних банков и «мыльным пузырям» в сфере недвижимости и прочих активах.

## **Трудный выбор**

Мы уже говорили о трудном выборе, который станет перед развитыми странами, по мере того как им придется решать проблему погашения слишком раздутого государственного долга. Развивающиеся страны столкнутся с обратной стороной этой же проблемы. По большей части уровень их государственного долга невелик, а оборачиваемость денежной массы выше. При этом они заимствуют либеральную денежно-кредитную политику у США и европейских стран.

Что могут предпринять развивающиеся страны для предотвращения импорта избыточного объема иностранной валюты и формирования «мыльных пузырей»? В распоряжении их политиков имеется целый ряд инструментов, позволяющих бороться с негативными последствиями избыточной ликвидности и чрезмерным притоком капитала. Как подчеркивает МВФ, развивающиеся страны могут позволить себе более гибкую валютную политику. Они могут накапливать валютные резервы (используя стерилизованную или нестерилизованную интервенцию, смотря по обстоятельствам). Могут снизить процентные ставки, если это не угрожает развитием

инфляции, а также ужесточить бюджетную политику, если макроэкономическая политика в целом кажется слишком либеральной. Все эти меры могут привести к разнообразным последствиям, зачастую неочевидным.

Напрашивается вывод, что правительства во всем мире должны быть готовы принимать трудные решения в борьбе с избыточной ликвидностью.

С точки зрения инвестора, нынешняя ситуация на фондовых рынках развивающихся стран вполне удовлетворительна, но следует иметь в виду, что по сравнению с фондовым рынком и экономикой США их ценные бумаги имеют высокий коэффициент бета. Когда в США в следующий раз начнется рецессия — а следующий раз наверняка наступит, — не исключено, что рынки развивающихся стран понесут значительные потери. Поэтому они больше подходят для кратковременных спекуляций, чем для долгосрочных инвестиций.

Как уже говорилось, мы считаем, что в разгар следующей рецессии развивающиеся страны обнаружат, что их экономики и фондовые рынки наконец-то полностью отделились от США, и в этом смысле они могут стать главной новостью десятилетия. Мы рекомендуем инвесторам не жалеть времени на поиск специфических акций, а не просто торгуемых на бирже фондов, а в крайнем случае найти кого-то, кто сможет сделать это для них. Успех придет, если тщательно подготовиться.

## Заключение

# КАК ПРИБЫЛЬНО ИНВЕСТИРОВАТЬ В КОНЦЕ ИГРЫ

*Выигрывает тот, кто набил больше всего шишек. Такова моя философия.*

Питер Линч

В этой книге мы главным образом рассматривали нынешние экономические проблемы в глобальном контексте и пытались представить, каким будет конец игры, исходя из различных сценариев. Но между пониманием макроэкономических проблем и умением извлечь из этого прибыль — дистанция огромного размера. Вы, дорогой читатель, можете подумать: «Все это очень здорово, но что я должен делать, чтобы защитить свои инвестиции и сбережения?»

В этой главе мы попытаемся предложить практические рекомендации по инвестированию ваших средств, основываясь на различных макроэкономических сценариях, описанных в книге. Почти все книги по макроэкономике, которые нам попадались, не давали никаких практических советов по инвестициям. Поэтому мы надеемся, что эта глава окажется полезной. Но прежде чем перейти к сути, надо кое-что обсудить. Мы могли бы нагнать на вас тоску длинным заявлением о том, что мы не являемся финансовыми консультантами, не знаем вашей частной ситуации и не каждому инвестору подойдут те или иные виды инвестиций. Но мы надеемся, что раз вы достаточно умны и любопытны, чтобы выбрать книгу по макроэкономическим проблемам и финансовым рынкам, вам не нужны никакие заявления.

Конечно, вы можете обсудить это со своим финансовым консультантом, налоговым советником или кем-нибудь еще, а также провести собственное исследование, прежде чем что-то покупать или продавать. Мы просто дадим некоторые рекомендации. Но только вам принимать решение, исходя из собственных интересов.

Как инвестировать максимально эффективно?

В предыдущей главе мы говорили о развивающихся странах и, в частности, о том, как избыточная ликвидность в развитых странах способна создавать предпосылки к возникновению «мыльных пузырей» и быстрому росту цен на рынках недвижимости во всем мире. Это и есть крупнейшая инвестиционная проблема грядущего десятилетия. Но чем ближе к США, тем мрачнее картина.

Будущее во многих уголках мира — США, Великобритании, Европе, Японии — весьма двойственно. Возможно, погашение государственного долга приведет к длительной и разрушительной дефляции; не исключено, что правительство будет этому противодействовать настолько эффективно, что начнутся девальвация и инфляция. Избыточный уровень государственного долга может побудить людей сберегать больше, тратить меньше и быстрее выплачивать долги. Это способно привести к дефляции наподобие той, которая наблюдается в Японии в течение последних двух десятилетий. А возможно, правительства придут к выводу, что их программы количественного смягчения, эмиссия денег и расширение налоговой базы дали даже больший результат, чем можно было надеяться. Но мы не знаем точно, какой из перечисленных вариантов можно считать меньшим злом.

Если вы верите в благотворное влияние дефляции, то будете искать способы инвестирования, обеспечивающие быстрый оборот капитала, а не высокую доходность. Инвесторы начнут искать низкодоходные опции инвестирования, дающие уверенность в возврате денег. Если вы сторонник дефляции, то государственные облигации США представляют для вас самую большую ценность. Неудивительно, что наиболее известными защитниками дефляции являются Давид Розенберг и Лэйси Хант. Оба работают в компаниях, управляющих значительными пакетами государственных облигаций.

Приведенный далее список неполон, но в нем даны наиболее эффективные рекомендации по инвестированию на случай, если вы верите, что в будущем станут доминировать дефляционные тенденции.

- Покупайте государственные облигации.
- Приобретайте высокодоходные ценные бумаги.
- Накапливайте наличность. Доллар — король экономики в эпоху дефляции.
- Продавайте акции.
- Продавайте акции строительных и связанных с ними компаний.
- Продавайте акции крупных компаний, производящих товары широкого потребления. В период дефляции в моду входит бережливость и население сокращает расходы.
- Продавайте ценные бумаги банков. В условиях дефляции спрос на кредиты сокращается и процентные ставки падают. Банкам становится трудно зарабатывать прибыль.
- Продавайте ценные бумаги финансовых компаний, занимающихся потребительским кредитованием.
- Продавайте бросовые облигации.
- Продавайте бóльшую часть биржевых товаров.

Если вы считаете, что нас ожидает инфляция, то лучше выбирать для инвестирования то, что правительство не может напечатать или воспроизвести по своему желанию. Наиболее очевидный выбор — золото, но в 1970-х гг. его с не меньшим, а иногда и с большим успехом заменяли другие биржевые товары. «Твердое сырье» (драгоценные и недрагоценные промышленные металлы) и даже недвижимость могут стать отличным инструментом хеджирования против инфляции.

Хотя приведенный далее список не претендует на полноту, в нем перечислены некоторые рекомендации на случай, если вы считаете, что нас ожидает инфляция.

- Драгоценные металлы: золото, серебро, платина, палладий. Исторически они используются в качестве инструмента хеджирования на случай избыточной эмиссии, когда реальные процентные ставки падают ниже нуля.

- Ценные бумаги с более крутой кривой доходности. Если вы инвестируете в облигации, то наверняка готовы поставить на то, что доходность долгосрочных облигаций будет расти быстрее, чем краткосрочных. Обычно так бывает в случае высокой инфляции в долгосрочном аспекте.
- Гарантированные от инфляции казначейские облигации. Убедитесь в том, что вам выплачивают реальную, а не номинальную доходность. Высокая инфляция «съедает» часть доходности облигаций.
- Краткосрочные корпоративные облигации. Компании, способные диктовать цены на рынке, могут обеспечить рентабельность продаж за счет их повышения.
- Валюты стран с сырьевым экспортом — канадский «луни», новозеландский доллар, австралийский доллар (см. главу 14), бразильский реал, норвежская крона.
- Акции сырьевых и энергопроизводящих компаний, а также компаний, выпускающих товары первой необходимости.

Каково наше собственное мнение о вероятности инфляции и дефляции? Мы считаем, что в современной экономике одна сменяет другую. Сначала бывает период дефляции, а затем инфляции. В будущем нас ожидают еще более глубокие экономические спады и коллапсы кредитно-денежной системы, что вызовет активное противодействие правительств. Очень маловероятно, что в конце игры мы увидим здравую политику Федеральной резервной системы и других центральных банков, сумеющую предотвратить дефляцию и одновременно не спровоцировать инфляцию, способную вырваться из-под контроля и причинить значительный ущерб. Остается только надеяться, что власть имущие примут разумные решения и преуспеют в их реализации.

Мы понимаем, что приведенные выше рекомендации по инвестированию весьма ограничены, но иначе и быть не может. Учитывая, что волатильность экономики в будущем только возрастет, своевременность их реализации приобретает большее значение, чем когда-либо ранее. Если мы сейчас начнем писать детальное

руководство по инвестированию, то к моменту выхода из печати оно неминуемо устареет.

Для решения этой проблемы авторы создали интернет-форум читателей этой книги по адресу [www.johnmauldin.com/endgame](http://www.johnmauldin.com/endgame). Если вы хотите написать комментарий или задать вопрос, пройдите простую процедуру регистрации. Мы будем регулярно заходить на сайт и знакомиться с задаваемыми вопросами.

Хотя мы не можем разработать рекомендации по инвестированию для каждого отдельно взятого читателя, зато можем обрисовать общую картину конца игры.

Вы можете зарегистрироваться для получения бесплатного еженедельного послания от Джона Молдина на его персональном сайте; обычно там рассматривается широкий круг вопросов, часть из которых затронута и в этой книге.

## Эпилог

# НЕСКОЛЬКО ИДЕЙ В ЗАВЕРШЕНИЕ

Мы прекрасно понимаем, что нарисованная картина отнюдь не порадует некоторые из упомянутых стран, в то время как другие, и в первую очередь развивающиеся страны, столкнутся в будущем с новыми возможностями, пусть и в обстановке растущей нестабильности.

Путешествуя по миру, мы постоянно задаем один и тот же вопрос в разных вариациях: «Не думаете ли вы, что уровень жизни среднего американца (европейца, японца и т. п.) неминуемо понизится? Будут ли люди счастливы, несмотря на это?» Но этот вопрос предполагает, что дело происходит в статичном мире, где перемены отнюдь не обязательно приносят пользу всем.

Конечно, в *относительном* измерении средний житель Китая или Бразилии ощутит более существенное повышение своего уровня жизни, чем средний житель одной из развитых стран, но это справедливо уже в течение долгих лет. Во многих развивающихся странах существует изрядный потенциал для совершенствования. И разумеется, покупательная сила большинства валют снизится.

Но от природы мы неисправимые оптимисты. Мы видим будущее волнующим, полным возможностей и многообещающим для всех жителей планеты. В 2021 или 2031 г. никто не захочет возвращаться в нынешние старые добрые времена. Прогресс, который мы наблюдаем в столь разнообразных формах, снова и снова будет потрясать наше воображение.

Темп преобразований никогда не бывает постоянным — он постепенно ускоряется. И в отличие от волн технологических новаций в прошлом, следовавших одна за другой с достаточным интервалом, — вспомним хотя бы паровой двигатель, электричество, железные дороги или

персональный компьютер — нынешние волны идут одновременно и усиливают друг друга. Джон называет их «волнами тысячелетия». Темпы преобразований многим могут показаться ошеломляющими, зато наши дети будут воспринимать их как нечто абсолютно нормальное. Если нашим внукам еще в колыбели вручают iPad, то мир наших родителей представляется совсем незатейливым и патриархальным.

Прямо сейчас набирает высоту волна инноваций в отрасли биотехнологий. Есть неплохие перспективы создать нетоксичное (и относительно недорогое) лекарство против рака, установить контроль над распространением вирусных инфекций (всех, а не только гриппа) и победить болезнь Альцгеймера. Майк Вест из Biotime скоро начнет эксперименты с участием добровольцев по замене клеток сердечно-сосудистой системы новыми, молодыми клетками, и человечество перестанет страдать от сердечных заболеваний. Другие исследователи день и ночь работают над тем, чтобы замедлить (или даже повернуть вспять!) процесс старения. (Если им это удастся, то сделками века будут считаться покупка на длительный срок акций страховых компаний, и на короткий — аннуитетных ценных бумаг!) Медицина следующего десятилетия (а возможно, и конца нынешнего) заставит нас воспринимать ее современный уровень как характерный для каменного века.

В отрасли телекоммуникаций ожидаются дальнейшие трансформации, поскольку сейчас несколько перспективных технологий конкурируют за то, чтобы стать основой будущей дешевой и повсеместной беспроводной связи. Развивающиеся страны перейдут от медленной и примитивной связи к суперскоростной так быстро, что сегодня это кажется невероятным. Вспомните о том, каким медленным был интернет десять лет назад, и представьте, каким он будет через десять лет! Это обеспечит нам такой доступ к информации, какой сегодня невозможно даже представить. Поговорим о том, как изменятся способы ведения бизнеса. Если вы думаете, что революционные преобразования в этой области уже произошли, подождите до 2022 г.: что вы скажете тогда!

Одним из главных преимуществ новой волны инноваций станет то, что дети в любом уголке мира получат доступ к самому современному

образованию, которое будет бесплатным в любой области. Подумайте, какой прорыв в науке и технологиях обеспечат эти скрытые в глубинах развивающегося мира гении, которые сейчас не имеют возможности расти и развивать свои способности.

По сути, это и есть главная причина небывалой мощи и масштабов «волн тысячелетия». В середине XVIII века инженеров и ученых, которые действительно осознавали перспективы парового двигателя, насчитывалось чуть больше нескольких десятков. Сегодня мы можем направить сотни исследователей на решение проблем, куда более простых, чем изобретение парового двигателя в те времена. Компании конкурируют за первенство вывести на рынок свои продукты. Любая компания, не стремящаяся выйти на передний край исследований и разработок, неминуемо станет жертвой шумпетеровского «творческого разрушения». Чем больше ученых займутся решением нынешних проблем, тем быстрее начнутся преобразования.

А если к действительно объединенному информационными технологиями (речь не о нынешней мобильной связи, а о технологиях нового поколения) миру присоединятся еще три миллиарда человек из развивающихся стран, и среди них наверняка найдутся не менее тридцати тысяч гениев уровня нобелевских лауреатов? То перемены, о которых мы говорим, произойдут еще быстрее.

И как раз к тому времени, когда мы начнем потихоньку свыкаться со всеми этими новациями, на пороге уже будет стоять эра нанотехнологий, меняя представления о способах выпуска целого ряда продуктов и перемещая их производство еще ближе к потенциальным рынкам продаж.

А еще не стоит забывать о новых (и, видимо, более дешевых) видах энергии; батареях, способных хранить огромное количество энергии; электромобилях, ставших не просто дорогими игрушками, а средствами передвижения; о целых новых отраслях. В грядущие десятилетия нас ожидает эпоха роботизации. Мы говорим о настоящих роботах, а не просто о вакуумных пылесосах. В течение долгого времени идея искусственного интеллекта интересовала лишь узких специалистов. Но осталось недолго до ее возвращения в новом облике. Будет невероятно интересно посмотреть, чего мы сможем добиться со

всеми этими инновациями. Какие новые продукты и услуги появятся в воображении предпринимателей и ученых в разных уголках мира?

Конечно, развитым странам придется реструктуризировать свою промышленность, и, скорее всего, это приведет к более высокой и продолжительной безработице, чем нам бы хотелось. Наверняка встанет вопрос о пересмотре пенсионных планов. Появятся и другие проблемы. Но все равно перспективы на будущее блестящие, если, конечно, знать, в каком направлении смотреть, и стремиться заставить чудеса науки и техники работать на себя. Новые возможности возникают постоянно, пусть даже старые периодически оказываются миражом. Наш совет: примите перемены, вместо того чтобы им сопротивляться.

Но это уже тема другой книги. [\[25\]](#)

# ПРИМЕЧАНИЯ

## Предисловие

1. В дополнение к многочисленным книгам Зимбардо на сайте [www.wimp.com/secretpowers](http://www.wimp.com/secretpowers) размещена его превосходно иллюстрированная 10-минутная лекция. Настоятельно рекомендуем посетить этот сайт.
2. Статья Дилана Грайса Popular Delusions, размещенная 30.06.2010 на лондонском сайте [www.sgresearch.com/publication/en/91FA\\_F3E698AE\\_56F0C1\\_2577520027\\_262D.pub?puid5](http://www.sgresearch.com/publication/en/91FA_F3E698AE_56F0C1_2577520027_262D.pub?puid5)

## Часть I

1. Bank Credit Analyst, The Debt Supercycle. — 19 ноября 2007 г. Режим доступа: [www.bearly.com/pdfFiles/BCAsep07\\_05sr.pdf](http://www.bearly.com/pdfFiles/BCAsep07_05sr.pdf).

## Глава 1

1. Gary Shilling/Insight — 2010. — November.
2. Совет управляющих ФРС, [www.federalreserve.gov/pubs/fdp/2002/729/default.htm](http://www.federalreserve.gov/pubs/fdp/2002/729/default.htm).
3. Paul A. McCulley, After the Crisis: Planning a New Financial Structure. Learning from the Bank of Dad. Основано на выступлениях в преддверии 19-й ежегодной конференции памяти Хаймена Мински по проблемам экономики США и других стран мира. — 15 апреля 2010 г. Режим доступа: [www.pimco.com/LeftNav/Featured1Market1Commentary/FF/2010/Global1Central1Bank1Focus1May120101After1the1Crisis1Planning1a1New1Financial1Structure.htm](http://www.pimco.com/LeftNav/Featured1Market1Commentary/FF/2010/Global1Central1Bank1Focus1May120101After1the1Crisis1Planning1a1New1Financial1Structure.htm).
4. Barry Eichengreen, Competitive Devaluation to the Rescue/The Guardian. — 2009. — March 18. Режим доступа: [www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/mar/17/g20-globalrecession](http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/mar/17/g20-globalrecession).

## Глава 2

1. John Mauldin, What Does Greece Mean to Me, Dad? November 26, 2010. Режим доступа: [www.johnmauldin.com/newsletters2.html](http://www.johnmauldin.com/newsletters2.html).  
Примечание: остальная часть этой главы изначально была опубликована в моей интернет-газете.
2. Mark Buchanan, Ubiquity: Why Catastrophes Happen. — New York: Broadway Books. — 2002.
3. Ibid.
4. Ibid.
5. Ibid.
6. Ibid.
7. Сорнетте Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков. Критические события в сложных финансовых системах. — М. : SmartBook, И-Трейд, 2008.

## Глава 3

1. Kauffman Foundation Research Series, July 2010, [www.kauffman.org/uploadedFiles/firm\\_formation\\_importance\\_of\\_startups.pdf](http://www.kauffman.org/uploadedFiles/firm_formation_importance_of_startups.pdf). Примечание: Вивек Вадхва в прошлом предприниматель, а сейчас исследователь. Он является приглашенным лектором в колледже информационных технологий в Калифорнийском университете в Беркли, старшим научным сотрудником Гарвардской юридической школы, а также директором по исследованиям и разработкам в Центре предпринимательства и коммерциализации исследований Университета Дьюка.
2. John C. Haltiwanger, Ron S. Jarmin, and Javier Miranda, Who Creates Jobs? Small vs. Large vs. Young? — Working Paper 16300. Режим доступа: [www.nber.org/papers/w16300](http://www.nber.org/papers/w16300)
3. Если вы не читали или хотите перечитать еще раз работу Вуди Брока, то ее можно найти на сайте [www.investorsinsight.com/blogs/john\\_mauldins\\_outside\\_the\\_box/archiv](http://www.investorsinsight.com/blogs/john_mauldins_outside_the_box/archiv)

[e/2009/05/18/the-end-game-draws-nigh-the-future-evolution-of-the-debt-to-gdp-ratio.aspx](http://www.gavekal.com/2009/05/18/the-end-game-draws-nigh-the-future-evolution-of-the-debt-to-gdp-ratio.aspx).

4. Рейнхарт К., Рогофф К. На этот раз все будет иначе. — М. : Карьера-Пресс, 2009.
5. Gave Kal Research. Режим доступа: <http://gavekal.com/>
6. Из работы издателя Richebacher Letter и Agora Financial Роба Паренти. Эту работу в двух частях можно найти по ссылке [www.nakedcapitalism.com](http://www.nakedcapitalism.com) ([www.nakedcapitalism.com/2010/03/parenteau-on-fiscal-correctness-and-animal-sacrifices-leading-the-piigs-to-slaughter-part-1.html?utm\\_source=feedburner&utm\\_medium=feed&utm\\_campaign=Feed%3A1NakedCapitalism1%28naked1capitalism%29](http://www.nakedcapitalism.com/2010/03/parenteau-on-fiscal-correctness-and-animal-sacrifices-leading-the-piigs-to-slaughter-part-1.html?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed%3A1NakedCapitalism1%28naked1capitalism%29))
7. Martin Wolf, UK Economy Must Perform a Rebalancing Act/FT.com. — 2010. — April 12.

## **Глава 4**

1. Gerard Baker, Welcome to ‘the Great Moderation’: Historians Will Marvel at the Stability of Our Era/London Times. —2007. — January 19. Режим доступа: [www.timesonline.co.uk/tol/comment/columnists/article1294376.ece](http://www.timesonline.co.uk/tol/comment/columnists/article1294376.ece)
2. ECRI Institute, Режим доступа: [www.businesscycle.com/news/press/1870/](http://www.businesscycle.com/news/press/1870/)
3. Комитет по налоговой реформе в США; Национальный совет по исследованиям, Национальная академия государственного управления, Choosing the Nation’s Fiscal Future. Режим доступа: [www.nap.edu/catalog/12808.html](http://www.nap.edu/catalog/12808.html)

## **Глава 5**

1. Если не указано иное, все цитаты в этой главе взяты из книги Рейнхарт К., Рогоффа К. На этот раз все будет иначе. — М. : Карьера-Пресс, 2009.
2. Доклад полностью можно прочесть на сайте McKinsey. Там же приведено 10-страничное резюме этого документа. Режим доступа:

[www.mckinsey.com/mgi/publications/debt  
and\\_deleveraging/index.asp](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/debt_and_deleveraging/index.asp).

3. FT, Lex, Deleveraging. — January 14, 2010.
4. Andrew Smithers, Wall Street Revalued: Imperfect Markets and Inept Central Bankers. — Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2009.

## **Глава 6**

1. Если не указано иное, все цитаты в этой главе взяты из книги Stephen G. Cecchetti, M. S. Mohanty, Fabrizio Zampolli, The Future of Public Debt: Prospects and Implications. — BIS Working Papers#300, Bank for International Settlements. — март 2010 г. Полный текст доступен по ссылке: [www.bis.org/publ/work300.pdf?noframes51](http://www.bis.org/publ/work300.pdf?noframes51). Мы очень рекомендуем ознакомиться с ним.
2. Президент Европейского центрального банка Жан-Клод Трише и вице-президент Лукас Пападемос, Лиссабон, 6 мая 2010 г.
3. Рейнхарт К., Рогоффа К. На этот раз все будет иначе. — М. : Карьера-Пресс, 2009.
4. Интернет-газета Джона Хуссмана Режим доступа: [www.hussmanfunds.com/weeklyMarketComment.html](http://www.hussmanfunds.com/weeklyMarketComment.html).
5. Arnaud Mares (Morgan Stanley Research), Sovereign Subjects: Ask Not Whether Governments Will Default, but How, 2010, August 25.
6. Arnaud Mares (Morgan Stanley Research), Sovereign Subjects: Ask Not Whether Governments Will Default, but How, 2010, August 25.

## **Глава 7**

1. R. A. Radford, The Economic Organisation of a P.O.W. Camp./ *Economica* 12, no. 48. 1945, November.
2. С речью можно ознакомиться по ссылке: [www.federalreserve.gov/BoardDocs/speeches/2002/20021121/default.htm](http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/speeches/2002/20021121/default.htm).

## **Глава 8**

1. Перевод на англ. Питера Бернхольца в книге *Inflation and Monetary Regimes: History, Economic and Political Relationships*. —

Northampton, MA: Edward Elgar, 2006.

2. Athanasios Orphanides and Simon van Norden, The Reliability of Output Gap Estimates in Real Time, 1999. Режим доступа: [www.neumann.hec.ca/pages/simon.van-norden/wps/realgap.pdf](http://www.neumann.hec.ca/pages/simon.van-norden/wps/realgap.pdf).
3. Charles I. Plosser, Output Gaps and Robust Policy Rules. — Европейский форум банкиров и финансистов в Чешском национальном банке 23 марта 2010 г. (г. Прага). Режим доступа: [www.philadelphiafed.org/publications/speeches/plosser/2010/03-23-10\\_european-banking-forum.cfm](http://www.philadelphiafed.org/publications/speeches/plosser/2010/03-23-10_european-banking-forum.cfm).
4. Ricardo Caballero, A Helicopter Drop for the Treasury, 2010, August 30. Режим доступа: [www.voxeu.org/index.php?q5node/5449](http://www.voxeu.org/index.php?q5node/5449).
5. Peter Bernholz, Inflation and Monetary Regimes: History, Economic and Political Relationships. — Northampton, MA: Edward Elgar, 2006.
6. Values of the most important German Banknotes of the Inflation Period from 1920–1923. Режим доступа: [www.sammler.com/coins/inflation.htm](http://www.sammler.com/coins/inflation.htm).
7. Max Shapiro, The Penniless Billionaires. — New York: New York Times Book Co., 1980. — p. 203.
8. Peter Bernholz, Inflation and Monetary Regimes: History, Economic and Political Relationships. — Northampton, MA: Edward Elgar, 2006. — p. 23.
9. Peter Bernholz, Inflation and Monetary Regimes: History, Economic and Political Relationships. — Northampton, MA: Edward Elgar, 2006.
10. См. доклад Бюджетного комитета конгресса The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2010 to 2020. — Appendix C.
11. Peter Bernholz, How Likely Is Hyperinflation?/The American. — 2010. — December 15. Режим доступа: [www.american.com/archive/2009/december-2009/how-likely-is-hyperinflation](http://www.american.com/archive/2009/december-2009/how-likely-is-hyperinflation)

## **Часть II**

1. Frederic Mishkin and Tryggvi Thor Herbertsson, Financial Stability in Iceland, 2006, May.

2. Michael Lewis, «Wall Street on the Tundra»/Vanity Fair.
3. Michael Pettis, Do Sovereign Debt Ratios Matter?/China Financial Markets. — 2010. — July 20. Режим доступа: <http://mpettis.com/2010/07/do-sovereign-debt-ratios-matter/>. Мы также очень рекомендуем прочитать книгу The Volatility Machine Майкла Петтиса, чтобы глубже разобраться в проблематике нашей книги.

## Глава 9

1. Pew Center for People and the Press, Gloomy Americans Bash Congress, Are Divided on Obama, 2010, March 18. Режим доступа: <http://people-press.org/report/598/healthcare-reform>.
2. Доклад Председателя ФРС Бена Бернанке Current Economic and Financial Conditions and the Federal Budget перед Бюджетным комитетом палаты представителей конгресса США (г. Вашингтон) 3 июня 2009 г. Режим доступа: [www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20090603a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20090603a.htm)
3. Доклад сотрудников МВФ в США за 2010 г., подготовленный отделом Western Hemisphere. Article IV. Консультация сотрудников отдела (при содействии сотрудников других отделов). Согласовано Николасом Айзаге и Тамимом Байюми, 2 июля 2010 г. Режим доступа: [www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10249.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10249.pdf).
4. Комитет по налоговой реформе в США, Национальный совет по исследованиям, Национальная академия государственного управления, Choosing the Nation's Fiscal Future. Режим доступа: [www.nap.edu/catalog/12808.html](http://www.nap.edu/catalog/12808.html).
5. Jon Hilsenrath, Quarterbacks Get Out 'Hail Mary' Economy Passes/Wall Street Journal. Режим доступа: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703988304575413320663573414.html>.
6. Congressional Budget Office, Federal Debt and the Risk of a Fiscal Crisis, 2010, July 27. Режим доступа: [www.cbo.gov/ftpdocs/116xx/doc11659/07-27\\_Debt\\_FiscalCrisis\\_Brief.pdf](http://www.cbo.gov/ftpdocs/116xx/doc11659/07-27_Debt_FiscalCrisis_Brief.pdf).

7. Niall Ferguson, Empires on the Edge of Chaos/Foreign Affairs. — 2010. — February 26. Режим доступа: [www.foreignaffairs.com/articles/65987/niall-ferguson/complexity-and-collapse](http://www.foreignaffairs.com/articles/65987/niall-ferguson/complexity-and-collapse).
8. Dennis Cauchon, Federal Workers Earning Double Their Private Counterparts/USA Today. — 2010. — August 13. Режим доступа: [www.usatoday.com/money/economy/income/2010-08-10-1Afedpay10\\_ST\\_N.htm](http://www.usatoday.com/money/economy/income/2010-08-10-1Afedpay10_ST_N.htm).
9. Elizabeth McNichol, Phil Oliff and Nicholas Johnson, Recession Continues to Batter State Budgets; State Responses Could Slow Recovery. — Center on Budget and Policy Priorities. Режим доступа: [www.cbpp.org/cms/index.cfm?fa5view&id5711](http://www.cbpp.org/cms/index.cfm?fa5view&id5711).
10. David Wilson, Soaring Federal Aid Bails Out U.S. States, Cities : Chart of Day, 2010, August 11. Цитируется по материалам сайта [www.ritholtz.com/blog/2010/08/bailout-nation-states-municipalities/](http://www.ritholtz.com/blog/2010/08/bailout-nation-states-municipalities/).
11. Mary Williams Walsh, State Debt Woes Grow Too Big to Camouflage/New York Times. — 2010. — August 29. Режим доступа: [www.nytimes.com/2010/03/30/business/economy/30states.html?\\_r51&pagewanted=51](http://www.nytimes.com/2010/03/30/business/economy/30states.html?_r51&pagewanted=51).
12. Laurence Kotlikoff, The US Is Bankrupt and We Don't Even Know It/Bloomberg News. — 2010. — August 11. Режим доступа: [www.bloomberg.com/news/2010-08-11/u-s-is-bankrupt-and-we-don-t-even-know-commentary-by-laurence-kotlikoff.html](http://www.bloomberg.com/news/2010-08-11/u-s-is-bankrupt-and-we-don-t-even-know-commentary-by-laurence-kotlikoff.html).
13. Martin Feldstein, The 'Tax Expenditure' Solution for Our National Debt/Wall Street Journal. — 2010. — July 20. Режим доступа: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704518904575365450087744876.html>.
14. Edmund Conway, Geithner Insists Chinese Dollar Assets Are Safe/The Telegraph. — 2009. — June 1. Режим доступа: [www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/5423650/Geithner-insists-Chinese-dollar-assets-are-safe.html](http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/5423650/Geithner-insists-Chinese-dollar-assets-are-safe.html).
15. David Stockman, 'Game Over' for the 30-Year Fiscal Wars/Politico. — 2010. — February 24. Режим доступа: [www.politico.com/news/stories/0210/33412.html](http://www.politico.com/news/stories/0210/33412.html).

16.

[www.dagongcredit.com/dagongweb/uf/Sovereign%20Credit%20Rating%20Report%20of%2050%20Countries%20in%202010](http://www.dagongcredit.com/dagongweb/uf/Sovereign%20Credit%20Rating%20Report%20of%2050%20Countries%20in%202010)

## **Глава 10**

1. Barry Eichengreen, The Euro: Love It or Leave It? 2010, May 4. Режим доступа: <http://Voxeu.Org/Index.Php?Q5Node/729>.
2. Michael Lewis, Beware of Greeks Bearing Bonds/Vanity Fair. — 2010. — October 1. Режим доступа: [www.vanityfair.com/business/features/2010/10/greeks-bearing-bonds-201010](http://www.vanityfair.com/business/features/2010/10/greeks-bearing-bonds-201010).
3. Мы настоятельно рекомендуем прочитать статью научного сотрудника Института экономики Леви Роберта Паренти на сайте [www.creditwritedowns.com/2010/03/leading-piigs-to-slaughter.html](http://www.creditwritedowns.com/2010/03/leading-piigs-to-slaughter.html). Статья достаточно длинная, но очень хорошо описывает дефляционное влияние государственного долга в еврозоне.

## **Глава 11**

1. Barclay Capital, The Emerging Market Weekly. Режим доступа: [www.scribd.com/doc/34764289/BarCap-The-EM-Weekly](http://www.scribd.com/doc/34764289/BarCap-The-EM-Weekly).

## **Глава 12**

1. Justin McCurry, Jap an Prime Minister Naoto Kan Warns of Greek-Style Public Debt Problems/Guardian. — 2010. — June 2010. Режим доступа: [www.Guardian.co.uk/Business/2010/Jun/11/Japan-Naoto-Kan-Debt-Warning](http://www.Guardian.co.uk/Business/2010/Jun/11/Japan-Naoto-Kan-Debt-Warning).

# ОТ АВТОРОВ

Мы бы хотели поблагодарить многих читателей и рецензентов этой книги, предоставивших по-настоящему ценные отзывы и замечания. Мартин Барнс из Bank Credit Analyst был особенно придирчив — именно он побудил нас проделать большой объем работы дополнительно и пересмотреть некоторые выводы. Эндрю Вайн, Дилан Грайс и Альберт Эдвардс сделали важные критические замечания. Лейси Хант оказал неоценимую помощь своими комментариями и предложениями касательно глав, посвященных проблемам дефляции и гиперинфляции. Симон Вайт из Variant Perception помог в подготовке глав по Великобритании, Восточной Европе и Австралии; кроме того, он принял активное участие в создании большинства графиков, представленных в книге. Дебора Ингландер и Келли О'Коннор из John Wiley & Sons оказывали нам содействие на протяжении всей работы над книгой — начиная с ее идеи и заканчивая выходом из печати. Клаус Вистесен и Эдвард Хьюг давали полезные рекомендации, особенно относительно демографии, а также помогли уладить многие проблемы еще до их возникновения.

# ОБ АВТОРАХ

Джон Молдин — известный финансовый консультант, автор нескольких бестселлеров, а также ведущий онлайн-комментатор по финансовым проблемам. Его еженедельник *Thoughts from the Frontline* стал одним из первых изданий, предоставлявших инвесторам бесплатную и непредвзятую информацию и рекомендации. Сегодня эта одна из самых широко распространяемых газет об инвестициях в мире переводится на китайский, испанский, итальянский языки. Джон Молдин регулярно выступает на телевидении и публикуется в известных общенациональных изданиях. Он президент компании *Millennium Wave Investments*.

Джонатан Теппер — писатель, предприниматель и инвестор. Он основатель и главный редактор консалтинговой компании *Variant Perception*, где работает целый ряд исследователей, занимающихся сбором и обработкой информации для банков, менеджеров, инвестиционных фондов и крупных частных инвесторов. Кроме того, Джонатан учредил *De motix* — сайт городских новостей и фотоагентство, а также совместно с фондом *Hinde Capital* основал хеджевый инвестиционный фонд.

- [1] [Биггс Б. Вышел хеджер из тумана...](#) — М. : Манн, Иванов, Фербер, 2010. — с. 349.
- [2] Основатель Действительного комитета Соединенных Штатов Европы, организации, целью которой было продвижение европейской интеграции, первый президент Европейского объединения угля и стали, предшественника европейского общего рынка. *Прим. ред.*
- [3] Далее в книге в скобках после местоимения «я» указывается имя автора, которому принадлежит приведенное высказывание. Если употребляется местоимение «мы», то речь идет об обоих авторах — Джоне и Джонатане.
- [4] 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.*
- [5] 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 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».
- [6] Рейнхарт К., Рогофф К. На этот раз все будет иначе. — М. : Карьера-Пресс, 2009.
- [7] Небольшой комментарий. У меня семеро детей, пятерых из них мы усыновили. Так сказать, довольно колоритная семья с детьми всех возрастов, от 16 до 33 лет. Дочь Тиффани управляет моим бизнесом, и, за исключением самого младшего сына, все дети живут отдельно. Четверо уже женаты (замужем) или помолвлены. Нелегко порой наблюдать за тем, как они стараются свести концы с концами, но мне, их отцу, есть чем гордиться. Ну а их рассказы о своих делах и проблемах их друзей помогают мне не отрываться от грешной земли.
- [8] Микки Мантл — американский профессиональный бейсболист, полевой игрок и защитник первой базы New York Yankees. *Прим. ред.*
- [9] Сорнетте Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков. Критические события в сложных финансовых системах. — М. : SmartBook, И-Трейд, 2009.
- [10] Некоторые люди (например, мой друг Мартин Барнс из ВСА) считают, что государственный долг никогда, по сути, не погашается — это эффект схемы Понци. Выйти из кризиса можно только в том случае, если предотвратить неконтролируемое раскручивание схемы Понци.
- [11] Многие помнят невероятную историю основателя FedEx Фреда Смита, который в первый год существования своей компании обнаружил, что ему не хватает денег на выплату заработной платы сотрудникам. Тогда он взял билет на самолет до Лас-Вегаса, поставил

на кон все, что у него оставалось, и, к собственному изумлению, выиграл 27 тыс. долл.; этого хватило, чтобы удержать бизнес на плаву. Вряд ли такой способ финансирования бизнеса можно назвать традиционным, зато эта история прекрасно иллюстрирует увлеченность и сумасбродство, характерные для настоящих предпринимателей. От 50 до 80% всех стартапов в США прекращают свое существование в течение пяти лет после основания (данные различаются в зависимости от источника). Видимо, Фред решил, что в Вегасе шансы получить необходимые деньги выше. Открытие своего бизнеса сопряжено со многими трудностями, и одна из основных — получение достаточного количества наличности.

[12] Придуманый американским ведущим шоу на радио Гаррисоном Кейлором. *Прим. ред.*

[13] Вот почему во всех математических моделях оговариваются исходные допущения относительно переменных, которые обеспечивают функционирование моделей, если не считать того, что их результат не слишком напоминает реальный мир, состоящий не из статических, а из динамических моделей.

[14] Небольшое отступление: именно поэтому мы считаем, что нынешние попытки ФРС печатать деньги для решения проблем окажутся неэффективными. 600 млрд долл. — не так уж много в масштабах глобальной экономики. Но если речь пойдет о 6 трлн, то мы обратим более пристальное внимание на эти действия.

[15] Кинделбергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и страхи. — СПб. : Питер, 2010.

[16] Фергюсон Н. Восхождение денег. — М. : Астрель, Corpus, 2010.

[17] Дочь Джона Тиффани и сын Генри, недавно взявшие ипотечные кредиты, наверняка категорически не согласятся с этим!

[18] PIGS — аббревиатура из первых букв названий этих стран на английском языке; напоминает английское слово pigs — «свиньи». *Прим. перев.*

[19] Термин не имеет общепринятого перевода на русский язык. *Прим. ред.*

[20] Франция, Япония, Великобритания, США и Германия. *Прим. перев.*

[21] По названию отеля «Плаза» в Нью-Йорке, где произошло это событие. *Прим. перев.*

[22] Выражаем благодарность Мэтту Клейну из компании Hudson Advisers за глубокий анализ ситуации.

[23] Так называют многочисленных розничных инвесторов. *Прим. ред.*

[24] Период в истории Голландии, когда спрос на луковицы тюльпанов начал превышать предложение, и этот товар достиг невероятной цены (особенно это относится к 1634–1637 гг.). *Прим. ред.*

[25] Вообще-то выход этой другой книги запланирован на 2014 г. Она будет называться «Волна тысячелетия» (The Millennium Wave) и будет написана Джоном Молдином при помощи и поддержке его друзей.

# Над книгой работали

Ответственный редактор *Наталья Шульпина*

Редактор *Татьяна Сковородникова*

Дизайн переплета *Ирина Дешалыт*

Верстка *Вадим Мартыновский*

Корректоры *Вита Галич, Юлия Жандарова*

Электронная версия книги подготовлена компанией

«Электронные Возможности»

[www.todigital.ru](http://www.todigital.ru)

# Максимально полезные книги от издательства «Манн, Иванов и Фербер»

Заходите в гости: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/>

Наш блог: <http://blog.mann-ivanov-ferber.ru/>

Мы в Facebook: <http://www.facebook.com/mifbooks>

Мы ВКонтакте: <http://vk.com/mifbooks>

Предложите нам книгу: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/predlojite-nam-knigu/>

Ищем правильных коллег: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/job/>