Павел Пикулев,
директор департамента исследования рынков, НБ «ТРАСТ»

Ловушка для КИТАЯ

С МОМЕНТА КОЛЛАПСА LEHMAN BROTHERS ОКОЛО ГОДА НАЗАД МЫ СЛЫШИМ РАЗГОВОРЫ О ГРЯДУЩЕЙ СМЕНЕ ПАРАДИГМ В РАЗВИТИИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ, О СМЕРТИ НЕФОРМАЛЬНОЙ СИСТЕМЫ ПОД НАЗВАНИЕМ BRETTON WOODS II (BWII), О ГРЯДУЩЕЙ ПОТЕРЕ АМЕРИКАНСКИМ ДОЛЛАРОМ СТАТУСА КЛЮЧЕВОЙ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ, КРИЗИСЕ ДОЛЛАРА И ДОЛЛАРОВЫХ АКТИВОВ И ПРОЧЕЕ.
ПРИЗНАЕМСЯ, МЫ САМИ БЫЛИ В ПЕРВЫХ РЯДАХ ПРИ ОБСУЖДЕНИИ ЭТИХ ПРОБЛЕМ, ПО КРАЙНЕЙ МЕРЕ В СФЕРЕ РУССКОЯЗЫЧНОЙ АНАЛИТИКИ. ТЕПЕРЬ, СПУСТЯ ГОД, ХОТЕЛОСЬ БЫ ПОДВЕСТИ НЕКОТОРЫЕ ИТОГИ.

Конечно же, помимо двух возможных вариантов всегда найдется третий, и реальность в очередной раз оказывается хитрее любых наших логических построений. Вот некоторые ключевые итоги первой годовщины коллапса Lehman:

• Беспрецедентные вливания ликвидности мировыми центральными банками и гигантские бюджетные дефициты сделали свое дело. Финансовая система ожила, экономика, с высокой степенью вероятности, стабилизирована, хотя путь к восстановлению обещает быть нелегким.

• Избыток ликвидности способствовал быстрому росту стоимости финансовых активов, повторной популяризации carry-trade на мировых рынках с долларом в качестве валюты фондирования и возобновлению роста мировых резервов.

• Курс доллара на мировых рынках ослабевает, однако процесс этот далек от той неупорядоченной коррекции, которой многие опасались.

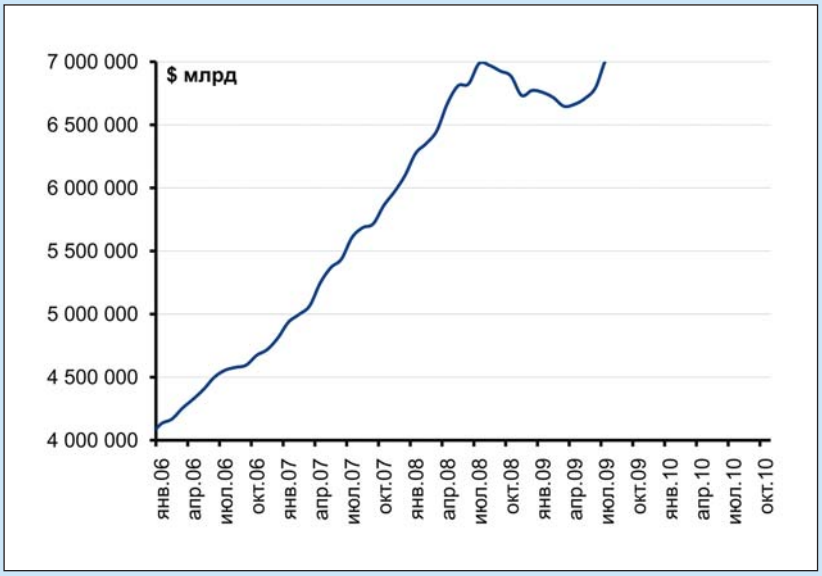
• Стабилизация системы произошла в рамках доминировавшей до кризиса экономической модели, и очень похоже, что система BWII скорее жива, чем мертва. По крайней мере, пока. Вопрос в том, надолго ли и чем закончится ее существование.

КРАТКИЙ ЭКСКУРС В BWII: ИЗБЫТОК СБЕРЕЖЕНИЙ И ГЛОБАЛЬНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ

Буквально все в экономике сводится к сбережениям и инвестициям, особенно если дело касается международных отношений. Одним странам хватает собственных сбережений, чтобы финансировать свои инвестиции, другим — в силу тех или иных причин — нет. Если своих сбережений не хватает, то приходится импортировать чужие. Отсюда возникает дефицит платежного баланса, который необходимо покрывать притоком капитала. Таким образом, на каждую страну, имеющую дефицит собственных сбережений, должна приходиться страна, у которой сбережения в избытке и которая согласна своими сбережениями делиться с другими странами.

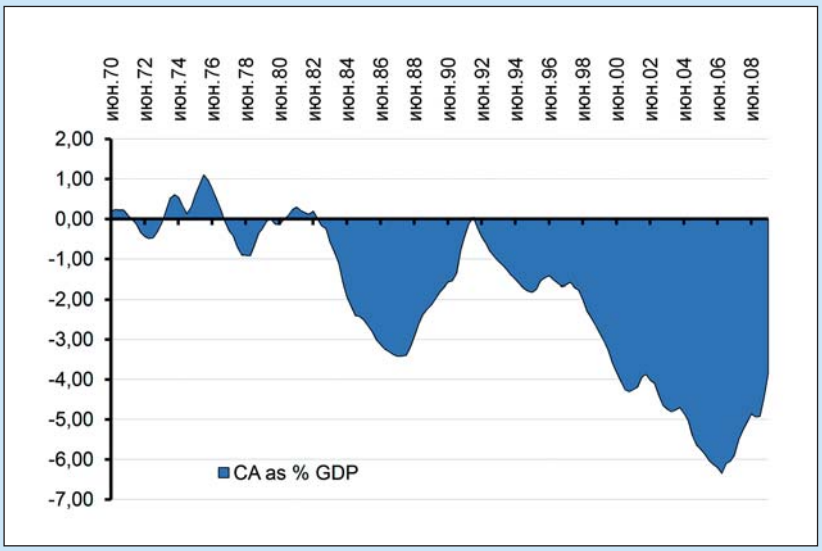
Буквально до конца XX века считалось, что в глобальной экономике сбережения «текут» сверху вниз, из стран с развитой экономикой, где отдача от инвестиций низка, на развивающиеся рынки, которые остро нуждаются в инвестициях и где можно ожидать от этих инвестиций более высокого дохода. Время от времени развивающиеся страны пресыщались заемными деньгами, и происходила болезненная коррекция завышенных ожиданий инвесторов в соответствии с приземленной реальностью. Такие коррекции выливались в периодические кризисы, из которых нам наиболее памятен азиатско-российский кризис 1997–1998 годов.

График 1. Совокупные мировые золотовалютные резервы



Источник: Bloomberg

График 2. Дефицит счета текущих операций США



Источник: Bloomberg

С наступлением XXI века ситуация вдруг изменилась, и глобальные сбережения неожиданно для всех потекли снизу вверх, или, как говорят наши иностранные коллеги, uphill. Бедные развивающиеся страны вдруг начали снабжать своими сбережениями богатые развитые, в первую очередь США, чей дефицит счета текущих операций раздулся до 6% ВВП. Благодаря этому в США случился знаменитый «гринспеновский» Conundrum низких ставок, кредитный бум и все последующие небезызвестные события.

Причин, по которым сбережения вдруг потекли вверх «по холму», находят несколько. Во-первых, вероятно, сыграла свою роль неразвитость внутренних финансовых рынков развивающихся стран, которая не позволяла эффективно превращать местные сбережения в инвестиции, а посему сбережения искали другие места «парковки». Во-вторых, наученные горьким опытом кризиса 1997–1998 годов развивающиеся страны осознали важность наличия некой «подушки безопасности», которую следует хранить пусть и в низкодоходных, но в безопасных активах. Ну и в-третьих, что, пожалуй, самое важное, нетипичной направленности потока сбережений способствовала выбранная развивающимися странами экспортно-ориентированная модель роста, базирующаяся на привязке национальных валют к доллару США на заниженном уровне. Эта модель заставляла центральные банки развивающихся стран непрерывно скупать доллары, чтобы поддерживать курс национальных валют искусственно низким. В результате они аккумулировали значительные валютные резервы, которые также требовали размещения.

Постоянный приток дешевых денег из развивающихся стран позволил «дефицитным» странам нарастить потребление за счет дешевого кредита и импортировать дешевые товары из развивающихся стран. В результате «профицитные» страны (прежде всего Китай) беспрерывно аккумулировали резервы, «дефицитные» страны (прежде всего США) зеркально накапливали долги. Так появилась система глобальных дисбалансов, или BWII.

BWII И КРИЗИС: ПАЦИЕНТ ВОСКРЕС

Взаимосвязь BWII и кризиса сейчас весьма популярная тема для изысканий. Связь, вероятнее всего, есть, однако, провозглашая смерть BWII в результате кризиса (или кризис в результате смерти BWII?), мы, похоже, поторопились. Предполагается, что раздуванию ипотечного и иных пузырей способствовала не только сверхмягкая денежно-кредитная политика предыдущего главы ФРС, но и давление сверху избытка сбережений (global saving glut) на процентные ставки по качественному долгу, которые заставляли рыночных участников искать доходность в других местах — в частности, в более рискованном кредитовании, злоупотреблении «левериджем» и так далее.

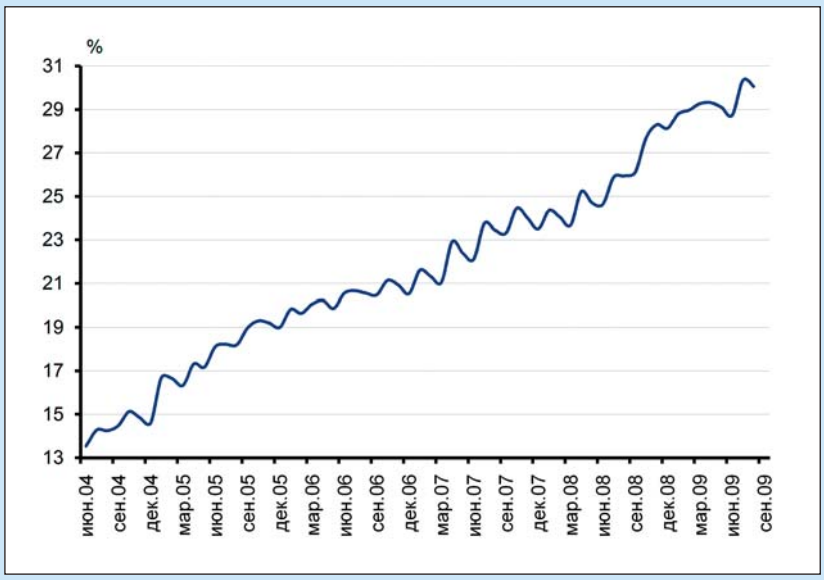
Тем не менее, вопреки ожиданиям, на данный момент складывается впечатление, что кризис привел лишь к краткосрочному сбою системы, а не окончательному выходу ее из строя. Как только финансовые рынки вновь начали работать после сентябрьского «блэкаута» и бегство в качество прекратилось, каждый занялся привычным делом. Финансовые институты, пользуясь дешевым фондированием от центральных банков, вновь начали наращивать риски на балансах. Центральные банки развивающихся стран вновь скупают валюту, чтобы удержать курсы своих валют от укрепления, и накапливают резервы. США пытаются стимулировать потребление, и с высокой степенью вероятности процесс сокращения дефицита счета текущих операций США во втором полугодии приостановился. Как будто кризиса и не было вовсе, только вот бонусы банкирам хотят ограничить.

Вопрос, как всегда, один: «Что дальше?» Живем в счастье и здравии до нового, еще более сильного пожара, который будем тушить более масштабными вливаниями ликвидности?

ОТ BWII К «КИМЕРИКЕ»

Неслучайно, говоря о дефицитных странах, мы подразумеваем США, а говоря о странах с избытком сбережений, мы имеем в виду Китай, хотя среди дефицитных стран присутствуют и Великобритания, и Испания, и большая часть стран Восточной Европы. К профицитным же странам можно отнести нефтедобывающие, в том числе и Россию. Тем не менее, с годами статисты, похоже, постепенно выбывают из игры, и на сцене остается лишь пара главных героев. По крайней мере, падение цен на нефть и отток капитала сделали накопление резервов нефтедобывающими странами более проблематичным. Chimerica — так назвали эту картину в 2006 году историк Ниал Фергюссон и экономист Мориц Шуларик. Взаимные объятия Китая и США становятся все крепче, и не похоже, чтобы кризис здесь многое изменил. По крайней мере, График 3 демонстрирует феноменальную стабильность.

График 3. Доля Китая в мировых резервах



Источник: Bloomberg

Американское потребление все больше финансируется китайскими сбережениями, и у многих (в том числе у нас) все больше складывается впечатление, что будущая мировая финансовая (а может и не только!) архитектура будет определяться решениями именно этой «парочки».

ИСТОРИЧЕСКАЯ ЛОВУШКА

В центре экономических взаимоотношений Китая и США находятся и валютные резервы Китая, и валютный курс. И интересы каждой из двух сторон в отношении этих двух предметов противоречивы, что серьезно осложняет проблему и снижает шансы на безболезненный развод в будущем.

Китай хочет невозможного, одновременно желая и иметь привязанный к доллару США на заниженном уровне курс юаня, и обезопасить свои резервы от риска долларового кризиса. Привязка курса юаня к доллару автоматически ведет к росту объемов долларовых резервов, и от этого никуда не деться, по крайней мере добровольно.

США хотят невозможного, когда рассчитывают на высокий китайский спрос на Treasuries для финансирования своих рекордных дефицитов и одновременно требуют от Китая отказаться от заниженного валютного курса. Отказ Китая от привязки юаня будет автоматически означать возникновение проблем у США с финансированием дефицитов.

Таким образом, обе страны хотят разорвать объятия, однако ни одна не может этого сделать, не пожертвовав чем-то важным.

Исторический опыт свидетельствует о том, что подобный вид отношений вряд ли закончится хорошо для обеих сторон. Очень вероятно, что США и Китай будут находиться в плену взаимной зависимости, пока система не рухнет сама собой вопреки их обоюдному желанию.

Оливер Аккоминотти пишет, что нынешняя ситуация с резервами Китая очень напоминает ту, в которой оказалась Франция в начале прошлого века. В 1926 году Франция решила привязать курс франка к курсу фунта стерлинга на заниженном уровне, чтобы занизить внутренние цены и издержки и сделать французскую продукцию более конкурентоспособной на мировых рынках.

Результат не заставил себя ждать. В течение последующих нескольких лет Франция наслаждалась профицитом торгового баланса и притока капитала, а скупаемая валюта накапливалась в резервах, и к концу 20-х годов Франция аккумулировала около половины объема мировых международных резервов. Стоит отметить, что в период между мировыми войнами активно росла роль валютных резервов, большая часть которых приходилась на фунты и доллары, а доля золота в резервах снижалась, однако оставалась доминирующей. На пике, в 1929–1930 годах, доля валюты в мировых резервах, по данным Лиги Наций (цитируют Барри Эйкенгрин и Марк Фландрэ), достигала 36%, однако после начала Великой депрессии, сопровождавшейся рядом валютных кризисов, доля валюты в мировых резервах упала до 8% в 1932 году.

Так или иначе, все развивалось благополучно до начала 30-х годов. Потом все изменилось. Начало Великой депрессии спровоцировало отток капитала и атаку спекулянтов на фунт, которые требовали от Банка Англии менять валюту на золото по фиксированному курсу в рамках существовавшего тогда золотого стандарта. Испытывая сомнения в способности Банка Англии сохранить контроль над ситуацией, Франция попыталась начать снижать долю фунта в резервах в пользу доллара, однако в 1930 году получила от Великобритании обвинения в том, что использует свои резервы с целью ослабить фунт.

Как бы то ни было, Банк Франции быстро осознал свою ошибку — он находился в «стерлинговой» ловушке, попытка выбраться из которой сулила еще большие потери. Пытаясь исправить ситуацию, Франция резко изменила политику, перестала избавляться от фунтов и даже вернулась к интервенциям с целью поддержать курс британской валюты. Однако ситуация уже вышла из-под контроля. В сентябре 1931 года золотые резервы Банка Англии истощились, фунт был отвязан от золота и девальвирован, а Банк Франции оказался техническим банкротом и был спасен лишь с помощью государства.

После того как спекулянты обрушили фунт, они обратили свое внимание на доллар, однако Федеральный Резерв смог удержать привязку доллара к золоту, серьезно повысив процентные ставки. Обратной стороной этого решения стало усугубление Великой депрессии. В итоге США отказались от золотого стандарта и девальвировали доллар лишь с приходом к власти Рузвельта в 1933 году.

ПОД ДАВЛЕНИЕМ ОБСТОЯТЕЛЬСТВ

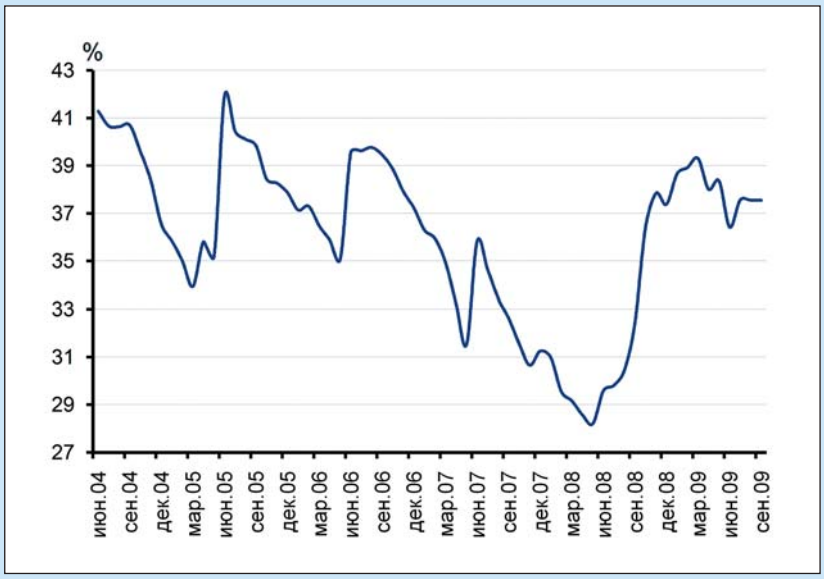
Исторический опыт дает нам несколько ценных уроков.

Во-первых, он свидетельствует, что крах подобных отношений случается не добровольно, а под давлением внешних обстоятельств.

Во-вторых, ретроспектива проливает свет на то, почему Китай неактивно продвигает тему диверсификации резервов, а наоборот, с лета 2008 года нарастил вложения в Treasuries, тогда как до этого доля UST в резервах Китая неуклонно падала. Впрочем, последнее, вероятно, объясняется еще и тем, что в период банковского кризиса Китай опасался доверять свои резервы кому бы то ни было, кроме Казначейства США.

В-третьих, становится очевидным, что от долларового кризиса вряд ли выиграют другие валюты. В 30-е годы прошлого века доллар едва не пал следующей после фунта жертвой. И на этот раз главному конкуренту доллара — евро — вряд ли удастся стать «безопасной гаванью». Видимо, вновь выиграет золото или случится серьезная инфляция активов. Однако стоит помнить, что роль золота в современном мире гораздо меньше, чем 80 лет назад, и его просто физически не хватит, чтобы удовлетворить инвестиционный спрос. Впрочем, это может говорить лишь о том, что в случае долларового кризиса цена золота может взлететь в разы выше, чем предрекают сейчас самые оптимистичные прогнозы.

График 4. Доля US Treasuries в Китайских резервах



Источник: Bloomberg

Остается открытым вопрос о том, какие внешние обстоятельства могут заставить BWII или Кимерику пасть. Фунт пал жертвой нестабильности, которая охватила мир во время Великой депрессии. Кимерика же, на первый взгляд, нынешний кризис пережила. Или все же нет?

И ВНОВЬ К БЮДЖЕТНЫМ ДЕФИЦИТАМ

Неслучайно множество экономистов мировой величины (Гринспен, Стиглиц, Сорос и другие) говорят о важности проблемы бюджетных дефицитов. Пытаясь поддержать экономику, развитые страны обретают взамен слишком большой груз долгов. Проблему суверенного долга надо решать, иначе не за горами тот день, когда правительства развитых стран утратят доверие инвесторов, что сулит дестабилизацию долговых рынков и череду валютных кризисов.

На наш взгляд, проблема суверенного долга является главной угрозой, которая может положить конец Кимерике. Бюджетный дефицит США с высокой степенью вероятности будет исчисляться триллионами долларов в течение ближайших нескольких лет, соответственно, пропорционально вырастет и эмиссия Treasuries. Способность же Китая генерировать резервы, вероятно, снизится на фоне сжатия мировой торговли и большей ориентации китайской экономической политики на внутреннее потребление. В такой ситуации в спросе на Treasuries все большую долю будут занимать международные финансовые институты с крайне непостоянными интересами. Если эти инвесторы вдруг утратят доверие к доллару или правительству США, Штаты и Китай, скорее всего, мало что смогут им противопоставить. Китай окажется в той же ситуации, что Франция в начале прошлого столетия.

КРЕАТИВНЫЙ БЕРНАНКЕ

Для того чтобы понять глубинную логику действий ФРС в ходе нынешнего кризиса, крайне полезно почитать доклады Бена Бернанке до его вступления в должность главы ФРС. В нашем случае особенно интересен доклад от 2 марта 2004 года, Money, Gold and the Great Depression. В этом докладе Бернанке, ссылаясь на книгу Милтона Фридмана и Анны Шварц от 1963 года A Monetary History of the United States, 1867–1960, говорит, что в ходе Великой депрессии ФРС совершила несколько фатальных ошибок, в числе которых:

- **Неоправданное повышение ставок в 1931 году в попытке спасти привязку доллара к золоту**. Попытка удержать доллар от падения усугубила банковский кризис, сжатие денежного предложения и экономический спад.
- **В 1932 году ФРС смягчила денежно-кредитную политику под давлением Конгресса, однако смягчение было недостаточным**. Тогда управляющие ФРС ошибочно полагали, что номинально низкие процентные ставки автоматически подразумевают мягкую денежно-кредитную политику. В действительности же она не была мягкой. В условиях дефляции заемщикам приходилось возвращать займы в долларах по более высокой стоимости, из-за этого реальные процентные ставки оставались очень высокими.
- Третьей ошибкой, по мнению Фридмана и Шварц (а также Бернанке), стало **игнорирование проблем в банковской системе**. Коллапс банковской системы оказал серьезный негативный эффект на денежное предложение и экономику.

Спустя несколько лет Бернанке представился шанс из тех, что выпадают раз в столетие, чтобы исправить ошибки прошлого и переиграть Великую депрессию. И Бернанке не колебался: серией беспрецедентных мер зарождающийся в банковской системе кризис был купирован. Таким образом, Бернанке избежал третьей ошибки, которую совершила ФРС в прошлом веке.

Бернанке постарался избежать и второй ошибки. На этот раз ФРС не остановилась, опустив ставки до нуля, а начала масштабную программу по выкупу ипотечных облигаций и Treasuries, которая в сочетании с мерами по поддержке банковской системы за год увеличила денежную базу вдвое. Благодаря этому удалось избежать серьезного сокращения M2.

Исправлять третью ошибку пока не пришлось. Благодаря тому что сбережения сейчас текут «вверх по холму», доллар укрепился самостоятельно. Однако, на наш взгляд, пока Бернанке стоит у руля (в случае если доллару будет грозить кризис), крайне маловероятно, что ФРС будет спасать доллар, повышая ставки. Более вероятно обратное: если рынку американского госдолга будет угрожать кризис доверия инвесторов и будет существовать угроза бесконтрольного роста ставок, то, скорее всего, ФРС резко увеличит скупку активов, принося в жертву курс доллара и интересы кредиторов ради стабильности финансовой системы. При нынешнем избытке свободных мощностей это можно сделать без серьезных инфляционных последствий. В этом плане Китаю не на что рассчитывать.

ИСТОРИЯ ПРОДОЛЖАЕТСЯ

Изучение опыта прошлого и мнений современных экономистов, в том числе и тех, что сейчас определяют политику, приводит нас к выводу, что Китай и США будут оставаться в объятиях друг друга, пока внешние обстоятельства не положат конец этому союзу. К большому сожалению, крайне маловероятно, что его распад будет безболезненным для мировой финансовой системы. На первый взгляд, союз Китая и США пережил нынешний кризис, однако история еще не закончена. В ближайшие годы Кимерика должна пройти испытание высоким абсолютным уровнем долга США. Если Кимерика все же рухнет, то Китаю не стоит рассчитывать на то, что Штаты будут проводить экономическую политику, хоть сколько-нибудь учитывающую его интересы. Вероятнее всего, в конечном итоге Китаю придется оплатить тяжесть коррекции мировых дисбалансов из своего кармана в полном объеме. Китайскому правительству стоит заранее смириться с грядущим обесценением долларовой части своих резервов. Пусть и произойдет это если не сегодня, так через 10 лет.