«Куда же, в конце концов, делись деньги, изобилие которых толкало мировую экономику стремительными темпами вперед во времена Алана Гринспена?» — такой вопрос был задан мне в разгар кризиса, памятной осенью 2008 года. Вопрос, обезоруживающий своей наивностью. Когда-то на подобный вопрос Борис Николаевич Ельцин ответил с не менее подкупающей простотой: «А черт его знает, куда они делись…»

Чем лучше Калифорния?

НИКОЛАЙ КАЩЕЕВ,
начальник аналитического отдела казначейства, Сбербанк

В случае с деньгами Алана Гринспена все было иначе. Их просто не было. В том смысле, что денежная база (или же, для простоты восприятия, активы ФРС) во времена его председательства росла — с некоторыми отдельными отклонениями — вполне заурядными, особенно по нынешним временам, темпами. С 1995 по 2005 год рост составил около $300 млрд, это 60% по номиналу. За тот же период денежная масса М2 — то есть то, что банки с помощью своей ссудной активности производят из «сырья», из изначального предложения, денежной базы — выросла с $3.6 трлн до $6.8 трлн, то есть на 90%, в 1.9 раза. За это же время номинальный ВВП США вырос на $5.2 трлн, или на 70%.

Как изменился мир под управлением Бена Бернанке во время кризиса! Денежная база возросла с середины 2008 года по настоящее время с $0.83 трлн до $2.1 трлн, тогда как денежная масса М2 — с $7.8 трлн до $8.5 трлн. Показатели денежной базы и денежной массы словно поменялись местами: неудивительно, так как денежный мультипликатор — показатель ссудной активности банковской системы — рухнул по мере развертывания деленереджа, сопровождавшегося схлопыванием теневой банковской системы и уходом банков в кэш. При этом, как вы, вероятно, знаете, с 2006 года американцы не рассчитывают более широкий показатель спроса на деньги, монетарной активности — М3, включающий так называемые «евродоллары» и активы денежных фондов, — показатель, который был явно гораздо более волатильным, чем М2, и мог бы проиллюстрировать кое-что интересное в дополнение к указанной картине.

«Деньги Гринспена» — в значительной степени миф. Что делал Алан Гринспен, так это вел очень активную контрциклическую политику, одновременно удерживая инфляцию на приемлемом уровне. Как ему, вероятно, казалось (теперь-то, конечно, все задним умом крепки). Однако проблема была в том, что мир уже тогда стал несколько иным: почти никто не видел, как тучи сгущались над химерой так называемой «постиндустриальной» экономики. Возможно, конечно, что председатель ФРС чего-то недопонимал… Да он и сам с обезоруживающей откровенностью говорил о conundrum, одном парадоксе: его классические методы управления экономикой не могли объяснить, почему ставки на дальнем конце кривой не следуют за ближним концом, управляемым ставкой ФРС. Она росла, чтобы охладить экономику и предотвратить инфляцию, а дальний конец оставался низким до того, что кривая в конце концов перевернулась, ускорив наступление кредитного коллапса. Правда, цены на недвижимость начали падать к тому моменту и без помощи ФРС.

Впрочем, Алан Гринспен довольно быстро нашел ответ на свою загадку: парадокс ставок, по его тогдашнему мнению, был вызван покупками центральными банками профицитных стран американских активов. Богатевшие иностранцы в лице некоторых центральных банков, фондов национального благосостояния и госкорпораций делали обильные сбережения в американских активах. Некое ощущение дискомфорта уже тогда владело некото-

рыми экономистами, чей дурной нрав, вызванный, возможно, либо больной печенью, либо тягой к популярности в массах, мешал, однако, воспринимать их сварливые окрики всерьез. США и профицитные страны образовали, обнявшись, танцующий круг, вокруг которого весело роились еще одни участники затянувшейся вечеринки, которых забыл упомянуть Гринспен: представители теневой банковской системы — инвестбанки, неподотчетные ФРС, хедж-фонды, а также всякие внебалансовые бастарды традиционных банков, компании, призванные выпускать на свое имя разные затейливые инструменты. Эта пестрая пляска определенно радовала и завораживала пожилого председателя ФРС, подобно тому, как шумная молодежь, к появлению которой на свет имеет некоторое отношение подслеповато глядящий на нее дедушка, умиляет последнего.

Когда же клубящаяся молодежь утомилась и почувствовала некоторые признаки абстинентного синдрома (проще говоря, похмелье), следующий председатель ФРС прибег к хорошо знакомому моим соотечественникам средству: поднес попадавшим на пол танцорам похмелиться. Наиболее уставшим была поставлена капельница. Часть молодежи поднялась, приободрилась и вновь закружилась в танце (см. динамику S&P500), а танцующие в середине гранды (США и профицитные страны) сами себя освежили (и что-то себе вкололи, кажется) и продолжили топтаться, не размыкая объятий. Только теперь, посматривая друг на друга не столько с любовью и надеждой, сколько с некоторым подозрением и раздражением, они думают: не замышляют ли партнеры сделать что-то нехорошее и подлое с валютным курсом? Или с международной торговлей? Или, наоборот, самым гнусным образом бездействовать, не делать ничего, не предпринимать того, чего ждут от них, столь необходимого для всей остальной дискотеки? Впрочем, музыка играет, и лазерные лучи все еще мелькают, и чем громче играет диджей, тем активнее двигаются недавно еще почти падавшие танцоры…

Смысл воздействия Алана Гринспена на глобальную экономику — наших танцоров — в том, что он обеспечил новую инфраструктуру перемещения ресурсов по миру необходимым ей средством, причем не прибегая к эмиссии. Речь идет о долговременной возможности фондирования под низкую ставку, о том, что называется ролловер. Усилиями ФРС трехмесячный LIBOR USD держался ниже инфляции с 2002 по 2005 год! Одновременно г-н Гринспен способствовал разрастанию самой инфраструктуры перемещения капитала, предпочитая не вмешиваться в ее деятельность и не ограничивать ее, в частности, в том, что называлось финансовыми инновациями. Такая политика имела, безусловно, оборотную сторону: разубедив домохозяйства сберегать (кроме всего прочего, из-за низких ставок), ФРС снабдило финансовую систему дополнительными ресурсами и еще шире открыло рынок кредитования, низкие ставки и инновации изрядно притупили ощущение риска у инвесторов, а быстрый рост сбережений у профицитных стран еще больше вывел денежную сферу из-под контроля г-на Гринспена. На самом деле, развивающиеся рынки должны молиться на патриарха ФРС: благодаря ему они стали главными бенифициарами глобализации. Почему? Как минимум по трем причинам. Во-первых, из-за быстрого (экстенсивного, конечно) роста экономики. Во-вторых, из-за того что постиндустриальная экономика оказалась в значительной степени блефом — безжизненным муляжом, если не снабдить его вполне материальными объектами: микросхемами, жидкокристаллическими панелями, двигателями, проводниками, металлическими конструкциями, горючим и прочим. В-третьих, развивающиеся рынки в своей значительной части оказались недостаточно развитыми, чтобы вкусить все прелести кредитной экспансии. Она еще только разворачивалась на этом фронте.

Когда-то мы подсчитали — в шутку, конечно, — что если Китай желает достигнуть такого же уровня прямых инвестиций на душу населения, как страны ОЭСР, то его совокупная инвестиционная емкость превышает $50 трлн — более четырех экономик США. Сегодня поведение глобальных инвесторов выглядит так, словно они прониклись задачей насыщения КНР — и не только КНР — максимально возможным

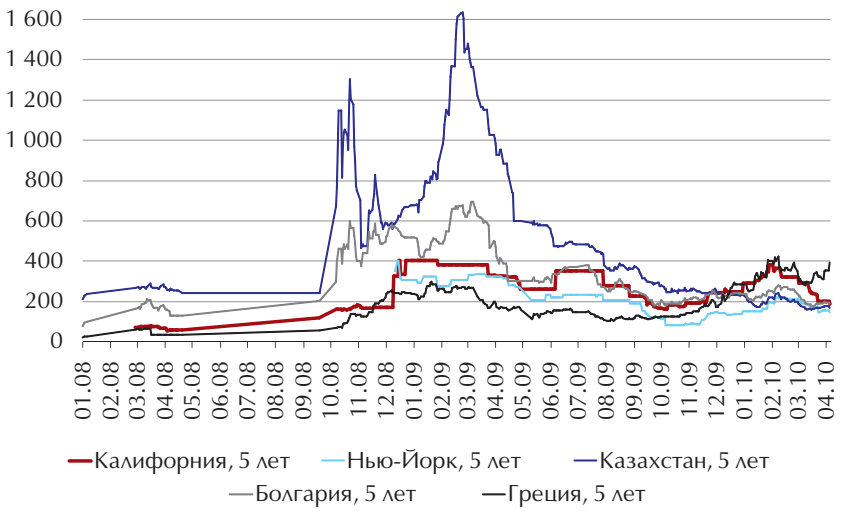

Рисунок 1
CDS Калифорнии и ее обидчиков. А также в качестве примера — штата Нью-Йорк и Греции

США И ПРОФИЦИТНЫЕ СТРАНЫ ОБРАЗОВАЛИ, ОБНЯВШИСЬ, ТАНЦУЮЩИЙ КРУГ, ВОКРУГ КОТОРОГО ВЕСЕЛО РОИЛИСЬ ЕЩЕ ОДНИ УЧАСТНИКИ ЗАТЯНУВШЕЙСЯ ВЕЧЕРИНКИ: ПРЕДСТАВИТЕЛИ ТЕНЕВОЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ — ИНВЕСТБАНКИ, НЕПОДОТЧЕТНЫЕ ФРС, ХЕДЖ-ФОНДЫ, А ТАКЖЕ КОМПАНИИ, ПРИЗВАННЫЕ ВЫПУСКАТЬ НА СВОЕ ИМЯ РАЗНЫЕ ЗАТЕЙЛИВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

объемом инвестиций. Почти что «мазохистическая» идея о том, что страны ОЭСР застряли надолго в грязной и глубокой колее делевереджа, прекрасно ложится на представление о том, что КНР догонит и перегонит ОЭСР уже при жизни нынешнего

Рисунок 2
CDS Калифорнии, Казахстана, Болгарии, Греции и Нью-Йорка (при ближайшем рассмотрении)

поколения. Бывшие (бывшие?) инвестбанки усердствуют в такого рода прогнозах; даже если кое-кто изменяет состав БРИК, в кандидатах на роль свергателей США с пьедестала недостатка нет: Индонезия, например, одна из первых на очереди.

В итоге в 2009 году кредит в США сократился нетто примерно на $440 млрд, в том числе «классические» займы во всех секторах экономики — на $770 млрд, ипотечный кредит — на $300 млрд, потребительский кредит — более чем на $110 млрд. Зато более чем на $1440 млрд вырос объем US Trys — государственных заимствований. При этом объем иностранных акций у ПИФов, финансовых организаций и физических лиц – резидентов США увеличился почти на $900 млрд. В то же время, важнейшим ресурсом для carry trade, для операций с плечом остается низкая процентная ставка. Нет никакого сомнения, что большие позиции в активах развивающихся стран и сырьевых товарах открывались благодаря очень дешевому долларовому фондированию. ZIRP (zero interest rate policy), несомненно, представляет величайшую новую возможность еще раз надуть пузыри в активах развивающихся стран — новой инвестиционной мании, охватившей глобальных инвесторов. Ну да бог с ними, ибо теперь-то они уж точно должны знать, что творят… А вот отмена ZIRP является огромной угрозой для восстановления экономики, ибо эта экономика пока не избавилась от своего старого двигателя: он, казалось, дал сбой в 2008 году, как говорят — «стуканул», но его еще не вполне заклинило, и правдами и неправдами этот двигатель заставляют крутиться дальше.

> ЕСЛИ КИТАЙ ЖЕЛАЕТ ДОСТИГНУТЬ ТАКОГО ЖЕ УРОВНЯ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ НА ДУШУ НАСЕЛЕНИЯ, КАК СТРАНЫ ОЭСР, ТО ЕГО СОВОКУПНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ЕМКОСТЬ ПРЕВЫШАЕТ $50 ТРЛН — БОЛЕЕ ЧЕТЫРЕХ ЭКОНОМИК США

Не так давно американцы — в эдаком мазохистическом порыве — попытались найти Грецию на своей территории. Таковой чуть не стала Калифорния — штат, в котором располагается, к слову сказать, пресловутая Кремниевая долина. Представители Калифорнии возопили: каким образом, вопрошали они, случилось так, что наши CDS показали больший спред, чем Болгария, Казахстан и Хорватия (и еще несколько других развивающихся стран)? В самом деле, каким?

Насколько справедливы претензии Калифорнии?

Подробнее о некоторых действующих лицах в Таблице 1.

Мда… Желающие с легкостью найдут базовую информацию о бюджетном устройстве федеративного государства США. Скажем лишь, что основу бюджетов отдельных штатов составляют следующие статьи: налог с оборота и акцизы, подоходный налог с физлиц (дополнительный налог к федеральным 2–10%), налог на прибыль корпораций (дополнительный к федеральному), прочее: налоги на дарение, имущественный налог и другие. Основные расходы: образование (главное — ВУЗы), социальные нужды, здравоохранение, строительство мостов и автодорог, содержание правоохранительных органов. Плюс, разумеется, обслуживание долга. При этом штаты располагают большими возможностями корректировать свою налоговую политику, имеют разветвленную систему различных фондов (обычно есть общий фонд бюджета, фонд капитальных операций, фонд обслуживания долга, создаются трастовые фонды для осуществления, например, инфраструктурных проектов и т. д.). Штаты иногда перераспределяют деньги между фондами с целью покрытия дефицита какого-либо из них. Финансовые операции с долгом и временно свободными средствами, как мы знаем, могут включать весь набор инноваций, которые предлагает глобальная финансовая система. Что, конечно, в последнее время вызывает особые подозрения.

В 2008 году Калифорния, между прочим, восьмая по размеру экономика мира, испытала резкое снижение поступлений некоторых видов важных для нее налогов: налогов с прироста капитала и с продаж. В то же время, расходы, естественно, скакнули — в связи с необходимостью стимулирования экономики. В частности, за это она имеет самый низкий кредитный рейтинг среди штатов.

Проблема экономики Калифорнии, од-

нако, не вполне типичная для Америки, а отдаленно напоминает проблемы некоторых государств, экономика которых является слабо диверсифицированной. Более 55% общих доходов бюджета штата в 2008 году было получено от налога на доходы физических лиц и прирост капитала, в то время как примерно половина этой суммы, в свою очередь, приходится… на налоги от 1% наиболее богатых граждан (http://www.stateline.org). В корне этих проблем — чрезмерно прогрессивная шкала налогообложения. В то же время, в Калифорнии сложно провести налоговую реформу, так как она — один из трех штатов, где для изменения бюджета необходимо «конституционное большинство». События вокруг долга Калифорнии подстегнул тот факт, что в мае 2009 года жители штата отвергли предложенные меры по сокращению дефицита бюджета — а их голосование является необходимым условием для применения некоторых бюджетных мер.

В штате и раньше нередко образовывались кассовые разрывы из-за того, что все основные расходы делались в начале финансового года, а поступления приходили во второй его половине: когда было легко занимать деньги для покрытия этого разрыва, особых проблем не возникало. Теперь ситуация изменилась. Резервный фонд штата оказался мал: 5% так называемого «общего фонда» согласно закону не хватало для создания необходимой подушки. И наконец, у штата была архаичная налоговая система, ориентированная — подумать только! — на производство товаров и покупки в магазинах, тогда как покупки, например, американцы стали активно совершать через Интернет.

Однако одного взгляда на цифры из сопоставления, приведенного выше, достаточно, чтобы понять: некоторые спреды выглядят не иначе как следствиями известной инвестиционной мании. «Не следует преувеличивать проблемы (Калифорнии)», — говорят уже и некоторые инвестиционные фонды, цитируемые, например, http://gulfnews.com. Долг Калифорнии покупается. В том числе иностранными инвесторами — события в зоне евро несколько остудили горячие головы. США, в отличие от еврозоны, единое федеративное государство, и уж что-что, а извлекать уроки оно умеет. Например, из кризиса 1840-х годов, когда восемь штатов объявили дефолт на фоне отказа федерального правительства помочь им, и тогда общеамериканская рецессия только углубилась. «Европа должна учиться тому же», — пишет http://www.newyorker.com.

Но как бы то ни было, все это отнюдь не мешает Казахстану и Болгарии иметь несколько меньший спред, чем Калифорния, потребности которой во внешнем финансировании оцениваются в $18 млрд в течение нескольких следующих лет. Справедливо это или нет? Объективен ли рынок CDS сейчас? Ведь, как мы слышали, он был не всегда объективен ранее. Посмотрим, когда ставки в США начнут расти. Но нам сейчас отчего-то кажется, что не вполне объективен.

«ZIRP, НЕСОМНЕННО, ПРЕДСТАВЛЯЕТ ВЕЛИЧАЙШУЮ НОВУЮ ВОЗМОЖНОСТЬ ЕЩЕ РАЗ НАДУТЬ ПУЗЫРИ В АКТИВАХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН»

Таблица 1
Основные макроэкономические показатели Казахстана, Болгарии, некоторых американских штатов

		Казахстан		Болгария		Калифорния	Техас	Нью-Йорк
		2008	2009	2008	2009	2009*	2009*	2009*
Рейтинг S&P		BBB-		BBB		A-	AA+	AA
Номинальный ВВП	$ млрд	135	109	50	47	1.847	1.224	1.145
ВВП на душу населения	$	8.521	6.806	6.539	6.102	42.696	38.575	48.086
Реальный ВВП	изм., %	3.2	1.0	6.0	-5.0		-2.4	
Доля промышленности в ВВП	%	41	41	24	24	13	16	6
Доля с/х в ВВП	%	5	6	6	6	-	-	-
Инфляция за период	%	9.5	6	7.8	0.6		2.7	
Экспорт	$ млрд	71	43	22	16	134	163	57
Импорт	$ млрд	31	34	35	22			
Торг. баланс	$ млрд	33	15	-13	-6			
Счет текущих операций	$ млрд	7	-1.7	-12	-4.4			
Международные резервы / доходы бюджета штата	$ млрд	18	23	16	15	84	84	54
Покрытие импорта резервами	мес.	4	7	6	8			
Внешний долг	$ млрд	107	95	55	52			
	% ВВП	**80**	**87**	**109**	**111**			
Гос. внешний долг	$ млрд	1.8	1.9	5.8	5.8			
	% ВВП	**1.4**	**1.8**	**11.4**	**12.3**			
Краткосрочный внешний долг	$ млрд	8.9	5.9	19.4	17.9			
Баланс бюджета	% ВВП	-2.1	-3.4	1.8	-	-2.8	-0.3	-0.1
Всего госдолг	% ВВП	9	13	16	16	4	3	5
Население	млн чел.	16	16	8	8	36	24	20

*** Финансовый год в США заканчивается в сентябре**

ГРУППА ММВБ
MICEX GROUP

РОСНАНО

РЫНОК ИННОВАЦИЙ И ИНВЕСТИЦИЙ ММВБ

Привлечение инвестиций в компании высоких технологий

преимущества для эмитентов

- Повышение эффективности процесса привлечения инвестиций за счет использования налаженной инфраструктуры ММВБ
- Получение рыночной оценки стоимости бизнеса
- Повышение репутации компании в глазах партнеров и инвесторов
- Получение ликвидности, возможность дальнейшего привлечения капитала и облегчение условий кредитования

Контакты

125009, Москва,
Большой Кисловский пер. д.13
Тел.: 234-48-11, 705-96-16
Факс: 705-96-22, 745-81-27
www.micex.ru

Фондовая биржа ММВБ
MICEX Stock Exchange

Лицензия Фондовой биржи № 077–10489-000001 от 23 августа 2007 года, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам