...Итак, поздним летом 2007 года долговой — а вместе с ним и экономический — суперцикл, продолжавшийся с первой половины 70-х годов, подошел к концу. Кредиты в США больше раздавать стало некому (subprime-ипотека — это ли не признак исчерпания возможностей для дальнейшей кредитной экспансии?), как и в зоне евро (там Греция уже завершала свой собственный долговой цикл). Цена нефти взлетела выше $140 за баррель из-за тщетных попыток продолжить этот суперцикл за пределы возможного. Инфляция по всему миру представляла прямую и явную угрозу, из-за чего центральные банки подняли свои ставки. И пузырь, наконец, лопнул. Этот взрыв не стал следствием только и исключительно подъема ставок центробанками, поскольку виток цикла оказался последним. Это было более комплексное, системное явление. Это был Большой взрыв, из которого должна родиться новая экономическая вселенная.

Будущий пейзаж: НОВЫЕ ДЕТАЛИ

Николай КАЩЕЕВ,
начальник аналитического отдела департамента казначейских операций и финансовых рынков, Сбербанк России

Чтобы понять, что с нами будет завтра, ответим сначала на вопрос, что мы имеем сегодня. Начнем с основания пирамиды.

I. В США рост производительности труда в деиндустриализованной экономике создал ситуацию, при которой наблюдается стремительное материальное расслоение: все возрастающая интеллектуальная сложность труда способствует росту элитарности в обществе. В 2009 году разница в доходах между 20% наиболее богатых американцев и 20% наиболее бедных достигла рекордного размера — 14.5 к 1, против 13.6 годом ранее. При этом конечное потребление по-прежнему составляет более 70% ВВП Штатов. Слишком большая разница в материальном благосостоянии серьезно ограничивает базу для расширения потребления за счет роста собственных доходов и сбережений домохозяйств, а следовательно, для здорового в традиционном понимании экономического роста. Тот же самый фактор недавно подталкивал США на путь именно кредитного роста потребления.

II. Поскольку постиндустриальная глобальная экономика остается, на наш взгляд, дезориентирующим мифом из-за сохранения национальных денежных систем, валют и институтов, деиндустриализация США неизбежно выливается в хронический дефицит текущих операций Штатов и профицит текущих счетов Китая, Японии, Германии и сырьевых стран, включая (пока что) и Россию. Для покрытия дефицита текущих операций любой стране требуется приток средств из-за рубежа, иначе национальная валюта девальвируется вплоть до исправления дисбаланса (это когда потребители больше не смогут покупать столько импорта). Понятно, что деиндустриализованная страна не может перестать покупать необходимый ей импорт: тогда ее население быстро останется без одежды и — о, ужас! — без LCD-телевизоров. Причем перед бушующим пламенем инфляции, который ее вряд ли согреет. Такой стране потребуется срочная реиндустриализация (очень робкие ростки которой в Северной Америке наблюдаются, но, вероятно, имеют мало шансов окрепнуть) либо какое-то иное необычное решение.

Из этого глобального дисбаланса неизбежно проистекает и столь же

хронический дефицит сбережений в Штатах и, напротив, избыток сбережений в указанных выше экспортирующих странах, зависимость США от внешнего притока капитала и не очень хорошо управляемая денежная сфера (вспомните «шараду» Гринспена) — плата за де-факто интернациональный характер доллара. К слову, как утверждают некоторые эксперты, существенное сокращение объемов кредита населению в США начиная с 2008 года было всего на 0.8% вызвано выплатой долга домохозяйств, остальное пришлось на реструктуризации и списания. Это плохая новость, говорящая о том, что возможности для увеличения чистых сбережений населения (как и для роста потребления) ограничены.

III. Пошатнулась долгосрочная инвестиционная привлекательность США за пределами госсектора. Ранее самым емким объектом финансовых инвестиций для мировых и локальных инвесторов был рынок ипотечных бумаг и секьюритизированные кредиты, в том числе потребительские. Теперь ипотечный рынок получил сокрушительный удар, а кредитная активность резко снизилась; наиболее продвинутые инструменты секьюритизации дискредитированы (CDO и прочие). Огромные деньги накапливаются на депозитах центробанков и в госбумагах. Привлекательный рынок акций транснациональных корпораций со штаб-квартирами в Штатах слишком узок даже для тех средств, которые все-таки ищут применения на рынках с приемлемым риском, причем большая часть из них — пенсионные и подобные долгосрочные инвесторы — на рынках не акций, но инструментов fixed income.

Однако неверно было бы сводить внешние инвестиции в экономику США только к ипотечным бумагам. В течение всего экономического цикла 1975–2008 годов ведущей сферой инвестиций в производительные активы (не путать с непроизводительными активами, то есть жильем) оставалась компьютерная техника. В середине 70-х действительно революционным стал процессор «8080», который открыл путь к всеобщей компьютеризации и, в конечном итоге, финансовой глобализации. Сегодня новые процессоры строятся, грубо говоря, просто путем умножения процессоров прежней архитектуры (два ядра, четыре ядра и т. п.).

IV. Финансовая система стала глобальной по-настоящему, в нашей реальности, а не в прекраснодушных мечтаниях и пустопорожних научных и политических эмпиреях.

> ПОТЕНЦИАЛЬНАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ И, ЧТО ОЧЕНЬ НЕПРИЯТНО, КРЕДИТНЫХ РЫНКОВ РЕЗКО ВОЗРАСТАЕТ — КОГДА ДЕНЬГИ ПРОИСХОДЯТ ИЗ НИОТКУДА, ОНИ С УДИВИТЕЛЬНОЙ ЛЕГКОСТЬЮ И ИСЧЕЗАЮТ В НИКУДА. А РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ПОКА НЕ СПОСОБЕН ПРЯТАТЬСЯ В ЧЕРНЫХ ДЫРАХ «МАТРИЦЫ» ИЛИ ИСКАТЬ ТАМ НЕОБХОДИМОЕ ЕМУ КАК ВОЗДУХ ФОНДИРОВАНИЕ

Со всеми сопутствующими реальной жизни недостатками. Дело прежде всего в том, что необходимая инфраструктура стала в итоге широко доступной, а мир с падением социализма политически открылся для рынка. И, одновременно, подлинно глобальная финансовая система не могла не стать более виртуальной, когда инфраструктура открыла такие возможности. Нельзя сбрасывать со счетов и либеральное отношение к теневой банковской системе в виде хедж-фондов, SPV и SIV, инвесткомпаний и так далее.

Виртуализация глобальной финансовой системы будет продолжаться и далее, в этом нет сомнений. Вместе с ней продалжат виртуализовываться и сами деньги, если только они останутся бумажными… Все, что могут сделать регуляторы, это четче очертить круг «подлинных» денег в отличие от «виртуальных» и указать инвесторам на риски последних.

Более того, в этой «матрице» уже почти на равных действуют люди и программы: говорят, что пока доля flash trading (алгоритмической сверхбыстрой торговли) составляет в США всего около 3% общего оборота рынка, но популярность такой торговли растет, несмотря на возможные препоны со стороны SEC. Практически все препятствия будут, без сомнения, обходиться — так или иначе. Вообще, управлять этой «матрицей» со стертыми границами между рынками и юрисдикциями будет, безусловно, все сложнее.

Тем не менее, авторы самых автономных и высокоинтеллектуальных торговых программ нуждаются в одежде, телевизорах и автомобилях, то есть в плодах реального сектора, ныне в массе своей обосновавшегося в ЮВА. Реальный сектор может рассчитывать на позитивные стороны виртуализации финансов (значительное облегчение финансирования), но также должен готовиться к негативным последствиям этого процесса. А последствия могут быть весьма суровыми: потенциальная волатильность финансовых и, что очень неприятно, кредитных рынков резко возрастает — когда деньги происходят из ниоткуда, они с удивительной легкостью и исчезают в никуда. А реальный сектор пока не способен прятаться в черных дырах «матрицы» или искать там необходимое ему как воздух фондирование.

Пример успешного бизнеса на стыке виртуального и реального мира: компания Spread Networks недавно проложила прямой кабель между Нью-Йорком и Чикаго (825 миль), который позволяет выполнять биржевые приказы за 13 миллисекунд. Это — новейшее «торговое оружие» для Getco, Wolverline, Citadel и других апологетов новых методов торговли.

V. Все, что делают сегодня национальные власти, это а) пытаются притормозить естественный ход делевереджа, заменив по максимуму частный кредит государственным; б) рассуждают, разглагольствуют и болтают об исправлении глобальных дисбалансов, о коллективных действиях и взаимной ответственности; однако в) втихомолку совершают сугубо эгоистические действия по поддержанию национальных экономик:

привязывают свои валюты к доллару, проявляют склонность к введению протекционистских мер и так далее. Это уже почти реприза печальных фрагментов Великой депрессии. Гонка девальваций практически развязана: смотрите интервенции Банка Японии.

VI. Развивающиеся страны теперь фетишизированы — потому что все еще более-менее индустриализованы и будут, вероятно, расширять и дальше материальное производство на своей территории. Инвесторы, плохо отличимые порой от спекулянтов, с вожделением смотрят на их возможности экстенсивного индустриального развития, относительно высокие уровни чистых сбережений, экспортный потенциал и, конечно, возможности раздачи там потребительских и ипотечных кредитов богатеющему населению. Emerging markets поют осанну. Не верьте всем подряд данайцам, «дары» приносящим! Или, все же, верьте?

Великая рецессия, которая решением NBER оказалась как бы преодоленной (следующая теперь станет уже другой рецессией), может оказать на ход развития мировой экономики не меньшее влияние, чем Великая депрессия. В свете того, что мы сказали выше, что нас может ждать впереди? Совсем недавно такие предположения носили банальный или очень уж туманный характер… Воссияние Китая? Восстание машин? Поговорим об этом. Вопросы-тезисы таковы:

ВЕЛИКАЯ РЕЦЕССИЯ, КОТОРАЯ РЕШЕНИЕМ NBER ОКАЗАЛАСЬ КАК БЫ ПРЕОДОЛЕННОЙ (СЛЕДУЮЩАЯ ТЕПЕРЬ СТАНЕТ УЖЕ ДРУГОЙ РЕЦЕССИЕЙ), МОЖЕТ ОКАЗАТЬ НА ХОД РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ НЕ МЕНЬШЕЕ ВЛИЯНИЕ, ЧЕМ ВЕЛИКАЯ ДЕПРЕССИЯ

1. Мир элиты и плебса, морлоков и элоев: как обеспечить экономический рост в этих условиях? Как его измерить хотя бы? Нужна новая макроэкономика?

2. Что делать в глобализованном мире с разнообразием валют? Ломать пограничные институты, возвращать золотой стандарт или вводить общую валюту? Реиндустриализовывать США?

3. Куда понесут триллионы вместо ипотеки? Что теперь придумают США в качестве новой технологии для массовых инвестиций?

4. Как обуздать чрезмерный разгул виртуальных финансов? Как управлять финансовой «Матрицей», в которой программы действуют быстрее людей? Это кому-нибудь нужно?

5. Что делать центробанкам и правительствам для того, чтобы побыстрее выйти из кризиса?

6. Куда пойдут развивающиеся рынки? Перехватят ли они мировое лидерство? Хватит ли для этого нефти?

Продолжение следует.