...Кредитный цикл исчерпывает себя тогда, когда в целях очередной реанимации ссудной активности после очередного кризиса чрезмерного кредитования ставки понижать больше некуда. Сейчас — как раз этот случай. Кредитному суперциклу конец, а вместе с ним конец и всей отжившей экономической парадигме. ФРС, которой больше некуда снижать ставку, предлагает нам количественное смягчение, то есть еще больше денег, которые должны передаваться в реальную частную экономику за близкое к нулю вознаграждение, а уж частная экономика должна найти им и креативное, и эффективное применение. Проблема в одном: эти деньги — опять чужие!

Новые штрихи к пейзажу

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

Позвольте тут для наглядного решения проблемы кейнсианства версии 2010 года привести несколько утрированный пример делевереджа, так сказать, почти из жизни. Предположим, что вы, работая, к примеру, кавистом или креативным менеджером, купили некогда в кредит сроком на три года Mercedes SLS AMG Coupe, хорошую и престижную машину стоимостью более 13 млн руб. с ежемесячным платежом около 400 тыс руб., а в кризис, конечно же, потеряли работу с непонятной перспективой найти аналогичный доход в дальнейшем. В этих условиях вы не без крови — в переносном, слава богу, смысле — решили проблему вашего «мерседеса», лишившись его самого, а также, по разным причинам, немалой части уже уплаченных за авто денег, но остались при этом должны еще и за посудомоечную машину и холодильник. В результате таких кульбитов судьбы, возможно, предложение нового кредита даже по исторически низкой ставке вряд ли вызовет у вас большой энтузиазм — разве что в отношении возможного рефинансирования прежнего долга за посудомойку и холодильник. Но это не исключает того, что вы, невзирая на тяжелые потери, чтобы несколько поднять себе настроение, купите на небольшие остатки от foreclosed «мерседеса» какой-нибудь x-, y- или zPad. Именно так ведет себя нынче американский потребитель — см. неснижающуюся долю потребления в несколько снизившемся ВВП США. (И, кстати, примерно так же, только еще более отчаянно, должен вести себя его самый продвинутый и притом более закаленный в дефолтах российский собрат по несчастью.) В то же самое время, это говорит о том, что QE2 в исполнении ФРС может оказаться лишь дорогой к новым финансовым пузырям, но не к новой экономике: спроса-то на потребительский и ипотечный кредит по понятным из примера причинам слишком мало по сравнению с 2003–2007 годами. Экономика не вполне стоит на месте (покупаются zPad'ы), но не хочет расти, как раньше: теперь мало кто купит в кредит Mercedes SLS AMG Coupe. Ирония судьбы заключается для США также и в том, что обе упомянутые вещицы — импортные (см. последний торговый баланс США).

Что, по нашему персональному, необъективному мнению, нужно, чтобы кризис был наконец преодолен и новый мир родился на свет? Отвечая на этот вопрос, мы просто пройдемся по перечисленным нами ранее трем основам экономического суперцикла, как мы их понимаем.

I. Первый вопрос: как поступить с бизнесом, особенно банковским, в свете уроков кризиса? Это то, что касается, скажем так, идеологической (и законодательной) основы нового цикла.

Последние 35 лет это был либерализм, который проявлялся как в допущении безбедного и почти ничем, кроме доброй воли, не ограниченного существования «теневой банковской системы», так и в очень свободных правилах ведения дел. Было возможно свободное внедрение любых финансовых инноваций, взятие огромного плеча, вольное распоряжение любыми рисками, свободное преодоление любых границ и проникновение любых корпораций в любые сегменты рынка (например, финансовых спекулянтов на товарные рынки, причем в массовом количестве) и так далее, и тому подобное. Это все в широких слоях инвесторов считалось почти однозначно благом, так как «повышало ликвидность финансовых инструментов», облегчало доступ к фондированию всем и каждому, снижало риски и стоимость инструментов и так далее. Мало кто обращал внимание на то, что через подобные широко открытые двери из стран G7 утекало реальное производство, а непрерывно падающие во имя финансового сектора и роста виртуального ВВП процентные ставки вымывали сбережения из этих экономик. Конечно, в разной степени: в большей степени — из США и Великобритании, в меньшей — из Германии, которая очень кстати создала себе буфер в виде зоны евро, которая становится теперь для немцев еще и нелегкой ношей.

С коррекцией ошибок на этом направлении все более-менее ясно: главная тенденция — это подчинение инвестбанков центральным банкам, навязывание им соответствующих нормативов и методов контроля за рисками, Basel-3, попытки ограничить спекуляции на товарных рынках и другие подобные меры недвусмысленно говорят о том, что новый экономический цикл будет со временем заметно строже к финансовым инноваторам.

> QE2 В ИСПОЛНЕНИИ ФРС МОЖЕТ ОКАЗАТЬСЯ ЛИШЬ ДОРОГОЙ К НОВЫМ ФИНАНСОВЫМ ПУЗЫРЯМ, НО НЕ К НОВОЙ ЭКОНОМИКЕ: СПРОСА-ТО НА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ И ИПОТЕЧНЫЙ КРЕДИТ ПО ПОНЯТНЫМ ПРИЧИНАМ СЛИШКОМ МАЛО ПО СРАВНЕНИЮ С 2003–2007 ГОДАМИ

Впрочем, путь рестрикций — сегодня путь особенно непростой, учитывая не столько немалые лоббистские возможности вчерашних инвестбанков, сколько возможность для них использовать разные юрисдикции, отношение которых к разным аспектам финансового вопроса может существенно разниться. Эгоизм работает против новой экономики, но тут нет ничего неожиданного, сам по себе эгоизм не нов: неравномерность социально-экономического развития различных стран мира весьма высока. Тем не менее, движение к постепенному выравниванию экономик и социумов и, следовательно, медленное, пошаговое сближение уровня понимания больших проблем — очевидный, как никогда, важнейший процесс современности. Даже если кое-кто чрезмерно упорствует на этом пути.

II. Второй вопрос дня: что должно на сломе циклов произойти с мировой валютно-финансовой системой? Когда-то на фоне борьбы с Великой депрессией пал золотой стандарт, потом — Бреттон-Вудс. Сейчас очевидно, что глобализация и унификация рынков капиталов все больше входит в конфликт с наличием различных эгоистически настроенных эмиссионных центров. Но их наличие также легко объясняется глубокой разницей в уровне развития экономик различных типов.

Сегодня основной «фронт» валютных войн проходит по линии, с одной стороны которой оказались страны со свободно плавающими курсами валют, а с другой — страны, которые де-факто остаются в рамках давно почивших Бреттон-Вудских соглашений. Понятно, что к первым относятся страны в так называемой «постиндустриальной» фазе развития экономики, те, которые, за приятным исключением Германии и Японии, в большей степени подверглись деиндустриализации, но, вместе с тем, являющиеся генераторами инноваций (в том числе финансовых), новых технологий и мировыми финансовыми центрами. Многие из этих стран характеризуются низким уровнем чистых сбережений и высоким уровнем кредита в экономике, а также развитыми финансовыми системами. Они являются главными носителями отжившей экономической парадигмы, но с ними — а не с развивающимися рынками, о чем будет сказано позже — связаны и основные надежды на формирование новой экономики.

> НАЦИОНАЛЬНЫЕ ЭМИССИОННЫЕ ЦЕНТРЫ ДОЛЖНЫ УТРАТИТЬ КАК МИНИМУМ ЧАСТЬ СУВЕРЕНИТЕТА, ТО ЕСТЬ ПРИ ПРИНЯТИИ РЕШЕНИЙ ОНИ ДОЛЖНЫ РУКОВОДСТВОВАТЬСЯ НЕ ТОЛЬКО ЭГОИСТИЧЕСКИМИ ИНТЕРЕСАМИ СВОИХ СТРАН, НО И ВСЕЙ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ В ЦЕЛОМ

Страны «непохороненного Бреттон-Вудса» — это новые индустриализующиеся страны, развивающиеся экономики, которые импортировали свою промышленность в ее самой современной части как раз из «мира плавающих валют». Оттуда же они получают технологии, в том числе финансовые, собственно капитал, основные заказы на свою продукцию, а также перенимают технологические, научные и прочие тренды. У этих стран обычно высок уровень сбережений, доля инвестиций в ВВП, но относительно низкое потребление домохозяйств и, следовательно, как правило, серьезные перспективы экстенсивного развития экономики за счет вовлечения в нее новой недорогой рабочей силы. До тех пор, пока рост благосостояния и/или демографические проблемы не подорвут их конкурентоспособность.

Деятельность данной группы стран по волевому регулированию обменного курса, строго говоря, искажает пространство глобальной рыночной экономики, удерживает искусственно низкими процентные ставки (на дальнем и среднем кон-

це кривой) за счет покупки AAA-облигаций в резервы, делает монетарную сферу плохо управляемой и стимулирует накопление долга в первой группе стран. Однако нельзя не отметить, что в образовании любого дисбаланса обычно есть вина обеих сторон…

Противоречия между этими группами экономик в валютной сфере пока выглядят неразрешимыми. Группа стран, регулирующих валютные курсы, безусловно, осознает пороки волевого контроля за соотношением стоимости валют, однако подчас справедливо полагает, что благоприятные условия для отпуска национальной валюты в свободное плавание еще не созданы. Потеря даже части их хрупкой конкурентоспособности может привести к тяжелым экономическим и социальным последствиям, а причиной такого развития событий может стать всего лишь тривиальная спекулятивная атака a la George Soros на небольшие, неглубокие и неразвитые локальные рынки. Возможности финансовых спекулянтов стран G7 значительно превосходят способность валютных рынков большинства развивающихся стран абсорбировать шоки. Поэтому их упорный эгоизм можно понять. Ставки для них слишком высоки — по крайней мере, так им кажется.

Отметим, что абсолютным лидером стран, противостояших G7 на валютном фронте, является, разумеется, Китай. Из-за его жесткой позиции к лагерю «непохороненного Бреттон-Вудса» (The Undead Bretton Woods) присоединяются такие страны, как Южная Корея и даже отчасти Япония, возобновляющая — правда, очень робко — интервенции на валютном рынке для удержания курса иены против нахрапистого американского доллара. Впрочем, на латиноамериканском континенте Бразилия ведет себя едва ли менее консервативно, однако ее доля в торговом обороте США значительно меньше китайской; потому и накал противостояния тут не в пример ниже.

Каков выход? Ответ на поверхности, но он очень непрост: национальные эмиссионные центры должны утратить как минимум часть суверенитета, то есть при принятии решений они должны руководствоваться не только эгоистическими интересами своих стран, но и всей глобальной экономики в целом. Это — обоюдоострое решение. Возможно, должен уступить Китай… Но виртуализация денег — логичное направление развития свободной валютной системы, когда она скрещивается с глобальной сверхскоростной инфраструктурой, глобальными банками, торговцами рисками и теневой банковской системой вообще. У денег появляются новые мультипликаторы и каналы сверхпроводимости. Приходится признать, мягко говоря, не вполне соответствующим действительности следующее довольно давнее заявление представителя ФРС Сент-Луиса Дж. Балларда: «Очень непросто идентифицировать пузыри, и я думаю, что если есть какие-то проблемы на рынке недвижимости в Азии, говорить о необходимости подъема ставок в США — не самая адекватная с практической точки зрения реакция». В сегодняшнем мире это не совсем правда.

Какова геовалютная картина сегодняшней глобализации? Наши несложные подсчеты показали, что так называемая Великая Химерика (Chimerica, от China+America), включающая США, Канаду и страны, так или иначе привязывающие свою валюту к доллару — Китай, большую часть Латинской Америки и страны Персидского залива (но за вычетом РФ), — имеет в совокупности более-менее сбалансированный платежный баланс и объем ВВП и финансовых рынков, сопоставимый со вторым главным ее визави: Великой страной евро, Eurolandia, которая представляет собой ЕС и страны, которые в той или иной степени привязывают свои валюты к евро (это часть Восточной Европы и часть Африки). Есть еще и довольно большие экономики, стоящие особняком: Япония и Великобритания. Если Япония присоединилась бы к Химерике (что она уже почти сделала через свои fx-интервенции), мы бы охотно купили именно «международный доллар» против «международного евро»! Сейчас же, без учета Японии, платежные балансы обеих гипотетических супервалютных зон сбалансированы почти одинаково.

> «СКОРЕЕ ВСЕГО, ДАВЛЕНИЕ НА КНР В ЦЕЛЯХ ПРИНУДИТЬ ЕГО ВВЕСТИ ПЛАВАЮЩИЙ КУРС БУДЕТ ПРОДОЛЖАТЬСЯ, ПОКА ОСТРЫЙ КРИЗИС ВСЕЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ НЕ СТАНЕТ ОЧЕВИДНЫМ ВМЕСТЕ С ДАЛЬНЕЙШИМ РАЗВИТИЕМ КРИЗИСА ХИМЕРЫ «ПОСТИНДУСТРИАЛЬНОГО» ОБЩЕСТВА»

Ну и, конечно, кроме них есть еще «нейтральная» Россия с частью СНГ…

Итак, взглянув в экономический телескоп с Марса, марсианин, не вникающий в тонкие — для него — детали, увидел бы два гигантских регионального блока, которые таки напрашиваются на создание региональных супервалют. Но химера — на то и химера, чтобы не существовать в реальности. Сказочное существо. Если только КНР и США не договорятся ко всеобщему ликованию (и крайнему изумлению) о введении общей валюты либо о взаимных принципах привязки своих валют друг к другу и/или новому бенчмарку или хотя бы не примут решение координировать эмиссию и денежно-кредитную политику, тогда как новый «международный доллар» будет свободно плавать к прочим международным денежным единицам. Вы верите в это? Скорее всего, давление на КНР в целях принудить его ввести плавающий курс будет продолжаться, пока острый кризис всей валютной системы не станет очевидным вместе с дальнейшим развитием кризиса химеры «постиндустриального» общества.

Единственное, во что мы точно не верим, это то, что новой мировой валютой станет SDR МВФ — пример ООН в мировой политике намекает на вероятный провал подобного бюрократического проекта. Но вот путь к валютной кооперации через «пилотный проект» МВФ, в котором вес развивающихся стран постепенно растет, выглядит вполне естественным: так два валютных лагеря могут научиться хотя бы сотрудничать.

Продолжение следует