Уважаемый мною колумнист Financial Times Мартин Вулф написал в своем блоге порядком поразивший меня материал[1] про «избыток капитала», из-за которого, по мнению автора, у нас, собственно, все проблемы. Не ожидал я такого от Мартина.

Фильм ужасов

Андрей ДИКУШИН,
специалист в области корпоративных финансов и международных слияний и поглощений

Если совсем кратко, то тезисы статьи следующие: ставки по государственным долгам во всем развитом мире равны нулю. Экономический спад это не объясняет, так как мировая экономика все же растет. Более того, политика гигантских дефицитов развитых стран тоже ни при чем, так как она всего лишь «покрывает избыток сбережений частного сектора»! А виноваты во всем проклятые азиаты со своим экспортным потенциалом. Из-за них в мире наблюдается «избыток» сбережений. Отсюда нулевые ставки по суверенным долгам. А центральным банкам отдельная хвала за то, что не допускают полного развала системы. Как-то так.

Компот просто чудовишный. Даже не знаешь, с каким аргументом бороться в первую очередь. Кому интересно, могут сходить по ссылке и почитать, как Мартина разбомбили читатели Financial Times. Волну он поднял редкостную. Попробуем разобраться последовательно.

Во-первых, поскольку мы все обсуждаем в монетарном измерении, то такой веши, как избыток сбережений, в природе не существует, ибо savings = investments. Мартин как известный экономист не мог такого пропустить. Подозревают, он по каким-то своим причинам манипулирует понятиями. Речь не может идти об избытке сбережений. Скорее надо задаться вопросом, почему большинство владельцев сбережений предпочитают размещать их в суверенный долг под 0% или почти 0%, а не в доходные активы. Нулевая доходность по государственным облигациям отнюдь не транслируется в отсутствие доходности по корпоративным бумагам или в отсутствие доходности в других частях света, не относящихся к развитому миру.

В чем же дело? Причин сразу несколько.

С одной стороны, дело в том, что не весь капитал по определению интернационален. Много денег (пенсионных денег, средств локальных инвесторов, консервативных коротких денег) не особо покидает пределы национальной валюты. Поэтому при коллапсе инвестиций таким деньгам идти некуда. Ставка может стать и отрицательной. Разовьем эту мысль. В совсем

> «ДЕФИЦИТ ГОСУДАРСТВЕННЫХ БЮДЖЕТОВ ПРОСТО И БАНАЛЬНО ОРИЕНТИРОВАН НА ПОДДЕРЖАНИЕ ИЛЛЮЗИИ ВСЕОБЩЕГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ В УСЛОВИЯХ СТРУКТУРНОЙ БЕЗРАБОТИЦЫ И НУЛЕВОГО РОСТА ЭКОНОМИКИ»

[1] http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2012/03/19/what-is-the-real-rate-of-interest-telling-us/

ЭКОНОМИКА СТАНОВИТСЯ ВСЕ МЕНЕЕ РЫНОЧНОЙ И ВСЕ БОЛЕЕ ОРИЕНТИРОВАННОЙ НА ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ. ЕЩЕ ОДНА ПРИЧИНА, ПОЧЕМУ ВСЕ ТАК ПЛОХО С ИНВЕСТИЦИЯМИ

простой экономической модели делается допущение, что инвестиции эластичны к ставке. И да, и нет. Если экономика находится в состоянии стресса и неопределенности, то инвестиций не будет независимо от ставки. Именно этот сюжет мы наблюдаем в еврозоне и частично в других развитых странах. Мартин этот элемент теории просто обходит стороной. А зря.

С другой стороны, именно дефициты бюджетов и политика центральных банков, которые восхваляет Мартин, заставляют инвесторов бояться вкладывать в долгую. Дефициты рано или поздно надо восполнять, значит будут налоги. Вообще, если долгосрочная политика государства непонятна или отсутствует, то идти в длинную не стоит. Простая народная мудрость.

Во-вторых, Мартин очень мимолетно делает замечание об избыточности частных сбережений. Это он откуда взял? Видимо, тут делается еще одна легкая «подстава» в виде аргумента о растущих кассовых позициях на счетах корпораций. Но это опять же свидетельствует о коллапсе инвестиций. Корпорации боятся или не хотят реинвестировать прибыль. Не говоря о том, что свободные остатки в основном находятся в заграничных филиалах, поэтому влиять напрямую на уравнение savings = investments внутри национального периметра не могут. А вот то, что сбережения населения продолжают «лежать на дне», есть факт неоспоримый. Стало быть, дефицит государственных бюджетов никакой избыток внутренних сбережений не покрывает. Это просто не может быть правдой. Дефицит просто и банально ориентирован на поддержание иллюзии всеобщего благосостояния в условиях структурной безработицы и нулевого роста экономики.

Тогда у нас должны расти ставки, так? Совершенно верно. Только в этом случае современное государство всеобщего благосостояния будет банкротом. Поэтому на арену выходят центральные банки, активно проводящие политику монетарного стимулирования, или, говоря простым языком, искусственного сдерживания ставок. В этом смысле Мартин прав: центробанки зашишают от второй волны кризиса. Но хорошо ли это? Хорошо, если работает на выход из кризиса. Сомнительно.

Дефициты растут, инфляция растет, структурные проблемы никто не решает. По модели Японии можно было бы добиться вообще нулевой ставки по всей кривой доходности. Тогда проблему удалось бы подвесить на десять-двадцать лет. Нет процентов — нет проблемы размера долга. Но тут как раз и отсутствуют те частные сбережения, которые десять-двадцать лет назад были у Японии. Сопоставление просто неуместно, хоть и популярно. Да и Японию из спящей рецессии, как известно, не вывело.

В-третьих, Мартин делает утверждение, что раз огромные государственные заимствования не влияют на ставку долга (с чем мы выше не согласились), то можно сделать вывод, что эффекта замещения государственных заимствований частными нет. В прямом классическом смысле, может, и нет (хоть и по другой причине, изложенной выше), но нельзя не отметить другое. Огромные государственные расходы однозначно перекашивают сигналы в экономике. Она становится все менее рыночной и все более ориентированной на государственные денежные потоки. Еще одна причина, почему все так плохо с инвестициями. Государство в порыве поддержки либо искажает картинку преференций частных инвесторов, либо пугает их своим поведением настолько, что инвестировать в долгоиграющие коммерческие проекты, которые не пользуются вниманием государства, никто не хочет.

В-четвертых, самое место поговорить о мировом платежном дисбалансе. Есть такой факт, никуда не деться. На этом месте, попинав азиатов-меркантилистов, Мартин вдруг неожиданно предлагает в виде решения больше инвестировать в развивающие экономики, тогда все будет хорошо: и ставки, и радость вернутся. Позвольте, а что тогда будет с развитым миром? Здесь я нахожу максимальный разлад во всей системе аргументов. Положим, азиаты, прежде всего Китай, нарастят внутренний спрос, пойдут на еще один виток инвестиций и тому подобное. А кто тогда будет финансировать дефициты бюджетов развитых стран? Внутренних источников инвестиций нет (релятивистски говоря), конкурентноспособности с развивающимися экономиками нет, инвестиций нет, как следствие, нет роста экономики, а долг надо обслуживать. Капут.

В этом-то и заключается весь ужас. Центральные банки как вершины национальных частных банковских систем и правительства, во многом сращенные с ними у бедра, вовсе не являются спасителями. Они просто поддерживают статус-кво, на котором стоит современная система социального и экономического устройства. Да и

ПОЛОЖИМ, АЗИАТЫ, ПРЕЖДЕ ВСЕГО КИТАЙ, НАРАСТЯТ ВНУТРЕННИЙ СПРОС, ПОЙДУТ НА ЕЩЕ ОДИН ВИТОК ИНВЕСТИЦИЙ И ТОМУ ПОДОБНОЕ. А КТО ТОГДА БУДЕТ ФИНАНСИРОВАТЬ ДЕФИЦИТЫ БЮДЖЕТОВ РАЗВИТЫХ СТРАН?

сам статус-кво на сегодня является иллюзией, так как достигается слишком большой ценой, которую неизбежно придется заплатить. И очень печально, что Мартин Вулф пустился в такие замысловатые аргументы для обфускации вполне очевидного факта. Зачем ему это надо? Ума не приложу…