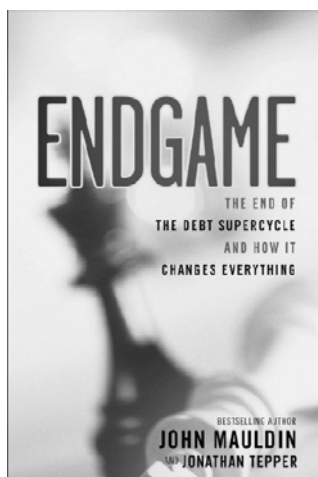


КОНЕЦ ИГРЫ

**John MAULDIN and Jonathan TEPPER. ENDGAME:
THE END OF THE DEBT SUPERCYCLE AND HOW IT CHANGES
EVERYTHING. New-York, Wiley, 2012, 320 p**

**Джон МОЛДИН и Джонатан ТЕППЕР. КОНЕЦ ИГРЫ:
ОКОНЧАНИЕ ДОЛГОВОГО СУПЕРЦИКЛА И КАК ЭТО
ВСЁ МЕНЯЕТ. Нью-Йорк, Уайли, 2012, 320 с.**



Книга посвящена современному состоянию долговой сферы в странах ОЭСР, а также Восточной Европы и развивающимся рынкам, но в первую очередь авторы рассматривают государственные долги США и стран ЕС.

Проблема долгов, прежде всего государственных, является одной из важнейших экономических проблем современности, поскольку существенная часть мирового потребления (а соответственно, и производства) обеспечивается за счёт заимствований. Долговое потребление характерно как для отдельных потребителей (например, должников по ипотечным кредитам в США), стран (например, Греции), так и для мирового хозяйства в целом (потребление в развитых странах за счёт накопления долговых обязательств перед производителями из развивающихся стран); проблема обсуждается в журналистской и академической среде.

Резюмировать содержание книги можно так: авторы указывают на опережающий рост закредитованности (*indebtedness*) частного, а вследствие социальной нагрузки и стимулирования экономики и государственного секторов по сравнению с ростом экономики. В результате притока заёмной ликвидности, стимулируемого государством для поддержания экономической активности, надуваются финансовые «пузыри», которые во времена кризисов сдуваются, вызывая необходимость трансформации частного долга в государственный, состояние которого осложняется явными и скрытыми социальными обязательствами. В результате государственный долг принял преддефолтный характер пирамиды в большинстве стран ОЭСР, когда его обслуживание зависит от привлечения нового; малейшее давление инвесторов на ставки способно обрушить долговую пирамиду в любой момент. Мировая экономика стоит на пороге крупнейшей рецессии, впереди длительный период нестабильности, углубленных кризисов, монетарных и валютных колебаний.

Первая часть книги посвящена теории долговой зависимости стран ОЭСР. Работа не носит строгого академического характера, поскольку авторы являют-

ся действующими инвесторами и инвестиционными консультантами. Изложение выдержано в публицистическом ключе (множество повторов одной идеи в течение работы, обилие цитат ранее изданных работ как своих, так и других авторов), а структура глав может быть без потери логики изложения изменена.

Эта часть работы разбита на несколько глав, начиная от констатации проблемы (частная и суверенная закредитованность) и кончая анализом возможных последствий (повышенная волатильность рынков в условиях замедленного роста и высокой структурной безработицы). Изложение сопровождается иллюстрациями дефляционных и инфляционных явлений в исторической ретроспективе. Основной теоретической частью работы является описание некоторых макроэкономических закономерностей на уровне национальной экономики (конвертация в ходе кризиса 2008–2009 гг. частной задолженности в суверенную и необходимость торгового профицита для эволюционного снижения суверенной задолженности при стабильной или одновременно снижающейся частной задолженности). В качестве реально возможных решений долговой проблемы авторы, прежде всего, видят не эволюционное выравнивание диспропорций мирового хозяйства (между импортёрами и экспортёрами), а инфляцию (монетизация долга), дефолт и девальвацию. Описание последствий таких решений сопровождается иллюстрациями дефляционных и инфляционных явлений в исторической ретроспективе.

Вторая часть книги содержит описание закредитованности в отдельных странах или регионах, причём экономика США чётко выделяется как наиболее крупная в мире, от состояния которой зависит вся мировая экономика.

В заключительных частях работы содержатся краткие рекомендации для США по преодолению долговой зависимости и советы общего характера частным инвесторам. Некоторые советы (снижение внешней энергетической зависимости, создание новых рабочих мест) не только выглядят академически обоснованно, но уже стали экономической и политической (политика «инсорсинга» производства президента Обамы), и деловой (развитие переработки сланцевого газа и соответствующей «реиндустриализации» в ряде смежных отраслей) практикой.

Работа выдержана в либеральном ключе, в частности статистически подтверждаются и подчёркиваются положения о том, что государственные займы вытесняют частные инвестиции в условиях единственной эффективности последних в создании новых предприятий и рабочих мест – ключевом условии экономического роста, также описываются социальное иждивенчество и коррупция как следствие государственных расходов (см. р. 50–58). Авторы при этом не бросаются в крайность и чётко сознают опасность для экономического роста (во всяком случае, с оговоркой о краткосрочном периоде) резкого снижения государственных расходов.

Некоторые главы, например, пятая – «Настало иное время», или вторая – «Почему Греция имеет значение», являются переложением свежих публикаций других авторов*, или же воспроизведением более ранних работ самих авторов рецензируемой работы с обилием цитат из них.

* В первом случае – *Reinhart C. and Rogoff K. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton (NJ), 2009.*

Большое внимание авторы уделяют долговым суперциклам – это одно из основных понятий в работе, под которым они понимают опережающее нарастание долговой нагрузки частного и государственного секторов относительно роста экономики в последние 60 лет. Большую роль в закрединанности сыграла стимулирующая бюджетная и монетарная политики. С усилением кейнсианства государства стали широко применять меры бюджетного стимулирования экономики через государственные расходы. В области монетарной политики эффективным считалось (и считается) таргетирование инфляции на уровне 1–3% за счёт регулирования ликвидности. Дефляция же рассматривается монетарными властями ОЭСР как абсолютное зло (примером является Япония с её двумя уже потерянными десятилетиями). Вероятно, причину большего неприятия дефляции по сравнению с инфляцией составляет высокий риск первой в условиях продолжающейся депрессии и длительного отсутствия периодов гиперинфляции в развитых странах. При этом авторы не предполагают тщательного анализа всего суперцикла, а анализируют только текущее состояние задолженности и потенциальные последствия невозможности продолжения развития экономики на основе долгового финансирования.

Как следствие масштабных расходов, неважно, были ли эти расходы вызваны стремлением стимулировать экономическую активность или же обеспечить неоправданно высокие социальные стандарты, развитые государства накопили крупные долги, одно лишь обслуживание которых требует всё больших ресурсов. При этом вопрос сводится лишь к тому, когда инвесторы начнут «нажимать» на правительства с целью увеличения ставок, что приведёт к геометрическому нарастанию долговой зависимости и коллапсу прежней модели долгового финансирования потребления и соответствующего производства.

В условиях доступности кредитования нарастают пузыри (прежде всего, в сфере фондового рынка и рынка недвижимости как наиболее привлекательных для инвестирования), которые резко сдуваются в момент, когда теряется доверие инвесторов. На примере кризиса 2008 г. очевиден механизм надувания пузырей: с целью стимулирования экономической активности и недопущения дефляции правительства предоставляют ликвидность банкам, эта свободная ликвидность (по пути наименьшего сопротивления) перетекает, в первую очередь, на рынки ценных бумаг и недвижимости (напрямую через банки или через предоставление ликвидности корпоративному и личному секторам). Долгие годы рынок является «бычьим» (т.е. курс акций на бирже растёт), создаётся уверенность в том, что дефляции быть не может и правительство «зальёт деньгами» любой кризис. «Дефицит не имеет значения», – приводят авторы высказывание Д. Чейни – вице-президента США при Дж. Буше-мл. (р. 54). Покупка на заёмные средства постоянно растущих в цене акций или недвижимости выглядит разумной стратегией всех, в том числе непрофессиональных, экономических субъектов: государства, банков, предприятий, домохозяйств. «Денежные вливания со стороны государства могут создать иллюзию, что оно способно обеспечивать экономический рост в большем объёме, чем это есть на самом деле» (р. 96)*.

В какой-то момент, когда инвесторами стихийно массово (авторы обильно используют термин «Б-а-х!» (Bang!)) овладевает представление о невозможно-

* *Reinhart C., Rogoff K. This Time Is Different... Op.cit.*

сти бесконечного роста рынков, случается кризис. Момент, когда инвесторы потеряют уверенность в государственных долгах, предсказать невозможно. До сих пор во время кризиса долги частного сектора не исчезали, а перекладывались на государство за счёт заимствований и предоставления ликвидности и прямой помощи частным компаниям: «Чрезвычайно важным является, что долги – имеются в виду частные долги, – не погашались, а просто переводились... из частных балансов в государственные» (р. 25). Дело в том, что государство пытается таким образом компенсировать недостаток спроса, который в противном случае был бы обусловлен наращиванием сбережений частного сектора с целью снижения его долгового бремени. Для правительств развитых стран резкий обвал долговой, по сути, пирамиды, произойдет, когда инвесторами массово овладеет мысль о невозможности бесконечного нарастания дефицитов и они потребуют большей доходности, что немедленно обрушит долговые пирамиды государственных долгов развитых стран, поскольку выплата предыдущих долгов основывается на привлечении новых.

Чем больше долг, тем выше вероятность дефолта, инфляции (монетизации долга) или обесценения валюты долга. Поэтому инвесторы будут давить на закредитованные правительства, закладывая в ставки эти риски обесценивания своих вложений в правительственные долги, особенно, если долги краткосрочные и требуют регулярного продления предыдущих долгов или их подпитки новыми долгами. Авторы многократно, даже с некоторой навязчивостью, подчёркивают, что выбор существует только между плохим и худшим выходами. Необходима жесточайшая политика, прежде всего в наиболее проблемных странах, в области государственных расходов, повышение налогов, снижение экономического роста и уровня жизни.

Авторы жёстко критикуют политику властей стран ОЭСР, прежде всего США. Критика обращена на то, что вследствие непрекращающейся политической конкуренции нет силы, которая способна провести реформы и сократить смертельно непопулярный государственный долг. План жёстких мер – политическое самоубийство, так как общественность отвергает долгосрочное лечение, если оно требует краткосрочной боли. Авторы пишут: «Вы думаете, что совокупная мудрость Бюджетного комитета Конгресса, Банка взаимных расчётов, Налогового комитета США и огромного числа иных организаций достаточно для того, чтобы убедить Конгресс в том, по какому неустойчивому пути мы идём? Вы ошибаетесь!» (р. 188). Но чем дольше будет промедление, тем больнее будет впоследствии, поскольку периодическое «успокоение» нарастающих долговых диспропорций рядовыми кризисами длительное время подавлялось властями путём мягкой монетарной политики, относительные успехи которой посеяли иллюзии, что настало новое время и чрезмерные долги не вызовут дефолта (или недоверия инвесторов).

Авторы подчёркивают, что нестабильность по всей системе нарастает и что «она уже дрожит от страха в ожидании взлома». Крах даже кажущихся небольшими экономик (Греции, вероятнее всего), грозит обернуться серьёзными потрясениями во всей мировой экономике, поскольку нестабильность в ней в связи с нарастанием прежде всего государственных долгов велика, и даже малая песчинка может вызвать обрушение всей системы. Проводится аналогия с замком из песка (этим аналогиям отводится практически вся вторая глава): постепенное нарастание высоты замка грозит вызвать лавинообразное обрушение.

По мнению авторов, есть только несколько реалистичных путей снижения долговой нагрузки государства: монетизация долга, дефолт, девальвация: «Если люди имеют чрезмерный долг, они обычно банкротятся. Если государства имеют чрезмерный долг, у них есть выбор из трёх возможностей: 1) инфлировать долг; 2) объявить дефолт, 3) девальвировать валюту и причинить ущерб нерезидентам – держателям долга. Последний вариант является разновидностью инфлирования долга» (р. 25).

Вряд ли долговую экономику может спасти реальное (существенное за крайне ограниченный срок) увеличение производительности труда и рост экономики, сокращение государственных расходов, повышение налогов. Это скорее меры долгосрочного характера, они недостаточно эффективны в условиях немедленной потребности резко уменьшить долговое бремя. Авторы подчёркивают, ставя в пример США, что вероятность использования денежной эмиссии повышается, если долг номинирован в эмитируемой данным государством валюте, а значительное число держателей долга являются нерезидентами.

Мировая экономика вступает в новый этап развития, когда она не сможет стимулироваться потреблением за счёт долгов. Этот этап, которому посвящена Глава 4 «Груз замедленного роста и более частых спадов», грозит серьёзной волатильностью, увеличением вероятности спадов, их глубины и продолжительности, чередованием дефляции (особенно в странах с жёсткой привязкой к другой валюте) и инфляции (в долгосрочном плане вначале вероятно дефляция, затем возможна неконтролируемая инфляция), повышением безработицы и налогов, торговыми и валютными войнами. Представляется очевидным, что текущие решения в виде, например, денежной эмиссии, способны только купировать долговой кризис, но не обеспечить экономический рост и благосостояние хотя бы на прежнем уровне.

Представляется интересным фактический анализ состояния долговой зависимости закредитованности отдельных экономик или регионов, прежде всего США.

Анализ состояния долговой проблемы США (Глава 9. США). Ссылаясь на среднесрочные бюджетные программы, авторы показывают, что в обозримом будущем в США планируется лишь увеличение государственной долговой нагрузки, поскольку помимо зафиксированных подсчитанных долгов есть ещё скрытые обязательства по социальным программам, и что вместе они делают невозможным обслуживание долга уже через несколько лет. Как пишут авторы, «Конгресс был очень аккуратным в течение многих лет, нарочно именуя большую часть обязательств "неофициальной", чтобы не включать их в официальные расчёты задолженности» (р. 194). В соответствии с базовым прогнозом Банка международных расчётов, приводимом авторами, к 2040 г. государственный долг США может составить около 450% ВВП (р. 117). Отмечается интересный факт, что штаты, отдавшие голос за кандидата от Демократической партии на последних выборах, имеют в 2,3 раза больший дефицит, чем штаты, отдавшие голос за кандидата от Республиканской партии. Авторы как бы вскользь замечают, что в истории США уже был пример отказа от исполнения обязательств в полном объёме (отказ от обмена бумажных долларов США на золото).

Авторы предлагают некоторые меры по стимулированию экономики США (р. 208-214) и, как видно из перечня ниже, серьёзное внимание уделяют развитию реального сектора экономики, умелой государственной политике в об-

ласти частного предпринимательства и ресурсного обеспечения, выгодному участию в международных экономических отношениях, реалистичности в социальных расходах. В этот перечень включаются: снижение долговой нагрузки всех секторов; развитие индустрии, соответствие зарплаты и производительности труда; иммиграция капиталистов и квалифицированных выпускников вузов по примеру Канады; снижение зависимости от импорта нефти за счёт налогов на потребление бензина, что обеспечит повышение цен, снизит потребление бензина и повысит эффективность добычи нефти и её переработки в самих США. Соответствующие налоговые поступления могут быть направлены на обновление инфраструктуры в США. Серьёзный эффект также мог бы дать ренессанс атомной энергии (сооружение 50–100 новых реакторов); устранение барьеров для нового бизнеса (единственно дающего чистые новые рабочие места) и перераспределение налоговой нагрузки в его пользу; реструктуризация социальных программ «Медикэр», «Медикейд» и пенсионного обеспечения, поскольку никакой ожидаемый экономический рост не даст возможности их бездефицитного финансирования, и, возможно, потребуется введение нового налога для их финансирования, что замедлит экономический рост. Мерой аналогичного порядка мог бы стать пересмотр зарплат в государственном секторе.

Анализ долговой проблемы стран Южной Европы (Глава 10. Европейская периферия). По мнению авторов, зона евро – бесперспективный проект, так как в ней фактически нет мобильности труда и капитала, единых цен, кооперации и централизованного управления, т.е. нет единого экономического пространства, необходимого для её эффективного функционирования. Для стран Южной Европы (как и для стран Балтии, привязавших свои валюты к евро) евро фактически означает золотой стандарт со всей его негибкостью. «Современный евро сходен с золотым стандартом. Как и золотой стандарт, евро вызывает изменения в реальных ценах и зарплатах, а не в валютных курсах. И как при золотом стандарте, в зоне евро имеется тенденция к депрессии. При золотом стандарте груз проблем ложится на страны со слабой валютой, а не на сильные страны», – пишут авторы (р. 217). У этих стран нет возможности монетизировать долг или девальвировать национальную валюту, поэтому они не могут путём инфлирования купировать долговую проблему, а путём девальвации национальной валюты не могут решить проблему конкурентоспособности национальной экономики. Политически проблему осложняет то, что механизмов выхода из зоны евро не предусмотрено. Выхода, например, в виде глобального сглаживания дисбалансов в Европе, где Германия является основным экспортёром, не просматривается вследствие жёсткой позиции стран коренной Европы и политической зависимости их руководства от настроений избирателей.

Анализ долговой проблемы стран Восточной Европы (Глава 11. Проблемы Восточной Европы). Авторы отмечают, что разница в ставках в зоне евро и на локальных рынках, например, в Швеции и странах Балтии, в Австрии или Швейцарии и Венгрии, привела к притоку дешёвых кредитов в восточноевропейские страны, да ещё и номинированных в иностранных валютах, что вызвало увеличение потребления в этих странах (авторы отмечают, что этот эффект близок наблюдавшемуся в странах Южной Европы).

Что касается Балтии, то её специфика в том, что даже при наступлении кризисных явлений в странах Балтии сохранится привязка к евро валют

стран – потенциальных членов зоны евро, убивающая, по мнению авторов, экономику и обедняющая население в условиях более низкой производительности труда в этих странах по сравнению со странами Западной Европы, особенно в условиях мировой девальвации валют. Трудно не согласиться с отношением авторов к политике правительств Балтии, выраженным подзаголовком этой главы «Страны Балтии: как разрушить экономику и сохранить стабильность валютного курса».

Анализ долговой проблемы Японии (Глава 12. Япония. Жук в поисках лобового стекла). Глава о Японии остроумно названа авторами «Жук в поисках лобового стекла» (*Bug in search of shieldscreen*). Если в отношении иных стран авторы применяют термин «Б-а-х!», то в отношении Японии авторы применяют термин «Большой ба-бах!» (р. 259). Дело в том, что в этой стране чрезвычайно серьёзные системные дисбалансы. Соотношение государственного долга к ВВП (200%) в Японии характерно для стран с гиперинфляционной экономикой. До сих пор от давления инвесторов на ставки государство спасала высокая внутренняя норма сбережений (государственный долг на 94% принадлежит резидентам). Однако сегодня государственные займы планируются на уровне, превышающем налоговые поступления в условиях старения населения. Как пишут авторы, «японское правительство тратит деньги так, как будто будущего не существует» (р. 249). Авторы утверждают: «Возможности погасить японские долги просто не существует» (р. 258).

Анализ долговой проблемы Великобритании (Глава 13 Великобритания: Как потихоньку инфлировать обязательства). Своё мнение авторы высказывают так: «Соединенное королевство – это удивительный пример того, как центральный банк надувает пузырь на рынке недвижимости, поддерживает экономику после коллапса банковской системы и тяжело работает, чтобы снижать долг посредством скрытой инфляции. После долгих лет роста цен на недвижимость, когда средний человек думал, что покупка жилья – это наиболее надёжная инвестиция в мире, британская банковская система в 2008 г. рухнула» (р. 261). Авторы рассматривают Великобританию как типичный образец проблемы за кредитованности в чистом виде. Специфика Великобритании усматривается авторами в том, что в 2008 г. совокупный долг всех секторов экономики превышал 450% ВВП. При этом имеются структурные проблемы в том, что в экономике чрезвычайно велика роль финансового сектора (10% ВВП, активы банков, в том числе рискованные иностранные, составляют 5 ВВП страны, а в США активы банков вообще примерно равны ВВП), что делает экономику чувствительной к кризисным явлениям, так как финансовый сектор при кризисе сжимается резче остальных. Авторы резюмируют: «До сих пор Банк Англии добился серьёзных успехов в генерировании инфляции, и это подсказывает нам, как ФРС сможет достичь такой же инфляции для борьбы с угрозой дефляции в США» (р. 261–262).

Далее в книге анализируются долговые проблемы Австралии (Глава 14 «Австралия: Может ли она последовать по пути Ирландии?») и развивающихся рынков (Глава 15. «Ненамеренные последствия: Мягкая монетарная политика и развивающиеся рынки»). Здесь авторы отмечают: развивающиеся рынки работают в условиях притока ликвидности из развитых стран и обязаны учитывать этот фактор при проведении своей экономической политики. Приток ликвидности на развивающиеся рынки надувает пузыри на них. В условиях глобальной конкуренции за

обесценение валют внешний приток ликвидности требует канализации её в иностранные активы (стерилизации, резервирования путём размещения в номинированных в иностранной валюте активах). Это, по сути, лишает развивающиеся рынки возможности использовать экспортную выручку для развития собственной экономики.

Отметим, со своей точки зрения, что есть реализуемые способы преодоления этой ловушки. В частности, это предоставляемые Китаем валютные займы в обмен на доступ к сырьевым месторождениям (в условиях мировой конкурентной борьбы – это эффективное избавление от рискованных валютных резервов с одновременным решением проблемы ресурсного обеспечения экономического роста).

С точки зрения государственной власти развивающихся рынков, по мнению авторов, необходима гибкая комбинация мер по управлению валютным курсом, политики по управлению резервами, стерилизации ликвидности, монетарных и фискальных мер, вытекающих из специфики конкретной страны и состояния мировой экономики в целях противодействия спекулятивному притоку ликвидности с развитых рынков, надувающему финансовые пузыри. С точки зрения частных инвесторов, по мнению авторов, существуют выгодные возможности использования на развивающихся рынках притока ликвидности из развитых стран в условиях относительно низкого отношения капитализации активов на развивающихся рынках по сравнению с их долей в мировом производстве. При этом, по мнению авторов, частные инвестиции в развивающиеся рынки необходимо делать осторожно и в целом на спекулятивной, а не долгосрочной основе, поскольку в случае рецессии в США и иных развитых странах падение на развивающихся рынках будет относительно более существенным.

В заключение авторы дают общие рекомендации инвесторам с учётом ожиданий последних. Если инвесторы ожидают инфляцию, то лучше вкладывать средства в традиционные товарные активы (золото, сырьевые товары), ликвидные и склонные к росту в цене, но не в долговые инструменты с фиксированным доходом. При ожидании же дефляции – наоборот, вложения лучше делать в долговые инструменты с фиксированным доходом.

В целом работа не является оригинальным фундаментальным академическим исследованием, но её можно рекомендовать для первоначального знакомства с проблемой состояния задолженности развитых стран и с типичными представлениями об этой проблеме в англоязычной среде.

А.Е. Лутовинов,
кандидат экономических наук,
старший преподаватель МГУ им. Ломоносова
E-mail: lutovinov@econ.msu.ru