

## Кошмар долгов и фиктивного капитала

В октябре ни один из крупнейших западных центральных банков не повысил ключевую ставку. ЕЦБ, ФРС, Банк Англии, Банк Канады сохранили её без изменений. Центральные банки Чехии и Новой Зеландии остановились ещё ранее, а ЦБ Бразилии, Чили, Венгрии и Польши даже начали процесс смягчения своей монетарной политики.

Единственными, кто двинулся в противоположном направлении и повысил ставку, стали Банк России, который, чтобы защитить обменный курс обрушенного войной рубля, поднял её с 13 до 15 %, и турецкий центробанк, повысивший ставку с 30 до 35 % в безумной гонке (в мае ставка составляла 8,5 %) пытающийся остановить вышедшую из-под контроля инфляцию и обвал турецкой лиры.

### Новые дилеммы для центральных банков

Эта пауза крупных центробанков заставляет большинство комментаторов считать, что безумный период роста стоимости денег, начавшийся весной 2022 года, закончился, и теперь они призывают начать двигаться в обратном направлении – осуществить деэскалацию ставок. ФРС и ЕЦБ отрицают, что пауза означает конец сдерживающей монетарной политики, и опасаются, что преждевременная демобилизация может привести к возобновлению инфляции; в любом случае они хотят сохранять высокие ставки в течение «достаточно долгого времени» (Кристин Лагард), потому что «ещё предстоит пройти долгий путь» (Джером Пауэлл).

Самые тревожные аргументы против этой линии исходят из Лондона. Мартин Вулф в колонке *Financial Times* предупреждает о риске того, что чрезмерная задержка смягчения может привести «даже к возврату к слишком низкой инфляции», то есть на порог дефляции. *The Economist* утверждает, что в мире, где потребление замедляется, стоимость капитала растёт, а государственные расходы порождают большой дефицит, в некоторых крупных странах превышающий 5 % ВВП, формула «выше и дольше» является «невыносимой», представляет собой «вызов гравитации». Однако у сторонников того, чтобы бросить этот вызов гравитации, есть некоторые аргументы.

Жан Буавен, бывший заместитель управляющего Банка Канады, а ныне генеральный директор инвестиционной компании BlackRock, в интервью газете *Le Figaro* утверждает, что мы вступили в «новую эпоху», где основные тенденции потрясают предыдущий порядок, а изменения становятся структурными, а не просто циклическими: инфляция будет иметь тенденцию стабилизироваться на уровне 3, а не 2 %, и центральным банкам придётся бороться с ней высокими ставками; формула «whatever it takes»<sup>1</sup> больше не работает. Когда реальные процентные ставки превысят темпы роста, «бюджетная арифметика» изменится; уменьшить соотношение долг/ВВП, воздействуя на знаменатель, будет сложно, необходимо будет сократить числитель.

### Крупнейшие должники

Газета *Financial Times* в некоторых своих статьях иллюстрирует последствия установления высоких процентных ставок, наблюдаемые из Сити. Долг является сырьём для *private equity* – финансовых групп, которые скупают компании в расширяющихся секторах с использованием большого объёма заёмных средств, реструктуризируют их и, как правило, перепродают. Пятнадцать лет низких процентных ставок стали золотым веком для этих «новых титанов». В 2021 году они достигли вершины, заключив сделок на сумму 1,2 трлн долларов. Рост ставок перекрыл потоки нового капитала. Некоторые группы прекратили выплату дивидендов, а другие, чтобы их выплатить, влезли в долги. В целом сектор располагает 2,5 трлн долл. ликвидности, но также 2,8 трлн долл. непроданных инвестиций. Газета пишет: «Доля просроченных кредитов растёт, и кредитные организации всё активнее берут контроль в свои руки в ущерб владельцам акций. В последние месяцы KKR, Bain Capital, Carlyle и Goldman Sachs потеряли контроль над компаниями, которые они поддерживали финансово».

Правительства являются крупнейшими должниками на рынке. Повышение ставок увеличивает долги, но не только это. Как только количественное смягчение заканчивается, центральный банк прекращает покупать государственный долг. Рынок американских

казначейских облигаций достигает 25 трлн долл., что в 5 раз превышает уровень 2008 года; срок действия 31 % трежерис<sup>2</sup> истекает в следующем году, и рынкам придётся переваривать рефинансирование без помощи ФРС. После искоренения инфляции возврата к допандемическим уровням ставок уже не будет. По мнению лондонской газеты, они будут поддерживаться высоким долгом, в том числе необходимым для энергетического перехода и, добавим, перевооружения. В 2018 году страны Большой Семёрки выплатили процентов на сумму 905 млрд долл. В 2026 году, полагает Standard & Poor's, счёт вырастет до 1,5 трлн долл. Moody's прогнозирует, что расходы на выплату процентов в США вырастут с чуть менее 10 % государственных доходов в 2022 году до 27 % в 2033-ем.

### **Настоящие стресс-тесты**

По данным ФРС, долговая нагрузка американских компаний составляет 13 трлн долл. В течение следующих 5 лет им придётся выплатить 3 трлн долл. Средняя стоимость финансирования 8,6 трлн долл. высококачественных корпоративных облигаций сегодня составляет 6 %, что в три раза превышает минимум 2020 года. Доходность по облигациям более низкого качества составляет от 9 до 15 %.

Героями недавних дебатов в МВФ стали долги “развивающихся” стран и восходящих держав. По оценкам Всемирного банка, глобальное повышение ставок и сильный доллар означают, что для 23 % этих стран затраты на финансирование своего долга стали на 10 процентных пунктов выше, чем в США, в 2019 году доля таких стран составляла менее 5 %. Удар более чем болезненный. Брэд Сетсер из Совета по международным отношениям говорит, что создана среда, в которой только самые сильные “развивающиеся” рынки могут позволить себе занимать доллары. Подгруппа более слабых “развивающихся” стран «только что была исключена из рынка долларовых облигаций». В период с 2019 по 2021 год “развивающиеся” рынки выпускали валютных долгов на сумму 700–900 млрд долл. в год, в 2022-м их эмиссия сократилась вдвое.

### **Два долга**

В сентябре финансовый департамент МВФ представил анализ совокупного мирового долга. Он достиг своего исторического пика в пандемийном 2020 году, причём это касается как его государственного, так и частного компонента. Тогда совокупный мировой долг был равен 258 % ВВП, а затем снизился до 238 % в 2022 году; государственный долг превысил 100 % ВВП, а затем упал до 92 %; частный долг достиг 158 % ВВП, а затем упал до 147 %. Совокупный долг в 2020 году вырос на 30 процентных пунктов по сравнению с 2019-м; в 2021–2022 годах он снизился на 20 пунктов (-12 в частном секторе и -8 в государственном). Прежде всего, стоит отметить, что ни одна из крупных стран не вернулась на допандемический уровень; во-вторых, за четырёхлетний период 2019–2022 гг. общий долг США стабильно превышал долг еврозоны с разницей в 20 процентных пунктов (274 % ВВП против 254 % в 2022 г.) за счёт более высокого коэффициента государственного долга; в-третьих, Китай догнал по этому показателю США (272 % ВВП), его долг за этот четырёхлетний период вырос на 25 пунктов, из них 17 пришлось на государственный долг, но с 2010-х годов частный долг увеличился более чем на 30 пунктов; в-четвёртых, в долгосрочной перспективе рост долга кажется неудержимым, учитывая чередование периодов роста и кризиса: с начала 1970-х годов утроился глобальный государственный долг, а с начала 1960-х – частный. Китай прошёл этот путь гораздо быстрее, увеличив примерно в три раза свой частный долг за 35 лет и в четыре раза государственный долг за 30 лет.

### **Бумажное богатство**

В докладе McKinsey Global Institute, опубликованном в мае прошлого года, исследуются истоки финансового цикла 2000-х годов. Центральное наблюдение – это устойчивый дисбаланс: начиная примерно с 2000 года (в различных странах по-разному) чистая стоимость активов, стоимость активов и долгов начали расти быстрее, чем ВВП, в то время как производительность в странах Большой семёрки замедлялась со скоростью 1,8 % в год в течение двадцатилетнего периода 1980–2000 гг. и 0,8 % в период с 2000 по 2018 год. Между 2000 и 2021 годами, пишут исследователи, быстрый рост цен на движимое и недвижимое

имущество по отношению к ВВП создал 160 трлн «бумажного богатства». На каждый доллар чистых инвестиций было создано 1,90 долл. чистого долга. За этот период «глобальный балансовый отчёт» увеличился в четыре раза, в результате чего стоимость недвижимости выросла до 610 трлн долл., финансовых активов вне финансового сектора – до 520 трлн долл., а внутри финансового сектора – до 500 трлн долл.

Весь процесс был вызван «структурным снижением реальных процентных ставок», которое проявилось в трёх волнах: первой была волна субстандартной ипотеки, которая закончилась пузырями на рынке недвижимости, лопнувшим в 2008 году; вторая опиралась на количественное смягчение и создание денежной массы центральными банками; третья пришла во время вспышки пандемического кризиса с возобновлением политики количественного смягчения, усиленной избыточными сбережениями домохозяйств и государственной фискальной поддержкой; во время этой волны на каждый доллар чистых инвестиций было создано 3,4 доллара нового долга.

В версии McKinsey – в отличие от гипотез «вековой стагнации» – особое внимание уделяется массивному созданию фиктивного капитала (бумажного богатства), но этот феномен рассматривается исключительно как продукт цикла необычайно слабых инвестиционной активности и производительности.

В III томе «Капитала» Маркс рассматривает образование фиктивного капитала как характеристику формы денежного капитала и капиталистического развития. Ценные бумаги всех видов: облигации, акции, векселя и т. д. – образуют «мыльные пузыри номинального денежного капитала». *«В действительности все эти бумаги суть не что иное, как накопленные притязания, юридические титулы на будущее производство, денежная или капитальная стоимость которых либо вовсе не представляет никакого капитала, как в случае государственных долгов [...]. [...] Во всех странах капиталистического производства в этой форме существует огромная масса так называемого приносящего проценты капитала, или moneyed capital. И под накоплением денежного капитала большей частью подразумевается только накопление этих притязаний на производство, накопление рыночной цены, иллюзорной капитальной стоимости этих притязаний. [...] С развитием капитала, приносящего проценты, и кредитной системы всякий капитал представляется удвоенным, а в некоторых случаях даже утроенным вследствие разных способов, благодаря которым один и тот же капитал или даже одно и то же долговое требование появляется под различными формами в различных руках. Большая часть этого “денежного капитала” совершенно фиктивна»<sup>3</sup>.*

Ноябрь 2023 г.

---

<sup>1</sup> - Чего бы это ни стоило (англ.).

<sup>2</sup> - Государственных долговых ценных бумаг.

<sup>3</sup> - Маркс К. и Энгельс Ф. Собр. соч. Изд. 2-е. Т. 25. Ч. II. С. 11, 13.