Николай КАЩЕЕВ,
директор аналитического
департамента, Промсвязьбанк

Низкая инфляция и конец прежней экономики

Почти каждый раз, когда сталкиваешься с макроэкономическими проблемами, оказывается, что приходится решать известную тривиальную, но непростую дилемму с курицей и яйцом, поскольку связи в экономике сплошь и рядом взаимны и подчас закольцованы. Например, вот такой вопрос: являются ли низкие нефтяные цены причиной или следствием низкой инфляции? Ответ не так очевиден, как может показаться, если поразмыслить в следующем направлении: дефляция-то — следствие падения темпов роста экономик, доходов потребителей и так далее. Так что прежде чего?

В нижеприведенном кейсе причинно-следственные связи, как нам представляется, несколько более ясны.

Низкая инфляция, которая является главной характеристикой new normal и с которой, как выяснилось, крайне сложно справиться даже нетрадиционными методами вроде массированного QE, имеет сразу несколько причин. К слову, вряд ли, например, гипотеза влияния на инфляцию низкой стоимости нефти тут является ведущей: в посткризисный период в течение примерно четырех лет цена барреля стабильно превышала $100.

О более глубокой — на наш взгляд, фундаментальной, хотя и не единственной — причине мы уже говорили ранее. Это материальное расслоение и вымывание среднего класса в развитых странах, которое сказывается на уровне доходов населения и потребления, поддерживаемого до поры до времени кредитной активностью. С 1967 г., то есть почти за 50 лет, реальные доходы высшей квинтили американцев выросли на 76%, средней — на 23%, низшей — на 18%. Каждая из этих квинтилей достигла пика благосостояния в свое время: высшая — в 2006 г., средняя — в 2000 г., низшая — в 2009 г. С пиковой величины до конца 2014 г. их реальные располагаемые доходы снизились примерно на 2%, 7% и 17% соответственно (advisorperspectives.com).

Здесь следует сделать важное примечание: неправильно было бы сказать, что американское общество движется к бедности. Отнюдь. Прослойка людей с высшим уровнем доходов растет в численности. С 1970 г. по настоящее время число богатых увеличилось в 2.5 раза, бедных — в два раза, но средний класс по численности вырос на 40% , а население в целом — на 60%. В случае среднего класса это 50% всего взрослого (работоспособного) населения против 60% в 1971 г.

Основная проблема, однако, состоит в том, что теперь 50% населения зарабатывает 46% всех доходов — примерно столько же,

сколько и 20% наиболее богатых, или 102 млн чел. против 43 млн. В 1971 г. это соотношение было иным: 61% против 30%, 73 млн чел. против 17 млн. Таким образом, с 1971 г., то есть более чем за 40 лет, доход по всем классам взрослого населения вырос на 150% в постоянных долларах 2015 г., а взвешенный по числу граждан в каждом из классов — только на 84%. При этих подсчетах в категорию богатых включен и верхний слой среднего класса (10–12% всех взрослых граждан США), а бедных — нижний (9% взрослых; источник всех данных: pewsocialtrends.org).

Несложно понять, что процесс вымывания рабочих мест со средними доходами является объективным: это не столько результат аутсорсинга в развивающиеся рынки, как у нас принято было считать совсем недавно. Просто технологии заменяют людей. Мы часто приводим такой пример: с 1960-х гг. число занятых в сельском хозяйстве США упало в 4.5 раза, тогда как добавленная стоимость, произведенная на фермах, выросла... в десять раз. Примерно такие же процессы идут и в промышленности Штатов: с пика занятости в обрабатывающих отраслях в 1980 г. по сей день число рабочих мест в них сократилось более чем на 20%, при этом с того же 1980 г. объем промышленного выпуска вырос более чем в два раза. Рост производительности труда в промышленности оказался наиболее быстрым в период с 2000 г. по сей день, когда наблюдалось наибольшее сокращение рабочих мест на фоне продолжения стабильного роста выпуска. Правда, картина этого периода отчасти искажена данными, относящимися к Великой рецессии, так что некоторые аспекты описанного ускорения роста производительности труда еще должны быть подтверждены — или подвергнуты сомнению — в дальнейшем.

Собственно, само по себе распространение новых, экономичных и не столь энерго- и материалоемких технологий есть еще одна причина низкой инфляции, ведь оно помогает самым разным производителям сокращать издержки и активнее конкурировать на рынке, способствуя ограничению цен. Например, средняя себестоимость добычи сланцевой нефти до сих пор падала примерно на 10% в год, а стоимость оборудования для производства электричества из солнечного света — фотовольтаиков или, как у нас говорят, солнечных батарей, что терминологически несколько неправильно — обрушилась с начала 1990-х гг. практически в десять раз, с немногим менее $6 за 1 ватт генерируемой мощности до $0.5–0.6.

Разумеется, также играют свою роль низкие трудовые издержки в Юго-Восточной Азии — сборочном цехе мира. Однако, возможно, в цехе уже не столь безальтернативном, поскольку с учетом стоимости транспортировки, страховки, а также со стремительным ростом ULC (стоимости единицы труда) в Китае привлекательность этого региона с точки зрения сокращения издержек существенно снизилась после 2010 г.

Сам по себе рост инфляции до определенных величин — важное условие поддержания инвестиционного процесса. Увы, слишком низкая инфляция — например 2–2.5% в развитых странах и менее 4–5% в развивающихся — есть непременный спутник и одновременно верный признак низкого экономического роста. Сегодня мы наблюдаем инфляцию в США и ЕС, зажатую в диапазоне 0–2%, что пугающе напоминает многолетнюю дефляцию в Японии, причем на фоне массированных монетарных стимулов. Что же делать? Как оживить экономический рост? И нужно ли это?

Ограничение роста доходов среднего класса, естественный предел кредитной парадигмы развития, продемонстрированный нам в 2008–2009 гг., опасность численного снижения среднего класса в развитых экономиках (развивающимся приготовиться), увеличение численности так называемого прекариата (уже в начале десятилетия только в США число прекариев оценивалось на уровне свыше 22 млн), рост имущественного расслоения — все это и приводит к «замечательному тандему»: низкая инфляция и низкий рост экономики. Тупик роста. Итак, каков ответ на этот вызов?

Одним из наиболее привлекательных вариантов может стать снижение планки доступа к экономической активности для больших масс людей. Помимо регулятивных барьеров, перед теми, кто хочет начать свое дело — даже самое кустарное — с нуля, стоят более серьезные препятствия: капиталоемкость проектов и доступность капитала вообще. Снизить эти барьеры призвана так называемая распределенная экономика.

Тренд в направлении распределенной экономики прослеживается все яснее. Ее лейтмотивом является децентрализация, что полностью соответствует цивилизационному вектору развития человечества — от вертикальных структур, скрепляемых внешним, «естественным» насилием со стороны лидеров и групп лидеров, к горизонтальным, основанным на добровольном, осознанном консенсусе участников тех или иных объединений. Очевидно, что первыми ласточками возникающей распределенной экономики будут — и уже становятся — энергетика, 3D-печать, позволяющая частично переносить производство из цехов в места проживания так называемого «просьюмера» (prosumer), производителя и потребителя продукции в одном лице, а также такие системы, как circular economy (замкнутые локальные экономические подсистемы) и так далее.

Дело за малым. За трансформацией финансовой и банковской системы.

На самом деле, после Великой рецессии финансовая и банковская системы если еще не столкнулись в полной мере, то, по крайней мере, начинают ощущать воздействие нескольких важных новых факторов, как среднесрочных, так и долгосрочных.

С точки зрения финансовой системы мир сегодня характеризуется стирающимся противоречием между экономиками квазибреттонвудскрой системы, в которой лидировал, конечно, Китай — это страны с привязкой той или иной степени жесткости национальной валюты к доллару, евро или даже корзине валют — и экономиками с плавающими валютами. По мере того как КНР отпускает юань, а Россия, по крайней мере, заявляет, что уже отпустила рубль, весь мир оказывается «фиатным», то есть с плавающими валютами, валютами свободной эмиссии. Но и этого уже, кажется, недостаточно!

Глобальный характер экономики и, особенно, финансов, которые так и остаются главным рычагом управления национальными хозяйствами почти всех стран мира, требует искоренения странового и регионального эгоизма. Действия ФРС и ЕЦБ так или иначе влияют на весь мир, вплоть уже до его самых дальних уголков где-нибудь в Африке, но, принимая решения о ставке или даже эмиссии денег, похоже, ни ФРС, ни ЕЦБ, ни усердно их копирующий в энергичности стимулов Банк Китая не обращают внимания на это обстоятельство. Господин Баллард, будучи членом совета директоров ФРС, не так давно заявлял, что-де непродуктивно обвинять ФРС в создании пузырей на рынке недвижимости в ЮВА.

Вряд ли такое заявление соответствует действительности. Деятельность ФРС прямо или косвенно влияет на процессы на рынках ЮВА: не только потому, что не составляет особого труда совершать керри-трейд даже с неконвертируемым юанем против доллара США с помощью различных изощренных инструментов — и таким образом влиять на внутренние рынки КНР, но с недавних пор влиять на рынок Китая можно и напрямую, через Гонконг с его конвертируемыми финансами. Пусть это доступно почти исключительно местным резидентам, но они — эффективное связующее звено с рынками, где воздействие ФРС прямое и очевидное. Есть и еще одно специфическое влияние ФРС на Китай: ФРС является трендсеттером, весь мир смотрит на то, что она делает, какие формы борьбы с кризисом или перегревом экономки изобретает, и часто старается копировать эти действия, принимая их буквально как новые технологии. Хотя ФРС изобретает их, прежде всего, под свои внутренние условия.

Таким образом, в финансовой и банковской системе мира сложилось явное противоречие между глобальным характером экономики и финансов и эгоистическими, региональными методами управления экономикой национальными центральными банками. Вряд ли кто-либо сегодня среди крупных экономик готов поступиться своим суверенитетом. Однако... технология заставит! Вместе с логикой эволюции. Заметим тут, что учреждение мирового центробанка противоречило бы основному тренду современности, который мы определили как раз как децентрализацию. Зато технологии способны сделать все правильно.

Другие долгосрочные факторы, влияющие на эволюцию банков, напрямую связаны с тем, о чем мы только что сказали: с материальным расслоением, вымыванием среднего класса, что вызывает изменение розничной клиентской базы. Это, в свою очередь, требует выделения работы с крупными клиентами – физическими лицами (VIP) в отдельное важное направление: гибкое, с большим разнообразием услуг, в том числе на глобальных рынках. Однако надо учесть в этой связи, что банки, которые после долгого периода 1990–2000-х гг. и вслед за разразившимся кризисом попали под более плотную опеку регуляторов, что снижает их конкурентоспособность по отношению как к традиционной «теневой банковской системе» (инвестиционным компаниям, хедж-фондам и т.п.), так и к новым технологичным формам финансовых организаций: платформам для краудфандинга, новым платежным системам и так далее. Гибкость банковской системы в этом отношении снижена новыми правилами.

С другой стороны, очевидно, что банкам будет непросто работать с растущим числом мелких и микроклиентов, в том числе с микропредпринимателями — в силу как меньшей гибкости, так и относительно высокой себестоимости банковских услуг, хотя бы до тех пор, пока технологии не заменят довольно дорогостоящий штат сотрудников на этом направлении.

Цифра в $20 млрд уже известна довольно многим — это экономия, которую, по оценкам, может получить банковская система развитых стран от применения технологии, которая называется blockchain. Сегодня об этой технологии, известной с 2008 г. (символично, не так ли?), заговорили весьма широко. Судя по всему, приведенная выше оценка экономии является очень приблизительной — скорее всего, консервативной — и основывается на расчетах вроде нижеследующих. Goldman Sachs, один из пионеров применения технологии в финансовом секторе, говорит о том, что, например, при выплате покупателю секьюритизированных ипотечных кредитов денег, поступающих от должников банка в ходе обслуживания кредита, с помощью данной технологии можно сэкономить 0.5 п.п. стоимости инструмента. Однако особенностью blockchain является то, что сфера применения данной технологии намного шире, чем финансы... Технология почти совершенна для управления миром без границ на стыке виртуальности и реальности. Она должна была, обязана была появиться для обслуживания фундаментальных изменений в ходе эволюции нашей цивилизации.

Blockchain (блокчейн, цепочка блоков) — технология, изначально созданная для реализации проекта криптовалюты. В конкретном случае биткойна, но фактически любой криптовалюты — «мутации» так называемых фиатных валют, не обеспеченных материальными активами.

Blockchain по своей сути — это открытая всем желающим и одновременно анонимная база данных, распределенная по архитектуре, то есть без единого центра, хранящая свои копии на компьютерах – узлах сети. В нее помещаются все необходимые сведения обо всех сделках со всеми единицами того или иного актива, например каждой единицы криптовалюты, причем только после специального процесса верификации, исключающего любые манипуляции с этой базой. Новый блок, содержащий сведения о нескольких сделках, помещается в цепь-базу только после выполнения так называемым «добытчиком» (miner)

ДЕШЕВЫЕ И БЫСТРЫЕ СДЕЛКИ С ПОМОЩЬЮ BLOCKCHAIN ПОЗВОЛЯЮТ ВКЛЮЧИТЬСЯ В БИЗНЕС И ИНВЕСТИРОВАНИЕ БОЛЬШИМ МАССАМ ЛЮДЕЙ С МАЛЫМИ СРЕДСТВАМИ

весьма трудоемкой задачи по верификации блока, то есть снабжения его неким идентификатором, связанным с предыдущим блоком в цепи. Идентификатор может быть построен на основе содержания блока и предыдущего идентификатора с помощью решения, условно говоря, головоломки по подбору единственно подходящего для данной комбинации ключа — точнее, соединительного звена. Все участники сети могут убедиться, что звено подобрано правильно, смыкает цепь, и только после этого блок помещается в базу. Теперь он принципиально неизменим и неуничтожим — иначе разрушилась бы вся цепь, а этого не допустит гипотетически неограниченное число участников сообщества, поддерживающего базу. Таким образом, блок помещается в распределенную (облачную) базу данных без единого сервера в результате консенсуса всего сообщества, является гарантированно на сто процентов адекватным и при этом открыт для просмотра всем желающим, хотя и не содержит личных данных участников сделок — что это, если не почти идеальная горизонтальная структура?

У технологии blockchain существует ряд реализаций, которые делают ее по-настоящему прорывными. Это, прежде всего, smart contracts, умные контракты. Поскольку особенностью blockchain является снятие ряда рисков — отсутствует потребность в посредниках, отдельных регуляторах, в тех, кто обеспечивает исполняемость сделок (клиринговых центрах, держателях залогов и т.п.), — то замечательным свойством умных контрактов является то, что они на 100% исполняемы, поскольку осуществляются только с верифицированными активами и автоматически. В контрактные отношения могут вступать люди, которые никогда не встречались, не имеют друг о друге никакого представления или свидетельств о своей надежности от третьих лиц. Надо ли говорить, насколько это понижает стоимость входа в бизнес для людей? Не говоря уж о том, что с помощью умных контрактов возможна реализация таких важных бытовых операций, как безусловная передача наследства, раздел имущества и прочие.

Дешевые и быстрые сделки с помощью blockchain, кроме всего прочего, позволяют включиться в бизнес и инвестирование большим массам людей с малыми и очень малыми средствами. Только такие технологии делают доступными микроплатежи объемом в несколько центов (вероятно, в самом скором будущем — и долей центов), что позволяет прекариату не выключаться при желании из деловой сферы. Микроплатежи вместо привычных лайков (like) в социальных сетях могут оказаться подспорьем к существованию креативного класса прекариев.

Наконец, реализация технологии digital assets, соединяющая интернет вещей с финансами и умными контрактами в целом, позволяет создать интернет всего, internet of everything, когда, например, недвижимость и автомобили передаются из рук в руки людей, которые никогда и нигде не встречаются. Что это, если не идеальное горизонтальное общество с низким порогом входа для людей в экономическую активность? Сочетание распределенной экономики и распределенных финансов как минимум в значительной мере решает указанные выше проблемы и позволяет вывести на следующий цивилизационный этап развития те страны, которые к этому наиболее готовы.

Несмотря на то что Филиппины чуть ли не первыми заявили о своей готовности поместить национальную валюту песо в blockchain, на наш взгляд, к новой экономике готовы страны с наиболее развитым горизонтальным обществом, такие как, например, Швейцария — конфедерация с элементами прямой демократии, США — почти конфедерация с обилием горизонтальных структур, Швеция и вообще Скандинавия — коммунальные страны, активно продвигающие новую энергетику. В весьма малой степени пока готов к этому переходу Китай, но это лишь временно: скорость его социального развития лишь нарастает.

Технология blockchain с такими ее реализациями, как виртуальные валюты и умные контракты, а также сопутствующие новые феномены вроде цифровых активов призваны снизить себестоимость финансовых продуктов и некоторые виды связанных с ними рисков. При осуществлении операций в blockchain если не полностью, то в значительной степени отпадает необходимость в посредниках: депозитариях, держателях залога, маржинальных счетах, тех, кто присматривает за исполнением контрактов. Соответствующие риски принимает на себя сам умный контракт, оперирующий базой blockchain. Падают риски контрагента: это означает, например, приближение стоимости таких инструментов, как IRS и подобных, к стоимости безрисковых активов. Себестоимость операций снижается радикально из-за снижения операционного риска. При этом скорость проведения операций возрастает.

Вместе с тем, для банков возникают новые факторы конкуренции. Теперь, когда в финансы могут буквально врываться люди с очень низким стартовым порогом (отныне, например, возможны микроплатежи), у простых людей, которые иначе неизбежно становились бы клиентами банков или, на худой конец, платежных систем, появляется серьезная альтернатива. И криптовалюты — дети технологии blockchain — принимают к оплате миллиардные бизнесы: Dell, Expedia, PayPal, Microsoft и другие.

Неспроста крупнейшие банки очень активно берутся за приручение этой технологии. Уже действуют 300 финтех-стартапов, в основном в Великобритании и США. Крупнейшие банки мира, названия которых всем известны, создают свой внутренний blockchain для расчетов, которым занимается стартап R3.

У банков появляется возможность вопреки растущей конкуренции со стороны «теневой банковской системы» использовать преимущества: соединить свое превосходство в виде наличия капитала, больших ресурсов с новой технологией, приобретая инфраструктуру, быть впереди конкурентов, обеспечить как можно более облегченный вход для своих клиентов в рынок. Контрмеры против конкурентов могут выглядеть неожиданными и должны быть основаны на принципе использования того, что виртуальные конкуренты не могут себе позволить. Например, можно реабилитировать для определенных категорий клиентов живое общение, предлагая консультации, аналитику, нестандартные решения. Инвестиционный бизнес, причем глобальный, при всех этих условиях становится вновь крайне важным после потерь, которые это направление понесло после Великой рецессии. Вообще банкам теперь как никогда стоит всерьез задуматься о создании мощной клиентской экосистемы, отнюдь не только виртуальной.

Для нас важны эти уроки. После Великой рецессии глобальные трансформационные процессы революционного характера неизбежны, и они идут. Будущее создается сейчас. Сегодня, когда говорить об экономике без рассуждений о технологиях становится невозможно, упустить момент с высокой долей вероятности значит отстать навсегда.