Игорь АКСЕНОВ,
вице–президент, специалист по рискам на рынке акций и структурированных деривативов, Barclays

От дефляции к инфляции — новая экономическая политика

В истории России период экономических экспериментов эпохи военного коммунизма 1917–1921 годов закончился переходом к новой экономической политике, которая была просто возвратом к нормальному экономическому развитию. Сложно сравнивать последний финансовый кризис с революцией 1917 года. Но шаги, предпринятые прежде всего центральными банками крупнейших стран мира для преодоления его последствий, можно уверенно назвать революционными. По прошествии восьми лет мы наблюдаем похожее движение в сторону «новой» экономической политики, которая есть не что иное, как возврат к канонам экономики XX века.

Ситуация, породившая кризис, не возникла на пустом месте. Она стала следствием новой волны экономического развития, которая началась в конце 1970-х – начале 1980-х годов. Основой этой волны были усиление роли центральных банков, научно-техническая революция и глобализация.

МОНЕТАРИЗМ ПРОТИВ КЕЙНСИАНСТВА

Монетаристы были сильны в начале XX века и (после краткого перерыва на период Первой мировой войны) практически до начала Великой депрессии. Но в момент кризиса правительства впервые подчинили себе финансовые органы власти и решительно взяли на себя все бразды правления экономикой. По вполне объективным причинам политическое руководство было всегда заинтересовано в воплощении в жизнь собственных планов в кратчайшие сроки, что часто шло вразрез с экономической целесообразностью и могло иметь негативные долгосрочные последствия. По мере накопления последствий такого рода решений экономическая система становилась все менее эффективной. Очень скоро такая политика перестала способствовать росту реальной экономики и со временем привела к спаду. Использование финансовых мер для искусственной стимуляции экономики только продлило застой и привело к стагфляции в 1970-е годы.

Кейнсианство, то есть активная фискальная политика с разной степенью вмешательства в экономические процессы, продолжалось в мировом масштабе вплоть до 1980-х годов. К тому времени замедлившийся экономический рост побудил США, Англию и другие страны вернуться к монетаризму. Тенденция к сокращению роли правительств продолжалась вплоть до самого последнего времени.

ТЕХНОЛОГИИ

Научно-техническая революция — это трансформация существующих экономических отношений из-за взрывного роста производительности труда и возникновения новых отраслей экономики. Нечто подобное произошло во время Первой мировой войны которая дала большой толчок развитию технологий. Это сделало возможным экономический бум 1920-х годов во многих странах и позволило США вырваться вперед во многих отраслях экономики. В финансовом смысле увеличение производительности труда и поступательная модернизация всех экономических процессов вели к падению стоимости товаров и «правильной» дефляции — «дефляции производителей».

Новая волна научно-технической революции зародилась в 1970-е годы и получила развитие в мировом масштабе в последующие 40 лет. Новые открытия в биологии, химии, физике, медицине, внедрение новых материалов, тканей, методов хранения и передачи информации привели к трансформации практически всех сфер экономики развитых стран. Как и в 1920-е годы, изменилось не только оборудование, но и сами производственные цепочки, давшие новый импульс росту производительности труда.

ГЛОБАЛИЗАЦИЯ

Глобализация, или опережающий рост международной торговли[1], была значимым локомотивом мировых экономических процессов с середины XIX века вплоть до Первой мировой войны. Последовавшие за этим распад на валютные блоки (фунта стерлингов, франка, доллара), рост тарифных барьеров и Вторая мировая война положили конец прежней системе на долгие годы. Несмотря на политическое объединение всего западного мира вокруг США и доллара как де факто мировой валюты, государственная бюрократия по-прежнему мешала свободному движению рабочей силы, товаров и капиталов. Правительства долгое время не хотели терять контроль над собственной экономикой.

Поэтому прежде всего политические причины вернули стремление к расширению межгосударственных хозяйственных связей в Европе. Первоначально сугубо политические региональные блоки МЕРКОСУР и АСЕАН также поступательно двигались к снижению тарифных барьеров. Организация ГАТТ с момента своего возникновения в 1947 году способствовала развитию мировой торговли. Однако только к концу Токийского раунда переговоров в 1979 году была достигнута критическая масса мер, давших дополнительный стимул мировому экономическому росту.

СИСТЕМА СЕГОДНЯ

В период с 1981 по 2016 год мировая экономика росла опережающими темпами благодаря одновременному сочетанию всех вышеупомянутых факторов. Центральные банки утвердили свою независимость от политических кругов и путем жестких мер подавили инфляцию; правительства крупнейших развитых стран масштабно сократили свое вмешательство в экономику, создав условия для формирования нового капитала; потерпело крах профсоюзное движение, что стало причиной снижения стоимости рабочей силы; научно-техническая революция привела к появлению новых отраслей экономики, вновь породив «правильную» дефляцию, которая способствовала падению себестоимости товаров. Вскоре страны бывшего социалистического блока стали новыми источниками ресурсов и рабочей силы, а также огромным новым рынком сбыта.

Финансовый кризис 2008 года незначительно изменил расклад сил. Центральные банки с честью выполнили свою роль универсального кредитора и путем необеспеченной эмиссии удержали на плаву реальную экономику. Удалось избежать повторения Великой депрессии, но для предотвращения мирового кризиса пришлось пожертвовать экономическим циклом. Снижение процентных ставок до нуля фактически перевело потенциальный прирост сбережений населения в пользу компаний, вне зависимости от их эффективности. Это усугубило неэффективное распределение капитала, который при реально рыночной стоимости кредита был бы скорректирован путем банкротств и реорганизаций.

ПОВОРОТ

Недостаточный экономический рост при сокращении доходов населения в целом породил политическое движение в сторону нового кейнсианства. В 2015 году центральные банки мира закончили программы необеспеченной эмиссии и планируют повышение процентных ставок. В этом году выборы в Канаде, референдум в Англии и выборы в США проходили на фоне дебатов экспертов о размере фискальных мер для стимуляции экономики. Не было и речи об их необходимости. И либералы, и консерваторы соглашались, что монетаризм исчерпал себя и центральные банки должны работать на текущую повестку дня.

Политические противоречия ведут к дальнейшему расползанию единого мирового торгового пространства на региональные блоки, которые также тормозятся из-за активной оппозиции многих потенциальных участников. Продвигаемые США Трансатлантическое и Транстихоокеанское партнерства, направленные на дальнейшее снижение тарифных барьеров, вряд ли будут подписаны на первоначально задуманных условиях.

Важной темой является более справедливое (увы, не обязательно экономически эффективное) распределение благ среди населения путем большего контроля над капиталом[2]. Волна расследований, охватившая бенефициаров оффшорных зон после 2008 года, привела к увеличению государственного контроля над мировым движением денег. Недавние публикации о налоговой оптимизации американских компаний[3]— шаги в том же направлении. Одновременно с этим реформы финансового сектора в США и Англии ведут ко все большему обособлению банковских систем друг от друга.

Запирая капитал во все более узких рамках, логично ожидать попытку его явной или неявной мобилизации для решения приоритетных национальных проблем. В случае США это может быть решением вопроса об источниках финансирования правительственных инфраструктурных инициатив, так как

[1] Рост мировой торговли, превышающий рост мировой экономики.

[2] Интересны дебаты об обоснованности тезисов и выводов работы «Капитал в XXI веке» (Томас Пикетти).

[3] Компании новой экономики проводят платежи за интеллектуальную собственность через вполне законные ирландские схемы, что позволяет им не платить налог на прибыль.

после 2011 года наблюдается нетто отток иностранных капиталов из государственных бумаг США. В частности, обеими партиями обсуждается возможность возвращения американских капиталов в налоговую юрисдикцию США в обмен на одноразовый налог и вложение средств в программу развития инфраструктуры. Текущее законодательство предполагает, что иностранные доходы американских корпораций подлежат налогообложению США только в случае их репатриации, которая не обязательна.

Научно-техническая революция продолжается, но будет отчасти затруднена из-за популистской политики в области иммиграции. В развитых странах мира эпоха индустриальных гигантов и миллионов рабочих давно ушла в прошлое. Современное производство значительно более наукоемко и требует высокообразованной и очень квалифицированной рабочей силы, которую сложно найти в рамках одной страны. Но также очевидно и недовольство коренного населения страны, оставшегося за бортом современной экономики. Они хотят своей доли (интересно что одно из требований либеральных экономистов — повышение минимального размера оплаты труда). Поэтому в текущих условиях сокращение иммиграции неизбежно.

Ориентация на национальные кадры потенциально ухудшит ситуацию в компаниях новой экономики и ляжет дополнительным налогом на экономику в целом. Старые предприятия вряд ли вернутся, а новые вряд ли возникнут без кардинального изменения квалификации кадров. Помимо этого, ограничение иммиграции ударит прежде всего по малоквалифицированным иностранцам, которые создадут дополнительный очаг напряженности в своих странах и могут стать источником политической нестабильности для всех.

РОСТКИ НОВОГО

Очевидно, что пока можно видеть только общие контуры возникающего нового экономического консенсуса. Но финансовый рынок, видимо, уже принял решение. Управляющие портфельных фондов держали рекордные средства[1] вне рынка последние шесть месяцев. Однако за последние десять дней деньги вернулись: более $40 млрд было вложено в американские акции только за прошедшую неделю[2]. Ожидается приход еще более масштабных сумм.

В финансовом смысле новое кейнсианство — это реванш кредиторов. Меры, поддержавшие неэффективных заемщиков, постепенно уходят в прошлое, что приведет к переоценке кредитоспособности многих компаний. Грядет серьезная реорганизация многих секторов.

В эпоху искусственно низких ставок корреляция движения цен на рынке была очень высокой, так как центральные банки поддерживали тепличные условия для всех участников в равной мере. После окончательного ухода финансовых властей вернутся реальная экономика и оценка индивидуальных компаний. В ожидании этого за последние десять дней корреляция цен на рынке упала почти вдвое до уровня 2008 года.

Возвращение реального ценообразования также поможет банкам — их акции выросли значительно больше рынка за последние дни. Индустриальные компании выиграют от возможной политики ограничения иностранной конкуренции и импортозамещения. Строительные компании выиграют от пресловутой «стены Трампа», равно как от новых подрядов на строительство дорог, аэропортов и других объектов. А рост благосостояния населения (если предположить инвестиции прежде всего внутри страны) приведет к дополнительному росту потребительского спроса. С ожидаемым ростом процентных ставок проиграли компании, зависящие от долгосрочного финансирования: инвесторы в недвижимость, электроснабжение, водные и прочие ресурсы.

ОТ ИДЕИ К РЕАЛЬНОСТИ

Наряду с очевидным движением в сторону более активной фискальной политики есть ряд противоречивых моментов, которые ждут прояснения.

Консервативные партии как в Англии, так и в США всегда стремились к сокращению государственных расходов. Сегодня это идет вразрез с приоритетами активной фискальной политики. Скоро всем будет очевиден продолжающийся конфликт сложившихся за последние 30 лет политических элит всех партий с современной экономической и политической реальностью[3].

Обещая в ближайшие десять лет вложить $500 млрд в модернизацию инфраструктуры, новая администрация США хочет за тот же период времени сократить налоги на $6 трлн. Если говорить о кредиторах для финансирования всех этих проектов, ими окажутся по большей части резиденты, так как иностранцы уже в течение пяти лет планомерно уменьшают свои портфели американских государственных бумаг. В такой ситуации рост процентных ставок неизбежен.

Альтернативой может быть очередная эмиссия но с совершенно другии целями. Уже много раз возникал вопрос об усилении политического контроля над центральными банками (ФРС, Банк Англии). При последовательном давлении нельзя исключить их участие в прямой монетизации государственного долга в стиле сотрудничества ФРС и правительства в 1946–1952 гг. Это поможет изыскать средства на текущие нужды. Но разнообразные политические, экономические и репутационные потери от такого шага несложно себе представить.

Что это значит для всех остальных стран? Обособление развитых стран и новые барьеры для свободного движения капиталов, товаров и рабочей силы приведут к замедлению мирового экономического роста. Очевидно, что это далеко не ново и уже было в совсем недавнем прошлом. Также очевидны и последствия такой политики. Но на фоне медленной дефляции прошлых лет пока мы видим всеобщий энтузиазм по поводу смены курса и перехода к «новой» экономической политике.

[1] Количество невложенных средств крупнейших финансовых институтов (фондов, управлявших в совокупности $550 млрд) в течение 2016 года колебалось между 5% и 6%, что сравнимо с октябрем 2008 года.

[2] Для сравнения, на рынок акций приходит около $100 млрд в год при среднем притоке в $2-3 млрд в неделю.

[3] Английский референдум, Трамп, Марин Ле Пен во Франции в качестве серьезного кандидата на верховную власть и т.п.

ЭКСПЕРТИЗА ТЕХНОЛОГИИ РЕЗУЛЬТАТ

СОЛИД
ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ
КОМПАНИЯ

- **Организация и андеррайтинг облигационных займов**
- **Секьюритизация активов**
- **Оценка активов**
- **Услуги маркет-мейкера**

8(800)250-70-10
Бесплатный звонок по России
123007, Москва, Хорошевское шоссе, д. 32А www.solidbroker.ru

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами — № 045-06795-001000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г., без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности: № 045-06790-100000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г., без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности: № 045-06807-000100, выдана ФКЦБ России 27 июня 2003 г., без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности: № 045-06793-010000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г., без ограничения срока действия.

Принимая во внимание, что мы предприняли все разумные меры, чтобы обеспечить точность и актуальность информации, указанной в настоящем документе, мы не предоставляем никаких явных или подразумеваемых гарантий или заявлений в этом отношении. Информация может быть изменена без предварительного уведомления. Никакая информация, указанная в настоящем документе, не является предложением, рекомендацией в отношении услуг, совершения сделки или поводом привлечь нас к содействию в качестве финансового, инвестиционного консультанта. Мы не несем ответственности за какие либо убытки или ущерб, возникшие в результате использования настоящей информации.

Без разрешения АО ИФК «Солид» данный документ запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в электронную форму, переводить на другие языки, рекламировать, включать в базы данных.

Более подробная информация находится на сайте компании
www.solidbroker.ru
© 2016 АО ИФК «Солид». Все права защищены. Реклама.