

Вестник МИРБИС. 2021. № 2 (26): С. 53–70.

Vestnik MIRBIS. 2021; 2(26): 53–70.

Научная статья

УДК 339.9.012.23

DOI: 10.25634/MIRBIS.2021.2.5

Кризис экономической модели в развитых странах на примере США

Егор Алексеевич Пантюхин — Московская международная высшая школа бизнеса «МИРБИС» (Институт) — Институт МИРБИС, Москва, Россия. skneo100mg@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-5724-4802>

Аннотация. В данной работе проводится анализ экономической модели, которая характерна для развитых стран с высоким доходом на душу населения. На основе статистических данных проводится анализ денежно-кредитной политики США и выявляются основные причины, которые могут привести к серьезным негативным последствиям для всей мировой экономики. В работе объясняются причины, по которым перестают работать основные механизмы поддержания и развития экономики США. Весь анализ позволяет сделать вывод о том, что экономическая модель в том виде, в котором она существует на данный момент, не сможет решить основные проблемы в экономике.

Ключевые слова: экономика, экономическая модель, рецессия, инфляция, социальное неравенство, кризис, денежно-кредитная политика, финансовый рынок.

Для цитирования: Пантюхин Е. А. Кризис экономической модели в развитых странах на примере США / Е. А. Пантюхин // Вестник МИРБИС. 2021; 2(26): 53–70. DOI: 10.25634/MIRBIS.2021.2.5

JEL: P10, P51, F47

Original article

The crisis of the economic model in developed countries on the example of the United States

Egor A. Pantyukhin – Moscow International Higher Business School "MIRBIS"(Institute) — Institute MIRBIS, Moscow, Russia. skneo100mg@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-5724-4802>

Abstract. This paper analyzes the economic model that characterizes developed countries with high per capita income. Based on statistical data, an analysis of U.S. monetary policy is conducted and the main causes that could lead to serious negative consequences for the entire world economy are identified. The article explains the reasons why the basic mechanisms for sustaining and developing the U.S. economy are no longer working. The whole analysis suggests that the economic model as it currently exists will not be able to solve the major problems in the economy.

Key words: economy, economic model, recession, inflation, social inequality, crisis, monetary policy, financial market.

For citation: Pantyukhin E. A. The crisis of the economic model in developed countries on the example of the United States. E. A. Pantyukhin. *Vestnik MIRBIS*. 2021; 2(26): 53–70. (In. Russ.). DOI: 10.25634/MIRBIS.2021.2.5

JEL: P10, P51, F47

Введение

Снижение социального неравенства, борьба с климатическими изменениями и проблемы с экономикой — все это попадает в сценарий, согласно которому пришло время наконец исправить мир. Достаточно поговорить о деньгах и политике, стоящей за всеми изменениями. Реальность такова, что большая часть направлений, которые предлагают в качестве нового развития мироустройства, имеет не столько отношение к окру-

жающей среде, сколько образ, который хотят создать ответственные лица.

Нынешняя политическая атмосфера созрела для процветания кланового капитализма и бесполезных попыток навязать свой образ будущего, особенно когда речь идет о «зелёной» экономике. Все разговоры об этом, не больше, чем попытка скрыть тот факт, что экономическая модель развития общества последних десятилетий больше не работает должным образом и переживает системный кризис.

Covid-19

Вирус Covid-19 показал, что система в том виде, в котором она существовала последние десятилетия, больше не может нормально функционировать и развиваться. Пандемия ускорила системные изменения, которые уже были очевидны до кризиса: частичный отход от глобализации, усиление торговой войны между США и Китаем, ускорение автоматизации (растущая мощь технологий), тотальный контроль, уход большей части бизнеса в онлайн. Очень сильно увеличился разрыв между богатыми и бедными (рост социального неравенства), закрытие малых и средних предприятий, а также увеличение влияния и захват большей доли рынка крупными корпорациями. К началу 2020 года система накопила большое количество проблем, а именно: проблемы в экономике, рост производительности труда, финансовый кризис, противоречие финансового и промышленного капитала, социальное неравенство, демография, климат, долговой пузырь,

сверхпотребление и т. д. Проблемы данного рода в капиталистической системе в предыдущие времена решались путем войны. Сейчас данное решение привело бы к не лучшим последствиям для человечества. В текущих условиях войны ведутся без оружия: санкции, торговые войны и кибервойна. Общая картина, которая сложилась в мире на данный момент такова: система стоит на перепутье, другими словами это состояние можно назвать точкой бифуркации — критическое, неустойчивое состояние системы, иными словами хаос, который либо разрушит систему, либо выведет ее на новый, более сложный уровень. Характерной особенностью для данного этапа является высокая неопределенность, некоторые, даже самые незначительные действия могут привести к выбору дальнейшего пути движения. Также для данного периода характерна невозможность долгосрочного (стратегического) планирования для государств, компаний и т. д., вероятность ошибки крайне высока.

Социальное неравенство и распределение богатств

Corporate equities and mutual fund shares by wealth percentile group



Note: Distributions by generation are defined by birth year as follows: Silent and Earlier=born before 1946, Baby Boomer=born 1946-1964, Gen X=born 1965-1980, and Millennial=born 1981-1996.

Рис. 1. Распределение по доле владения капитала США в абсолютных значениях (трлн \$) с 1989–2020 гг.

Источник: *Distribution of Household Wealth in the U.S. since 1989* // Board of Governors of the Federal Reserve System : [сайт]. URL: <https://clck.ru/TuWxX> (дата обращения – 21.02.2021).

Если брать и сравнивать показатели 2002 и 2020 годов, то доля среднего класса в США уменьшилась с 21,4 % до 11,1 %. Капитализм может развиваться в условиях постоянно растущего спроса только за счет альтернативных систем — периферии, последней такой системой был Советский

Союз. Распад СССР отсрочил системный кризис на несколько лет, примерно до 2007–2008 годов. Если не остается альтернативных систем, которые позволяют развиваться, то система начинает пожирать себя изнутри. Это можно наблюдать на примере среднего класса во всех развитых стра-

нах. Большое количество населения, которое относилось к так называемой средней прослойке, таковой больше не является. Напротив, крупный капитал набирает обороты и усиливает свое влияние. Благосостояние распределяется очень неравномерно, и это проявляется по-разному. Географический дисбаланс очевиден в том факте, что в конце 2019 года на Северную Америку и Европу приходилось 55 % общего мирового богатства, но только 17 % взрослого населения мира

[Global wealth report 2020]. Напротив, доля населения в три раза превышала долю богатства в Латинской Америке, в четыре раза превышала долю богатства в Индии и почти в десять раз превышала долю богатства в Африке. Различия в уровне благосостояния внутри стран еще более заметны. Первому 1 % владельцев богатства в стране обычно принадлежит 25–40 % всех активов, а на первые 10 % обычно приходится 55–75 %.

Таблица 1. **Относительные показатели распределения активов среди населения США по годам**

Распределение по доле владения капитала США в относительных значениях (%)					
3 квартал 2002 г.		3 квартал 2008 г.		3 квартал 2020 г.	
первый 1 %	40,20	первый 1 %	46,90	первый 1 %	52,70
следующие 9 %	37	следующие 9 %	37,60	следующие 9 %	35,60
следующие 40 %	21,40	следующие 9 %	14,60	следующие 9 %	11,10
нижние 50 %	1,40	нижние 50 %	1,0	нижние 50 %	0,60

Источник: таблица составлена автором по данным *Distribution of Household Wealth in the U.S. since 1989 // Board of Governors of the Federal Reserve System : [caim]. URL: <https://clck.ru/TuWxA> (дата обращения – 21.02.2021).*

В конце 2019 года на миллионеров во всем мире (это ровно 1 % взрослого населения) приходилось 43,4 % чистой стоимости всех мировых активов. Напротив, 54 % взрослого населения с богатством ниже 10 000 долларов вместе владеют менее 2 % мирового богатства.

По мнению авторов доклада Covid-19: The Great Reset¹, который представляет собой описание будущего мироустройства после пандемии, именно государства должны решать данную проблему. Прочитав еще несколько западных статей на эту тематику, можно выделить следующее: несомненно ученые начинают описывать проблему с экономической точки зрения, ссылаясь на условия, которые сложились в экономике разных стран. Некоторые из них возлагают ответственность на политиков и руководителей государств. Единственное решение, которые они предлагают — это проводить более социальную политику правительствам всех стран. Возможно, кто-то из западных ученых видит проблему, предлагая альтернативную точку зрения. К примеру, авторы доклада World social Report 2020 [Inequality in a rapidly... 2020] сделали совершенно иной вывод по этой проблеме: неравенство — это, прежде всего, политический выбор, сознательный курс верхов того или иного государства; экономически же правительство почти любой страны в состоя-

нии решить эту проблему. Иными словами, рост неравенства есть реализация классового интереса господствующего слоя. Можно полагать, что в системе, которая существует на данный момент, полностью решить проблему неравенства населения представляется крайне сложной задачей.

Ловушка ликвидности

На данный момент Америка, Япония и Европа оказались в ловушке ликвидности. В таких условиях политика количественного смягчения (QE), при которой регуляторы выкупают краткосрочный долг путем операций на открытом рынке, не имеет никакого эффекта. На рынке существует выбор между доходностью и ликвидностью. При умеренных процентных ставках и уверенности в стабильной денежно-кредитной политике, обусловленной экономическим ростом, инвесторы предпочитают вкладывать свой капитал в финансовые инструменты для получения доходности в будущем. В свою очередь инвесторы, держащие просто ликвидность на своем балансе, несут убытки за счет упущенной экономической прибыли. Но при нулевых процентных ставках и низкой инфляции, инвесторы могут держать денежные средства просто как средства сбережения, эквивалентные краткосрочному долгу. Краткосрочные процентные ставки, которые на данный момент близки к нулю (ФРС — 0,25 %), не оказывают эффекта на частный спрос и расходы населения. Дальнейшее понижение ставки, к примеру, в от-

¹ SDI 2020-1, Sep. 21-24, 2020 // World Economic Forum : [website]. URL: <https://www.weforum.org/great-reset> (accessed 21.02.2021).

рицательную зону, также не обеспечит должного эффекта, поскольку у инвесторов всегда есть возможность держать просто наличные.



Рис. 2. Сбережения (тыс. млрд \$)

Источник: *Personal Saving (Jan. 2021)* / Federal Reserve Bank of St. Louis // FRED : [сайт]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/PMSAVE> (дата обращения 22.02.2021).

Чрезмерная склонность к сбережению и снижение склонности к инвестированию, не только вызывают снижение процентных ставок, но и являются факторами, замедляющими динамику совокупного спроса и, как следствие, оказывают негативный эффект на рост производства и инфляцию.



Рис. 3. Личные сбережения в процентах от располагаемого дохода (DPI)

Источник: *Personal Saving Rate (Jan. 2021)* / Federal Reserve Bank of St. Louis // FRED : [сайт]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/PSAVERI> (дата обращения 22.02.2021).

За последние десятилетия были и другие факторы, которые способствовали увеличению склонности к сбережению у населения в странах с высоким уровнем дохода: изменение демографической структуры населения, с одной стороны, и неравенство в распределении доходов, с другой.

График отчетливо показывает, что доля сбережений от располагаемого дохода населения начала непрерывно увеличиваться с 2005 года. В апреле 2020 года из-за пандемии коронавируса этот показатель взлетел до рекордных 33,7 %. Затем последовало снижение, но уже в январе 2021 года рост этого показателя продолжился и составил 20,5 %. На данный момент можно наблюдать увеличение показателя, который характеризует склонность к сбережению у населения. Но такая динамика характерна только для первых 10 % населения в распределении богатств. Для других 90 % свойственна совершенно иная динамика. Растущее неравенство увеличивает долю дохода, которая достается тем, кто менее склонен тратить. В течение последних 40 лет Центральные банки большинства стран и Федеральная резервная система продолжали действовать в соответствии с Кейнсианской денежно-кредитной и фискальной политикой, полагая, что эта модель работает. Од-

нако большая часть совокупного экономического роста финансировалась за счет дефицитных расходов, кредитной экспансии и сокращения сбережений. В свою очередь, сокращение производственных инвестиций в экономику привело к замедлению темпов роста производства. Когда экономика замедляется и падает заработная плата, это вынуждает потребителя использовать больше заемных средств, что также уменьшает сбережения. В результате увеличения кредитного плеча большая часть доходов населения направляется на обслуживание собственного долга.

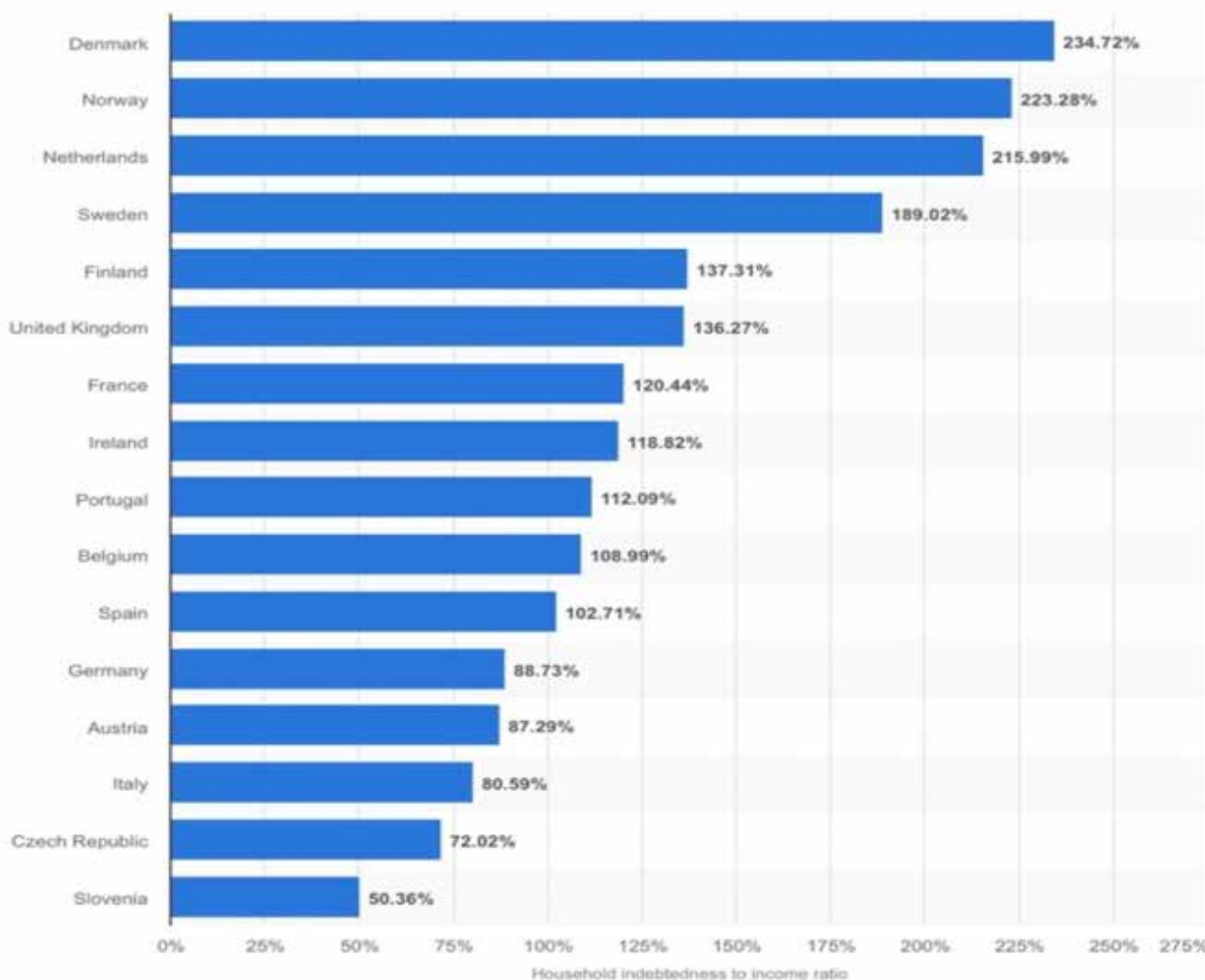


Рис. 4. Отношение задолженности домохозяйств к валовому располагаемому доходу 2 кв. 2020 г. (%)
Источник: Household indebtedness to gross disposable income ratio in selected countries in Europe in 2nd quarter 2020 // Statista : [caim].
URL: <https://www.statista.com/statistics/1073593/household-debt-ratio-europe-by-country/>. Дата публикации 24.11.2020.

Основная динамика — это замена располагаемого дохода и производственного капитала на долговые обязательства и спекуляции. По мере того, как покупательная способность нижних 90 % населения снижается, наращивание долга заменяет реальный доход, а спекуляции на финансовом рынке заменяют инвестирование в реальный сектор. Такая динамика стимулирует долги, спекуляции и потребление, а не сбережения и инвестиции в человеческий и производственный капитал. Источником такой структуры стимулов является максимизация корпоративной прибыли, получаемой банками, которые стимулируют средний класс к ещё более сильному наращиванию долга и побуждая на избыточное потребление, аргументируя это признаком «успеха».

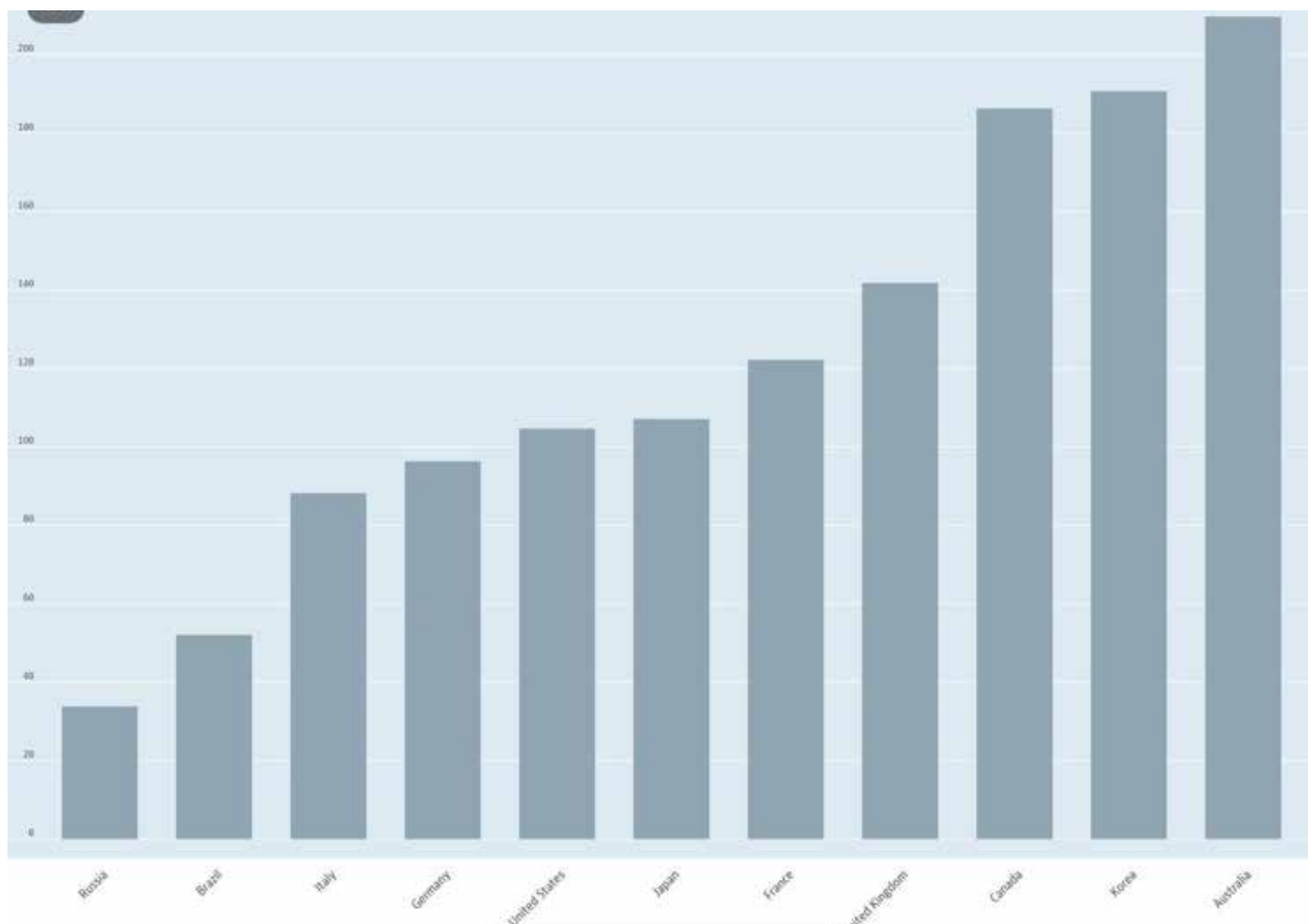


Рис. 5. Отношение задолженности домохозяйств к валовому располагаемому доходу (%)

Источник: Household debt // OECD : [сайт]. URL: <https://data.oecd.org/hha/household-debt.htm> (дата обращения 22.02.2021).

В октябре 2014 г. Лоуренс Саммерс, 71-й министр финансов США, выпустил доклад под названием *Reflections on the new Secular Stagnation hypothesis* [Summers 2014]. «Гипотеза новой вековой стагнации» является ответом на недавний опыт и очевидную неадекватность традиционных формулировок, что для экономики чревато невозможностью достижения полной занятости, удовлетворительного роста и финансовой стабильности одновременно просто посредством действия традиционной денежно-кредитной политики. Таким образом, это дает возможное объяснение мрачных темпов восстановления в промышленном мире, а также появления проблем финансовой стабильности как все более серьезной проблемы. Денежно-кредитная политика в ее нынешней структуре и действии может столкнуться с трудностями при поддержании положения о полной занятости и потенциале производства и что за достижение этих целей, вероятно, придется заплатить цену в виде финансовой стабильности.

С 2014 г. ситуация в корне никак не изменилась. В экономической системе остались абсолютно те же самые проблемы. Но интересно другое, а именно то, что предлагал Саммерс в качестве решения данных проблем. Во-первых, найти способы дальнейшего снижения реальных процентных ставок. Альтернативой является повышение спроса за счет увеличения инвестиций и сокращения сбережений. Как ни странно, в последующие 7 лет ведущие ЦБ осуществляли действия, направленные на снижение сбережений населения и стимулирование спроса, а также держали процентную ставку около нуля. Сокращение сбережений и повышение спроса происходило за счет увлечения кредитного плеча населения, что, в свою очередь, привело к увеличению социального неравенства. Из-за долгосрочной политики низких процентных ставок в развитых странах сформировался длительный период недостаточного инвестирования в реальный сектор, при котором ВВП все сильнее падал от своего базового долгосрочного потенци-

ала. Так как низкие ставки не позволяют воспроизводиться капиталу в реальном секторе вся ликвидность поступала на финансовые рынки. Безуспешные усилия центральных банков сократить данный разрыв привели к серьезным последствиям: создание пузыря активов в конце 90-х, ипотечный пузырь 2008 г. и, скорее всего, текущий кризис, который будет связан с долговыми обязательствами. ЦБ руководствовались такими действиями, потому что это было единственным доступным средством повышения спроса. Принцип, по которому работает денежно-кредитная политика — перенос потребления из будущего в настоящее, вряд ли будет успешным. В будущем дефицит спроса сохранится, поэтому возникнет необходимость постоянных вливаний денежно-кредитных стимулов, чтобы избежать постоянно ухудшающейся рецессии. За попытками исправить ситуацию теми же способами последуют не только пузыри активов, но и рост инфляции, а затем масштабная экономическая коррекция. Можно полагать, что ответственные лица будут сопротивляться призывам к серьезному развороту в денежно-кредитной политике до тех пор, пока он не станет социально и политически неизбежным.

Центральные банки предприняли огромное количество интервенций, чтобы сохранить глобальную экономику на плаву за последнее десятилетие, и появляется все больше свидетельств того, что рост продолжает замедляться по всему миру.

- Снижение сбережений у 90 % населения, и следственно, их высокий уровень задолженности
- Низкие инвестиции в реальный сектор экономики
- Конкуренция между финансовым и промышленным капиталом
- Стареющая демографическая группа, которая находится наверху и использует социальные льготы опережающими темпами.
- Экономика с крупной задолженностью и отношением долга к ВВП выше 100 %.
- Снижение экспорта из-за слабой мировой экономической конъюнктуры.
- Замедление темпов роста внутренней экономики.
- Незанятые молодые люди.
- Неэластичная кривая спроса и предложения
- Слабое промышленное производство

- Зависимость от роста производительности для компенсации сокращения занятости

В то время как еще 2–4 триллиона долларов в рамках QE действительно могут быть успешными в поддержании надувания пузыря на финансовых рынках еще некоторое время, существует предел способности продолжать увеличивать будущее потребление для стимулирования экономической активности. Правительства большинства стран продолжают оставлять постоянно растущую пустоту, которую нужно заполнить в будущем, другими словами, перекалывают ответственность на следующие поколения. В конце концов, пустота становится слишком большой, чтобы ее можно было заполнить. Общая картина заключается в том, что финансовая инженерия не помогает экономике, а вероятно, вредит ей. Япония пыталась заменить денежно-кредитную политику разумной фискальной и экономической политикой, но результат оказался ужасным.

Финансовый инжиниринг поддерживает цены на активы, но он ничего не делает для экономики в среднесрочной и долгосрочной перспективе. На самом деле эффект от него имеет негативные последствия.

США, как и Япония, попали в постоянную ловушку ликвидности, где поддержание сверхнизких процентных ставок является ключом к продолжению экономического импульса. Непредвиденным последствием таких действий, которое мы наблюдаем в настоящее время в США, является борьба с дефляционным давлением. Чем ниже процентные ставки, тем меньше получаемая экономическая прибыль. Среда со сверхнизкими процентными ставками, вопреки распространенному мнению, оказывает негативное влияние на инвестиции в производственный сектор, поскольку риск начинает перевешивать потенциальную прибыль. Более того, несмотря на то, что на баланс Банка Японии приходится 80 % рынков ETF (Exchange Traded Funds), не говоря уже о значительной части рынка корпоративных и государственных долговых обязательств, Япония по-прежнему страдает от продолжающейся рецессии, низкой инфляции и низких процентных ставок.

Современная экономическая теория — «Экономикс» выстроена в приоритете микроэкономики. Соответственно, в понимании данной теории спрос является ключевым фактором роста и развития экономики. Если не хватает спроса, ко-

торый обеспечивает экономический рост, то его можно легко простимулировать за счет кредитов или «вертолетных денег». Политэкономия, в свою очередь, исходит из воспроизводственного принципа, то есть, только созданные товары и услуги на предыдущем цикле могут быть распределены между населением. В свою очередь, деньги являются инструментом этого перераспределения. В условиях нехватки ликвидности часть экономики работает напрасно, что в будущем ведет к ее упадку, а с другой стороны, переизбыток денежной массы ведет к ее девальвации. Скорее всего, можно полагать, что инструмент стимулирования спроса является ограниченным в своем применении. Это непосредственно связано с ограниченностью производственных мощностей, которые рано или поздно выходят на свои предельные значения. Продолжение стимулирования спроса, то есть кредитования и раздачи денег, в условиях полной загруженности мощностей, приведет только к инфляционному перераспределению произведенной продукции и услуг. В свою очередь, инфляционные процессы окажут еще более негативное влияние на экономику и усилят экономический спад, а также приведут к еще более сильному

социальному неравенству среди населения. Существует ли возможность создания новых товаров и услуг? Теоретически это возможно. Современная информационная экономика создана благодаря «Рейганомике», то есть кредитному стимулированию спроса.

Но текущая ситуация сильно отличается от 80-х годов прошлого века. Начиная с 2008 года, уровень долговых обязательств домохозяйств по отношению к ВВП упал с 99,8 % до 79,36 % в третьем квартале 2020 года¹. После «Великой рецессии» способность 90 % населения обслуживать и рефинансировать собственный долг существенно снизилась. Можно полагать, что главный механизм, который использовало правительство США для создания дополнительного спроса, а именно кредитование населения, перестал работать. Какие возможности остаются у государства для продолжения стимулирования экономики, когда перестает расти частный долг? Компенсируется это за счет роста бюджетных трансфертов, путем прямой раздачи денег населению.

¹ Household Debt to GDP for United States / Federal Reserve Bank of St. Louis // FRED : [сайт]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/HDTGPDUSQ163N>. Дата публикации 01.02.2021.

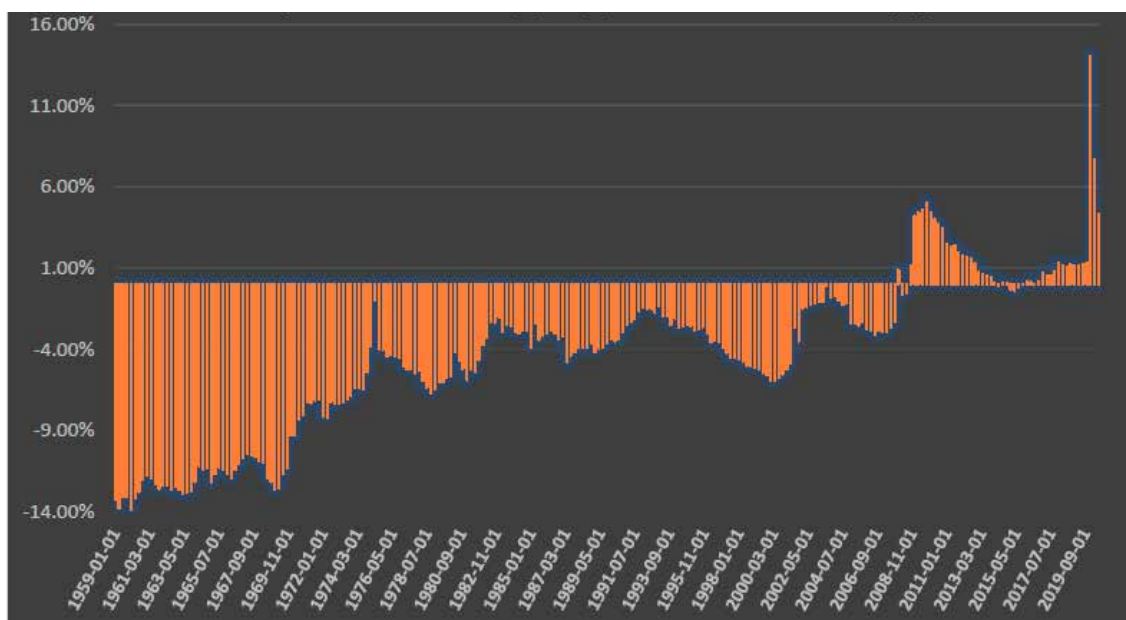


Рис. 6. Доля чистых государственных трансфертов в располагаемых доходах населения США (%)

Источник: таблица составлена автором на основе данных *Federal government current transfer payments: Government social benefits: to persons* / Federal Reserve Bank of St. Louis // FRED : [сайт]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/B087RC1Q027SBEA>. Дата публикации 25.03.2021

Начиная с 2008 года, чистые трансфертные выплаты государства по отношению к располагаемому доходу населения, стали положительными.

Другими словами, чтобы стимулировать спрос, государство напрямую стало финансировать население из федерального бюджета. Это непосредственно связано с неспособностью дальнейшего увеличения кредитного плеча у домохозяйств. Исторически сложилось так, что государство всег-

да забирало больше, чем отдавало. После ипотечного кризиса бюджетная политика США вошла в новую парадигму. В этой новой парадигме весь избыточный спрос и наращивание капитала субсидируется за счет государства. Благодаря такой политике дефицит бюджета и государственный долг США резко устремились вверх, начиная с 2008 года.

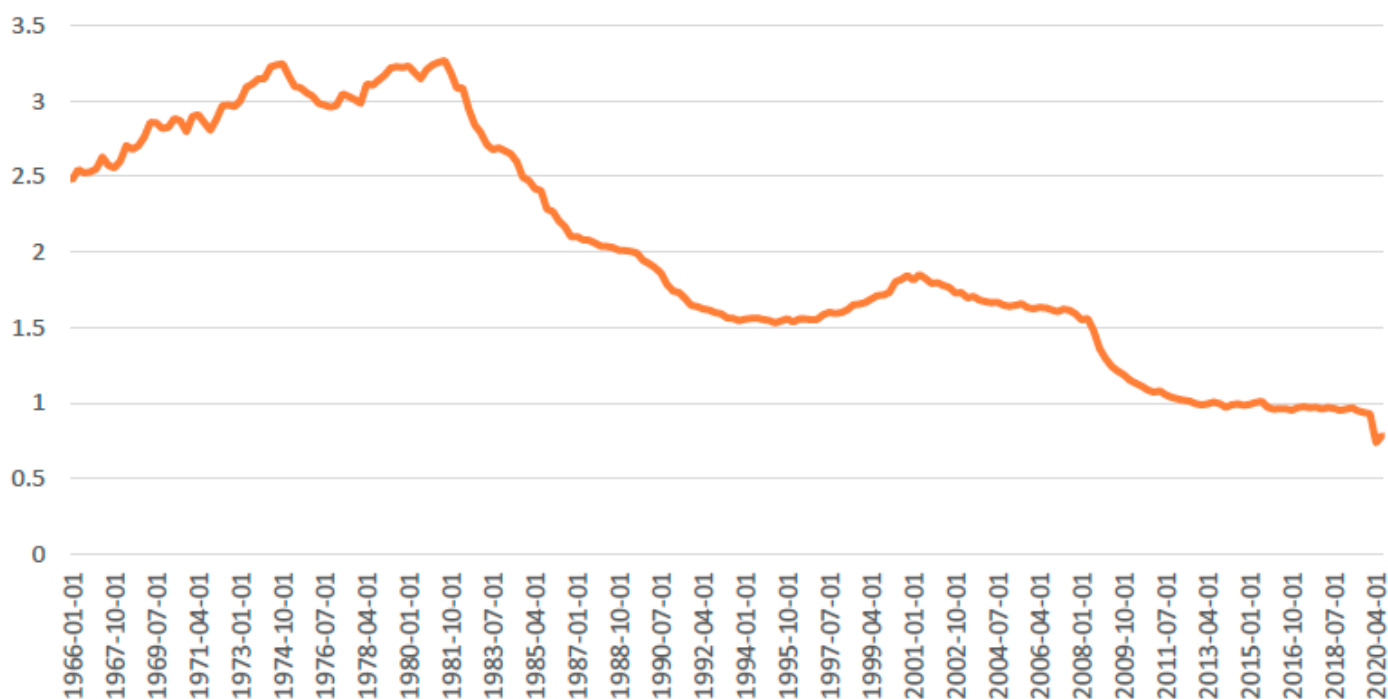


Рис. 7. Отношение государственного долга США к ВВП

Источник: диаграмма построена автором на основе данных Federal Debt: Total Public Debt t/ Federal Reserve Bank of St. Louis // FRED : [caim]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN>. Дата публикации 01.12.2020.

Этот график, рассчитанный как отношение госдолга США к номинальному ВВП, отчетливо показывает снижение эффективности стимулирования экономики Соединенных Штатов с момента начала «Рейганомики» за счет инструмента увеличения долга. На данный момент, чтобы создать дополнительный 1 доллар в экономике, правительству необходимо вкладывать 1,5. Соответственно, можно полагать, что данный механизм больше не может оказывать положительного эффекта для дальнейшего устойчивого развития экономики США.

На сегодняшний день увеличить потенциальную мощность мировой системы разделения труда представляется крайне сложным процессом. Для того, чтобы обеспечить спрос, необходимо создать инфраструктуру: производственную, торговую и т. д. Любая инфраструктура требует больш-

ших затрат, а в условиях искусственно завышенного спроса она становится не только дорогой в обслуживании, но и в создании, поскольку вся выгода от дополнительного спроса пойдет на ее обеспечение. Например, в Китае стоят огромные пустующие города. Строительство позволяет запустить большое количество отраслей в экономике, а также создать рабочие места. Китайское правительство не может допустить высокий уровень безработицы, ввиду большого количества населения, что, в свою очередь, может привести к социальным потрясениям. В связи с этим, строительство подобных городов решает данную проблему. Но если в стране начинается экономический спад, то поддержание убыточных автомагистралей и пустующих городов становится крайне невыгодным для правительства.

До Covid-19 в феврале 2020 общие транс-

фертные платежи правительства США, включая государственные и местные, составляли 3,165 триллиона долларов в год или около 265 миллиардов долларов в месяц. Однако, как показано на диаграмме ниже, этот ежемесячный показатель в апреле вырос на 107 % — до 546 миллиардов долларов. В целом общая сумма дополнительных трансфертов со стороны государства составила 1 трлн 450 млрд долларов, см. таблицу 2.

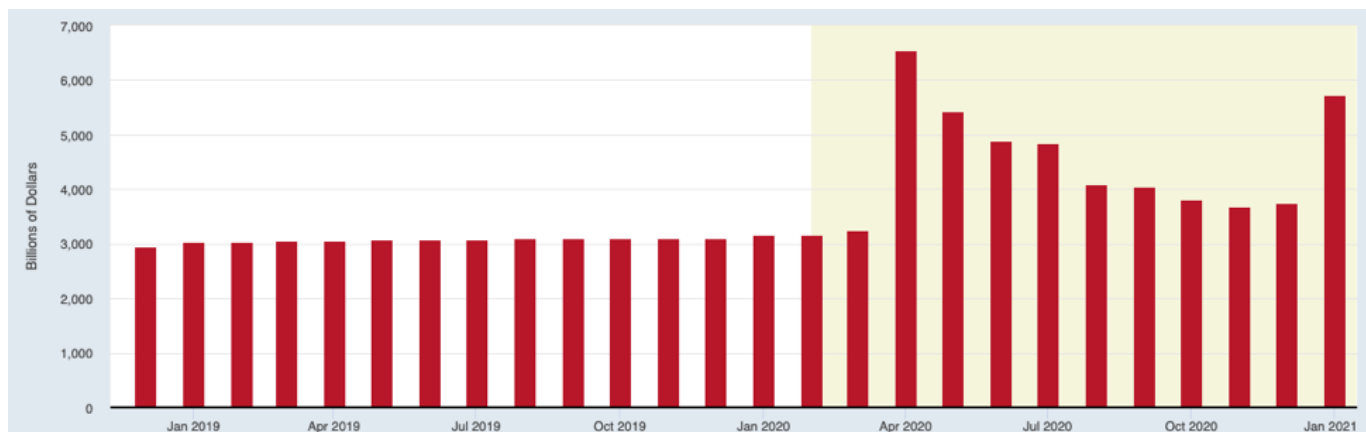


Рис. 9. Государственные трансферты: выплаты социальных пособий населению

Источник: *Personal current transfer receipts: Government social benefits to persons / Federal Reserve Bank of St. Louis* // FRED: [сайт]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/A063RC1#0> (дата обращения 16.03.2021).

Таблица 2. Государственные трансферты: выплаты социальных пособий населению

Дата	Выплаты г/г млрд \$	Выплаты в месяц млрд \$
2019-02-01	3036,6	253,05
2019-03-01	3048,8	254,07
2019-04-01	3060,7	255,06
2019-05-01	3070,2	255,85
2019-06-01	3082,3	256,86
2019-07-01	3089,1	257,43
2019-08-01	3095,1	257,93
2019-09-01	3100,2	258,35
2019-10-01	3107,9	258,99
2019-11-01	3109,4	259,12
2019-12-01	3108,8	259,07
2020-01-01	3157,9	263,16
2020-02-01	3165,4	263,78
2020-03-01	3245,7	270,48
2020-04-01	6552,0	546,00
2020-05-01	5432,2	452,68
2020-06-01	4898,0	408,17
2020-07-01	4836,2	403,02
2020-08-01	4082,3	340,19
2020-09-01	4051,6	337,63
2020-10-01	3808,8	317,40

Дата	Выплаты г/г млрд \$	Выплаты в месяц млрд \$
2020-11-01	3679,9	306,66
2020-12-01	3757,2	313,10
2021-01-01	5734,1	477,84
Сумма выплат по годам	2019 г.	3088,92
	2020 г.	4436,95

Источник: таблица составлена автором по данным *Personal current transfer receipts: Government social benefits to persons / Federal Reserve Bank of St. Louis* // FRED: [сайт]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/A063RC1#0> (дата обращения 16.03.2021).

В феврале 2020 валовые выплаты по заработным платам в годовом исчислении составляли 9 659 трлн долларов, это эквивалентно 805 млрд долларов в месяц.

Таблица 3. Суммарная выплата по заработным платам в США (млрд \$)

Дата	Общая сумма выплат (млрд \$)	Сумма выплат за месяц (млрд \$)	Потеря заработной платы по мес. (млрд \$)
2020-02-01	9659,3	804,94	
2020-03-01	9358,1	779,84	-25,10
2020-04-01	8661,9	721,83	-83,12
2020-05-01	8925,4	743,78	-61,16
2020-06-01	9139,1	761,59	-43,35
2020-07-01	9246,2	770,52	-34,42
2020-08-01	9354,8	779,57	-25,38

Дата	Общая сумма выплат (млрд \$)	Сумма выплат за месяц (млрд \$)	Потеря заработной платы по мес. (млрд \$)
2020-09-01	9428,9	785,74	-19,20
2020-10-01	9502,0	791,83	-13,11
2020-11-01	9548,9	795,74	-9,20
2020-12-01	9597,3	799,78	-5,17
2021-01-01	9667,0	805,58	0,64
			-318,56

Источник: таблица составлена автором по данным *Compensation of Employees, Received: Wage and Salary Disbursements/ Federal Reserve Bank of St. Louis // FRED : [сайт]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/A576RC1>* (дата обращения 16.03.2021).

Заработная плата и потери, нанесенные пандемией Covid-19, представлены в таблице. Общая сумма потерь заработной платы в 2020 году составила 318,56 млрд долларов. Таким образом, совокупный дефицит по сравнению с февралем 2020 г. составил $(9659,3 / 9340,74 - 1) * 100\% = -3,3\%$. Подавляющая часть этих 318,56 млрд долларов потерь заработной платы пришлось на низкооплачиваемых и частично занятых работников социальных секторов экономики: бары, рестораны, тренажерные залы, отели, кинотеатры, стадионы и пр.

Таблица 4. Изменение ВВП США по сравнению с 4 кв. 2019 г., млрд \$

Дата	ВВП кв/кв млрд \$	Изменение по сравнению с 4 кв. 2019 г.	Изменение в млрд \$
2019-10-01	21747,394		
2020-01-01	21561,139	-186,255	-46,56375
2020-04-01	19520,114	-2227,280	-556,82
2020-07-01	21170,252	-577,142	-144,2855
2020-10-01	21487,896	-259,498	-64,8745
Изменение ВВП США в млрд \$			-812,54375
ВВП США 2020 г. млрд \$			20934,850
Изменение ВВП США г/г (%)			-3,74%

Источник: таблица составлена автором по данным *Personal current transfer receipts: Gross Domestic Product (GDP) / Federal Reserve Bank of St. Louis // FRED : [сайт]. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/GDP>* (дата обращения 16.03.2021).

ВВП, несмотря на его недостатки, является наиболее полным показателем экономической активности. Суммарная потеря ВВП после февраля 2020 г. составила около -3,74%. Правительство США приняло 5 пакетов стимулирующей помощи экономики в общем размере 5 трлн 960 млрд долларов. Если первый пакет размером в 2 200 млрд

долларов был жизненно необходим для экономики, то последующие решения о стимулировании кажутся излишними. Расчеты показывают, что реально выпавшие доходы по заработной плате на конец 2020 года составили 318,56 млрд \$. В свою очередь, за счет государственных социальных выплат, население получило порядка 1 трлн 450 млрд \$. Это примерно в 5 раз больше той цифры, которая была потеряна. Даже если полагать, что указанные выше общие потери в заработной плате занижают экономический ущерб, нельзя отрицать масштабное излишнее финансирование в виде стимулирующих выплат. Если анализировать падение ВВП, то в абсолютных значениях эта цифра равна 812,54 млрд \$ по итогам года. Оценить эффект от стимулирования достаточно сложно, но если сравнить с падением ВВП и квартальное изменение в -2,2 трлн долларов во втором квартале 2020 г., то суммарно все пакеты помощи были в 2–3 раза больше реальных потерь экономики.

После стабилизации финансовых условий в 2008–2009 году, балансы центральных банков увеличивались планомерно до 2018 г. и достигли 20 трлн долларов. Затем последовало частичное сокращение вплоть до конца 2019 г. Но что произошло в 2020? Центральные банки предприняли беспрецедентные меры по вливанию ликвидности и выкупу различных ценных бумаг на свои балансы. Ответные меры на кризис, вызванный пандемией, составили более 9 трлн долларов только за один календарный год. Данный эмиссионный импульс в 2 раза превышает реальные потери бизнеса в США, Японии и Евросоюзе вместе взятых. За один год центральные банки создали столько же, сколько за 10 предыдущих лет, а если сравнить ответные меры на кризис 2008 г., то они превышают их в 6 раз. Активы ведущих семи ЦБ превысили 28 трлн долл. Почему не произошел инфляционный всплеск? Существует несколько факторов, которые сдерживают инфляционные процессы:

- огромное количество денежной массы поступает на финансовые рынки, за счет чего там происходит инфляция активов, другими словами, образуются пузыри;
- в отличие от прошлых кризисов ликвидность поступает не только в финансовый сектор, но и распределяется через государственные субсидии для населения, компенсируя выпавшие доходы;

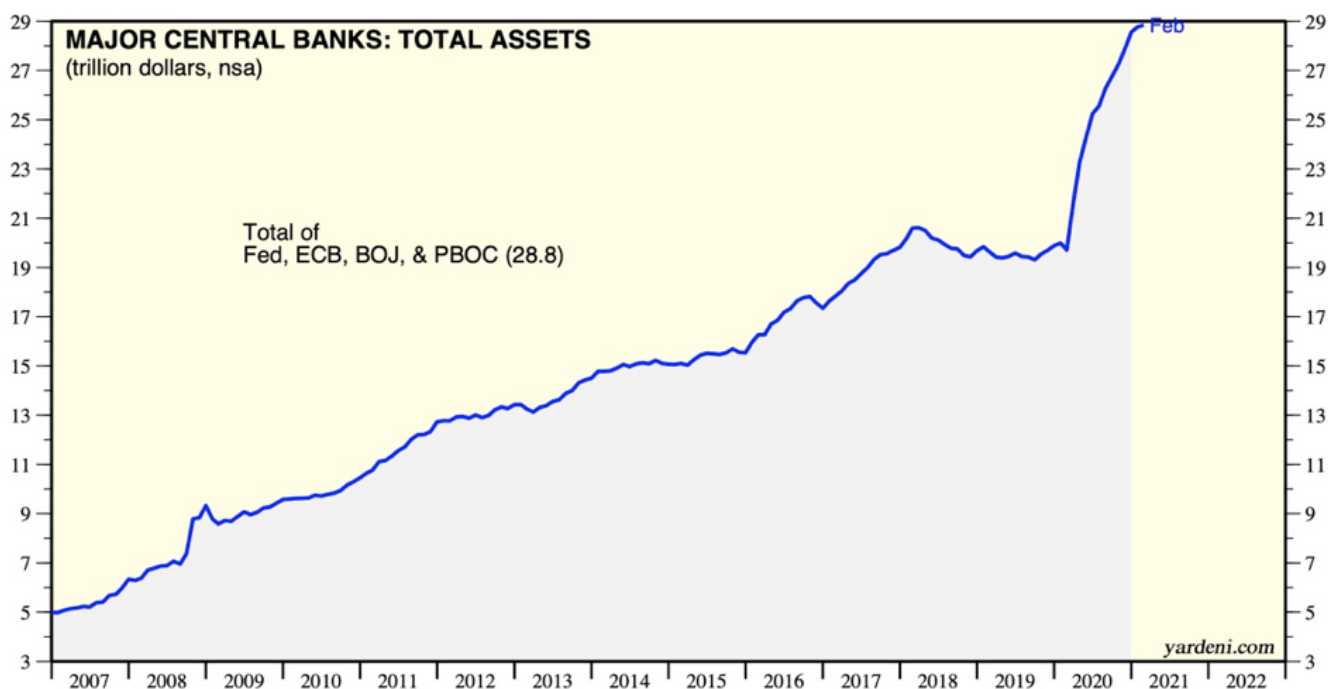


Рис. 10. Совокупный баланс ведущих ЦБ
Источник: [Yardeni 2021 b].

- из-за риска потери работы, у населения присутствует высокая склонность к сбережению. Но, с другой стороны, это создает огромный отложенный спрос в будущем. Помимо субсидий, у населения остается большой нераспределенный денежный поток, который раньше шел на услуги, в данный момент недоступные: туризм, развлечения и т. д.;
- избыток производственных мощностей ослабляет растущий спрос на товары. Наиболее уязвимой областью будет сфера услуг, которая в данный момент не функционирует на полную мощность в связи с ковид-ограничениями.

Основной базой для инфляционных процессов послужит беспрецедентный объём сбережений, который напрямую коррелирует со стимулирующими выплатами и денежно-кредитной политикой США. Из-за стимулирующих выплат, которые демотивируют население по отношению к работе (особенно это связано с низкоквалифицированными профессиями) нагрузка на производственные мощности может оказаться колоссальной. Это может привести к нехватке определенных товаров и услуг. При текущих технологиях решить проблему масштабирования товаров частично возможно, но существенно увеличить количество услуг представляется крайне сложной задачей. Резкое увеличение скорости обращения денег и падение предло-

жения товаров и услуг нанесут непоправимый ущерб для всей экономики. Нулевые процентные ставки позволяют нормализовать сумму обслуживания долга. Если инфляционные процессы запустятся, то это заставит ФРС пересмотреть свою ключевую ставку в сторону резкого повышения. В противном случае правительство рискует сильно ослабить покупательную способность населения. Падение покупательной способности и уровня жизни населения в свою очередь может спровоцировать социальные волнения, которые также могут привести к серьезным последствиям. За последние десятилетия сформировалось устойчивое мнение, что центральные банки могут контролировать экономику и останавливать кризисы «по своему желанию». Но если посмотреть на все объективные факторы, то это опасное заблуждение. Если возникнет быстрая инфляция, центральные банки в конечном итоге будут вынуждены повысить ставки, почти наверняка уничтожив «зомби» компании с чрезмерной задолженностью, а также нанесут ущерб европейским странам с высоким уровнем долга. Совершенно очевидно, что за этим последует полный хаос на финансовых рынках со всеми вытекающими последствиями для мировой экономики.

Финансовый рынок

Увеличение балансов центральных банков не приводит к росту экономики. Очень странно,

что ФРС и ЕЦБ не обратили внимание на пример Японии, которая исходя из тех же принципов, осуществляла аналогичную денежную политику, не имевшую успеха. Все эти действия привели на данный момент только к одному, к инфляции активов, которую можно наблюдать на фондовом рынке. Огромная денежная масса в свою очередь должна куда-то поступать, и она устремилась в рискованные активы, так как государственные обли-

гации с учетом инфляции имеют отрицательную доходность. Инвестор в свою очередь, имея перед собой главную цель — приумножение и сохранение капитала, должен рисковать, покупая активы, которые по соотношению цены к своим финансовым показателям являются переоценёнными. Для того, чтобы уменьшить свои риски ему приходится прибегать к более глубокой диверсификации своего портфеля.

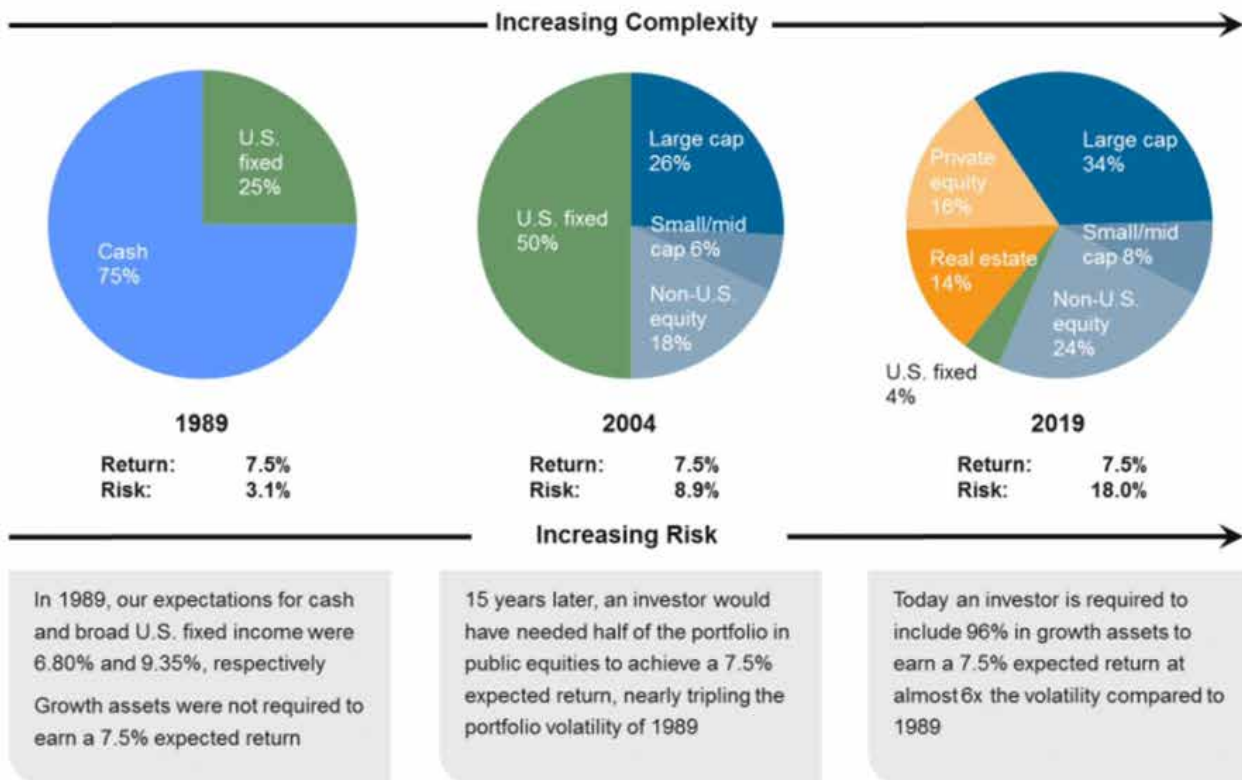


Рис. 11. Стандартное отклонение для получения доходности в 7,5 %
 Источник: [Moriarty 2019].

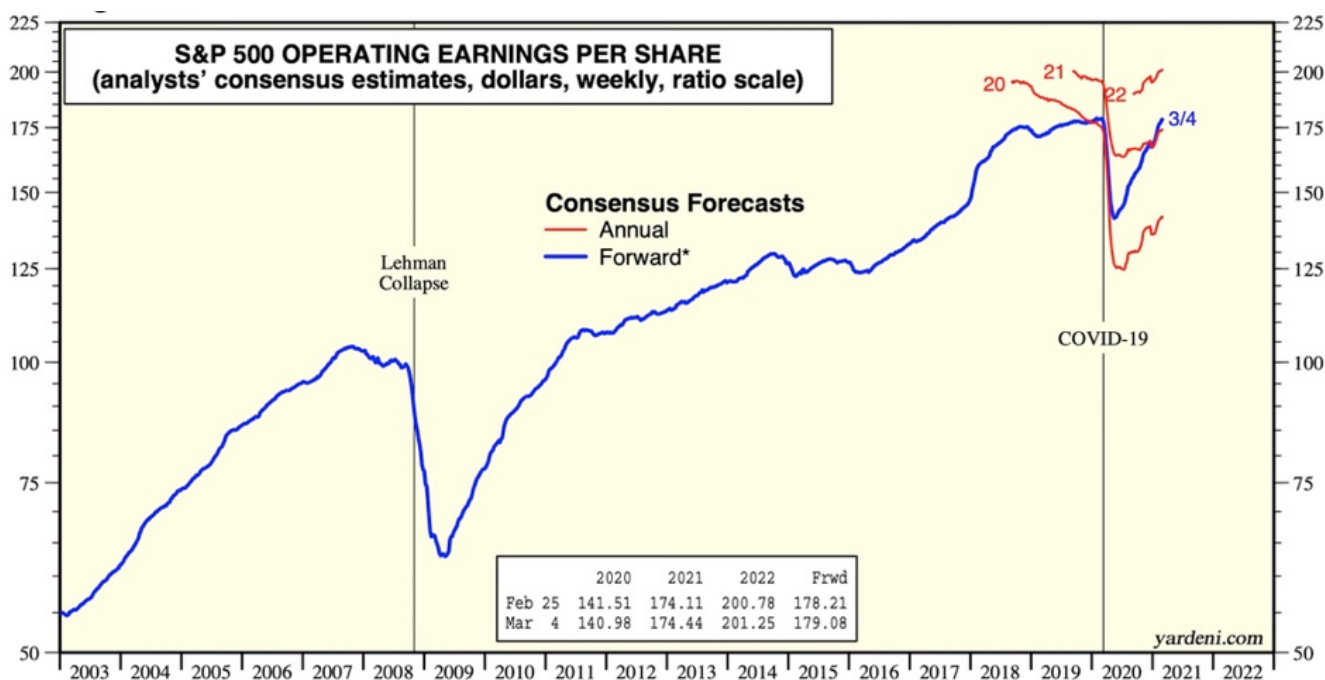
Также ситуация, которая сложилась на финансовых рынках, не позволяет делать инвестиции с долгосрочным горизонтом планирования. Другими словами, инвесторы, которые относились к долгосрочным (горизонт инвестирования 5 лет и более) попадают в зону риска. Покупая активы, многократно завышенные в цене сейчас, они рискуют оказаться в зоне отрицательной доходности с течением времени. Можно наблюдать вынужденный переход от пассивного инвестирования к ручному управлению с совершением гораздо большего количества операций. Сложившаяся ситуация на финансовых рынках полностью связана с риском неопределённости. Показатели, которые раньше принимались во внимание, перестали работать. Если инвесторы будут работать по принципам, которые они использовали

несколько лет назад, то с большой вероятностью может быть допущена ошибка, которая приведет к частичной потере капитала.

Благодаря таким брокерам как Robinhood, торговля на финансовых рынках становится более доступной и привлекательной для розничных инвесторов.

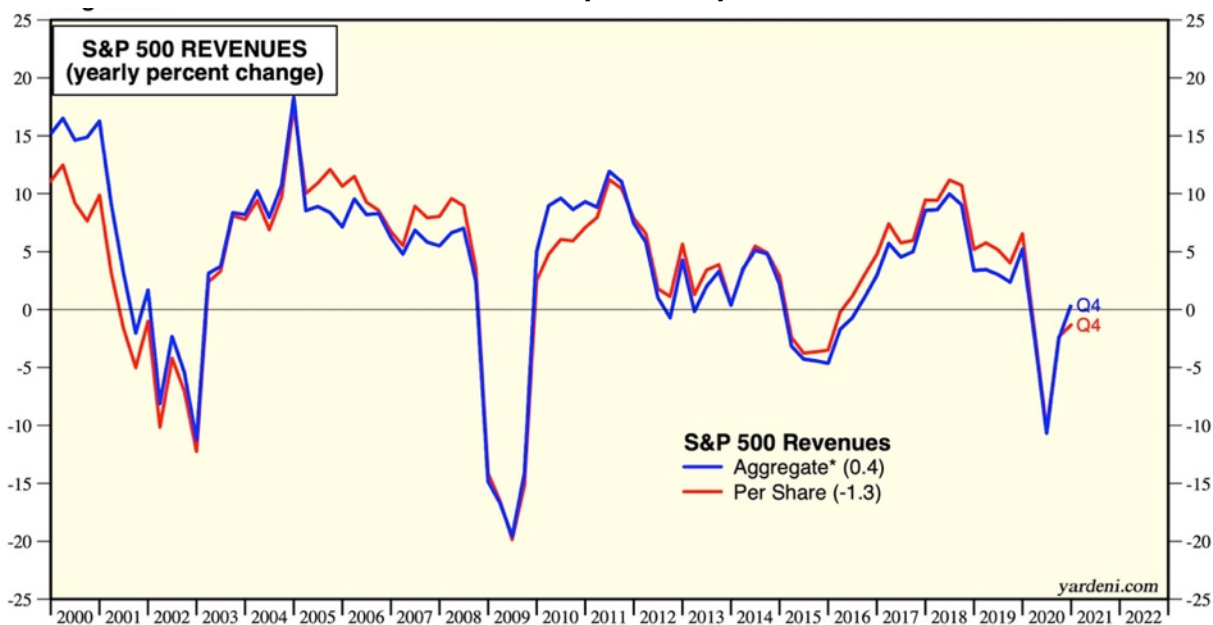
Но из-за такого наплыва, растущие цены на акции и бум первичных публичных размещений (IPO), все больше отдаляются от традиционных фундаментальных показателей. С учетом обратного выкупа операционная прибыль компаний из S&P 500 в расчете на акцию составила 141 пункт в 2020 г. против 161 пункта в 2019 г. В 2011–2012 гг. прибыль составляла 110 пунктов. В последующие 8 лет американский фондовый индекс вырос на 250 %, в свою очередь, показатель операцион-

ной прибыли компаний вырос на 40 %. Текущее Исторически средний показатель составлял 13– операционное P/E (Price/Earnings) при уровне 14 пунктов. Текущие оценки превышают данный S&P 500–3900 пунктов, составляет 3900/140 = 28. показатель почти в 2 раза.



* Time-weighted average of consensus estimates for current year and next year.
 Note: Lehman collapsed 9/15/2008. COVID-19 = WHO declares global pandemic on 3/11/2020.

Рис. 12. Операционная прибыль компаний в расчете на акцию
 Источник: [Yardeni 2021a]

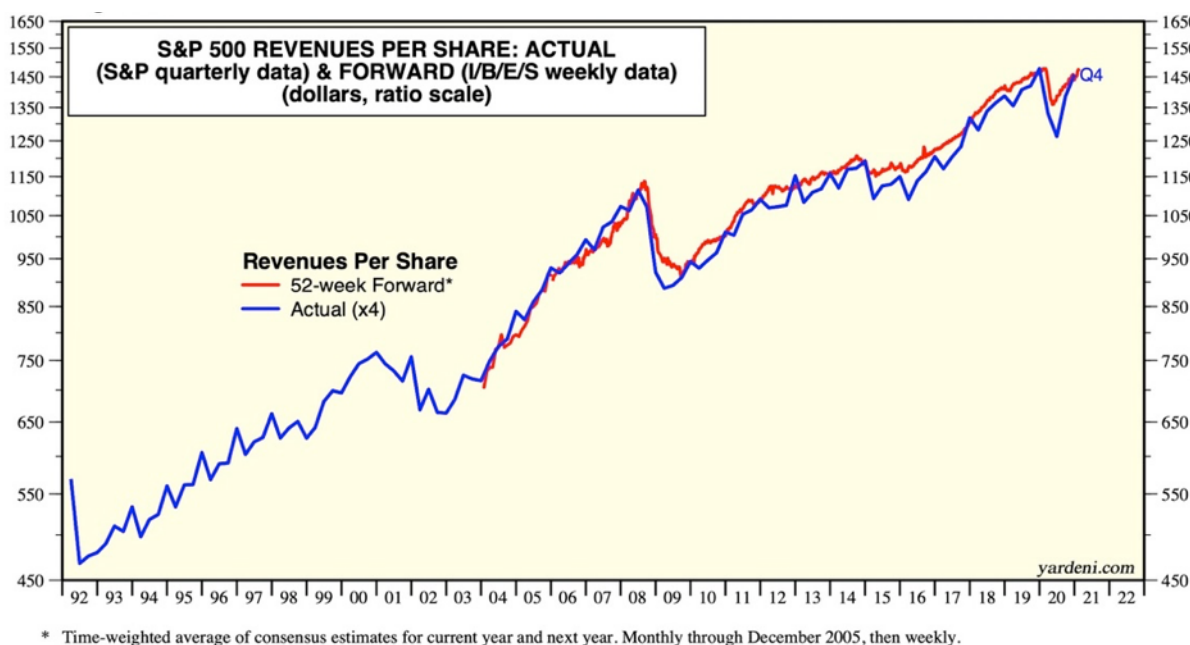


* S&P quarterly data, not per share. Revenues are derived by multiplying S&P 500 revenues per share by the S&P 500 divisor for each quarter.

Рис. 13. Динамика изменения показателя доходов компаний
 Источник: [Yardeni 2021a]

В благоприятном сценарии показатель опера- ождений только в 2010 и 2015 годах, все осталь- ционной прибыли компаний в 2021 году достигнет ное время можно было наблюдать отклонение от 176–178 пунктов. Данный показатель безусловно прогнозов. Падение 2020 года оказалось менее будет меняться, поскольку история показывает, глубоким и более мягким по сравнению с тем, что что за последние 20 лет прогнозы были лучше происходило в 2008 году. Темпы восстановления

на этот раз были более интенсивными, в сравнении с последствиями предыдущего кризиса. Это непосредственно связано с отраслевой дифференциацией. Главной движущей силой оказались компании из технологического и потребительского секторов. К тому же, за прошедший год регуляторы влили в финансовую систему огромный объем ликвидности, по размерам многократно прощающий показатели 2008 г.



* Time-weighted average of consensus estimates for current year and next year. Monthly through December 2005, then weekly.

Рис. 14. Доходы компаний в расчете на акцию
 Источник: [Yardeni 2021a]

Анализируя тенденцию роста доходов компаний с 2007 года, можно выделить относительный рост примерно в 20 %. При всем этом нужно учитывать огромный объем обратного выкупа компаниями и, что большая часть роста выручки пришлась на технологический сектор. Эта динамика значительно слабее роста фондовых индексов, что наталкивает на вывод о реальном расхождении стоимости и оценки акций американских компаний.

Если анализировать все ключевые показатели, а именно: прибыль, объемы выручки, норму дивидендов и пр., то исходя из исторических данных средневзвешенная оценка индекса S&P 500 находится на отметке 2000–2200 пунктов. Масштаб ралли, как и в случае с концепцией Биткойн, заставляет инвесторов «старой школы», привыкших к более стандартным мерам стоимости и оценки активов, подстраиваться под новую реальность и менять свой подход. Интерес к торговле на финансовых рынках усиливается по мере того как все, от домохозяйств до солидных институтов, всё глубже погружаются в них. Фондовый рынок привлекает новые деньги беспрецедентными темпами, а хедж-фонды увеличивают свои

позиции до рекордного уровня. Сами компании снова становятся крупными покупателями. Количество выкупленных акций (Buyback) удвоилось по сравнению с прошлым годом. Эта привязанность подчеркивает растущую уверенность в восстановлении экономики, подкрепляемой государственной поддержкой и вакцинацией. В то время как аспекты повального увлечения, в первую очередь, растущая одержимость дешевыми акциями и опционами являются основой для ежедневных предупреждений о пузыре. Прирост индекса S&P 500 на 75 % по сравнению с мартом 2020 г. превосходит все предыдущие бычьи рынки на этой стадии цикла с 1930-х годов.

Китай

Представленные тезисы и аналитические данные, дают возможность оценить масштаб экономических проблем, с которыми столкнулись развитые страны, в частности США. Для полной картины хотелось бы коротко сравнить альтернативную экономическую модель, которая присутствует на данный момент в Китае. Начиная 70-х годов прошлого века доходы на душу населения в КНР выросли в 25 раз. Более 800 миллионов китайцев вышли из крайней нищеты, а сама страна пре-

вратилась во вторую экономику мира. Начиная с краха Lehman Brothers в 2008 г. китайская экономика стала основным движущим механизмом роста для всего мира. После совместного решения ФРС и правительства США допустить банкротство крупного инвестиционного банка стало понятно, что текущая экономическая модель может быть подвержена внутренним кризисам, которые ставят под угрозу выживание наиболее важных финансовых и иных компаний трансатлантической экономики. В ответ на кризис китайское правительство приняло стимулирующие финансовые

меры и пересмотрело налогово-бюджетную политику [Langiu 2021]. Государственный контроль в китайской экономике всегда был сильным и широко распространенным даже в финансовом секторе. КНР далека от того, чтобы ее модель можно было назвать либеральным капитализмом. В Китае образовалась совершенно иная форма капитализма — **государственный капитализм**, который впоследствии позволил совершить беспрецедентный экономический рост и начать конкурировать с технологически развитыми секторами США.

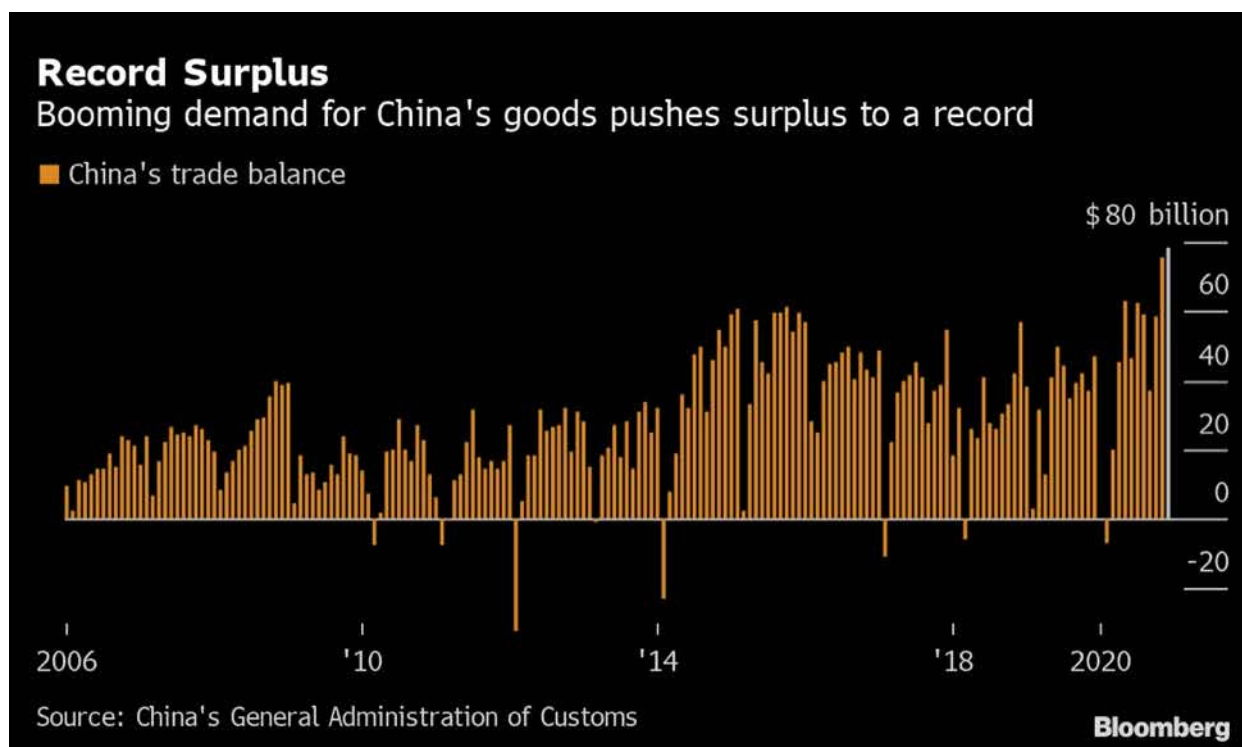


Рис. 15. Торговый баланс Китая
Источник: [China Ends... 2021]

Но, как и в США, экономика Китая может столкнуться с проблемами. Если посмотреть на торговый баланс КНР, то виден огромный профицит, который характерен для экспортно ориентированных стран. Можно полагать, что денежная эмиссия напрямую связана с высокими темпами роста экономики Китая. Но в отличие от США, китайское правительство имеет возможность стерилизовать денежную массу за счет поставки произведенной продукции на внешние рынки. В свою очередь, торговая война между странами напрямую связана с данным аспектом. Дефицит торгового баланса США показывает, что страна зависит от поставок продукции с внешних рынков. Попытки бывшего президента США Д. Трампа уменьшить зависимость Соединенных Штатов от импорта

продукции не увенчались успехом. В свою очередь, если в будущем произойдет процесс, при котором большая часть стран, в том числе и США, будут проводить политику протекционизма и перенесут часть производств на свою территорию или создадут новые, то китайская экономика может лишиться механизма стимулирования за счет эмиссии юаня, поскольку ей придется столкнуться с быстрорастущей инфляцией. Но как показывает опыт, правительство Китая более обдуманно подходит к решению данных проблем. Для коммунистической партии основным приоритетом в этом году будет являться снижение финансовых рисков. Китай обеспокоен ситуацией на финансовых рынках и считает, что они находятся на стадии пузыря. Для того, чтобы избежать серьезных про-

блем, китайское правительство будет снижать уровень ликвидности в своей экономике.

Вывод

У нас есть десятилетний опыт наблюдения за денежными экспериментами центральных банков, которые преуспевают только в создании огромного разрыва в благосостоянии. Единственными бенефициарами данной политики стали транснациональные банки и крупный капитал. В конечном итоге Федеральная резервная система и другие ЦБ должны будут столкнуться с трудным выбором, чтобы вывести экономику из нынешней «ловушки ликвидности». Однако история показывает, что политическое руководство никогда не делает трудный выбор, пока этот выбор не будет им навязан. Наиболее показательна неспособность нынешних экономистов, которые проводят денежно-кредитную политику, осознать, что вылечить долговую проблему с помощью увеличения долга невозможно. Кейнсианское мнение о

том, что «больше денег в карманах людей» приведет к росту потребительских расходов, что в следствие приведет к увеличению ВВП — было ошибочным. Этого не было за 40 лет. Настоящий кризис лежит между выбором жесткой экономии и продолжением государственной щедрости и безграничной эмиссии. Один выбор ведет к долгосрочному экономическому процветанию для всех, другой — нет. Если вы живёте в мире, где думаете, что реальное производство не имеет значения, что можно просто печатать бумагу, то рано или поздно вы добьётесь невозможного, а именно — вернётесь к жизни инфляцию. С таким объёмом напечатанных денег, определить продолжится ли в стране рецессия так же сложно, как и распознать лихорадку после дозы аспирина. Хотя мы, вероятно, увидим вспышку инфляции, она не продлится долго. В конце концов, давление дефляционного цикла, вызванного долгом, вернется.

Список источников

1. China Ends... 2021 — China Ends 2020 With Record Trade Surplus as Pandemic Goods Soar / Bloomberg ; Mayger J. [et al.] 56 p. // Bloomberg : [сайт]. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-14/china-s-trade-surplus-hits-record-as-pandemic-fuels-exports>. Дата публикации 14.01.2021.
2. Global wealth report 2020 — Global wealth report 2020 / Credit Suisse Group AG ; Professor A. Shorrocks, Professor J. Davies, Dr. Rodrigo. Credit Suisse Research Institute Publ, October 2020. 56 p. URL: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-report-2020-en.pdf>.
3. Inequality in a rapidly... 2020 — Inequality in a rapidly changing world : World social report 2020 / UN, 2020. 198 p. ISBN 978-92-1-130392-6; eISBN 978-92-1-004367-0. URL: <https://www.un.org/development/desa/dspd/wp-content/uploads/sites/22/2020/01/World-Social-Report-2020-FullReport.pdf>.
4. Langiu 2021 — Langiu D. Dal progetto di capitalismo liberale universale ad un mondo tripolare? / D. Langiu, F. Sdogati // Scenari Economici : [сайт]. URL: <https://scenarieconomici.com/2021/01/01/dal-progetto-di-capitalismo-liberale-universale-ad-un-mondo-tripolare>. Дата публикации 01.01.2021.
5. Moriarty 2019 — Moriarty J. Risky Business Update: Challenges Remain for Today's Investors / J. Moriarty // Callan : [сайт]. URL: <https://www.callan.com/callan/blog-archive/risky-business-2/>. Дата публикации 15.02.2019.
6. Summers 2014 — Summers L. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound / L. Summers // Business Economics. 2014; 49(2): 65–73. DOI: 10.1057/be.2014.13.
7. Yardeni 2021a — Yardeni E., Abbott J. Corporate Finance Briefing: S&P vs. I/B/E/S Earnings / Yardeni Research, Inc. 2021a, March 22. 29 p. URL: <https://www.yardeni.com/pub/spvstr.pdf>.
8. Yardeni 2021b — Yardeni E., Quintana M. Central banks: monthly balance sheet / Yardeni Research, Inc. 2021b, March 25. 9 p. URL: <https://www.yardeni.com/pub/peacockfedecbassets.pdf>.

References

1. China Ends 2020 With Record Trade Surplus as Pandemic Goods Soar. Bloomberg ; Mayger J. [et al.] 56 p. Bloomberg : [website]. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-14/china-s-trade-surplus-hits-record-as-pandemic-fuels-exports>. Publication date 01/14/2021.
2. Global wealth report 2020. Credit Suisse Group AG ; Professor A. Shorrocks, Professor J. Davies, Dr. Rodrigo. Credit Suisse Research Institute Publ, October 2020. 56 p. URL: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/>

corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-report-2020-en.pdf.

3. *Inequality in a rapidly changing world : World social report 2020*. UN, 2020. 198 p. ISBN 978-92-1-130392-6; eISBN 978-92-1-004367-0. URL: <https://www.un.org/development/desa/dspd/wp-content/uploads/sites/22/2020/01/World-Social-Report-2020-FullReport.pdf>.
4. Langiu D. Dal progetto di capitalismo liberale universale ad un mondo tripolare? D. Langiu, F. Sdogati. *Scenari Economici* : [website]. URL: <https://scenarieconomici.com/2021/01/01/dal-progetto-di-capitalismo-liberale-universale-ad-un-mondo-tripolare>. Publication date 01/01/2021.
5. Moriarty 2019 — Moriarty J. Risky Business Update: Challenges Remain for Today's Investors. J. Moriarty. *Callan* : [website]. URL: <https://www.callan.com/callan/blog-archive/risky-business-2/>. Publication date 02/15/2019.
6. Summers L. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. L. Summers. *Business Economics*. 2014; 49(2): 65–73. DOI: 10.1057/be.2014.13.
7. Yardeni 2021a — Yardeni E., Abbott J. *Corporate Finance Briefing: S&P vs. I/B/E/S Earnings*. Yardeni Research, Inc. 2021a, March 22. 29 p. URL: <https://www.yardeni.com/pub/spvstr.pdf>.
8. Yardeni 2021b — Yardeni E., Quintana M. *Centrals banks: monthly balance sheet*. Yardeni Research, Inc. 2021b, March 25. 9 p. URL: <https://www.yardeni.com/pub/peacockfedecbassets.pdf>.

Информация об авторе:

Пантюхин Егор Алексеевич — студент, Московская международная высшая школа бизнеса «МИРБИС» (Институт) — Институт МИРБИС, ул. Марксистская, 34/7, Москва 109147, Россия.

Information about the author:

Pantyukhin Egor A. – student of the Moscow International Higher Business School "MIRBIS"(Institute) (Institute MIRBIS), 34/7 Marksistskaya str., Moscow, 109147, Russia.

Статья поступила в редакцию 26.03.2021; одобрена после рецензирования 15.04.2021; принята к публикации 15.04.2021.
The article was submitted 03/26/2021; approved after reviewing 04/15/2021; accepted for publication 04/15/2021.