

Б. Дегарден⁴**ХРУПКОСТЬ И СТОЙКОСТЬ**

Кто слишком горд, того сломить легко.
Креонт — Антигоне

В 2017 году рынки, освобожденные от смиренной рубашки экономического кризиса, начали наворачивать упущенное. На пике рыночного подъема 22 января 2018 года можно было цитировать *Креонта* («Кто слишком горд, того сломить легко»): заявления Дональда Трампа относительно международной торговли и Ближнего Востока ввели рынки в состояние ступора. Оптимизм инвесторов уступил место сомнениям и даже тревогам. Вот наиболее животрепещущие вопросы: неуверенность по поводу свободной торговли, опасения в связи с ситуацией в Сирии, предстоящее продление ядерного соглашения с Ираном, наконец, сомнение в долговечности цикла роста. Из-за несвоевременных заявлений, касающихся торговли, и агрессив-

ной геополитической риторики, а также зачастую противоречивой экономической статистики рынки столкнулись с возобновлением неустойчивости; возникли опасения, что Дональд Трамп может совершить непоправимую ошибку.

Признавая серьезность этих рисков, мы в то же время должны попытаться снизить напряжение, показав, что торговая война маловероятна. Возможность эскалации конфликта на Ближнем Востоке весьма ограничена, а предположение об экономическом спаде преждевременно. Рост доходов компаний в 2018 году остается многообещающим, а опасения относительно повышения долгосрочных процентных ставок на текущий момент фактически неоправданны.

**Опасения в области торговли:
отношения между Китаем и США**

Безусловно, Китай, прикрываясь заявлениями в поддержку свободной торговли, подрывает свободную конкуренцию правительственными субсидиями, защищает свой рынок замысловатыми регламентами, поощряет создание влиятельных промышленных групп во многих отраслях и оказывает финансовую поддержку убыточным компаниям. Таким образом, Китай попирает основы свободного рынка. Соединенные Штаты

⁴ Генеральный директор банка Eric Sturdza SA (Женева, Швейцария). Автор ряда научных публикаций, в т. ч.: «Новая международная экономическая окружающая среда», «Стратегии глобализации», «Феномен банковской системы Швейцарии: исторические факты и современные тенденции развития» и др.; статей по проблемам банковской деятельности.

могут обоснованно жаловаться на дефицит торгового баланса с Китаем в размере 370 млрд долларов, так как они покупают товаров на 500 млрд долларов, а продают только на 130 млрд.

Однако тарифы тут ни при чем. Торговый дефицит США образуется из-за неэффективной экономики, избыточного потребления и недостаточной конкуренции между национальными промышленными компаниями. Повышение налогов не приведет к созданию новых рабочих мест в США, так как экономика страны близка к полной занятости. Вместо этого повышение налогов уменьшит покупательскую способность американцев или приведет к их переключению на другие источники тех же товаров, что не сократит общий торговый дефицит США. Повышение налогов снизило бы конкурентоспособность американских фирм, опирающихся на импорт дешевых компонентов: известно, что 60 % импорта США составляют компоненты.

Как показывает история, торговые войны не приносят прибыли: печально известный закон Смута — Хоули о тарифе 1930 года привел к сокращению экспорта США на 60 %. По оценкам Европейского центрального банка, в случае 10 %-го повышения налогов на все продукты, импортируемые Америкой, а также ответных мер в отношении всех продуктов, экспортируемых страной, рост ВВП США в первый же год сократится на 2,5 процентных пункта, т. е. упадет до 0,5 %, а глобальный рост потеряет 1 процентный пункт. В конце 1980-х годов в то время богатая Япония с ее рекордным торговым сальдо практически не отреагировала на налоги США, но лишь потому, что в политических отношениях слушалась Америку. Ситуация с Китаем не имеет с этим ничего общего.

Развивая нашу недавно высказанную мысль об угрозе и рисках протекционизма для рыночной экономики, мы попытаемся объяснить, почему в противостоянии с Китаем США не гарантирована победа. У Китая есть огромный потенциал противодействия. К счастью, период консультаций по данному вопросу продлится два месяца, то есть американские компании могут высказывать свои возражения вплоть до 22 мая. При постоянном развитии глобализации компании все больше зависят друг от друга, и с этим трудно что-то поделать.

Между тем нельзя сказать, что ситуация ухудшилась. В 2008 году торговое сальдо Китая в процентах от ВВП составляло 10 %, в то время как на конец 2017 года — 422 млрд долларов, или 3,4 % ВВП. Тогда китайская валюта была девальвирована, чего не скажешь о сегодняшней ситуации.

Лучшим способом сокращения торгового дефицита США было бы снижение потребления в США, но это поставило бы под угрозу цикл роста, и Соединенные Штаты, сократив налоги, выбрали противоположный путь.

Далее описаны четыре вида ответных мер, доступных Китаю, в порядке уменьшения вероятности применения.

Сельскохозяйственные меры. Несмотря на большой торговый дефицит США в области производства, у страны есть существенные излишки в сельском хо-

зяйстве. Если Китай повысит налоги на американские соевые бобы, США будут вынуждены сократить продажи Китаю, которые в прошлом году принесли 14 млрд долларов, и дать шанс Бразилии и Аргентине реализовать свои запасы по более высоким ценам. До июня американским фермерам нужно решить, что сажать, — соевые бобы или кукурузу, но китайские санкции сократят их доходы, что повлияет на благосостояние штатов Среднего Запада, традиционно голосующих за республиканцев, и это будет не на пользу Дональду Трампу в преддверии промежуточных ноябрьских выборов. По оценке *Института Петерсона*, урезание экспорта соевых бобов может привести к сокращению на 20 % количества рабочих мест в ряде округов штата Миссури.

Промышленные меры. Соединенные Штаты планируют обложить налогом целую категорию товаров; тем не менее, Китай может с легкостью контратаковать, нанеся ущерб отдельным американским компаниям, например GM, которая продает больше автомобилей в Китае, чем в США. Или Boeing. Или Caterpillar. Или, если на то пошло, компаниям, работающим в области высоких технологий, таким как Qualcomm или Texas Instruments, львиная доля прибыли которых генерируется в Китае. Поэтому сегодня эти компании уязвимы на фондовом рынке, но имеют хороший шанс на восстановление в случае, если торговая война не начнется.

Казначейские меры. Китай является ведущим держателем казначейских бумаг США (до 1200 млрд долл.). Распродажа или всего лишь сигнал о продаже может увеличить долгосрочные обязательства США более чем на 3 % и, следовательно, повысить стоимость государственного долга США и затруднить рост экономики страны. Тем не менее, такая мера — палка о двух концах, поскольку распродажа казначейских бумаг повлекла бы за собой снижение стоимости валютного резерва Китая и привела бы к повышению курса юаня, что является сомнительной выгодой для китайского правительства.

Монетарные меры. Юань не является свободно конвертируемой валютой, поэтому его курс устанавливается властями Китая, которые могут легко девальвировать свою валюту на сумму, эквивалентную налогу, которым были обложены их товары, чтобы нейтрализовать его влияние. Такой вариант развития событий, по нашему мнению, маловероятен; кроме того, его, судя по всему, исключает управляющий Народного банка Китая Йи Ганг. Это могло бы стать последним отчаянным шагом, мотивированным желанием Китая закрепить имидж стабильного юаня и одновременно не усугубить отток капитала. Наконец, при девальвации юаня пришлось бы снова покупать казначейские бумаги США, чего, возможно, нет в планах китайского руководства.

Резюмируя, можно сделать вывод, что противники в торговой войне, скорее всего, не перейдут от слов к делу. Китай может сделать еще ряд уступок в области сокращения государственного регулирования финансовых услуг, открытия своих рынков, барьеров инвестирования иностранных компаний в уставные капиталы зарегистрированных в Китае совместных предприятий,

защиты патентов и сокращения субсидий некоторым государственным предприятиям, и Дональду Трампу будет чем похвалиться. Что касается Североамериканского соглашения о свободной торговле, которому скоро исполнится 25 лет, а также более 60 млн долларов дефицита баланса США в торговле с Мексикой, то небольшие корректировки в некоторых из отраслей, в частности автомобильной, сделают возможным продление соглашения.

Геополитические опасения в связи с Сирией и Ираном

Не всегда верь худшему.
Кальдерон

После нескольких лет войны, когда 350 тыс. человек погибли, а 10 млн стали переселенцами (при численности населения 22 млн чел.), Сирия все еще является ареной конфликта между крупными международными игроками — Россией, США, Францией и Великобританией. Также на ее сцене разворачивается драма с участием региональных держав: Турции против курдов, Ирана напрямую через Паздаран (стражей исламской революции) и косвенно через «Хезболла», не говоря уже о мелких исламистских группировках. Применяв химическое оружие, Асад пересек границы того, что было дозволено американцами. Трамп, желая подчеркнуть свое отличие от Обамы, проявлявшего, как говорили, чрезмерную осторожность в подобных обстоятельствах, пообещал вмешаться, но Путин уже отреагировал. На этом этапе трудно сказать, кто из этих двоих первым остановится.

Иранское ядерное соглашение, подписанное в период президентства Обамы в июле 2015 года, предусматривало прекращение разработки ядерного оружия иранцами в обмен на отмену санкций США, что должно было стимулировать рост прямых иностранных инвестиций. Рухани рассчитывал на 50 млрд долларов в год. Однако его планам не суждено было сбыться. Во-первых, Трамп, желая уничтожить наследие Обамы и выполнить свое предвыборное обещание, заявил о намерении вывести США из соглашения. Во-вторых, население Ирана, разочарованное отсутствием улучшений в экономике, падением стоимости валюты на 30 % за последние шесть месяцев, инфляцией, превышающей 10 % и подрывающей покупательную способность, высоким уровнем безработицы и дорогостоящими военными действиями за рубежом, начинает серьезно сомневаться в правильности курса, избранного осторожным Рухани. Знакомая ситуация, но в ней появились новые переменные: Майк Помпео назначен государственным секретарем США, а Джон Болтон — советником по национальной безопасности. Оба они бескомпромиссные политики, враждебно настроенные по отношению к Ирану. Помпео — неоконсерватор, близкий по духу к Движению чаепития, а Болтон прославился своим заявлением в поддержку военных ударов против Ирана и Северной Кореи.

Возможно, Трампу кажется, что эти назначения, демонстрирующие явное намерение запугать оппонента перед началом переговоров, позволят ему занять по-

зицию силы? Или, может быть, мы должны принять в расчет то, что Болтон, сменив на этом посту уже второго предшественника за год, надолго не задержится? Должны ли мы на основе этих назначений сделать заключение, что соглашение будет расторгнуто по истечении 90-дневного срока, то есть 12 мая? Многие боятся такого исхода. Действительно, он бы отрицательно сказался на рынках, но это еще далеко не свершившийся факт. Иранцы полностью не прекратили обогащение урана; согласившись на сокращение количества центрифуг, они, тем не менее, могут в любой момент передумать. Разрыв соглашения непосредственно перед предстоящей встречей Трампа с президентом Северной Кореи на ту же тему будет выглядеть нелепо и к тому же подтолкнет Иран к некоторому сближению с российским лагерем в надежде на обеспечение военной безопасности и с китайским лагерем в расчете на экономическую поддержку. В обмен на возобновление соглашения Иран может согласиться приостановить разработку баллистических ракет.

Мы предполагаем, что из-за глобальной враждебности по отношению к России и регионального конфликта с Ираном американские конгрессмены в соответствии со своими полномочиями заставят Дональда Трампа принять их точку зрения и возобновят соглашение с Ираном, чтобы не допустить укрепления позиций России в регионе. Джон Болтон и Майк Помпео придерживаются жесткой позиции в отношении России и, возможно, предпочтут усилить экономические санкции, так как это нанесет более ощутимый удар по России, чем военные распри. В текущем году рост российского ВВП, скорее всего, не превысит 1,7 %; понижение процентных ставок будет проблематичным, так как девальвация рубля вызовет всплеск инфляции и сильно сократит иностранные инвестиции.

Региональная деятельность. Акцент в дебатах сместился с ядерного оружия на распространение баллистических ракет в регионе. К этому моменту саудовцами, американцами и израильянами движет единое стремление пресечь такое распространение, перехватывая ракеты, запущенные хуситами, и наказать Сирию за использование химического оружия. Положительным моментом являются скорые выборы в Ираке, которые должны продемонстрировать дистанцирование от Ирана.

Опасения относительно экономического спада преувеличены: устойчивость

В последние два месяца показатели как доверия, так и серийного производства указывают на сильное замедление роста в странах ОЭСР и Китае. Можно ли считать это признаком того, что пик роста позади? Или же это временный спой, связанный с неблагоприятными погодными условиями в Северном полушарии? Мы склоняемся ко второму предположению, веря в устойчивость роста и продолжение цикла, что подтверждается прогнозами увеличения корпоративной прибыли в текущем году с 8 % в Европе до 10 % в США. Иначе говоря, текущие колебания на фондовом рынке должны сгладиться и уступить место некоему подъему.

В США показатели потребительской и кредитной активности, серийного производства и инвестиций, индекс потребительской уверенности свидетельствуют о замедлении роста в первом квартале. Но снижение налогов служит стимулом только при условии, что экономика приближается к полной занятости. Если не брать в расчет протекционистскую угрозу, то единственным реальным опасением является шоковое воздействие на долгосрочные процентные ставки в результате сочетания ограничительной монетарной политики (процентные ставки в этом году были повышены трижды) и экспансионистской фискальной политики, которая, по оценкам Конгресса, повлечет за собой дефицит до 800 млрд долларов в 2018 году и около 1 трлн долларов в 2019-м. До настоящего момента рынку ничто не грозило, поскольку десятилетние ставки не превысили отметки 3 % и ожидается дальнейшее снижение роста 2–10-летних ставок.

Январские продажи автомобилей в Китае остались стабильными, с повышением всего на 2,4 %, а объем промышленного производства увеличился всего на 6 % по сравнению с предыдущим годом. В марте индекс производственной активности Китая в малом и среднем бизнесе, по данным Caixin, указывает на замедление, как и показатель ожиданий менеджеров по закупкам (PMI) для промышленного производства.

В Европе в первом квартале отмечалось затишье экономической активности, при этом показатели промышленного производства за февраль оказались невысокими. Это частично объясняется ростом курса евро и неблагоприятными погодными условиями. Временный спад не должен вызывать опасений: даже если он и продлится, Европейский центральный банк может продлить программу количественного смягчения, не ограничиваясь сроком до 30 сентября.

В Японии в первом квартале наблюдались спад потребления и сокращение заказов на оборудование, а Банк Японии указал на ухудшение предпринимательской среды, возможно, вследствие роста иены, однако во втором квартале ожидается восстановление как потребления, так и инвестиций.

Заключение

Можем ли мы повторить за Бодлером: *«И вновь промозглый мрак овладевает нами, — / Где летней ясности живая синева?»*. Нет, мы так не думаем. Но как справятся с ситуацией фондовые рынки? Как ни парадоксально, решающую роль в улучшении может сыграть не «стойкость», а «хрупкость». Такой исход станет возможным, если протекционизм не реализуется, а геополитический кризис удастся сдержать. Устойчивый рост всегда сопровождается высокими ожиданиями в отношении корпоративной прибыли, и малейшее разочарование в этом будет иметь негативные последствия.

Что касается торговли, то американцам следовало бы не возводить барьеры, а попытаться открыть рынки, в то время как европейцам лучше поразмыслить о возможных последствиях соглашений, о которых Китай ведет переговоры со странами Восточной Европы в рамках проекта «Шелковый путь». Если торговую войну удастся предотвратить, то чувствительные к экспорту циклические ценные бумаги США вновь обретут популярность на рынках.

С геополитической точки зрения санкции в отношении России экономически менее рискованны, чем потеря контроля над ситуацией в Сирии. Это влечет за собой спад российского фондового рынка и снижение курса рубля, а следовательно, не дает Центральному банку понижать процентные ставки, что демотирует иностранных инвесторов и сдерживает рост, который ранее прогнозировался на уровне 1,7 % в текущем году. Для инвесторов два варианта страховки от кризиса на Ближнем Востоке: покупка золота или нефти.

Мы не стали повторять здесь старый рефрен об ускорении инфляции, так как не наблюдаем фактов, подтверждающих этот сценарий. В свете почти полной занятости в США, Германии, Великобритании и Японии рост зарплат был бы логичным следствием, что вызвало бы повышение долгосрочных процентных ставок и отрицательно сказалось на рынках. Тем не менее, так как многие рабочие места нестабильны, относятся к категориям неполной ставки или самозанятости, такой рост происходит медленно. Влияние повышения цен на нефть и другие товары, начавшегося в прошлом году, теряет силу. Судя по последним отчетам, опубликованным Китаем, инфляция замедляется, поскольку PPI (Индекс цен производителей) за март повысился лишь на 3,1 % по сравнению с предыдущим годом, что значительно ниже 7,8 % по данным за февраль 2017 года, в то время как базовая инфляция вернулась к уровню 2,1 %. В США базовая инфляция в марте составила лишь 2,1 %, а рост зарплат — 2,6 или 3,3 %, в зависимости от того, учитывались ли при расчете постоянные еженедельные часы работы.

Мы не предлагаем и не обосновываем покупку финансовых инструментов или подписку на них. Приведенная здесь информация взята из тщательно отобранных общедоступных источников. Тем не менее, несмотря на скрупулезную проверку достоверности информации на момент ее публикации, ее точность, полнота и надежность не гарантируются. Любые мнения, содержащиеся в данном документе в текущем контексте, могут измениться в любое время без уведомления. На основании данных, относящихся к прошлому, не всегда можно сделать вывод о тех результатах, которые будут получены в будущем.