

Расплата за лёгкие деньги

В первую неделю августа мировые фондовые рынки потряс резкий обвал. Начавшись с Уолл-Стрит, он быстро добрался до европейских фондовых бирж и стремительно заразил Токио, потерявший за 2 дня торгов около 1/5 своей капитализации. Из Японии падение распространилось на Южную Корею, Тайвань, Австралию, Индию и Мексику. Индекс волатильности японского рынка претерпел самый большой скачок за 37 лет. За острой лихорадкой, продолжавшейся 5 дней, последовало столь же быстрое выздоровление. Первоначальный диагноз «провал», который угрожал сползанием экономики в «рецессию», был смягчён до «турбулентности», не исключающей «мягкой посадки» при восстановлении. Вновь возникают вопросы о внезапных хаотических колебаниях капиталистического цикла, с которыми всё чаще приходится сталкиваться в условиях затянувшегося кризиса порядка. Именно это, а не масштаб краха фондовых рынков, и является наиболее интересным аспектом эпизода: на данный момент никаких знаменитых жертв не было, в отличие от столь же неожиданного банковского кризиса марта 2023 года, который стёр в пыль 3 американских региональных банка и Credit Suisse – исторический европейский банк. Говоря об обстоятельствах, сопровождавших Чёрный понедельник Токийской фондовой биржи (5 августа), *Wall Street Journal* назвала крах «началом расплаты за полтора десятилетия чрезмерных расходов и лёгких денег». Джиллиан Тетт в *Financial Times* высказала аналогичное мнение: мы являемся свидетелями «афтершоков» после «того экстраординарного эксперимента в монетарной политике, который заключался в количественном смягчении и нулевых ставках»; ставки были серьёзно скорректированы, но инвесторы, пишет Тетт, только сейчас осознают, насколько «эксцентричной» была эта политика.

Великолепная семёрка

Крупные хай-тек компании уже давно подогревают фондовый рынок своим оптимизмом. Но в июле финансовая отчётность некоторых из этих групп разочаровала инвесторов. Intel понесла убытки в 1,6 млрд долл. и объявила о сокращении 15 тыс. рабочих мест. 1 августа её акции упали на 26 %. Стоимость акций некоторых компаний технологической Великолепной семёрки (Apple, Microsoft, Meta, Amazon, Alphabet, Nvidia, Tesla) пошатнулась. Акции Amazon потеряли 8,8 %, вероятно, из-за снижения операционной прибыли в международном секторе. Магнат Уоррен Баффет принял решение вдвое сократить свою долю в Apple, которая пережила резкое падение продаж iPhone на китайском рынке: с начала года группа потеряла 370 млрд долл. капитализации. Nvidia, считающаяся компанией с наибольшим прогрессом в области искусственного интеллекта (ИИ), потеряла 22 % стоимости своих акций за первые 5 дней августа и 30 % с июня. Некоторым комментаторам показалось, что они услышали, как лопаются пузыри ИИ. Другие полагают, что Великолепная семёрка – это уже четвёрка, а может быть, даже тройка.

Как правило, падение акций было результатом не паники, а продаж с целью получения дохода от прироста капитала; последующий отскок стал результатом агрессивных покупок новых акционеров, которые захватили акции, считавшиеся ценными, с дисконтом в 10 или 20 %. В некоторых новостных сообщениях отмечается, что продавали свои акции в основном владельцы крупных пакетов, предпочитая, ввиду падения ставок, покупку государственных облигаций и значительных долей рыночных денежных фондов, которые могут быть мгновенно возвращены и использованы для других целей. По данным *Financial Times*, даже после летнего урагана на долю Великолепной семёрки по-прежнему приходится 31 % капитализации среди 500 крупнейших листинговых групп (“S&P500”); в прошлом финансовом году они вложили капиталов на сумму 177 млрд долл., что соответствует 18 % инвестиций всех компаний “S&P500”, и направили 242 млрд долл. на исследования и разработки, что составляет 40 % от общей суммы.

Акционерный капитал

Быстрое восстановление капитализации, произошедшее всего за несколько дней и вернувшее несколько триллионов долларов, которые за несколько часов исчезли в бурях на фондовых биржах и вновь всплыли где-то в других руках, обнаруживает существенную

разницу между реальным (производительным), банковским, в частности, торговым капиталом и акционерным капиталом, который собирается вокруг них.

Карл Маркс во II томе “Капитала” относит акции вместе с банковскими вкладами и государственными облигациями к форме прибавочной стоимости, которая *«затвердевает в виде сокровища и в этой форме образует скрытый денежный капитал»*, скрытый, *«потому что он не может действовать как капитал, пока остаётся в денежной форме»*¹. Большая часть общей прибавочной стоимости не может быть немедленно использована в производственном цикле или потреблена капиталистами. Ей придётся подождать несколько циклов, прежде чем она сможет действовать как капитал в производственном процессе; её можно использовать более широко, когда цикл оборота капитала выходит за рамки ожидаемого, как это часто случается в случае проведения общественных работ; или она может быть задействована более быстро, когда открывается новый инвестиционный цикл. Перед нами как раз случай чрезвычайного накопления акционерного капитала вокруг крупных хай-тек компаний в начале новых инвестиционных циклов энергетического и цифрового переходов, а теперь и военного перехода. Если эти инвестиционные циклы сталкиваются с препятствиями или сопротивлением, как это происходит сегодня в некоторых секторах, производительный капитал должен реорганизоваться, а “клиентский” денежный капитал должен адаптироваться. Эту функцию финансовый капитал выполняет посредством множества фракций денежного капитала, которые он централизует в форме акций, которые демократическим путём переходят из рук в руки, изменяя распределение общественного капитала между секторами и компаниями. В акционерном обществе буржуазия обменивает доли прибыли, превышающие инвестиционные потребности отдельного капиталиста, и кооптирует долю средней и мелкой буржуазии через множество рантье.

Акционерные общества, как и кредит, ломают ограничения, за которые отдельный капиталист сам никогда не выйдет, позволяя ему расширить свою способность к накоплению. Эта связь между денежным и производительным капиталом и проявляется в кризисах фондового рынка. *«[...] нарушения, происходящие на денежном рынке, приостанавливают деятельность таких предприятий, а эти последние, в свою очередь, вызывают нарушения на денежном рынке»*², – пишет Маркс.

“В нашем деле нет слова уверенность”

Одной из причин возросшей неопределённости на фондовом рынке стали разнонаправленные действия центральных банков. В июне ЕЦБ посчитал, что инфляция упала достаточно, чтобы он мог позволить себе первоначальное снижение ключевых ставок на 0,25 процентного пункта, не дожидаясь, пока Федеральная резервная система возьмёт на себя инициативу в новом, менее ограничительном, цикле монетарной политики. 22 июля, по итогам 3-го пленума ЦК КПК 20-го созыва, Народный банк Китая принял решение снизить ставку на 10 базисных пунктов, до 3,35 %. 31 июля Банк Японии (BoJ), неожиданно поплыв против течения, повысил ставки до *«примерно 0,25 %»*, предупредив, что намерен продолжить повышение. В тот же день все члены Совета управляющих ФРС единогласно продолжали сохранять твёрдость. На следующий день Банк Англии незначительным большинством голосов (5 против 4) принял решение – вслед за ЕЦБ – снизить ставки на 0,25 процентного пункта (доведа их до 5 %).

На пресс-конференции главы ФРС Джерома Пауэлла большая аудитория журналистов выразила сожаление по поводу бездействия центробанка на фоне признаков ухудшения ситуации на рынке труда. Бывший глава Федерального резервного банка Нью-Йорка Уильям Дадли предупредил Пауэлла в колонке *Bloomberg*, что если тянуть до сентября со снижением ставок, то *«может быть уже слишком поздно, чтобы предотвратить рецессию»*. Важное значение имеет и разговор между журналистом *Bloomberg TV* Майклом Макки и Пауэллом. Макки: *«Вы уверены, что не отстанете и не создадите ненужную безработицу до сентября?»*. Пауэлл: *«В нашем деле нет такого слова как уверенность»*. Это могло бы стать лозунгом монетарной власти в нашем столетии.

Эти дебаты сказываются и на президентской гонке: республиканцы предупреждают, что снижение ставок перед выборами будет рассматриваться как подыгрывание кандидату от Белого дома. Публикация отчёта по американскому рынку труда отчасти подтвердила, что

сомнения в выжидательной позиции ФРС имеют реальную основу, показав рост уровня безработицы с 3,7 % в январе прошлого года до 4,3 % в июле этого года и падение приёма на работу (со среднего показателя 114 тыс. до 177 тыс. за последние месяцы). Эти данные идут в ход в ежедневной кампании давления на ФРС с целью снижения ставок, тем самым побуждая другие центральные банки к более экспансивной монетарной линии.

Иена и кэрри-трейд в Чёрный понедельник

Хотя стремительное падение Токийской фондовой биржи в пятницу 2-го и понедельник 5 августа отчасти и отражало неожиданное недомогание американского хай-тек сектора, его основной причиной всё же стало решение Банка Японии повысить ставки на долю процентного пункта во второй раз за 17 лет! В предыдущие месяцы ВоJ несколько раз проводил интервенции на рынках, чтобы защитить свою валюту, но он не мог делать это бесконечно. Опасения по поводу влияния укрепления иены на балансы японских компаний побудили несколько долгосрочных японских и иностранных фондов заказать крупные продажи ценных бумаг. Только в Чёрный понедельник, когда фондовый рынок рухнул более чем на 12 %, иена выросла до паритета по отношению к доллару. Согласно колонке *“Lex”* в *Financial Times*, *«одного дня было достаточно, чтобы свести на нет годовой рост многих крупных фондовых рынков Азии»*.

Так называемая кэрри-трейд (carry trade), получившая распространение в дефляционной экономике Японского архипелага, а также в других экономиках, живущих с нулевыми или почти нулевыми ставками, усилила фейерверк: в рамках этой стратегии игроки берут кредиты в валютах с минимальными ставками, чтобы инвестировать в валюты, предлагающие более высокую доходность. Начало монетарной нормализации в Токио вызвало разворот механизма: возвращение домой спекулятивной массы иен способствовало скачкообразному росту японской валюты.

Оценки масштабов кэрри-трейда варьируют в широком диапазоне. *The Economist* приводит некоторые из них: Банк международных расчётов оценивает трансграничные кредиты, номинированные в иенах и выданные банками и “небанками”, примерно в 270 млрд долл. По оценке UBS, объём кэрри-трейд с парой доллар – йена на своём пике достигал 500 млрд долл. JPMorgan называет ошеломляющую цифру в 4 трлн долл.

Чтобы обуздать водоворот фондового рынка, вмешался заместитель управляющего Банка Японии Учида Шиничи, заверив, что ВоJ привержен поддержанию *«текущего уровня смягчения монетарной политики»*. ЦБ Японии хотел положить конец слабости иены, наиболее важной и очевидной причиной которой является постоянная огромная разница между доходностями японской и американской валют. Корреспондент *Financial Times* в Токио Лео Льюис, копая немного глубже, отмечает, что для страны, которая импортирует почти всё необходимое для своего существования (от продуктов питания до энергии и сырья), такое решение ЦБ означает, что эта страна вступит в *«кризис торговых отношений»* и что *«валюта – это всё для этой экономики»*.

Льюис считает, что закручивание гаек ни в коем случае не закончилось: по его словам, мы являемся свидетелями *«спазмов и изломов»* в процессе *«нормализации Японии после десятилетий аномалий»*, и эта нормализация будет *«чрезвычайно болезненной»*.

Июль – август 2024 г.

¹ - Маркс К. и Энгельс Ф. Собр. соч. Изд. 2-е. Т. 24. С. 90.

² - Там же. С. 402.