Максим БУЕВ,
профессор прикладных финансов,
Европейский университет
в Санкт–Петербурге

Secular stagnation, или Когда ФРС поднимет ставку?

Прогуливаясь как-то весной по Cornmarket — основной пешеходной артерии Оксфорда — у входа в Starbucks я заметил пожилую пару, которая что-то обсуждала, не решаясь зайти вовнутрь. Женщина, укутанная в невзрачную ветровку, напоминала умную птицу и слушала мужчину, на котором был темно-синий пиджак, столь излюбленный профессорами американских университетов. Со стороны выглядело, будто дама колебалась, а ее собеседник решительно приводил какие-то аргументы. Для тех, кто последний год регулярно читал Bloomberg, с одного взгляда можно было распознать в даме главу самого могущественного Центрального банка в мире Джанет Йеллен. Американский профессор в клубном пиджаке, нобелевский лауреат по экономике 2001 года Джордж Акерлоф служил контрольной суммой для того, кто Bloomberg не читает, но хотя бы более-менее усердно учился в университете в начале 2000-х.

Для Йеллен последний год был во многом судьбоносным. В октябре 2013 года она наконец-то была номинирована как наследница Бена Бернанке на пост главы ФРС. Слухи о ее возможном назначении ходили еще с 2009 года, однако Бернанке, проведший США через пучину кризиса 2008 года, смог продержаться в качестве председателя Совета управляющих ФРС целых два срока.

Джанет Йеллен имеет репутацию «голубя» в отношении денежной политики. Иными словами, с точки зрения поиска компромисса между инфляцией и безработицей ее больше волнует воздействие политики, оказываемое на рынок труда. Вполне возможно, что год назад, когда рынок был уверен в том, что ФРС скоро начнет поднимать процентную ставку (помните удивление и бурную дискуссию сентября 2013 года, когда этого не произошло?), номинация Йеллен была в том числе способом воздействовать на ожидания и убедить рынок, что скорого роста ставок не будет: безработица в США прочно «засела» на отметке выше 7%.

Год спустя, в августе 2014 года, выступая на ежегодной конференции ФРС, по традиции проходящей на горном курорте Джексон Хоул на границе штатов Вайоминг и Айдахо, Йеллен все еще отмечала, что «недоиспользование трудовых ресурсов в экономике США оставалось значительным»: уровень безработи-

цы парил над цифрой 6%. Однако при этом госпожа Йеллен наводила «тень на плетень», отмечая, что если рост темпов инфляции превысит ожидания, повышение ставки по федеральным фондам может наступить быстрее, чем предполагают участники рынка. Далее следовал традиционный для Йеллен пассаж о том, что «если экономические обстоятельства окажутся обескураживающими и прогресс на пути к нашей цели будет более медленным, чем мы того ожидаем, то траектория, описываемая процентными ставками в будущем, будет более адаптивной, чем мы ее предвидим в настоящий момент».

Подобный разговор «ни о чем», свойственный Йеллен в последнее время, некоторые финансовые аналитики окрестили «намеренно расплывчатым» способом сообщить рынкам, что оттуда, где находится глава ФРС США, пока «ничего не видно». Что это — свойство характера самой Йеллен пытаться не давать четкого ответа и держать свои опции открытыми или невозможность ФРС при всех знаниях и умениях предсказать, какой подход к манипулированию процентными ставками будет правильным? Подобное колебание лишь заставляет рынок более отчаянно искать ответы.

К нашему с вами сожалению, весьма возможно, что в данный момент вообще никто не может дать ответ на вопрос, какой путь процентные ставки должны будут пройти в ближайшие лет пять. Почему? Для этого стоит обратиться к новейшей макроэкономической теории, которая называется secular stagnation.

Если посмотреть на экономики США, Великобритании и Европы в перспективе последних 30 лет, то их развитие представляется макроэкономистам набором загадок, разрешение которых в рамках одной теории пока не представляется возможным. В то же время существует масса различных теорий, пытающихся объяснить некоторые загадки по отдельности. Неполный список этих загадок будет включать: а) рост социального неравенства; б) хорошо отслеживаемую в развитом мире тенденцию к восстановлению/росту экономик без создания новых рабочих мест и соответствующего снижения уровня безработицы; в) устойчивое, наблюдаемое с 1970-х годов снижение производительности труда, несмотря на очевидное ускорение научно-технического прогресса в конце XX века; г) значительный рост части населения в трудоспособном возрасте, которая предпочитает не работать и даже не пытается работу искать; д) стагнация зарплат и избыток сбережений.

К слову, последняя загадка, получившая в англоязычной литературе название savings glut, возможно, является центральной проблемой экономической ситуации сегодняшнего дня. Связана она либо с недостаточным уровнем идей для инвестиций, либо с падением реальной доходности от инвестиций из-за повсеместной конкуренции. Некоторые знаменитые политэкономисты конца XX века, такие как итальянец Джованни Арриги, вообще считали savings glut предтечей смены экономического гегемона на мировой арене: переход экономического владычества от провинций Нидерландов к Британской империи в XIX веке, от Британии к США в XX веке, и от США к... На самом деле это тема для отдельной колонки, сейчас важно то, что исторически savings glut ознаменовывала учащение финансовых кризисов и переход власти от одной экономической империи к другой.

Возвращаясь от политэкономии к макроэкономике, одна из самых свежих попыток предложить теорию для объяснения сразу всех загадок — это и есть идея так называемой secular stagnation, которую за прошедший год активно пытался популяризовать Ларри Саммерс, профессор и почетный президент Гарвардского университета, а также конкурент Джанет Йеллен на пост главы ФРС в прошлом году. Саммерс не является автором идеи, но настолько активно ее продвигает среди академиков, политиков и профессиональных экономистов, что именно на него сразу показывают пальцем, когда феномен упоминается в прессе.

В двух словах, secular stagnation — это описание того, что происходит с экономиками развитых стран (в первую очередь США), хотя описание далеко не ясное. Secular (по-русски «светское» или «вечное») означает, что депрессивное состояние экономики вызвано структурными факторами на стороне предложения. Одним из таких факторов, например, может быть замедление или прекращение роста рабочей силы из-за старения населения, изменения привычек и образа жизни, низкой нормы рождаемости, иммиграционных тенденций, заниженной инновационности экономики и тому подобное. Следствием всех этих причин также будет снижение инвестиций в капитал. Stagnation означает, что в отсутствии экономического роста виноваты циклические факторы, негативно влияющие на спрос: deleveraging (процесс сокращения заемного капитала)

ДЖАНЕТ ЙЕЛЛЕН БОЛЬШЕ ВОЛНУЕТ ВОЗДЕЙСТВИЕ ПОЛИТИКИ, ОКАЗЫВАЕМОЕ НА РЫНОК ТРУДА

после финансового кризиса, недоступность кредита, фискальная консолидация, неприятие риска на волне кризиса и так далее.

Какая из этих двух сторон медали сильнее влияет на положение мировой экономики вообще и экономики США в частности — это вопрос к эмпирикам, которые лишь берутся за дело. Теоретически, однако, secular- и stagnation-факторы по-разному воздействуют на то, какой должна быть оптимальная политика по изменению процентных ставок ФРС.

Если secular-эффекты преобладают, то для выхода из сложившейся на рынке ситуации ФРС должна будет поднимать процентные ставки быстро, и начинать это делать нужно уже сейчас, потому что потенциал экономики снизился по историческим или светским причинам, изменился образ жизни. Следовательно, несмотря на то что рост ВВП не настолько впечатляющий, каким он был в «ревущие 1990-е», возможности экономики близки к своему технологическому пределу и риск неожиданной вспышки инфляции очень высокий. Чем раньше ФРС начнет поднимать процентную ставку, тем больше шансов, что к моменту, когда экономика достигнет предела своих технологических возможностей, ставка достигнет своего «нормального» уровня.

Этот «нормальный», или естественный, уровень процента был описан шведским экономистом Кнутом Викселлем в первой четверти XX века и определяется как некий уровень процента, гарантирующий экономике стабильное соотношение производства товаров для потребления, с одной стороны, и инвестиций — с другой. Иными словами, этот процент гарантирует идеальный уровень транзакций на рынке. Идеи Викселля были основополагающей теорией бизнес-цикла до Кейнса, а австрийская экономическая школа также в начале XX века положила их в основу теории флуктуаций, связанных с политикой центрального банка.

Поскольку secular-эффекты означают, что потенциал роста в долгосрочной перспективе ниже, то ниже будет и доходность на капитал. Следовательно, и «нормальная» ставка процента должна быть ниже: агрессивная политика ФРС закончится раньше при достижении более низкого уровня процентной ставки, чем при иных обстоятельствах.

Если же в сегодняшнем положении вещей виноваты те самые «иные обстоятельства» (stagnation-эффекты), то ФРС должна долго держать процентные ставки близкими к нулю, а потом — в нужный момент — начать внезапно их повышать и не останавливаться, пока ставки не достигнут достаточно высокого уровня. В реальности это будет уровень процентных ставок, наблюдавшийся до кризиса 2008 года, то есть номинальные ставки в районе 4% и реальные — около 2%. Логика такого поведения кроется в том, что сторона предложения экономики не претерпела существенных изменений в последнее время. Следовательно, сейчас существует огромная пропасть между текущим и потенциальным уровнем выпуска, что исключает возможность инфляции в ближайшей перспективе. ФРС нужно начать действовать лишь тогда, когда американские домохозяйства более-менее расплатятся со своими долгами и спрос в экономике вернется на уровень предложения после deleveraging-процесса.

Идут жаркие дебаты среди ученых и практиков о том, что сейчас происходит в реальности. Журнал The Economist с начала года опубликовал как минимум четыре заметки на эту тему в своем популярном еженедельном блоге Free Exchange, где обсуждается применение новейших экономических теорий на практике. Другой популярный экономический блог VoxEU в середине августа выпустил целую электронную книгу, где ведущие мировые экономисты, включая того же Саммерса и нобелевского лауреата 2008 года Пола Кругмана, подробно, хоть и несколько запутанно, обсуждают secular stagnation как нечто «историческое, происходящее в настоящий момент».

Так или иначе, secular stagnation — это концепция, в рамках которой вести дебаты о современном положении вещей в мировой экономике чрезвычайно удобно. Однако, как мы могли убедиться, существование идеи, пусть даже оригинальной и, возможно, все объясняющей, не означает, что она делает работу главы ФРС проще. Утверждения Джанет Йеллен о том, что именно произойдет со ставкой по федеральным фондам в ближайшей перспективе, «намеренно расплывчаты» не только потому, что даже поход в Starbucks вызывает у нее колебания и необходимость дискуссий с мужем — нобелевским лауреатом. Реальность такова, что страхи участников рынка могут быть вполне оправданны: на данный момент никто, и Джанет Йеллен тем более, не знает ответа на вопрос, как быстро надо поднимать ставки и когда надо начинать это делать.

РИСК НЕОЖИДАННОЙ ВСПЫШКИ ИНФЛЯЦИИ В США ОЧЕНЬ ВЫСОКИЙ