Опасный вопрос с введением публики в заблуждение

Николай КАЩЕЕВ,
начальник Центра анализа и экспертизы, ПСБ

Для участников рынка и экспертов общим становится предположение, фактически уверенность в том, что инфляция в США, а вслед за ними и во всем мире наконец-то разгоняется из-за слишком мягкой политики ФРС и вызванного ею слишком стремительного экономического роста. Есть и другая версия: американцы не хотят работать по причине чересчур щедрого правительства, а работодатели вынуждены платить сотрудникам намного больше прежнего. Хотя такая ситуация и выглядит как временная, но инфляционная проблема почему-то все равно рассматривается как актуальная надолго и всерьез. Это простые и очень логичные по-своему объяснения.

Есть разумные опасения, что кое-где процессы уже встали не на те рельсы и системное, а не исключительное и экзогенное движение к инфляционной пропасти уже началось

Если посмотреть на объективные данные, можно обнаружить не вполне очевидные тенденции. Например, с одной стороны, есть вполне надежные данные, подтверждающие действительно резкий рост зарплат в экономике США, что не удивительно, принимая во внимание рекордное выпадение работоспособного населения из состава потенциальной рабочей силы. Если есть возможность, то большой части людей комфортнее не работать, чем работать. (Хотя похоже, что очень скоро этим добровольным тунеядцам придется хорошо подумать о своем поведении.)

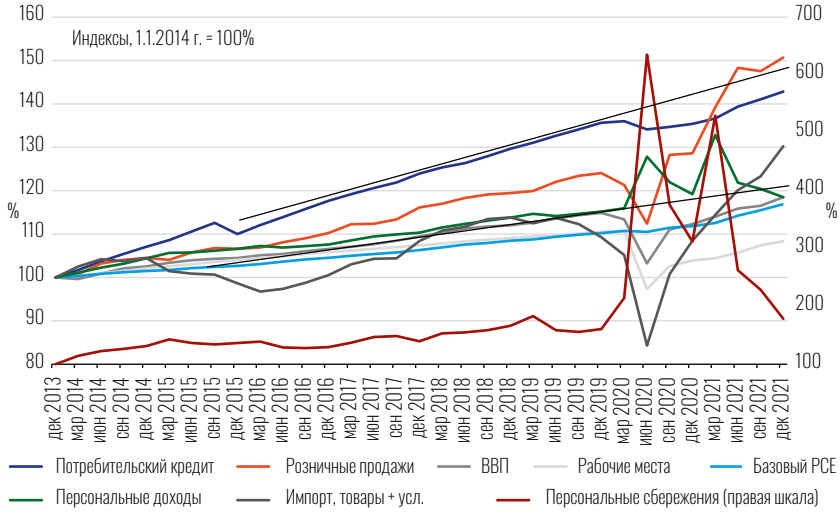
Так или иначе зарплаты растут выше облаков, но по какой-то причине это явление пока не нашло убедительного отражения в динамике реальных располагаемых доходов граждан (Рисунок 1). На примере этого показателя возвращение к «нормальности» более чем заметно. В начале 2020 года располагаемые доходы в постоянных долларах 2012 года составляли около $15 трлн в год, в середине 2020 года — более $20 трлн, в I квартале 2021 года — $22 трлн, а в конце 2021 года — $15.4 трлн. Назад к норме? Что-то не так? Чуть позже я покажу, в чем здесь фокус, если вы еще не догадались.

Кроме того, реальный ВВП США, рассчитываемый, естественно, в постоянных ценах, восстанавливается довольно активно, но плавно и все еще находится ниже длинного «доковидного» тренда. Количество рабочих мест вне сельского хозяйства полностью не восстановилось, но значительно ниже семилетнего тренда. Несмотря на это, как мы знаем, открывающиеся вакансии сложно заполнить. Недостаточная экономическая активность?

Но что же толкало наверх действительно чрезвычайно высокий рост потребления, приведший как к невиданному росту

Рисунок 1
Сверхбыстрый рост потребления

Из открытых источников



как розничных продаж, так и импорта. Недавно впервые дефицит торгового баланса пробил планку $100 млрд в месяц, а инфляция стремительно движется вверх, к привычным скорее нам, чем американцам, значениям. Мир следует за этим не лучшим примером.

Если посмотреть на Рисунок 1 еще раз, то мы довольно ясно видим три источника бума потребления: стимулы (в прошлом), потребительский кредит (не ново и неоднозначно) и кое-что особенное — траты сбережений домохозяйств.

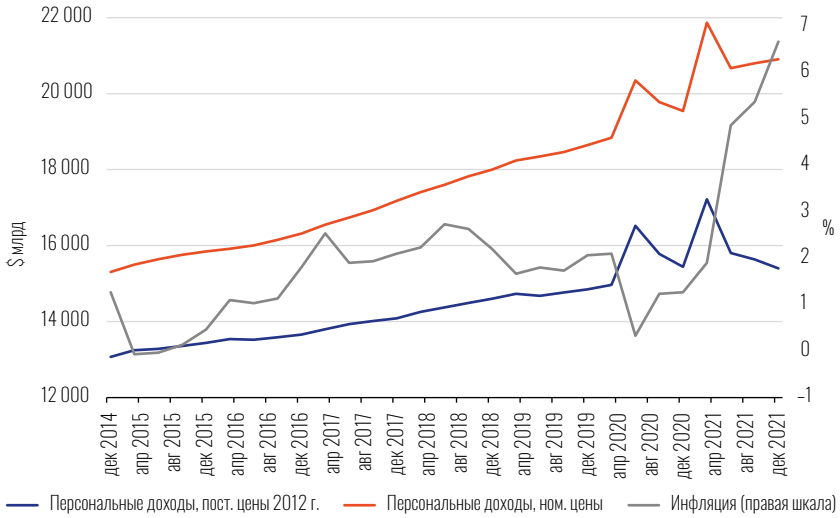
В самом начале 2020 года валовые сбережения домохозяйств США оценивались в $1.2 трлн. Рост начался с $720 млрд в конце 2010 года, уверенный, но не быстрый, плавный. Дальше начинается нечто зрелищное! 30 апреля 2020 года сбережения американцев оцениваются на уровне $6.4 трлн! По-видимому, к такому приводят резкое сокращение расходов и стимулы вкупе с ростом рынков, правда, временно. Вскоре сбережения приближаются к более рациональным, хотя все еще высоким значениям. Но в марте 2021 года сбережения вновь взлетают до $5.8 трлн. Сегодня же эта величина составляет всего $1.4 трлн, немногим больше, чем почти два года назад. Одновременно норма сбережений (отношение сберегаемых сумм к доходам), которая в указанные пики достигала давно забытых двузначных величин, также вернулась к норме: около 7%, тогда как во времена указанных выше пиков она достигала 30%.

Итак, судя по индикаторам на Рисунке 1 (реальный ВВП, доходы в постоянных ценах, норма сбережений и др.), которыми мы привыкли оперировать много лет, мы видим нормализацию по многим параметрам и траты на взрывное потребление из непостоянных источников. Соответственно, мы вправе не ожидать от ФРС резких решений, потому что рыночные силы могут сами поправить ковидные искажения, например на рынке труда.

Но все ли мы предусмотрели? Есть разумные опасения, что кое-где процессы

Если инфляция достаточно резко растет, дефляторы, прежде бывшие «блюдами для гурманов», становятся факторами, изменяющими картину

Рисунок 2
Опасные дефляторы



уже встали не на те рельсы и системное, а не исключительное и экзогенное движение к инфляционной пропасти уже началось.

Когда мы годами существуем в условиях низкой инфляции (скажем, до 3% в год), причем до сих пор тяготевшей больше к снижению, чем к росту, различие между номинальными и постоянными (читай: с поправкой на инфляцию) динамическими рядами редко имеет критический характер. Тренды очень схожи, долгосрочные различия в тенденциях проявляются на весьма длинных временны́х отрезках. Совсем другое дело, если инфляция достаточно резко растет! Дефляторы, прежде бывшие «блюдами для гурманов», становятся факторами, изменяющими картину.

В 2021 году на фоне роста инфляции в направлении 7% номинальные и реальные располагаемые доходы домохозяйств в США показали **разную** тенденцию (Рисунок 2). Номинальные персональные доходы оказались совокупно почти на $1 трлн выше тренда. Из-за высокого дефлятора реальные располагаемые доходы «нырнули» под тренд, указывая на то самое неблагополучие с доходной частью бюджета домохозяйств, которое удивляет на фоне роста номинальных зарплат.

Примерно то же самое наблюдается с ВВП, реальным и номинальным. Реальный не догнал еще тренд, а номинальный уже перегнал его, хотя и на коротком отрезке.

Да, безусловно, триггером послужил ковид, который принес много неприятностей и внес много искажений в экономическую картину. Однако вышеописанное как раз может быть свидетельством того самого неприятного процесса — начала раскрутки инфляционной спирали. В ответ на снижение **реальных** доходов из-за высокого дефлятора и в условиях пусть и временного, но существенного дефицита рабочей силы наниматели будут вынуждены поднимать **номинальные** зарплаты, раскачивая инфляцию еще больше, раскручивая спираль.

Проблема в том, что подъем ставки ФРС в этих противоречивых условиях изуродованной пандемией экономики, вероятно, приведет к тому, что будет выписано универсальное лекарство — рецессия. Если учесть, что увиденное — это все же не классический случай перегрева, перепроизводства, избыточно быстрого роста и т. п., то последствия любого шага мировых центробанков могут оказаться совсем не однозначны. Высокая инфляция изначально спровоцирована не столько взрывным спросом, сколько дефицитами вследствие пандемии: разорванными цепочками снабжения и нехваткой рабочей силы, случившейся как раз в тот момент, когда по всем правилам восстановительный рост должен быть особенно высоким. Перегрев экономики — это не то, что дано в условиях задачи, а то, что еще должно быть, по идее, доказано. Бороться с дефицитами с помощью торможения экономического роста — немного странная идея.

Впрочем, QE надо точно сворачивать. В любом случае рынки вряд ли ждет продолжение банкета.