Мысли о стагфляции

Егор СУСИН,
управляющий директор,
Газпромбанк Private Banking

В последнее время мы слышим все больше разговоров и обсуждений темы стагфляции. Действительно, в текущей ситуации есть много параллелей с периодом стагфляции 1970-х годов. Но зачастую само понятие стагфляции воспринимается совершенно по-разному: кто-то смотрит на этот термин узко, кто-то формально, что порождает много дискуссий.

Одним из следствий глобализации и виртуализации экономики стал рост расслоения по доходам в развитых странах — это дефляционный фактор

Если смотреть на этот цикл шире, то вход в стагфляцию начинался во второй половине 1960-х с реформы мировой валютной системы (отказа от обеспечения доллара золотом), а закончился к середине 1980-х с переходом (где-то формальным, где-то фактическим) к политике таргетирования инфляции. За эти два десятилетия в экономике США было четыре рецессии и три цикла ускорения инфляции, были периоды роста и спада инфляции, роста и сокращения занятости. И все это происходило после относительно стабильного цикла низкой инфляции, низких ставок и относительной стабильности рынка труда в предшествующий период, что очень похоже на то, что мы видим сейчас.

У текущей ситуации действительно много параллелей с тем периодом, но есть и ряд отличий. Тогда мировая экономика входила в эпоху глобализации и интеграции, сейчас мы видим обратный процесс. Глобализационные процессы, рост международной торговли и размещение производств в развивающихся странах в целом приводили к более низкой инфляции в развитых экономиках. Обратный процесс инфляционен по своей природе. Одним из следствий глобализации и виртуализации экономики стал рост расслоения по доходам в развитых странах — это дефляционный фактор. Сейчас же многие правительства ставят перед собой задачу снижения расслоения, и это объективная необходимость — концентрация капиталов и доходов сейчас выше, чем перед депрессией 1930-х, что приводит ко все большей социальной напряженности. Каким бы способом она ни решалась, это тоже будет способствовать более высокой инфляции в средне- и долгосрочной перспективе.

То же самое касается и энергоперехода, который потребует значительных затрат в ближайшие десятилетия и будет провоцировать более высокие уровни инфляции. За последние 6–7 лет резко сократились инвестиции в добывающие отрасли мировой экономики, что уже приводит к деградации предложения на ресурсных рынках. Есть и дефляционные тренды, среди которых демографические и технологические, но они вряд

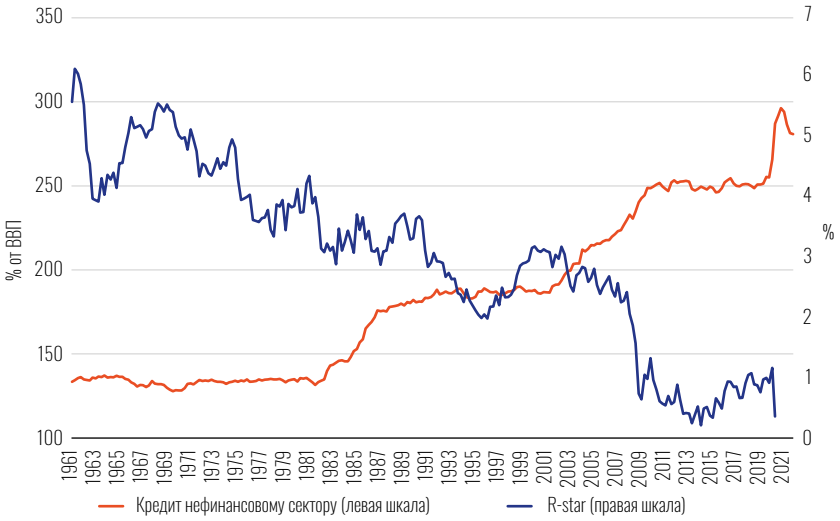

Рисунок 1
Долговая нагрузка в США и нейтральная реальная процентная ставка

Источники: ФРБ Нью-Йорка, Банк международных расчетов

ли изменят то, что в ближайшее десятилетие, скорее всего, развитые страны столкнутся с более высокими уровнями среднесрочной инфляции, чем мы это видели в последние 20–30 лет. Конечно, логичным ответом на такую перспективу, если мы остаемся в парадигме инфляционного таргетирования, должны быть более высокие реальные процентные ставки.

Если перейти на язык экономистов, то нейтральная реальная ставка ФРС должна быть выше, чем она была в последнее десятилетие, чтобы удерживать среднесрочную инфляцию вблизи целевых значений. При этом потенциальные темпы роста экономики будут снижаться. До начала кризиса 2020 года ФРС оценивала нейтральную реальную ставку примерно в 0.5 %, что означало номинальную целевую долгосрочную ставку ФРС на уровне около 2.5 %. Здесь стоит отметить, что такую ставку нейтральной ФРС стала считать только после кризиса 2008 года, до этого нейтральная ставка по оценкам ФРБ Нью-Йорка находилась в районе 4–5 % в номинальном и 2.3 % в реальном выражении. Последние прогнозы ФРС по ставке и высказывания главы регулятора Джерома Пауэлла указывают на то, что монетарные власти продолжают считать нейтральной ставку в районе 2.5 % при целевой инфляции 2 % — это очень легко проверить, посмотрев последний июньский «Longer run» прогноз по ставке. Хотя сам ФРБ Нью-Йорка прекратил публикацию своих оценок нейтральной ставки в ноябре 2021 года, очевидно, что пока никаких пересмотров нейтральной ставки у ФРС не состоялось.

Но даже если и когда это осознание придет и станет понятно, что монетарные власти опять отстали от траектории, они столкнутся с другой проблемой — это долг и финансовая стабильность. За последние десятилетия долговая нагрузка в экономике существенно возросла: если в 1970-х годах долговая нагрузка в экономике США составляла 130–140 % ВВП при нейтральной реальной ставке (R*) около 4 %, в 1990-х она составляла 180–190 % ВВП при нейтральной реальной ставке около 2–3 %, то в начале 2020-х годов долговая нагрузка составляет около 280 % ВВП при R* = 0.5 % (по текущей оценке ФРС). И если в реальности мы будем говорить о том, что эта ставка может оказаться значительно выше в ближайшие десятилетия, то и номинальная ставка ФРС должна быть тоже существенно выше, чтобы обеспечить поддержание целевого уровня инфляции (Рисунок 1).

Проблема в том, что стабильное обслуживание накопленных объемов долга без серьезного его сокращения вряд ли возможно при значительно более высоких ставках. И это поставит Федеральную резервную систему США перед достаточно сложным выбором — между ценовой стабильностью и финансовой стабильностью (без которой невозможен и устойчивый экономический рост). Насколько этот выбор сложен, мы видели в последний год, когда монетарным властям очень долго не хотелось избавляться от иллюзии «временной» инфляции. В итоге, опоздав за инфляцией, сейчас мы видим попытку ее догнать с прогнозами по ставке в районе 3.5 %, которые ФРС считает выше своей нейтральной ставки 2.5 % и полагает, что этого будет достаточно для того, чтобы купировать 9 %-ную текущую инфляцию.

Но, вполне вероятно, это лишь первый всплеск в большом цикле изменений. Самое интересное, скорее всего, будет уже в 2023–2024 годах, кода себя проявит не текущая разовая инфляция цен на бензин, автомобили и ряд других товаров, а более устойчивая циклическая составляющая инфляции, которая сейчас оценивается в 5–6 %, и для решения этой проблемы 3.5 % ставки может не хватить.

Сформировавшиеся как экономические, так и геополитические условия указывают на то, что мировая экономика и финансовая система вошли в эпоху турбулентности, возможно, на десятилетия. Станет ли это новым стагфляционным циклом, зависит от многих факторов, в том числе от действий центральных банков и регуляторов и развития геополитических процессов.

Учитывая текущие рекордно высокие уровни долговой нагрузки в мировой экономике, центральные банки крайне ограничены в своей реакции на инфляционные вызовы — это плата за самоуверенность центральных банков и правительств, которые в последние два десятилетия считали, что можно на корню выкупать все кризисы без долгосрочных последствий для экономической и ценовой стабильности. Но с большой долей уверенности можно говорить о том, что инфляция в ближайшие годы будет выше, а экономический рост ниже, чем мы это видели в недавнем прошлом. Вряд ли ситуация будет развиваться по тому же шаблону, как и в 1970-х, но риски развития стагфляционного сценария существенны, и их не стоит недооценивать.