Антон Табах,
старший аналитик,
«Тройка Диалог»

СТАГФЛЯЦИЯ по-американски, или Ужасы нашего городка

НЕКОТОРЫЕ ТЕРМИНЫ, КОТОРЫЕ, КАЗАЛОСЬ БЫ, НАВСЕГДА ОТПРАВЛЕНЫ В ТРАКТАТЫ ПО ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ИСТОРИИ, ВДРУГ ВНЕЗАПНО ОБРЕТАЮТ НОВУЮ ЖИЗНЬ И КАК ЗОМБИ НАЧИНАЮТ КОЧЕВАТЬ ПО СТРАНИЦАМ ГАЗЕТ И АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ, ВЫЗЫВАЯ В ПАМЯТИ ПЕЩЕРНЫЙ СТРАХ ПЕРЕД БУДУЩИМ.

Понятие «стагфляция» (одновременная высокая инфляция и низкий экономический рост) было введено в экономический оборот в 1965 году тогдашним британским министром финансов и обрело яркую жизнь в 1970-е годы вместе с простым и доходчивым «индексом убожества» (сумма темпов инфляции и уровня безработицы). Искоренив ее в начале 1980-х годов (когда за счет драконовских мер по повышению процентных ставок и снижению налогового бремени инфляция резко упала, а рост экономики убыстрился), о стагфляции не вспоминали на протяжении 20 лет. Появились новые старые экономические ужастики (та же «старая добрая» дефляция, которую активно боялись во время спада 2001–2003 годов).

В последние месяцы бурный рост цен на сырье и продовольственные товары, совпавший с громким завершением очередного экономического цикла в США и Великобритании, заставил пессимистов и внимающую им прессу убояться стагфляции. Действительно, формальные признаки стагфляционных процессов налицо. Нынешний глава ФРС Бен Бернанке еще в 1997 году опубликовал статью, в которой доказал совпадение периода рецессий в США с периодами одновременного роста цен на нефть и процентных ставок. Цены на сырье находятся в фазе невиданного роста, а ФРС в рамках своей традиционной модели поведения, кажется, готова к повышению процентных ставок, как только снизятся прямые угрозы банковской системе. Опыт 70–80-х годов показывает, что такой набор факторов может привести к очень тяжелым по-следствиям, в том числе и для рынка облигаций. Но если взглянуть поглубже, то ситуация покажется несколько менее мрачной.

Во-первых, структура потребления основной массы населения менее зависима от продовольствия и даже энергоносителей. Доля энергоносителей в бюджете американской семьи упала между 1977 и 2007 годами примерно втрое, так что даже бурный рост цен на энергию не имеет столь катастрофического влияния на частное потребление. Изменение структуры американской экономики в сторону высоких технологий и сферы услуг привело к еще большему снижению чувствительности бизнеса к ценам на нефть и электроэнергию.

Во-вторых, абсолютные уровни инфляции, процентных ставок, безработицы существенно ниже, чем были в то время, а темпы роста выше или сопоставимы. Рост цен на топливо, продовольствие, медицинские услуги частично компенсируется падающими ценами на недвижимость, большинство непродовольственных товаров и услуг. Удар от происходящих в экономике процессов по бюджету нынешнего «среднего американца» существенно мягче, чем был для семьи его же родителей поколение назад.

В-третьих, в 2008 году принципиально другая демографическая ситуация, чем в 1973 или 1978 годах. Нынешняя рецессия совпадает с начавшимся массовым выходом на пенсию поколения «беби-бума» и задержкой выхода на рынок труда достаточно больших когорт младших возрастов. Эти процессы сами по себе снижают давление на зарплаты и занятость, одновременно увеличивая обороты отраслей, обслуживающих старшее поколение. Рынок труда также стал более подвижным за счет частичной занятости и высоких технологий. Уровень безработицы и средней заработной платы остается на достаточно низком уровне последние полтора года, что нехарактерно для рецессий.

В-четвертых, имеется достаточно свидетельств, что рецессионные процессы неравномерно распределены по американской территории. Сильно пострадали Калифорния и Флорида, а очень многие промышленные — а тем более сельскохозяйственные — районы продолжают испытывать бурный рост.

В-пятых, США значительно больше вписаны в мировую экономику, нежели 30 лет назад. Фактическое открытие границ для товаров и услуг привело к тому, что инфляция в США едва ли не более зависима от трендов в экономиках Китая и Мексики, чем от производительности труда рабочих в Огайо и Алабаме. Слабый доллар уже привел к снижению дефицита внешнеторгового баланса и импортозамещению. Многие корпорации начинают возврат рабочих мест на американскую территорию, причем не только промышленные компании. В сочетании с ростом государственных расходов (а дефицит бюджета сейчас существенно меньше уровней пика прошлой стагфляции) рост чистого экспорта, скорее всего, поможет скомпенсировать потери от снижения частного потребления и объемов кредитования.

Несмотря на проблемы сырьевых рынков и недвижимости, американская экономика подает противоречивые сигналы и, судя по всему, не утратила свою исключительную устойчивость даже при ослабленном долларе. Розничные продажи достаточно стабильны. С другой стороны, официальные процентные ставки упали до столь низких уровней, что ФРС может оказаться в патовой ситуации. Она не сможет снизить ставки для стимулирования роста экономики, но будет ограничена в увеличении ставок по политическим причинам — до января 2009 года неопределенность, связанная со сменой администрации, будет довлеть над ФРС, особенно при большом количестве вакансий в Совете Управляющих.

Следует ожидать, что дальнейшее развитие ситуации будет зависеть от двух факторов. Во-первых, это жесткость политики ФРС. В 70-х годах главной причиной возникновения стагфляции стала слишком либеральная денежная политика, которая пыталась компенсировать падение спроса вследствие скачков цен на нефть выпуском в обращение излишней денежной массы. Очевидно, что ЕЦБ вряд ли повторит эту ошибку. ФРС США, напротив, проводит рискованный курс, ставя стабильность финансовой системы выше ценовой стабильности и доллара. Но американский центральный банк обладает большим ресурсом доверия и как минимум готов к «прошлой войне», то есть к сопротивлению стагфляции. Во-вторых, на стороне издержек ситуация также более благоприятна, чем в прошлом. В 1970-е годы наблюдалось резкое падение производительности труда, чего не происходит сейчас. Сильные позиции профсоюзов, недостаточная свобода торговли и либеральная денежная политика стали причиной возникновения замкнутого круга ударов по экономической эффективности. Сейчас ситуация гораздо более благоприятная: хотя рост производительности замедлился и стал низким по сравнению с наблюдавшимися недавно пиками, падения не произошло. Конкуренция на мировом рынке достаточно сильна, чтобы не допустить интенсивного роста заработных плат, а технологии и управление значительно улучшились.

По указанным выше причинам классическая стагфляция с двухзначными уровнями инфляции и высокой безработицей не слишком вероятна. Однако выработка кредитно-денежной и фискальной политики в условиях замедления экономического роста и развития инфляционных процессов — непростая задача, особенно в условиях несбалансированной мировой экономики и на данной фазе политического цикла. Сама возможность стагфляции и страхи инвесторов будут давить на рынок государственных облигаций США, ослаблять доллар и способствовать нерациональному поведению экономических игроков, например усиливать спекуляции на рынках золота и нефти. Склонность к страху увеличивает не только тиражи триллеров, но и продажи успокоительных средств и металлических дверей…