

Поворот в экономической политике США: глобальные выгоды и риски

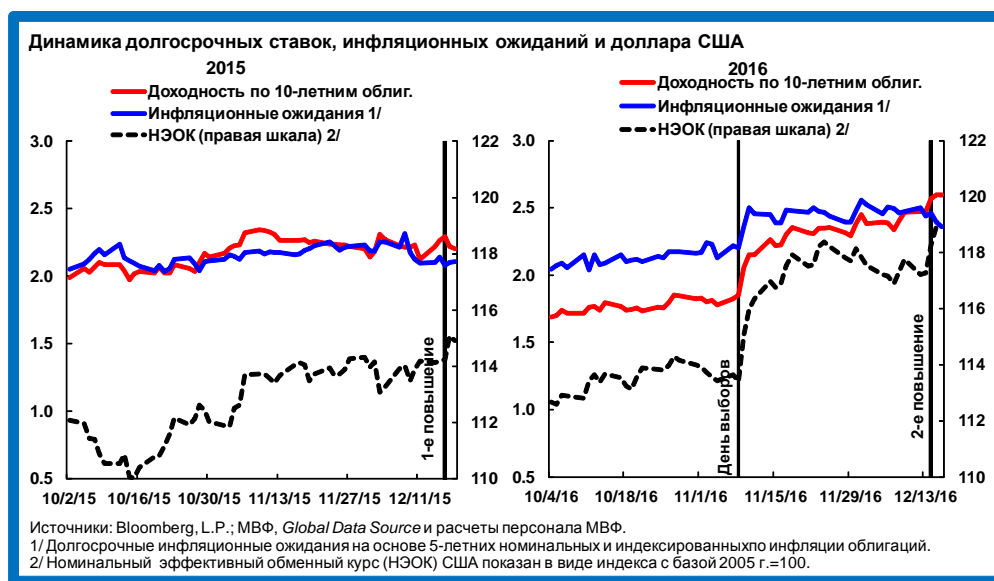
Морис Обстфельд

20 декабря 2016 года

После года, характеризовавшегося финансовыми потрясениями, политическими неожиданностями и неустойчивым ростом во многих частях мира, принятое в этом месяце решение ФРС о повышении процентных ставок всего лишь во второй раз за десятилетие является хорошим признаком, свидетельствующим о том, что восстановление крупнейшей экономики мира идет по правильному пути.

Эта мера ФРС вряд ли была сюрпризом: в течение нескольких недель участники рынка предполагали высокую степень вероятности решения, принятого на прошлой неделе. Но динамика рынка, предшествовавшая решению ФРС, удивила многих экономических наблюдателей.

Особенно поразительными были резкие повышения более долгосрочных процентных ставок США, курса доллара и рыночных показателей долгосрочных инфляционных ожиданий вскоре после выборов президента и членов конгресса США, состоявшихся 8 ноября. Аналогичных резких реакций финансовых рынков во время предыдущего повышения процентных ставок в декабре 2015 года не было (см. рисунок).



Повышение курса доллара продолжилось в течение нескольких дней после недавнего решения ФРС. Время покажет, указывают ли эти изменения на рынке на новую

тенденцию. Однако выборы, скорее всего, знаменуют собой переход к другому режиму экономической политики США, который потенциально имеет еще большие последствия в будущем для цен и уровня активности — за рубежом, а также в Соединенных Штатах. Вторичные эффекты за пределами США будут особенно сильно ощущаться в странах с формирующимся рынком, при этом в некоторых из этих стран преимущества повышения конкурентоспособности из-за ослабления национальных валют, возможно, придется тщательно взвешивать с учетом факторов уязвимости.

Перемена

С начала 2016 года и до выборов в США доходность казначейских облигаций была особенно низкой. Во время обсуждения глобальных перспектив, в том числе в МВФ, подчеркивались риски продолжительного периода медленного роста и продолжающегося дефляционного давления — даже [долговременной стагнации](#) в условиях устойчиво низких процентных ставок.

Однако на долгосрочные номинальные процентные ставки сильное влияние оказывают ожидания будущей динамики директивной ставки ФРС, которая, в свою очередь, реагирует на инфляционное давление в США и базовую прочность экономики. Таким образом, резкий поворот в динамике более долгосрочных процентных ставок США после выборов изменил разговор: он, вероятно, отражал не только надвигающееся повышение процентных ставок в декабре, которое уже ожидалось многими участниками, но и сдвиг в ожиданиях относительно будущей траектории процентных ставок и будущего спроса в экономике США.

В соответствии с этими ожиданиями, хотя повышение ставки на прошлой неделе само по себе не было неожиданным, *будущая* траектория процентных ставок, которую предвидят члены Федерального комитета по операциям на открытом рынке, также приобрела более крутой наклон и теперь указывает на три повышения ставки в течение каждого из последующих двух лет.

Сроки резких изменений цен активов — наблюдавшихся в течение нескольких дней после выборов в США — являются основным ключом к разгадке явлений, оказавших воздействие на рынки. Избрание Дональда Трампа президентом, в совокупности с сохранением контроля республиканцев в конгрессе, положило конец шестилетнему периоду отдельного контроля над ветвями власти в США.

Последствия для будущего

Республиканцы в конгрессе давно ратуют за снижение ставок налогов для физических лиц и корпораций. Избранный президент Трамп вел предвыборную кампанию на платформе, предусматривающей не только значительные сокращения налогов, но и повышение некоторых категорий расходов, особенно на оборону и инфраструктуру.

На этой начальной стадии трудно точно узнать, как будет выглядеть этот поворот в налогово-бюджетной политике. Однако, по-видимому, очевидно одно: эта политика

будет в большей степени экспансионистской за счет определенного сочетания увеличения расходов и снижения налоговых ставок.

Как правило, любое повышение совокупного спроса в США приводит к некоторому росту реального объема производства (поскольку происходит прием на работу новых работников, а другие работают больше времени, и более интенсивно используются машины и производственное оборудование), а также к некоторому повышательному давлению на инфляцию. В условиях, когда общий уровень безработицы составляет 4,6 процента, а другие показатели неблагополучия на рынке труда в основном восстановились после финансового кризиса, случившегося восемь лет назад, в экономике США практически не осталось неиспользуемых резервов. Если коэффициент участия в рабочей силе и число сверхурочных часов работы существенно не повысятся, есть вероятность того, что инфляционное давление в связи с этим заметно возрастет. Судя по всему, ФРС, когда она предвидит более быстрое повышение ставки по федеральным фондам, имеет в виду именно это обстоятельство.

Процентные ставки в США, растущие более высокими темпами, указывают на дальнейшее повышение курса доллара. Налоговые стимулы для компаний США в целях репатриации полученных в прошлом и хранящихся за рубежом прибылей, составляющих, по некоторым оценкам, 2,5 триллиона долларов, также могут вызвать повышение курса доллара. Из-за ускорения роста спроса это приведет к увеличению дефицита счета текущих операций США, то есть к расширению заимствования за рубежом. Часть этого заимствования, возможно, пойдет на финансирование растущего дефицита федерального бюджета, в зависимости от конкретных параметров пакета налогово-бюджетных мер США, степени их обеспечения за счет сокращения других бюджетных расходов, траектории ставок по заемным средствам для государства и реакции темпов роста экономики.

Темпы роста экономики отреагируют более активно при более низкой инфляции, если все расходы на инфраструктуру будут тщательно спланированы для повышения потенциального объема производства, а налоговые меры будут стимулировать инвестиции и предложение рабочей силы и способствовать интеграции.

Грядущие международные проблемы

С учетом ведущей роли Соединенных Штатов в мировой экономике, крупные перемены в направленности экономической политики США имеют эффекты первого порядка для других стран.

Страны с развитой экономикой, валюты которых слабеют по отношению к доллару, воспользуются преимуществами как более высоких темпов роста в США, так и более конкурентными обменными курсами. Для большинства этих стран, пытающихся сейчас преодолеть уровень инфляции, который ниже целевых показателей, любое инфляционное давление в результате этих факторов будет (по крайней мере, первоначально) благоприятным. Они могут также испытать повышательное давление на процентные ставки, что создаст бюджетные проблемы у стран с высоким уровнем

задолженности, которые вместе с тем не получают достаточно выгод от положительных вторичных эффектов спроса, приводящих к росту их процентных ставок.

Более конкурентные курсы национальных валют и повышение спроса в США также могут быть благоприятными для стран с формирующимся рынком. Многие страны этой группы увеличили свои резервы для проведения политики (например, валютные резервы), сократили несоответствие валют активов и обязательств и улучшили системы финансового надзора, вместе с тем некоторые из них могут все же испытать стресс, особенно там, где ранее существовали политические или экономические трудности.

Традиционно процентные ставки США являются одной из основных движущих сил чистых потоков капитала в страны с формирующимся рынком. Гибкие валютные курсы могут быть полезными в качестве средства защиты от быстрого оттока, поскольку они позволяют провести перебалансировку международных портфелей за счет изменений валютных курсов, а не потерь резервов. Однако сочетание растущих процентных ставок по активам в долларах и ослабления национальных валют может привести к снижению ликвидности или ухудшению балансов, особенно с учетом важности долларовых заимствований предприятий, являющихся резидентами и нерезидентами в странах с формирующимся рынком. Кроме того, снижение валютных курсов может вызвать повышение инфляции. Поэтому директивные органы в странах с формирующимся рынком будут сохранять бдительность.

Если за сменой режима экономической политики США последуют резкие сдвиги в обменных курсах и увеличение глобальных дисбалансов, протекционистское давление станет источником серьезного риска, как и в аналогичных обстоятельствах в прошлом. С учетом стремления правительств стран с развитой экономикой сохранить обрабатывающую промышленность, где формирующиеся рынки в последние десятилетия добились больших успехов, более высокие торговые барьеры, создаваемые странами с развитой экономикой, скорее всего, ориентированы в основном на страны с формирующимся рынком.

Поэтому органам государственного управления следует иметь в виду, что защита экономики, вероятно, будет контрпродуктивна внутри страны — даже прежде того, как торговые партнеры примут ответные меры, поскольку они будут испытывать искушение их принять. Интеграция стран с развитой экономикой в действительно глобальные производственно-сбытовые цепочки подчеркивает эту опасность. В условиях значительных расхождений в направленности экономической политики разных стран, с которыми, возможно, мы сейчас столкнемся, правила мировой торговой системы будут как никогда важны.



Морис Обстфельд, находящийся в отпуске из Калифорнийского университета в Беркли, является экономическим советником и директором Исследовательского департамента Международного Валютного Фонда. В Беркли он является профессором экономики на кафедре Выпуска 1958 года и бывшим заведующим отделением экономики (1998–2001 годы). До прихода в Беркли в качестве профессора в 1991 году он занимал постоянную должность в Колумбийском университете (1979–1986 годы) и в Университете Пенсильвании (1986–1989 годы), а также являлся приглашенным научным сотрудником в Гарварде (1989–1990 годы). Он получил докторскую степень по экономике в МИТ в 1979 году после учебы в Университете Пенсильвании (степень бакалавра, 1973 год) и в Королевском колледже Кембриджского университета (степень магистра, 1975 год).

С июля 2014 года по август 2015 года д-р Обстфельд являлся членом Совета экономических консультантов при президенте Обаме. Ранее (в 2002–2014 годах) он был почетным советником Института монетарных и экономических исследований при Банке Японии. Он является членом Эконометрического общества и Американской академии гуманитарных и естественных наук. Награды д-ра Обстфельда включают премию им. Тьяллинга Купманса Тилбургского университета, премию им. Джона фон Неймана Колледжа перспективных исследований им. Ласло Райка (Будапешт) и приз им. Бернхарда Хармса Кильского института. Он выступал с рядом авторитетных лекций, включая ежегодную лекцию им. Ричарда Т. Эли в Американской экономической ассоциации, мемориальную лекцию им. Л.К. Джха в Резервном банке Индии и мемориальную лекцию им. Франка Грэма в Принстоне. Доктор Обстфельд входил в состав Исполнительного комитета и занимал пост заместителя председателя Американской экономической ассоциации. Он консультировал и преподавал в МВФ и многочисленных центральных банках по всему миру.

Он также является соавтором двух ведущих учебников по международной экономике, *International Economics* («Международная экономика») (10-е издание, 2014 г., соавторы Пол Кругман и Марк Мелиц) и *Foundations of International Macroeconomics* («Основы международной макроэкономики») (1996 г., соавтор Кеннет Рогофф) и автором более чем 100 научных статей, посвященных обменным курсам, международным финансовым кризисам, мировым рынкам капитала и денежно-кредитной политике.