

УДК 338.242.2

DOI: 10.31857/S032120680005177-8

Перспективы рецессии в экономике США и проблемы макроэкономической политики

П.А. Патрон

МГУ им. М.В. Ломоносова,

Российская Федерация. Москва, 119991, Ленинские горы, д. 1, стр. 46

ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-0565-5818> e-mail: patron@econ.msu.ru

Статья поступила в редакцию 19.03.2019 г.

Резюме. В статье анализируется текущее состояние экономики США и выявляется ряд факторов, которые могут послужить спусковым крючком для будущей рецессии американской экономики, как то: торговая война США и Китая и значительная коррекция на американском фондовом рынке, вызванная инвертированной кривой доходности. Выявляются причины постоянного снижения реальных процентных ставок в мировой экономике в последние несколько десятилетий и рассматривается необходимость адаптации макроэкономической политики США к новым реалиям.

Ключевые слова: финансовые рынки, монетарная политика США, торговые войны, кривая доходности, реальные процентные ставки, вековая стагнация.

Для цитирования: Патрон П.А. Перспективы рецессии в экономике США и проблемы макроэкономической политики. *США & Канада: экономика, политика, культура.* 2019;49(6): 22-36. DOI: 10.31857/S032120680005177-8

Prospects for a Recession in the U.S. Economy and the Problems of Macroeconomic Policy

Petr A. Patron

Lomonosov Moscow State University,

1, b. 46, Leninskie gori, Moscow 119991, Russian Federation

ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-0565-5818> e-mail: patron@econ.msu.ru

Received 19.03.2019.

Abstract: The article analyzes the current state of the U.S. economy and identifies a number of factors that could trigger the future recession, such as the U.S.-Chinese trade war and a significant correction in the U.S. stock market caused by the inverted yield curve. The following research identifies the reasons for the steady decline in real interest rates in the global economy over the past few decades and highlights the need to adapt US macroeconomic policies to new realities.

Keywords: financial markets, U.S. monetary policy, trade wars, yield curve, real interest rates, age-old stagnation.

For citation: Patron P.A. Prospects for a Recession in the U.S. Economy and the Problems of Macroeconomics Policy. USA @ Canada: Economics, Politics, Culture. 2019; 49(6): 22-36. DOI: 10.31857/S032120680005177-8

ВВЕДЕНИЕ

Если посмотреть на макроэкономическую статистику США, картина получается довольно радужная: уровень безработицы достиг рекордно низкого уровня в 3,7% [13] за почти 50 лет, при этом несмотря на то, что всё больше людей возвращаются в экономически активное население, заработная плата растёт довольно быстрыми темпами, производительность труда также демонстрирует тенденцию к повышению. Инфляционные ожидания населения остаются относительно стабильными, Федеральная резервная система уже несколько раз повышала процентные ставки, постепенно нормализуя денежно-кредитную политику, что способствовало росту доходности государственных казначейских облигаций.

Тем не менее, многие аналитические центры и международные финансовые институты предрекают в ближайшем будущем падение темпов экономического роста в развитых странах, в том числе и в США. Всемирный банк выпустил в январе 2019 г. очередной отчёт, посвящённый перспективам глобального экономического роста, назвав его «Темнеющие небеса». В нём он снизил прогноз роста развитых экономик с 2,2% до 1,6% в год (прогноз роста ВВП США на 2020 г. был также снижен на 0,1%), отметив такие проблемы, как продолжающиеся торговые войны и ухудшающиеся условия финансирования.

Рассмотрим подробнее некоторые дисбалансы, которые могут послужить спусковым крючком начала следующей рецессии американской экономики, а также проанализируем, чем различаются условия проведения макроэкономической политики во время глобального экономического кризиса 2008–2009 гг. и в настоящее время.

ТОРГОВАЯ ВОЙНА США И КИТАЯ

Торговые войны, начатые президентом Д. Трампом, имеют колоссальное значение для глобальной экономики, так как именно они определяют архитектуру мирохозяйственных связей в следующие несколько десятков лет. Причём именно конфронтация с Китаем займёт центральное место в этом ряду инициированных США противостояний.

В последнее десятилетие Китай окончательно превратился из «глобальной фабрики» в один из крупнейших потребительских рынков в мире, доступ к которому хочет получить любой производитель товаров и услуг. Пользуясь этим преимуществом, в обмен на доступ американских компаний к китайскому рынку правительство Китая требовало передачи новых прорывных технологий и

ноу-хау до начала производства. Поскольку такой трансфер не разрешен в рамках ВТО, подобные переговоры обычно проводились за закрытыми дверями во избежание штрафов. Американские и европейские бизнесмены не раз обвиняли китайские компании в краже дизайна, игнорировании иностранного патентного права и дискриминационных практиках. В Китае рассмотрение патентной заявки для китайской компании в среднем занимает всего несколько месяцев, а для иностранной может растягиваться более чем на пять лет, хотя, каждая стран – член ВТО должна рассматривать патентные заявки в одинаковые сроки вне зависимости от того, кем они поданы [8]. Это позволяет китайским компаниям несколько лет безнаказанно производить запатентованные товары, получая сверхприбыли и не платя никаких лицензионных отчислений.

Д. Трамп высказывал своё недовольство торговой политикой Китая ещё до вступления в должность президента в 2016 г. В 2017 г. США начали формальное расследование китайской политики в сфере интеллектуальной собственности, потери от которой для американской экономики, по оценкам экспертов, достигали от 225 до 600 млрд долл. ежегодно [3].

7 февраля 2018 г. США повысили тарифы на импорт стиральных машин и солнечных панелей для производства электроэнергии. 23 марта того же года были повышены тарифы на импорт стали и алюминия из всех стран (исключая Аргентину, Австралию, Бразилию и Южную Корею). В ответ на этот шаг Китай наложил дополнительные пошлины на импорт 128 различных групп товаров, включая фрукты, вино, свинину, переработанный алюминий и бесшовные стальные трубы, с общим объёмом товарооборота примерно 3 млрд долл. ежегодно. Эскалация конфликта продолжилась: Торговое представительство США обнародовало список из 1334 продуктов, общим объёмом товарооборота 50 млрд долл., на которые в будущем может быть наложена дополнительная 25%-ная импортная пошлина. Китай ответил своим списком из 106 товаров на ту же самую сумму.

Следующий виток торговой войны в июне 2018 г. привёл к тому, что были наложены дополнительные пошлины на китайские товары ещё на 50 млрд долл., на что правительство КНР незамедлительно ответило аналогичными тарифными мерами. Пошлины на товары объёмом 34 млрд и 16 млрд долл. США вступили в силу 11 июля и 26 августа 2018 г. соответственно. Китайский министр торговли официально заявил, что США начали полномасштабную торговую войну против его страны [7].

В сентябре 2018 г. Белый дом анонсировал третий раунд повышения тарифов на импорт китайских товаров общей стоимостью более 200 млрд долл. Официальный представитель американских властей заявил также, что в случае зеркального ответа на эти меры со стороны Китая США наложат увеличенную пошлину ещё на 267 млрд долл. товарооборота с КНР. Как ни странно, Китай это заявление не остановило, и на момент написания статьи американские товары, ежегодно ввозимые в Китай, стоимостью 110 млрд долл. были обложены до-

полнительными тарифами, что фактически составило почти весь американский импорт в Китай.

Таким образом, новые тарифы были наложены на 12% американского импорта, 6,5% китайского импорта и примерно на 2,5% товарооборота всей глобальной торговли. Они могут быть расширены в ближайшем будущем, что вызовет рост цен и возрастающую политическую неопределённость. Последняя может повлиять на желание компаний инвестировать, экспортировать и участвовать в международных производственных цепочках, это может ещё больше ухудшить состояние мировой торговли [Ling Eeng, Zhiyuanz., Deborahs. 2017].

В декабре 2018 г. дальнейшее увеличение тарифов было отложено до марта 2019 г., и стороны договорились об активизации взаимных консультаций по вопросам торговли, это способствовало уменьшению неопределённости и позитивно отразилось на состоянии финансовых рынков. Однако это всего лишь перемирие, окончательный исход войны станет понятен ещё нескоро.

США заинтересованы в том, чтобы Китай продолжал открывать свой рынок для американского экспорта, особенно для сельскохозяйственных товаров, сильно пострадавших из-за торговой войны. Одним из ключевых элементов переговоров остаётся вопрос передачи ценных технологий американскими компаниями в обмен на доступ на рынки Китая, но отмена таких мер потребует кардинальных изменений политики со стороны Пекина.

Китайские исследователи попытались численно оценить непосредственное влияние торговой войны с США на темпы экономического роста с помощью многострановой модели глобального общего равновесия (*Global General Equilibrium Model*) [5]. Результаты моделирования показали, что Китай может серьёзно пострадать, но негативные последствия не будут катастрофическими. В целом США находятся в более сильной переговорной позиции, что возлагает на них большую часть ответственности за ведение переговоров. Вовлечение Мексики в торговую войну с северным соседом усилит негативные последствия для обеих стран и ещё больше навредит США. Кроме того, противостояние Китая и США нанесет ущерб большинству стран, вовлеченных в мировую торговлю, особенно темпам роста их ВВП и уровням занятости в промышленности.

СОСТОЯНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ США

Американские фондовые рынки упали в последнем квартале 2018 г., что отчасти отражает ухудшение настроений относительно глобальной активности и изменений торговой политики.

Различия в денежно-кредитной политике среди ведущих мировых центральных банков способствовали значительному удорожанию доллара США в 2018 г. Это, наряду с усилением неприятия риска инвесторами и повышенным вниманием к будущим проблемам, способствовало значительному оттоку капитала с рынков многих развивающихся странах. С тех пор как доллар США начал

укрепляться в апреле 2018 г., валюты развивающихся стран упали в среднем на 10% – это был самый значительный эпизод устойчивого обесценения с начала 2016 года.

Несмотря на коррекцию, многие аналитики оценивают фондовые рынки США как перегреты. Они действительно постоянно росли с марта 2009 г., когда индекс *S&P* показал минимальное значение за 13 лет – 676 пунктов. В сентябре 2018 г., достигнув 2930 пунктов, индекс начал коррекцию, упав в декабре до отметки 2351 пункт (т.е. почти на 20%), тем самым продемонстрировав самую существенную падение за 10 лет.

Начать наш анализ стоит с исследования кривой доходности финансовых активов. Кривая доходности (*Yield curve*) представляет собой кривую зависимости доходности одинаковых финансовых инструментов от их сроков погашения, или дюрации. Обычно кривая доходности строится по государственным ценным бумагам различных сроков погашения, и в нашем анализе под кривой доходности мы будем понимать кривую доходности казначейских облигаций США. Её использование в качестве сигнала наступающей рецессии не является аналитической новацией, данная прогностическая способность довольно известна и широко изучается десятилетиями. Достаточно вспомнить работы Анга, Пьяццеси, Вея (*Ang, Piazzesi, Wei*); Диеболда, Рудебуша, Аруба; Хвозденска (*Hvozdenka*) и многих других [*Hvordenska J.* 2015].

Тем не менее, сигнал от недавнего сглаживания кривой доходности был проигнорирован многими участниками рынка, а также многими членами Федерального комитета по открытым рынкам ФРС (*Federal Open Market Committee*)

Рис 1. Кривая доходности государственных казначейских облигаций США



Составлено автором на основе данных Казначейства США. Available at: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2018> (accessed).

Основной довод в пользу того, что сигнал от кривой доходности на данный момент недействителен, заключается в том, что программы количественного смягчения ФРС и иностранных центральных банков удерживали долгосрочные процентные ставки на низком уровне и приводили к тому, что кривая доходности и так была чрезмерно плоской. В качестве дополнительного аргумента скептики указывают на оценки эконометрической модели, которая была разработана сотрудниками Банка Нью-Йорка ФРС США, – модель Адриана, Крампа и Мёниха (*Adrian, Crump, and Moench (ACM)*) [1], которую мы в дальнейшем будем называть АКМ- модель. Так как невозможно в явном виде вычислить премию по сроку погашения (*term premium*), \neq инвесторы вынуждены полагаться именно на эконометрические модели для её оценки. Согласно данной модели, получается, что премия по сроку погашения (т.е. разница в ставке при покупке одной долгосрочной облигации или серии краткосрочных облигаций) не только ниже, чем в предыдущих циклах, но фактически является отрицательной.

Согласно подсчётам аналитиков, из фонда «Гугенхайм инвестментс» (*Guggenheim Investments*), АКМ-модель оценивает 10-летние премии по сроку погашения на текущий момент примерно в 35 базисных пунктов, что на 85 базисных пунктов ниже, чем в середине 2005 г., примерно за год до того, как ФРС закончила поднимать процентные ставки в последний раз. Но проблема состоит в том, что сама модель переоценивает краткосрочные процентные ставки, тем самым занижая премию по сроку погашения.

Конечно же, проводимая политика количественного смягчения ФРС снизила долгосрочные процентные ставки и видоизменила кривую доходности. Однако многие экономисты не берут во внимание тот факт, что помимо монетарной политики на кривую доходности в этом цикле активно воздействовала и фискальная. Казначейство США после кризиса 2008–2009 гг. значительно увеличило долю выпускаемых долгосрочных облигаций, таким образом существенно повысив объём активов с длительным сроком погашения, которые инвесторы держат в своих портфелях. Увеличение предложения долгосрочных облигаций стало важным фактором увеличения наклона кривой доходности.

Кривую доходности также толкали вверх изменения в регулировании финансового рынка в посткризисный период. Во-первых, реформа фондов денежного рынка (*money market funds*) федеральной Комиссией по ценным бумагам и биржам в октябре 2016 г. Во-вторых, введение показателя расширенного дополнительного кредитного плеча – РДКП (*Enhanced Supplementary Leverage Ratio*), которого крупные банки должны были придерживаться начиная с 2013 г. Реформирование фондов денежного рынка привело к увеличению спроса на краткосрочные казначейские облигации, что выразилось в снижении их доходности. Со своей стороны, показатель РДКП заставил крупных дилеров сократить свою деятельность в области государственных облигаций и операций РЕПО, что подтолкнуло ставки по долгосрочным казначейским облигациям вверх. Это уде-

шевление было особенно острым после августа 2015 г., когда Китай начал девальвировать свою национальную валюту, и некоторые центральные банки развивающихся стран начали продавать значительные объёмы государственных облигаций США для поддержки курсов национальных валют. Таким образом, те, кто спорят сейчас, что программа количественного смягчения сгладила кривую доходности, также должны признать, что более высокие объёмы выпуска облигаций Казначейства и регулятивные изменения работали в этом цикле в обратном направлении.

Многие аналитики, а также руководители Федеральной резервной системы не раз утверждали, что форме кривой доходности уже нельзя доверять как сигналу будущей рецессии, учитывая те искажения, которые были вызваны программами количественного смягчения (*QE*) в Соединённых Штатах и за рубежом. Ниже приведём несколько цитат из сообщений ФРС в периоды плоской кривой доходности. Как и в предыдущих циклах, игнорирование этого сигнала может привести к чрезмерному ужесточению денежно-кредитной политики, которая и запустит механизм будущей рецессии.

Февраль 2007 г. (за 10 месяцев до рецессии): «Снижение премии по сроку погашения и, возможно, ограниченное количество инвестиционных возможностей во всем мире привели к некоторому постоянному сглаживанию или даже инверсии кривой доходности, и это обстоятельство необязательно предсказывает замедление темпов экономического роста или рецессию». Председатель ФРС Бен Бернанке [2].

Июнь 2018 года: «Существует премия по срокам погашения, которая по историческим меркам является чрезвычайно низкой. И поэтому приводятся аргументы, что более плоская кривая доходности может использоваться как сигнал». Председатель ФРС Джером Пауэлл [11].

Сентябрь 2018 года: «Рассматривая исторический опыт кривой доходности, мы должны быть осторожны в применении его к текущей ситуации. Мы и другие центральные банки во всем мире приняли агрессивные меры скупив большое количество долгосрочных активов, что, вероятнее всего, привело к снижению доходности 10-летних казначейских облигаций». Президент Федерального резервного банка Нью-Йорка, Джон Уильямс [4].

Аналитики инвестиционных банков «Голдмен Сакс» и «Бэнк оф Америка» рекомендуют своим клиентам увеличить денежные остатки на счетах в 2019 г. В течение долгого периода акции оставались на первом месте по прибыльности, так как депозиты приносили нулевую доходность, а облигации находились в «медвежьем» тренде из-за ожиданий повышения процентной ставки со стороны ФРС. Сейчас же деньги становятся более конкурентоспособными, так как на данный момент доходность по депозитам превышает дивидендную доходность более чем 60% акций, входящих в индекс *S&P 500*. К концу 2019 г. ставка по депозитам может составить порядка 3,5%, в то время как средняя дивидендная доходность акций на американском рынке составляет примерно 1,9%. Что это означает для перспектив роста американской экономики? С 1928 г. индекс *S&P*

500 13 раз находился в «медвежьем» тренде, 10 раз из которых совпадал с периодами рецессий в экономике США. Исключения составили 1961, 1966 и 1987 гг.: тогда рецессии были довольно краткосрочными, и за ними быстро следовал восстановительный рост.

Рынок акций США по-прежнему переоценен, даже после недавней коррекции в ноябре–декабре 2018 г. По мере роста расходов на заработную плату более слабые показатели прибыли американских компаний в ближайшие месяцы могут стать нежелательным сюрпризом для инвесторов. Поскольку фирмы, обладающие крупной кредитной нагрузкой, сталкиваются с возможностью увеличивать краткосрочные и долгосрочные затраты по займам, а акции многих технологических компаний нуждаются в дальнейших корректировках, нельзя исключать повторной коррекции рынка в ближайшем будущем.

Рынок корпоративного долга в настоящее время также представляется довольно перегретым. За последнее десятилетие корпорации значительно увеличили долговую нагрузку, чему способствовали низкие процентные ставки и стремление к увеличению доходности акционеров. По данным Всемирного института Маккинзи, стоимость корпоративных облигаций выросла на 2,6 трлн долл. с 2007 по 2017 г., увеличившись таким образом с 16% до 25% ВВП. Причём рост долговой нагрузки за рубежом, особенно на развивающихся рынках, ещё больше, так как в этот период увеличилась задолженность перед более рискованными заёмщиками.

Компании находились в чрезвычайно благоприятных условиях в течение последних нескольких лет, когда прибыль постепенно повышалась, а процентные ставки оставались чрезвычайно низкими. Как только какая-либо из этих тенденций изменится, многие компании с более высоким долговым бременем могут оказаться неспособными обслуживать свои долги и подвергнутся риску банкротства.

Главное, что необходимо проанализировать вследствие всего вышесказанного, это поведение ФРС. Рынки сейчас закладывают в свои ожидания замедление повышения ставки на весь 2019 год, однако рынок труда в США остается довольно устойчивым. Если бы темпы роста заработной платы увеличились и привели даже к умеренной инфляции выше 2%, опасения по поводу как минимум ещё двух повышений ставок в 2019 г. могли бы вернуться, что шокировало бы финансовые рынки и привело бы к ужесточению финансовых условий. Это, в свою очередь, возродило бы опасения по поводу темпов роста экономики США в последующие годы.

ПРОБЛЕМЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ В «НОВОЙ НОРМАЛЬНОСТИ»

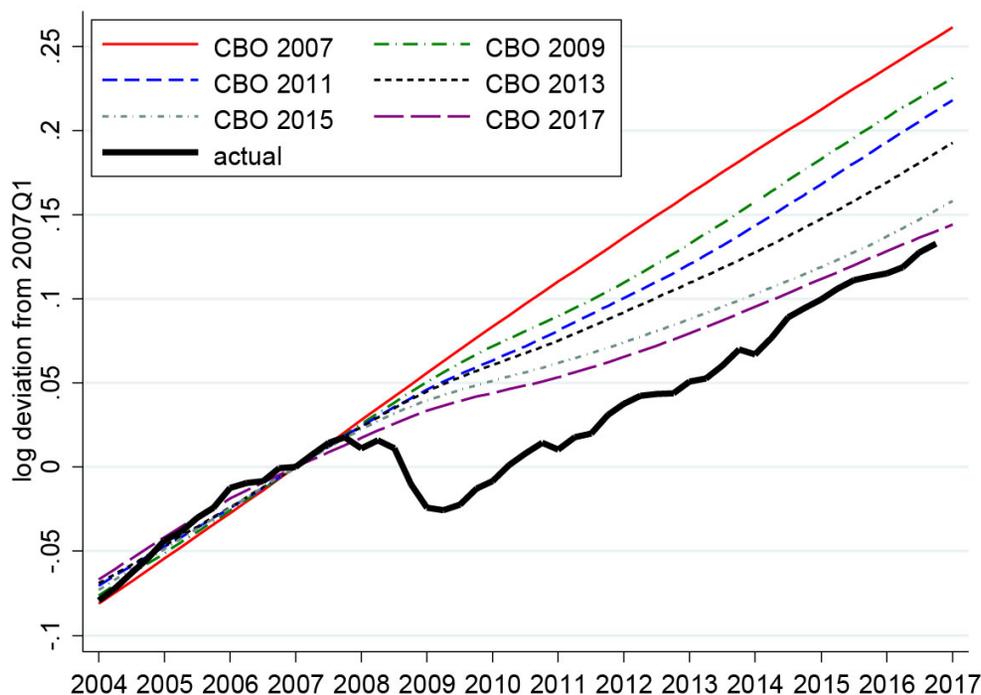
Перед макроэкономикой до кризиса 2008–2009 гг. стояли совершенно другие задачи, нежели сегодня. Будет справедливо сказать, что десять лет назад макроэкономическое регулирование, главным образом, полагалось на использование денежно-кредитной политики для уменьшения и без того небольшой амплитуды циклических колебаний при сохранении стабильных цен и постоянного экономического роста. Это подтверждается историческим анализом, показывающим, что экономика США находилась в очень хорошем состоянии, теоретическим анализом, предполагающим важность правил обратной связи между монетарной политикой и экономическим циклом, и обширными эмпирическими исследованиями, направленными на оптимизацию этих правил обратной связи.

Теперь всё кардинальным образом изменилось. Сегодня основной проблемой является восстановление темпов экономического роста к долгосрочному тренду. Очевидно, что на тенденцию роста в долгосрочной перспективе может негативно повлиять происходящее в рамках делового цикла. Важно также отметить, что в настоящее время колебания в экономическом цикле кажутся более значительными, чем десять лет тому назад.

Очень важными проблемами становятся механизм восстановления равновесия экономики, проблема гистерезиса и относительная эффективность денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик. Для США, как и для многих других развитых экономик, в текущий момент очень тяжело добиться одновременного достижения адекватных темпов экономического роста, эффективного использования производственных мощностей и финансовой стабильности. Это может быть связано со значительным снижением равновесной или естественной реальной процентной ставки, поэтому для решения данных проблем требуются не совсем привычные макроэкономические механизмы.

Для того, чтобы осознать проблему роста американской экономики, достаточно посмотреть на график изменения прогнозов динамики потенциального ВВП США за последние десять лет (см. рис. 2). Великая рецессия 2008–2009 гг. сдвинула данную траекторию, и в подтверждение теории гистерезиса она не имеет никакой тенденции к восстановлению прежних докризисных темпов роста. В 2007 г., до рецессии, Бюджетное управление Конгресса США (БУК) прогнозировало, что потенциальный ВВП США в 2017 г. будет примерно на 13% больше, чем сейчас. С начала Великой рецессии БУК постоянно пересматривает свои прогнозы потенциального ВВП в сторону понижения.

Рис 2. Прогноз потенциального ВВП США в аналитических отчётах БУК



Center on Budget and Policy Priorities. Available at: <https://www.cbpp.org/recent-revisions-in-cbo-estimates-of-us-potential-output>

Вследствие каких факторов мы наблюдаем данный разрыв ВВП. Более низкая совокупная производительность факторов (*total factor productivity*), чем аналитики ожидали в 2007 г., составляет меньшую часть потенциального разрыва. Большая часть связана с сокращением инвестиций в основной капитал, за которым следует падение потенциального спроса на труд. Подчеркну, что речь идёт о расчёте того, почему, согласно оценкам БУК, потенциальный ВВП экономики США снизился на 17% в результате спада, который произошёл 10 лет назад.

Обратимся к взаимосвязи экономического роста и финансовой стабильности. Начиная с 1980-х годов ФРС проводила сверхлиберальную монетарную политику, кроме того, она сопровождалась значительным снижением регулирования финансового рынка и имплементацией многочисленных финансовых инноваций, которые должны были сделать кредиты, инвестиции и другие финансовые инструменты более доступными для рядового инвестора.

Инфляционные ожидания населения в течение 1980-х годов стабилизировались, это снизило уровень равновесных процентных ставок и способствовало увеличению склонности к риску инвесторов. Это заставляло их увеличивать кредитное плечо и создавать «пузыри» на рынках определённых финансовых

активов. Таким образом, на протяжении последних 20 лет в США период устойчивого экономического роста всегда порождал дисбалансы на финансовых рынках. Период экономического роста с 1994 по 2000 г. закончился «пузырём» на рынке высокотехнологичных компаний, благоприятный период с 2002 по 2006 г. также способствовал формированию «пузыря» на рынке недвижимости. Вполне вероятно, что и нынешний почти десятилетний период экономического роста закончится похожим финансовым кризисом.

Последние 30 лет реальные процентные ставки неуклонно снижались. В экономической литературе это явление получило название вековой стагнации (*secular stagnation*) [13]. Чем же можно объяснить увеличение склонности к сбережениям в экономиках развитых стран, в том числе и США? Одна из причин – постоянно растущее неравенство, а из эмпирических наблюдений нам известно, что в отличие от бедных слоев населения богатые экономят большую часть своих доходов и не увеличивают потребление при росте доходов. Во-вторых, в развивающихся странах на протяжении последних 20 лет происходило существенное накопление резервов. Действительно, отток капитала из Китая на рынки развитых стран за последние несколько лет – в зависимости от того, как его измеряют, – примерно в 3 раза больше, чем весь отток капитала от всех кризисов на развивающихся рынках 1990-х годов. Высокие сбережения по мотиву предосторожности, снижение рождаемости и увеличение продолжительности жизни в Китае увеличили предложение сбережений, а большая неопределённость на глобальных финансовых рынках и повышение ставок ФРС США привели эти капиталы на американские финансовые рынки.

Если говорить о склонности к инвестициям, рабочая сила промышленно развитых стран не будет прирастать в течение следующих 20 лет. Это имеет колоссальное значение для спроса на новое оборудование для оснащения работников, потребностей в новом жилье для их размещения и необходимости в новых офисных помещениях. За последние несколько лет в США средний размер офисных помещений упал с 22 м на одного работающего в 2010 г. до 15 м в 2016 [7]. Технологии облачного хранения и обработки информации уменьшили спрос на занимающие много места картотеки и вспомогательных сотрудников. Офисные помещения также стали меньше, поскольку люди, скорее всего, могут теперь работать больше времени удалённо. Всё это означает значительное уменьшение инвестиций в основной капитал. Другие примеры включают электронную коммерцию и падающий спрос на помещения в торговых центрах, появление сервиса *AirB&B* и снижение спроса на классические отели среди туристов, а также сервис *Uber* и будущее распространение беспилотных автомобилей, которые уже значительно влияют на спрос на автомобили в США. Доля промышленного производства в ВВП США с 1998 по 2016 г. упала с 16 до 11,6% ВВП [12], что означает в том числе и уменьшение спроса на средства производства и их удешевление по сравнению с другими факторами производства, в частности теми, которые связаны с информационными технологиями.

Исследователи Лукаш Рэйчел и Томас Смит из Банка Англии попытались количественно оценить влияние каждого из обозначенных выше факторов на падение равновесной процентной ставки. По их мнению, в глобальном масштабе реальные ставки снизились на 400 базисных пунктов в период с 1980 по 2015 г., и нет особых оснований полагать, что рост данного показателя возобновится в течение следующих 15 лет [10].

Итак, снижение темпов роста, неуклонное снижение цен на средства производства и смещение экономической активности в сторону информационных технологий с низкой потребностью в капитале сократили инвестиционный спрос. Все названные факторы вызвали глобальное снижение реальных процентных ставок, что привело к «пузырям» цен на активы и большей макроэкономической нестабильности. Это и есть гипотеза вековой стагнации.

Таким образом, в свете текущих кратко- и долгосрочных перспектив возникает реальный вопрос о том, насколько эффективной в настоящих условиях может быть нетрадиционная денежно-кредитная политика. Сниженные процентные ставки побуждают потребителей переносить свои будущие доходы на текущий период. Когда процентная ставка по кредиту ниже, потребитель покупает новый автомобиль раньше, чем планировал до этого, а инвестор начинает обновлять оборудование и проводить модернизацию производства. Следовательно, если временный дефицит спроса, снижение процентных ставок является очень эффективным способом выхода из рецессии, потому что оно перенаправляет спрос на данный момент, когда наблюдается его дефицит. Но если в экономике наблюдается постоянный дефицит спроса, в какой-то момент это противоречие станет неразрешимым. Как только ставки станут повышаться, инвестиционная активность затормозится и экономика начнет скатываться в рецессию, как мы и наблюдали в декабре 2018 г. ФРС пришлось заявить, что они снижают темп роста процентных ставок, и только тогда финансовые рынки начали обратный рост [6]. Следующая проблема заключается в том, каковы последствия роста инвестиций, которые порождаются этими нетрадиционными мерами ДКП и наличием избыточной ликвидности. Они, безусловно, увеличивают риск ошибок, совершённых до кризиса 2007–2008 гг. Несомненно, возникают вопросы о качестве вложений, на которые инвесторы не пойдут (идут) при 10-летней ставке 1,75%, хотя были готовы при ставке 1,25%.

В ближайшее время следует радикально переосмыслить роль фискальной политики в экономической стабилизации. Подобное переосмысление должно учитывать, что устойчивость долга в решающей степени зависит от сравнения процентных ставок и темпов роста ВВП; и когда реальные процентные ставки являются чрезвычайно низкими, долговое бремя, в противном случае казавшееся неблагоразумным, становится гораздо более предпочтительным, особенно в контексте обеспечения дальнейшего роста экономики.

Политики должны адаптироваться к «новой нормальности», в которой проблемы связаны как с дефляционными рисками, так и с инфляционными риска-

ми, недостаточным спросом и недостаточным предложением. Необходимо пересмотреть подходы к фискальной политике независимо от того, будет ли она направлена на активизацию государственных инвестиций или на стимулирование вложений частного сектора. Это не вопрос политической идеологии, это вопрос экономической реальности.

Противоречивая внутренняя политика США также может добавить неопределённости. Шатдаун правительства в декабре 2018 – январе 2019 г. предполагает, что все предстоящие переговоры по бюджету и потолку долга превратятся в «партизанскую войну на истощение». К концу 2019 г. принятый в 2017 г. закон «О сокращении налоговой нагрузки», который значительно подстегнул динамику расходов домашних хозяйств и предприятий, из фискального стимула превратится в дополнительное бремя, возможно, ослабив экономический рост. Однако более активное использование фискальной политики в ближайшем будущем неизбежно, так как ФРС и ЦБ других стран так и не смогли нормализовать чрезмерно мягкую ДКП.

Существует достаточно позитивных факторов, способных сделать 2019 год относительно неплохим, хотя и невыдающимся для мировой экономики. Но если начнут реализовываться некоторые из негативных сценариев, изложенных выше, синхронизированное замедление в 2019 г. может привести к падению темпов роста и резкому спаду экономики в следующем году.

ИСТОЧНИКИ

[1] Adrian T., Richard K. Crump, Emanuel Moench, Pricing the Term Structure with Linear Regressions, Staff Report No. 340 Available at: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr340.pdf (accessed 04.03.2019).

[2] Bernanke says inverted yield curve not an economic threat, // Reuters, 14.02.2007, Available at: <https://www.reuters.com/article/us-usa-fed-curve/bernanke-inverted-yield-curve-not-economic-threat-idUSWAT00696320070214> (accessed 04.03.2019).

[3] Blair, D.; Alexander, Keith. "China's Intellectual Property Theft Must Stop", The New York Times, August 15, 2017. Available at: <https://www.nytimes.com/2017/08/15/opinion/china-us-intellectual-property-trump.html> (accessed 04.03.2019).

[4] Boesler M., Williams Says Fed Shouldn't Be Afraid to Invert the Yield Curve // Bloomberg, 06.09.2018 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-09-06/williams-says-fed-shouldn-t-be-afraid-to-invert-the-yield-curve> (accessed 04.03.2019).

[5] Chunding Li, Chuantian He & Chuangwei Lin Economic Impacts of the Possible China-US Trade War, Emerging Markets Finance and Trade, Volume 54, 2018 – Issue 7, Pages 1557-1577.

[6] Cox J, Fed hikes rate, lowers 2019 projection to 2 increases // MSNBC, 19.12.2009 Available at: <https://www.cnbc.com/2018/12/19/fed-hikes-rates-by-a-quarter-point-.html> (accessed 19.03.2019).

[7] Cronin K., How much office space do I need? Available at: <https://www.linkedin.com/pulse/what-average-square-footage-office-space-per-person-kevin-cronin>.

[8] Horowitz J., Trump threatens China with new tariffs on another \$200 billion of goods" // CNN, 19.06.2018. Available at: <https://money.cnn.com/2018/06/18/news/economy/trump-china-tariffs-retaliation/> (accessed 04.03.2019).

[9] Milmo D., Dyson seeks to block copycat manufacturers in China // Guardian, 11.12.2011, Available at: <https://www.theguardian.com/business/2011/dec/04/dyson-intellectual-property-rights-china> (accessed 04.03.2019).

[10] Rachel, Lukasz and Smith, Thomas, Secular Drivers of the Global Real Interest Rate , 2015. Bank of England Working Paper No. 571. Available at : <https://ssrn.com/abstract=2702441> (accessed 04.03.2019).

[11] Transcript of Chairman Powell's Press Conference June 13, 2018 Available at: <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20180613.pdf> (accessed 04.03.2019).

[12] World Bank Database, available at: <https://data.worldbank.org/indicator/NV.IND.MANF.ZS?locations=US> (accessed 01.03.2019).

[13] World Economic Outlook: Legacies Clouds, Uncertainties, IMF, 2014, Chapter 3, available at: https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/_c3pdf.ashx. (accessed 10.03.2019).

[14] United States Department of Labour Statistics, available at: <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> (accessed 04.03.2019).

REFERENCES

Ang A., M. Piazzesi, Min Wei, What does the yield curve tell us about GDP growth? *Journal of Econometrics*, N 131, 2006.

Diebold F., Glenn D.Rudebusch, S. Boragan Aruobac The macroeconomy and the yield curve: a dynamic latent factor approach, *Journal of Econometrics*, Volume 131, Issues 1-2, March-April 2006.

Gürkaynaka R., Sack B. and Jonathan H. Wright The U.S. Treasury yield curve: 1961 to the present, *Journal of Monetary Economics*, Volume 54, Issue 8, November 2007.

Handley K., and Nuno Limão. "Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence." *American Economic Journal: Economic Policy*, 7 (4), 2015, p. 189-222.

Hvozdenka J, The Yield Curve as a Predictor of Gross Domestic Product Growth in Nordic Countries, *Procedia Economics and Finance* Volume 26, 2015.

Kutlina-Dimitrova, Z., Lakatos, C. The Global Costs of Protectionism. Policy Research Working Paper No. 8277. World Bank, Washington, DC, 2017.

Lindé J., Pescatori A. The Macroeconomic Effects of Trade Tariffs: Revisiting the Lerner Symmetry Result, *IMF Working Paper*, July 2017.

Ling Feng, Zhiyuan Li and Deborah Swenson Trade policy uncertainty and exports: Evidence from China's WTO accession *Journal of International Economics*, 2017.

Osnago A., Piermartini, R. and Rocha, N., The Heterogeneous Effects of Trade Policy Uncertainty : How Much Do Trade Commitments Boost Trade?. Policy Research Working Paper No. 8567, 2018. World Bank, Washington, DC.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / INFORMATION ABOUT THE AUTHOR

Патрон Петр Анатольевич, кандидат экономических наук, доцент кафедры политической экономики экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. Российская Федерация. Москва, 119991, Ленинские горы, д. 1, стр. 46.

Patron Petr A., Candidate of Science (Economics) Associates Professor, Economic Faculty, Lomonosov Moscow State University, 1, b. 46, Leninskie gori Moscow 119991, Russian Federation.