

Георгий Трофимов\*

## ФРС упражняется: лента или булава?

С годовым опозданием Федеральная резервная система США приступила к плавному ужесточению денежной политики. Главная угроза мягкой посадке американской экономики — дефицитный бюджет и пирамида госдолга, устойчивость которой завязана на международных позициях доллара

**И**нфляция потребительских цен в США с начала года находится в зоне сорокалетних максимумов. Поэтому решение, принятое на последнем заседании комитета по открытым рынкам ФРС от 27 июля 2022 года, повысить базовую ставку на 0,75 п. п. не стало неожиданным. Ставка установлена в диапазоне 2,25–2,50%, который оценивается американским регулятором как нейтральный, то есть не стимулирует и не ограничивает совокупный спрос. Это решение подводит черту под двухлетним периодом стимулирующей монетарной политики, начало которому положила пандемия коронавируса в апреле 2020 года.

На пресс-конференции по итогам заседания комитета председатель ФРС **Джером Пауэлл** заявил о твердом намерении удержать инфляцию под контролем, несмотря на замедление экономического роста. Он отверг предположение о начале рецессии в США и не раскрыл никакой новой информации о будущей политике ФРС. Из-за высокой степени конъюнктурной неопределенности коммуникация с рынками фактически была отложена до следующего заседания комитета, запланированного на 20 сентября.

\* Главный научный сотрудник Лаборатории современных финансовых исследований, кандидат экономических наук.

### Новая реальность

Причина происходящего — рекордный после Второй мировой войны дефицит федерального бюджета США в период ковидного кризиса и восстановительного роста экономики: 15% в 2020 году и 12% ВВП в 2021-м. Дефицит покрывался эмиссией «вертолетных» денег, увеличивших за эти два года денежную массу на 41% и выданных американским правительством в виде помощи населению и бизнесу. В результате совокупный потребительский спрос в номинальном выражении вырос в прошлом году на 13%. Инфляционный эффект избыточного спроса был усилен шоками на стороне предложения, возникшими из-за разрывов международных логистических связей и антироссийских санкций.

Последствия такой макроэкономической политики проявились в полной мере в нынешнем году. С января по июнь индекс потребительских цен (ИПЦ) рос в среднем на 8,3% к предыдущему году, достигнув пика 9,1% в июне (см. график 1). Более чем втроекратно оказался превышен целевой уровень инфляции в 2%, установленный ФРС по ценовому индексу личных потребительских расходов (ИЛПР), выросшему в июне на 6,8%. Этот индекс предпочтителен для ФРС, поскольку, в отличие от ИПЦ, отражает реакцию потребителей на изменение

цен, например сокращение спроса на подорожавшие товары.

В июне–июле мировые цены на некоторые сырьевые товары, включая нефть, металлы и удобрения, начали или продолжили снижаться. В частности, с начала июня цена американской нефти марки WTI упала с пикового значения 115 долларов за баррель до 88 долларов, благодаря чему средняя розничная цена бензина понизилась с 5,0 до 4,1 доллара за галлон (на начало года было 3,4 доллара). В результате инфляция в США в июле притормозила до 8,5%, несмотря на продолжающийся рост цен на продовольствие и услуги.

При этом американский рынок труда очень сильно перегрет: при естественном, не зависящем от инфляции уровне безработицы 4,4% ее фактическое значение упало в июле до 3,5% — полувекового минимума, достигнутого перед самым началом пандемии (см. график 2). В результате номинальная зарплата растет с ускорением: если в первом квартале 2022 года индекс стоимости рабочей силы в частном бизнесе вырос на 5,0% к предыдущему году, то во втором уже на 5,7% (см. график 3).

### Инфляционный сдвиг

Целевой уровень инфляции был превышен еще в марте 2021 года, но Федеральное резервное управление лишь через год, осторожно

Чтобы восстановить контроль над инфляцией, нужно ослабить совокупный спрос. Для этого необходимо поднять базовую ставку существенно выше нейтрального уровня 2,5%. Повышение ставки на этот уровень и выше происходило в пяти из десяти циклов в США после 1965 года. Из этих пяти лишь в одном ужесточение монетарной политики не спровоцировало рецессию



повысив базовую ставку с 0,08 до 0,2%, а затем до 0,33% в марте–апреле 2022-го (см. график 1). После этого пришлось в спешном порядке наверстывать упущенное. В июне–июле ставка была повышена в общей сложности на полтора процентных пункта, однако такое резкое ужесточение политики, произошедшее впервые после 1981 года, пока не оказало на инфляцию никакого видимого влияния.

Руководство ФРС изначально не принимало в расчет инфляционные последствия мощнейшей денежной экспансии 2020–2021 годов и долгое время сохраняло уверенность, что шоки на стороне предложения — временные и не потребуют повышения базовой ставки. С точки зрения ФРС, стабилизация роста цен должна была произойти автоматически, поскольку ожидаемая инфляция ниже текущей. В этом ключевое свойство стандартной новокейнсианской модели монетарной политики, используемой многими центробанками и основанной на кривой Филлипса с инфляционными ожиданиями (для которой текущая инфляция равна ожидаемой будущей плюс фактор инфляционного давления из-за избыточной занятости). Однако стабилизации роста цен автоматически не произошло, и вопрос теперь в том, насколько быстро может быть восстановлен контроль над инфляцией.

Помимо надежды на стабилизацию мировой конъюнктуры Федеральное резервное управление сохраняет уверенность в номинальном якоря для доллара, который определяется доверием населения к монетарной политике. Мерой такого доверия является привязка инфляционных ожиданий домохозяйств к целевой инфляции. Как показали данные за июль, опубликованные Резервным банком Нью-Йорка, однолетние инфляционные ожидания составили 6,2%, трехлетние — 3,2%, пятилетние — 2,4%, что близко к целевому значению (см. график 4). Таким образом,



временная структура ожиданий отражает потерю номинального якоря в краткосрочной перспективе, но сохранение в долгосрочной.

Полученные оценки основаны на опросах 1300 домохозяйств и демонстрируют веру «медианного» респондента в возвращение инфляции к целевому уровню. Разброс мнений при этом значительный: половина считает, что инфляция будет превышать этот уровень, а четверть ожидает, что через три года она останется выше 8%. Как бы то ни было, заявляемые инфляционные ожидания на несколько лет вперед не так уж важны для текущих решений домохозяйств о потреблении, учитывающих в первую очередь влияние фактической инфляции на доходы.

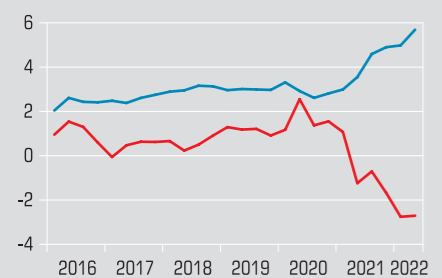
Надежность номинального якоря может оказаться под вопросом в связи с новацией в монетарной политике, введенной в августе 2020 года. Это таргетирование средней по времени инфляции, при котором ее целевое значение определяется для горизонта от пяти до восьми лет. Такой подход был взят ФРС на вооружение, когда инфляция была ниже целевого уровня, однако сейчас благодаря новому способу таргетирования оказываются допустимыми значительные отклонения вверх от цели. При инфляции 8–9% достижение долгосрочного таргета 2% будет возможно лишь за счет ее снижения в будущем существенно ниже 2%, что приведет к усилению волатильности инфляции и новым дефляционным рискам.

Оценить результаты такого таргетирования будет возможно лишь по прошествии нескольких лет, и не очень понятно, какой в этом практический смысл. Не исключено, что средняя по времени цель 2% станет долговременным ориентиром, по факту не обязательным к достижению. Для ФРС это будет связано с меньшими репутационными потерями по сравнению с вариантами явного



Инфляция съела с избытком весь рост номинальной зарплаты

График 3



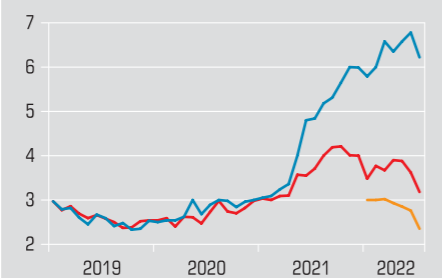
изменение к соответствующему кварталу предыдущего года, %

■ Номинальная зарплата ■ Реальная зарплата

Источник: Резервный банк Сент-Луиса

Долгосрочные инфляционные ожидания пока заякорены

График 4



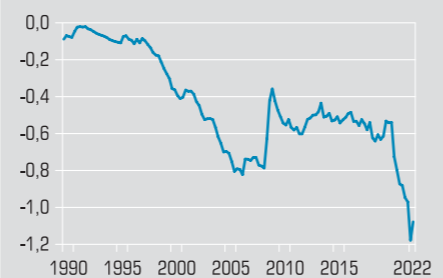
% годовых

■ ИПЦ через год ■ ИПЦ через три года  
■ ИПЦ через пять лет

Источник: Резервный банк Нью-Йорка

Внешнеторговый дефицит США бьет рекорды

График 5

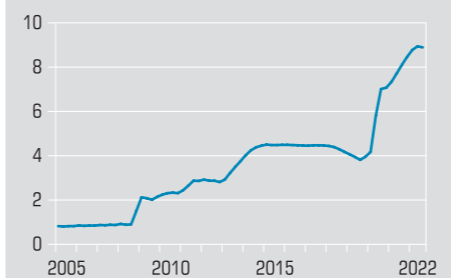


трлн долл.

Источник: Резервный банк Сент-Луиса

ФРС приступила к плавному сокращению активов на балансе

График 6

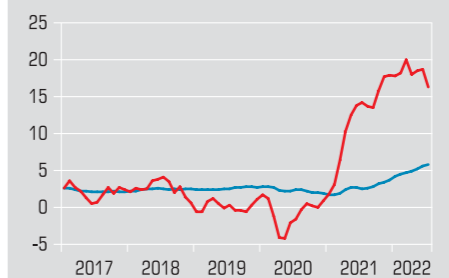


трлн долл.

Источник: Резервный банк Сент-Луиса

Динамика гибких и негибких цен существенно различается

График 7



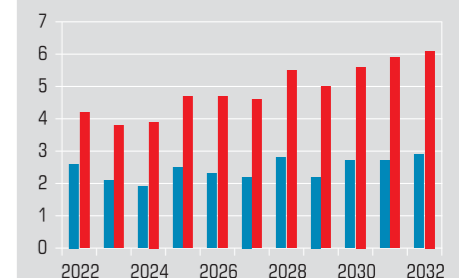
% годовых

■ Гибкие цены ■ Негибкие цены

Источник: Резервный банк Атланты

Ожидаемый бюджетный дефицит в США

График 8



% ВВП

■ Первичный ■ Общий

Источник: Бюджетное управление Конгресса

повышения таргета до 4 или 5%, предлагавшимся ранее видными американскими экономистами, например **Оливье Бланшаром** и **Кеннетом Рогоффом**.

### Непризнанная рецессия

Чтобы восстановить контроль над инфляцией, нужно ослабить совокупный спрос. Для этого необходимо поднять базовую ставку существенно выше нейтрального уровня 2,5%, что должно произойти к концу года, когда наиболее вероятным ее значением будет 3,25–3,50%. Повышение ставки на таком уровне и выше происходило в пяти из десяти монетарных циклов в США после 1965 года. Из этих пяти лишь в одном, в середине 1990-х, вслед за ужесточением монетарной политики, не последовала рецессия. В течение 1994 года базовая ставка была повышена с 3 до 6%, но при этом Федеральное резервное управление **Алана Гринспена** действовало на опережение инфляции при благоприятных условиях глобализации, что позволило реализовать редкий в монетарной истории США случай мягкой посадки.

Увеличение вероятности начала рецессии в ближайшие 12 месяцев продемонстрировал ежеквартальный опрос пула ведущих экономистов, проводимый с 2005 года The Wall Street Journal. В середине июня эта вероятность, по мнению 53 опрошенных экономистов, составляла 44%, тогда как в апреле она была 28%, а в январе всего 18%. Достигнутое значение вероятности рецессии на самом деле означает высокую степень определенности. В декабре 2007 года, то есть в самом начале глобального кризиса, вероятность начала рецессии оценивалась в 38%, а в феврале 2020-го, непосредственно перед ковидным кризисом, — в 26%.

Ожидания рецессии уже подтвердились в том, что американский ВВП снижается два квартала подряд, это стандартный «рабочий» индикатор этого явления. В первом квартале ВВП упал на



BMA/TASS

1,6% в годовом исчислении, в значительной мере из-за огромного внешнеторгового дефицита — 1,18 трлн долларов (в пересчете на год). На графике 5 после 2020 года он выглядит катастрофически даже в сравнении с его динамикой незадолго до мирового кризиса 2008–2009 годов. Во втором квартале внешнеторговый дефицит уменьшился до 1,08 трлн долларов, но спад экономики составил 0,9%, причем это уже стало следствием высокой инфляции и увеличения базовой ставки. Из-за инфляционного сокращения реальных доходов домохозяйств произошло замедление реальных потребительских расходов, а из-за повышения процентных ставок снизились инвестиции в основной капитал, товарные запасы и подвижность, что привело к сжатию ВВП во втором квартале.

В американской экономике сложилась парадоксальная ситуация. Сильный постковидный подъем, который некоторые оптимистически настроенные комментаторы успели охарактеризовать как начало «ревущих двадцатых», был подо-

**Глава ФРС Джером Пауэлл отверг предположение о начале рецессии в США и не раскрыл никакой новой информации о будущей политике ФРС**

грет искусственно за счет колоссальных фискальных и монетарных стимулов. Они обеспечили повышение реального ВВП в прошлом году на 5,7%, но в первом полугодии 2022-го рост отдельных секторов происходит уже по инерции, причем параллельно с процессами в других секторах, характерными для начала рецессии. Например, выпуск обрабатывающей промышленности снижается два месяца подряд на фоне отрицательной динамики новых заказов.

Наступление рецессии в США обычно фиксирует комитет датировки деловых циклов при Национальном бюро экономических исследований (НБЭИ), состоящий из авторитетных академических экономистов. Этот «совет старейшин» исследует широкий круг показателей помимо ВВП, и до выхода данных по третьему кварталу он вряд ли признает происходящее рецессией, поскольку в ряде секторов пока сохраняется рост и рынок труда перегрет. Однако, по словам известного американского экономиста **Роберта Барро**, занятость росла или не снижалась на начальных стадиях в нескольких американских рецессиях: с декабря 1969 года по апрель 1970-го, с ноября 1973-го по октябрь 1974-го, с января по апрель 1980-го и с декабря 2007 года по март 2008-го. Тот факт, что ВВП падал в течение двух кварталов и более во всех послевоенных рецессиях до пандемии ковида, также не принимается во внимание.

Время начала рецессии, на которое ФРС способна повлиять (или уже повлияла), имеет значение в контексте политического цикла. С одной стороны, ранняя рецессия окончательно испортит картину для Демократической партии, очень неприглядную из-за инфляции, перед ноябрьскими выборами в Конгресс. С другой стороны, затягивание сроков выхода из рецессии и слишком позднее начало восстановления экономики сыграет на руку республиканцам в

президентской гонке 2024 года. В любом случае ФРС окажется в очень непростой ситуации из-за жесткого антагонизма двух партий.

### Осторожное ужесточение

Члены комитета по операциям на открытом рынке ФРС прогнозируют повышение ставки к концу 2023 года до значений в интервале 3,50–4,25%, что, по их мнению, позволит подавить инфляцию в течение полутора-двух лет. Согласно их медианному прогнозу, темп роста ИЛПР снизится до 4,7% к концу текущего года и до 2,7% к концу 2023-го. При этом по умолчанию подразумевается, что не возникнет новых глобальных шоков, аналогичных пандемии, или в связи с дальнейшей эскалацией геополитической напряженности. Однако уже этой осенью вероятен новый всплеск мировой продовольственной инфляции из-за неурожая, а зимой — полномасштабный энергетический кризис в Европе из-за антироссийского нефтегазового эмбарго.

Членов комитета не смущает также тот факт, что уровень базовой ставки отстает от инфляции на 6–7 п. п. (вернемся к графику 1). Такого огромного разрыва не было во всей послевоенной монетарной истории США, даже в десятилетие «большой инфляции» 1970-х. В начале 1980-х председатель ФРС **Пол Волкер** смог победить инфляцию с помощью шоковой терапии, когда поднял ставку почти до 20%, существенно превысив темп инфляции, достигший 14,5%. Согласно знаменитому правилу Тэйлора (предложено американским экономистом **Джоном Тэйлором** в 1993 году), базовая ставка определяется превышением инфляцией целевого уровня и отклонением ВВП от потенциального уровня, и при инфляции 9% она должна быть близка к 12%. Это правило соответствовало политике ФРС конца 1980-х — первой половины 1990-х, но оказалось

неактуально в условиях дефляционных рисков и околонулевой базовой ставки. Пока оно тоже остается неактуальным, хотя все может измениться.

ФРС действует достаточно сдержанно в другом направлении, дополняя повышение процентных ставок сокращением активов на своем балансе, разбухшим почти до 9 трлн долларов к марту 2022 года (см. график 6). Количественное ужесточение по факту началось уже в апреле и могло бы оказать воздействие на инфляцию через сужение кредитного канала. Однако пока объем активов снижается только за счет погашений бумаг и в среднем лишь на 15 млрд долларов в месяц. С 1 сентября запланировано начать ежемесячное сокращение на балансе ФРС казначейских обязательств в размере 60 млрд долларов и 35 млрд — ипотечных бумаг. Это будет относительно умеренная динамика: весь прошлый год активы равномерно накапливались с темпом 120 млрд долларов в месяц.

По мнению Пауэлла, умеренный темп ужесточения монетарной политики не представляет угрозы для финансовой устойчивости, так как цены многих финансовых активов уже успели упасть в апреле—июне из-за повышения базовой ставки. Он считает, что американская банковская система хорошо капитализирована, а домохозяйства имеют резерв устойчивости благодаря неизрасходованным бюджетным субсидиям. Тем не менее источником системных рисков может стать высокая задолженность бизнеса, достигшая 19 трлн долларов, и недостаточная ликвидность рынка обесценивающихся корпоративных облигаций.

### Выкрутасы инфляции

Руководство ФРС верит в возможность подавить инфляцию без шоковых воздействий на экономику и финансовую систему еще и потому, что сейчас ситуация не такая, как в начале 1980-х. Тогда

период высокой инфляции растянулся на семь лет, если отсчитывать от первого нефтяного кризиса 1973 года, сейчас же с начала повышения цен прошло всего пять кварталов, а значит, инфляционные ожидания не успели укорениться. Глобальная финансовая система обеспечивает значительный приток капитала в США даже при незначительном повышении базовой ставки, а эффекты цен на энергоносители не так болезненны, как сорок лет назад, из-за меньшей энергозависимости американской экономики. Наконец, раскручивание классической спирали цен — зарплата маловероятно, поскольку профсоюзы как организованная сила на стороне предложения охватывают лишь 10,3% занятых в США и слабо влияют на рынок труда.

Это все так, но не менее важно, что инфляцию ниже 2–3% можно было не учитывать в транзакциях. На ее присутствие перестали обращать внимание уже четверть века тому назад, и в том была заслуга Волкера. Когда же темп роста цен составляет 5% и выше, контрагентам в реальных секторах уже необходимо принимать это в расчет, используя не целевые ориентиры ФРС, а данные о фактической инфляции. Она учитывается не только в контрактных ценах на товары с длительным производственным циклом, но и в ценах, которые принято считать негибкими. К данной категории относятся цены на товары и услуги, не меняющиеся в среднем более 20 недель. Это прежде всего плата за жилье, услуги здравоохранения, образования, общественного транспорта и общепита.

Если гибкие цены, например на бензин и продовольствие, в большей мере отражают текущую конъюнктуру, то негибкие — инфляционные ожидания. На графике 7 представлена динамика индексов для товарных групп с гибкими и негибкими ценами, рассчитываемых Резервным банком Атланты. Инфляция гибких цен — двузначная, но демонстрирует признаки стабилизации, тогда как для негибких она устойчиво ускоряется. В июле 2022 года темп роста гибких цен снизился до 16,3%, а негибких — вырос до 5,8%, причем веса этих групп в потребительской корзине соотносятся приблизительно как один к трем.

Высокий удельный вес негибких цен является причиной инерционности инфляционной динамики. В данной группе наибольший вклад в инфляцию вносит плата за жилье — фактическая и вмененная собственникам жилья, на которую приходится около трети расходов американских домохозяйств. Арендная плата увеличивается вслед за ростом цен на жилье, продолжаясь, несмотря на значительное повышение ипотеч-



Глава минфина США Джанет Йеллен

ных ставок во втором квартале, из-за недостаточного предложения на рынке недвижимости.

Вместе с тем сохраняется рост номинальной зарплаты, особенно в сфере услуг и в промышленности. Основная причина — небывалый по масштабам процесс перераспределения рабочей силы между отраслями и регионами страны, начавшийся после ковидного кризиса 2020 года. В результате спрос на рабочую силу существенно превысил предложение, которое не восстановилось после снятия карантинных ограничений. Дисбаланс на рынке труда отражается показателем числа открытых вакансий на одного безработного, достигшим в июне исторически рекордного уровня 1,9 и снизившимся в июле до 1,8 (прежний рекорд 1,5 был зафиксирован в 1968-м, а перед 2020 годом соотношение было 1,2). Как показали в своей работе **Алекс Домаш** и экс-министр финансов **Лоуренс Саммерс**, количество вакансий на одного безработного является значимым индикатором дальнейшего роста зарплат.

Дефицит предложения рабочей силы усилил индивидуальные переговорные позиции работников, а ценовая инфляция позволяет работодателям идти на уступки, перекладывая на потребителей дополнительные издержки. При этом спрос на рабочую силу повышается вследствие инфляционного падения реальной зарплаты, начавшегося еще во втором квартале 2021 года (см. график 3). Сочетание инфляционного давления и экстраординарной напряженности на рынке труда, пусть даже неорганизованного, все же создает предпосылки для раскручивания инфляционной спирали.

Проблема усугубляется тем, что повышение номинального процента может

неоднозначно повлиять на ожидаемую инфляцию, а значит, и на реальный процент как разницу данных величин. О такой возможности предупреждал еще **Милтон Фридман**, возражавший против фиксации монетарной властью номинального процента. Установление базовой ставки на более высоком уровне может дать сигнал к скачку инфляционных ожиданий, что и произошло в США в мае–июне текущего года. Такая реакция означает неуправляемость реального процента и, как следствие, ограниченные возможности монетарной власти в воздействии на совокупный спрос.

Руководство ФРС не задается вопросом, что будет, если не удастся сбить высокую инфляцию через год или два. Будет ли возможность пойти на более радикальное повышение базовой ставки и ужесточение денежного предложения? В начале 1980-х успеха удалось добиться лишь со второй попытки, ценой повторной глубокой рецессии. Но тогда Волкера поддержали администрация и Конгресс США, что помогло довести начатое им дело до конца. В нынешних внутривалютных условиях согласованная поддержка последовательного ужесточения антиинфляционных действий представляется маловероятной.

### Неприятная бюджетная арифметика

Пауэлл и его коллеги рассчитывают обуздать инфляцию, не допустив дальнейшего спада экономики, повторив опыт мягкой посадки 1994 года. По их мнению, достаточно будет лишь некоторого замедления роста по итогам текущего года и ослабления напряженности на рынке труда, в основном за счет снижения числа вакансий. Менее оптимистичный сценарий предполагает продолжение рецессии с увеличением на 1,5–2,0

Госдолг США в отношении к ВВП в четыре раза выше, чем сорок лет назад. Он должен быть обеспечен будущими профицитами бюджета, но в реальности никаких профицитов не предвидится в ближайшие 20 лет

п. п. уровня безработицы, что должно снять угрозу инфляционной спирали. Безработицу на уровне 5–6%, не влияющую на инфляцию, считает желательной Саммерс, выступивший еще в феврале прошлого года в роли Кассандры по поводу инфляционных последствий байденовских стимулов. Наконец, в еще более плохом сценарии инфляция застынет в интервале 3–5%, однако в этом случае ФРС вряд ли решится на шоковую терапию в духе Волкера.

Но даже в случае успешного подавления инфляции по сценарию Пауэлла сохранится ее фундаментальная первопричина — хронический бюджетный дефицит и долговая нагрузка на экономику США (начиная с 1960 года все бюджеты там были дефицитными за исключением четырех лет с 1998-го по 2001-й и крошечного профицита в 1969 году). Волкер действовал в условиях дефицитного бюджета в соответствии с монетаристской доктриной контроля над денежной массой, что критически воспринималось экономистами-неоклассиками. **Томас Сарджент** и **Нил Уоллес** в статье 1981 года под названием «Немного неприятной монетаристской арифметики» показали, что попытка подавления инфляции в режиме бюджетного дефицита приведет к ее повышению в будущем. Предсказание не сбылось благодаря

последовавшему двадцатилетнему экономическому подъему, обеспечившему платежеспособность американского государства.

Сейчас ситуация похожая, притом что госдолг США в отношении к ВВП в четыре раза выше, чем сорок лет назад. Денежная база обеспечена активами Федерезерва, и на 95% это долговые бумаги Казначейства и облигации федеральных ипотечных агентств. Госдолг, в свою очередь, должен быть обеспечен будущими профицитами бюджета, хотя в реальности это условие может не выполняться. Согласно фискальной теории уровня цен, реальный госдолг, то есть номинальный, проиндексированный по уровню цен, равен сумме двух слагаемых. Первое — ожидаемая приведенная стоимость будущих реальных первичных профицитов, второе — пузырь госдолга, служащий долговременным финансовым буфером для покрытия разрыва обязательств и источников их погашения. Если, например, номинальный госдолг увеличивается на 30%, как это произошло в США в 2020–2021 годах, а ожидаемые профициты и финансовый буфер не изменяются, то кумулятивная инфляция составит 30%.

Сторонник этой теории известный американский экономист **Джон Кохрэн** считает, что ее главный практический вывод заключается в следующем. Для победы над инфляцией нужно дополнить монетарное ужесточение мерами фискальной политики и реформами микроуровня, нацеленными на обеспечение экономического роста и, как следствие, на увеличение будущих профицитов бюджета. Подавление инфляции в начале 1980-х было поддержано налоговыми реформами 1982 и 1986 годов, уменьшившими фискальную нагрузку, и мерами по дерегулированию экономики. Помимо этого помогло соглашение «Плаза» 1985 года о девальвации доллара, давшее США конкурентные преимущества за счет торговых партнеров, в первую очередь Западной Германии и Японии.

Новое соглашение типа «Плаза» может понадобиться через несколько лет, поскольку валютный курс доллара укрепляется из-за притока спекулятивного капитала, аналогично тому, как это происходило в первой половине 1980-х.

Что касается обеспечения экономического роста, то для США основная проблема заключается в приоритетной необходимости ослабления зависимости от китайского импорта. Этот стратегический приоритет диктует продолжение реиндустриализации, начатой **Дональдом Трампом**, включая стимулирование производственных инвестиций внутри

страны, а также селективное импортозамещение на основе активной промышленной политики. Такой протекционистский подход в корне отличается от стратегии экономического роста США 1980-х, включавшей в себя либерализацию внешней торговли и глобализацию производства.

Еще более контрастирует с той стратегией Закон о сокращении инфляции, одобренный на днях Конгрессом. По сути, это сильно урезанная версия байденовского всеобъемлющего плана «Остроим заново еще лучше», принятая в срочном порядке ради консолидации электората Демпартии перед ноябрьскими выборами. Самое важное в новом законе — господдержка в объеме 370 млрд долларов инвестиций в возобновляемую энергетику. Среди других мер — пролонгация субсидий по медицинскому страхованию до 2025 года, реформа ценообразования на лекарства и введение минимального налога на прибыль крупных корпораций в размере 15% и 1% акцизного налога на обратный выкуп акций. По оценке бюджетного управления Конгресса, реализация этого закона не повлияет на инфляцию в 2022–2023 годах, а в течение десяти лет даст суммарное снижение дефицита бюджета всего лишь на 90 млрд долларов, то есть менее чем на 0,04% ВВП.

На самом деле выбор стратегии роста как средства обеспечения платежеспособности американского государства не так уж и важен. Если обратиться к перспективным проектировкам бюджетного управления, то никакого профицита госбюджета не предвидится в ближайшие двадцать лет. На сайте управления сообщается, что дефицит будет в дальнейшем расти в отношении к ВВП, «в частности, из-за увеличения расходов на обслуживание госдолга и программы здравоохранения». До 2032 года ожидается ежегодный первичный дефицит 2–3% ВВП, и общий — 4–6% ВВП (см. график 8).

Получается, что при перманентном дефиците бюджета вся конструкция американских государственных финансов держится на пузыре госдолга (втором слагаемом в уравнении фискальной теории уровня цен). Это следует из видения будущего, отраженного официальным источником информации. Пузырь госдолга раздувается по принципу финансовой пирамиды, лишь за счет несомняемого притока новых инвесторов в государственные бумаги США. Но если из-за дедолларизации мировой экономики этот приток начнет ослабевать, то в режиме перманентного бюджетного дефицита долларская инфляция будет неминуемо усиливаться. ■