



СЕРГЕЙ ГАРЬБОВСКИЙ

к стагфляции. Если ставки выше инфляции, растут сбережения, но падает экономическая активность.

У некоторых центробанков есть обязанность не просто таргетировать инфляцию, но и монетарными методами управлять темпами экономического роста в стране. Так, например, Федеральная резервная система действует на основании уставного мандата Конгресса США по «содействию максимальной занятости, стабилизации цен и сохранению умеренных долгосрочных процентных ставок», поэтому монетарная политика ФРС строится на достижении целевых показателей по инфляции и уровню безработицы.

В монетарной теории есть понятие «нейтральная процентная ставка». Это такой уровень ставки ЦБ, при котором инфляция соответствует целевому ориентиру и при этом обеспечивается полная загрузка производственных мощностей. Считается, что при достижении нейтрального уровня процентной ставки монетарная политика перестает влиять на экономику.

### От теории к практике

После кризиса 2008 года ФРС США, чтобы вытянуть американскую экономику и банковскую систему из мирового кризиса, действовала именно так, как предписывала теория. Эмиссия долларов, скупка казначейских облигаций Минфина США и ипотечных бумаг на сумму \$3,5 трлн, предоставление дополнительной ликвидности банкам на триллионы долларов через операции обратного репо, нулевые ставки refinancing до 2014 года. И все это оказалось лишь для того, чтобы заполнить гигантскую «денеж-

ную яму», которую «вырыли» американские банки, раздавая ипотечные кредиты и надувая объемы производных финансовых инструментов. По оценке экспертов Палаты представителей США, через пять лет после запуска программы монетарного стимулирования 81,5% из выделенных ФРС на борьбу с кризисом средств оказались в резервах на банковских счетах.

Не отставали и «коллеги» ФРС в Европе и в Японии. Так, операции ЕЦБ по долгосрочному рефинансированию банков и выкупу активов составили €2,5 трлн, но эта программа должна быть завершена в декабре 2018 года. ЕЦБ держал базовые ставки на нулевом уровне, а ставки по депозитам для банков на отрицательном (-0,40%) для того, чтобы коммерческие банки не хранили триллионы евро на корсчетах в ЕЦБ, а кредитовали экономику. Но европейские банки не торопились кредитовать, потому что кредитные риски компаний оставались высокими и плохо прогнозируемыми.

Денежная эмиссия при нулевых ставках, совершенная ФРС США, ЕЦБ, Банком Японии, Банком Англии и рядом других центробанков после 2008 года, оценивается в \$10 трлн. Столько потребовалось «напечатать» денег, чтобы предотвратить обвал экономик

развитых стран и обрушение мирового рынка облигаций, размер которого оценивался в \$100 трлн.

Еще в 2016 году глава фонда RIT Capital Partners лорд Джейкоб Ротшильд назвал такую рекордную по объемам денежную эмиссию «глобальным финансовым экспериментом», предсказать будущие последствия которого практически невозможно. И хотя монетаристы утверждают, что цели денежно-кредитной политики лучше всего достигаются, если ориентироваться на темпы роста денежной массы, а не на экономическую политику правительств, практика в тех же Соединенных Штатах доказывает обратное.

В основе экономического роста США сейчас лежит фискальная рефляция — то есть набор мер, направленных на увеличение объемов национального производства внутри США посредством государственного стимулирования экономики на основании новой бюджетной/фискальной политики (fiscal policy), более известной как «налоговая реформа Трампа», подразумевающей также проведение умеренной денежно-кредитной политики (monetary policy) ФРС США и сокращение дефицита торгового баланса. Рост валового национального дохода, улучшение платежного баланса, увеличе-

ние занятости собственного населения и оказание давления на конкурентов там поддерживаются протекционистской внешнеторговой политикой, таможенными и техническими барьерами и ограничением импорта.

Сейчас благодаря фискальному стимулированию и росту госрасходов экономика США демонстрирует темпы сравнимые с общемировыми (3,5–4%), но уже начинает перегреваться, безработица на минимуме, растет инфляция. В обозримом будущем ВВП США достигнет потенциального значения — максимального объема реального ВВП, который экономика способна производить за определенный период времени при полном и эффективном использовании всех доступных факторов производства и имеющихся технологий. Но дальше, согласно теории экономических циклов, начнется спад и рецессия, поскольку выше максимумов подпрыгнуть невозможно. В этой ситуации монетарный ответ один — повышать ставки сейчас, чтобы не допустить перегрева экономики. Поскольку среди центробанков мира ФРС США является основным, всем остальным волей-неволей придется следовать в русле политики ФРС. Это означает, что после десяти лет «тепличных условий» и возможностей правительств, компаний и граждан в развитых странах наращивать долги при минимальной нагрузке наступают жесткие времена разворота кредитных циклов наверх и роста ставок.

### От практики повышения ставок к обвалу рынков

В начале 2000-х неконтролируемый рост долгов в сочетании с повышением ставок ФРС США привел в итоге к мировому кризису 2008 года. Сейчас наблюдается схожая картина. Государственный долг США — \$21,84 трлн, при этом общий долг Соединенных Штатов — \$71,7 трлн. Из этой суммы долг граждан США составляет \$19,3 трлн, где ипотека — \$15,4 трлн, \$1,6 трлн — студенческие долги, \$1,04 трлн — долги по кредитным карточкам. На банки и корпорации приходится \$30,6 трлн в пропорции примерно 50:50. Часть кредитных денег компании тратят на выкуп своих акций на бирже, раздувая капитализацию и возвращая акционерам средства из займов. Долевое финансирование компаний, таким образом, заменяется долговым. Далеко не все компании и граждане смогут обслуживать

КАК МЕНЯЛСЯ ГОСДОЛГ США (\$ ТРЛН)

Источник: Казначейство США.

