

ВЛИЯНИЕ СВЕРХМЯГКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА ИНФЛЯЦИЮ И ФИНАНСОВУЮ УСТОЙЧИВОСТЬ

РЯБОВ Павел Васильевич, ioprost@mail.ru, младший научный сотрудник, Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, Москва, Россия

15 лет сверхмягкой денежно-кредитной политики (ДКП) ведущих мировых Центральных банков привели к существенным искажениям ценных пропорций, подрывая экономическую и финансовую устойчивость в условиях высокой долговой нагрузки, на траектории наращивания невозвратных долгов. Подобная ДКП может нарушать естественный механизм рефинансирования долгов, усиливая зависимость частного сектора от помощи государства и степени мягкости ДКП, что в свою очередь создает структурные диспропорции, оказывая влияние на способность монетарного регулятора стабилизировать макроэкономические и финансовые условия.

Ключевые слова: ФРС, инфляция, теория денег, функции денег, денежно-кредитная политика, долги, количественное ослабление, кризис ликвидности, кризис доверия, долговая устойчивость

DOI: 10.47711/2076-3182-2023-4-87-105

Введение. Агрессивная денежно-кредитная экспансия создает риски искажения ожиданий экономических агентов относительно стоимости и доступности финансовых ресурсов в среднесрочной и долгосрочной перспективе [1, с. 417 – 418]. Это вынуждает бизнес и население брать несоизмеримо больший риск, наращивать долговую нагрузку, в том числе увеличивая кредитное плечо, вовлекаясь в авантюрные финансовые проекты и спекулятивные пузыри.

Основная уязвимость психологического аспекта затяжной и агрессивной денежно-кредитной политики – это условная вера в постоянство сверхмягких финансовых условий и неисчерпаемость

предложения денег в любой момент и любого объема. Происходит ментальная подстройка, привыкание к новой реальности сильно смещенных стоимостных пропорций.

Синтезируется «иллюзия безопасности инвестиции» [2]. Предпосылками чего стали регулярные/повторяющиеся в течение многих лет опыты успешных и стремительных выкупов финансовых активов при падении цен и рекордная скорость роста капитализации. Создается критический «навес» участия институциональных единиц в спекулятивном ажиотаже, что неизбежно создает зависимость от искусственного происхождения ликвидности, и как следствие ловушку для регуляторов. Пузыри, выраженные в десятках триллионов долларов, и экстремальное вовлечение бизнеса и населения в подобные схемы, сковывают регуляторов в оперативных маневрах денежно-кредитной политики. Таким образом, результирующим итогом становятся вовлечение регуляторов в надувание пузырей и всесторонняя поддержка как вербальных интервенций на рынке, так и фактической денежной накачки.

Альтернативой может неуправляемое обрушение активов, основой которых стала гиперконцентрация участников финансовых рынков в спекулятивном ажиотаже и навесы многоуровневых маргинальных позиций, которые будут вынужденно лавинообразно покрываться, создавая триггеры для каскадного обрушения активов.

Помимо спекулятивного ажиотажа, сверхмягкие условия ДКП [3, с. 8] создают критическую массу «плохих» необслуживаемых долгов у бизнеса, которые не покрываются реальными денежными потоками в экономике. «Зомби-компании» (бизнес, имеющий около нулевую маржинальность и существующий за счет долгов) размывают корпоративную почву, отвлекая ресурсы экономики на неэффективные, непроизводительные и нерентабельные проекты, что существенным образом искажает векторы распределения материальных и финансовых ресурсов в экономике.

Стремление использовать окно избыточной дешевой ликвидности, «вера в светлое будущее» и искаженные ожидания деформируют долговой рынок, создавая неразрешимые проблемы и противоречия в будущем, как только произойдет ужесточение ДКП [4, с. 7-20].

Систематический необеспеченный избыток денег в системе приводит к формированию «пузыря» избыточного потребления и инвестиций бизнеса под необеспеченные доходы через беспрецедентные бюджетные субсидии, покрываемые неограниченной эмиссией. Макроэкономические показатели могут быть устойчивыми с растущей траекторией до тех пор, пока существует возможность условно неограниченной эмиссии. Гэп между обеспеченными и необеспеченными доходами формирует определенные ожидания экономических агентов, подстраиваясь под новую реальность. Уязвимость заключается в том, что эта «новая реальность» не стационарна, а ограничена по времени и чем более продолжительна сверхмягкая ДКП, тем более существенны риски формирования «пузыря» избыточного потребления. Ужесточение ДКП и урезание бюджетных расходов неизбежно спровоцирует экономический кризис, как минимум, на величину избыточного потребления.

Объемная монетарная эмиссия [5, с. 12] также нарушает механизмы обратных связей и селекции (отбора) эффективных бизнес-кейсов, что с одной стороны приводит к экспансии «зомби-компаний», а с другой стороны, к деградации политической и корпоративной элиты. Этот прямым образом выражается в отрицательной рентабельности долга, что означает неизбежность перманентного количественного ослабления с целью поддержки выпадающих доходов экономики. Отключение монетарной экспансии приведет к обрушению долговых рынков и невозможности рефинансировать долги.

В основе развития лежит эволюционный процесс естественного отбора, основанный на обратных связях. Количественное смягчение (англ. QE, Quantitative Easing – количественное смягчение, монетарная политика, которая позволяет центробанкам наращивать денежную массу через покупку активов) отключает этот механизм, выводит провалившихся экономических агентов из состояния банкротства.

Смысл экономического кризиса заключается в разрешении структурных дисбалансов экономического и финансового характера между институциональными группами через устранение неэффективных звеньев цепи, и выводу на первый эшелон более сильных, конкурентоспособных, эффективных структур.

Сам кризис возникает тогда, когда накопленный уровень ошибок в системе становится слишком велик, чтобы внутренние демпферы (механизмы, смягчающий колебания цены на тот или иной товар на внутреннем рынке) могли балансировать противоречия. Количественное ослабление не разрешает проблемы, оно их замораживает через купирование кассовых разрывов и насыщение системы избыточной ликвидностью.

Проблема частного долга замещается проблемой государственного долга. Частный долг еще в 2008 г. достиг «функционального порога» – той границы, при которой институциональные субъекты могут эффективно и бесперебойно обслуживать долговые обязательства без нарушения бизнес-процессов. Проблема частного долга в 2008 г. решалась:

1. Понижением средневзвешенных ставок заимствования через снижения ключевой ставки и стоимости капитала на денежном рынке

2. Насыщение финансовой системы избыточной ликвидностью для обеспечения бесперебойного процесса рефинансирования долгов

3. Агрессивным замещением частного долга государственным в структуре совокупного нефинансового долга.

Основная тенденция в ведущих развитых странах заключается в последовательном и систематическом замещении частного долга государственным долгом [6, с. 46]. Отношение государственного долга к частному нефинансовому в США выросло вдвое с 39% в 2007 г. до 78% в 2020 г., в Великобритании втрое с 20% до 62%, в большинстве европейских стран в 1,5 раза с 40% до 60%, так же, как и в Японии с 90% до 140% [7].¹

Фискальный ответ крупнейших развитых стран в кризис 2008-2009 гг. [8] составлял в среднем 30% чистого приращения государственного долга (долговой нагрузки) к ВВП на протяжении трех лет. В 2020 г. фискальный ответ составил в среднем свыше 20% и только за один год.

Государственные долги становятся долгосрочной проблемой. Стабильная финансовая и фискальная конъюнктура в 2021 г. обуславливается наличием главного покупателя – ЦБ и аффи-

¹ BIS https://www.bis.org/statistics/full_data_sets.htm

лированные с ЦБ финансовых структур (первичные дилеры и операторы открытого рынка, обеспечивающие покупки в рамках QE).

Преимущественно или весь вновь созданный государственный долг в крупных развитых странах выкупается монетарной эмиссией центральных банков в рамках QE (англ. QE, Quantitative Easing – количественное смягчение, монетарная политика, которая позволяет регуляторам (центробанкам) наращивать денежную массу через покупку активов, например государственных облигаций). Совокупный баланс ЦБ крупнейших развитых стран достиг 28,6 трлн долл к ноябрю 2021 г. в сравнении с 16,8 трлн долл в феврале 2020 г. Для сравнения, интегральный монетарный ответ ЦБ развитых стран в кризис 2008-2009 гг. не превышал 3 трлн долл за исключением своп линий с августа 2008 г. по ноябрь 2010 г. С 2010 по 2019 гг. балансы увеличились еще на 8 трлн долл., а с 2008 г. в совокупности на 12 трлн долл [6, с. 45]. Таким образом, объем QE в 2020 г. и за первую половину 2021 г. превышает все то, что было создано с 2008 по 2019 гг. включительно.

Годовое изменения балансов ЦБ (ФРС, ЕЦБ, Банк Англии, Банк Японии, ШНБ, ЦБ Австралии и ЦБ Канады) в млрд долл по курсу доллара на конец периода к февралю 2021 г. достигало 9,5 трлн долл., что почти в 4 раза выше пикового годового приращения в любой из периодов ранее 2021 г. К ноябрю 2021 г. годовое приращение центральных денег снизилось до 3,5 трлн долл., но остается в два раза выше средних темпов эмиссии в активную фазу с 2016 по 2018 гг.

За два года (2020 г. и 2021 г. включительно) государственный долг консолидированного бюджета в Великобритании вырос на 520 млрд фунтов, в Канаде на 780 млрд канад. долл.², в Австралии на 560 млрд австрал. долл., в Японии на 120 трлн иен, в США не менее, чем на 6 трлн долл., в странах Европы на 1,8-1,9 трлн евро.³

При этом, с марта 2020 г. по ноябрь 2021 г. совокупная эмиссия ФРС составила 4,4 трлн долл., ЕЦБ свыше 3,7 трлн евро,

² МВФ <https://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42&slid=1479329132316>

³ ОЭСР <https://stats.oecd.org/index.aspx?r=259142>

Банка Японии 140 трлн иен, Банка Англии 493 млрд фунтов, Банка Канады 390 млрд канад. долл., ЦБ Австралии 413 млрд долл. Таким образом, в Еврозоне и Японии монетарный импульс уже превышает планируемое увеличение государственного долга за два года⁴.

Низкие ставки и Центральные банки (Главный покупатель) обеспечивают функционирование всей долговой конструкции. Это обеспечивает гарантии как рефинансирования имеющегося долга, так и покрытия дефицита бюджета через размещение нового долга с таким же гарантированным выкупом Главным покупателем. Более того, это существенным образом понижает стоимость обслуживания долга не только через снижение ставок к нулю по всей кривой доходности, так и через возврат уплаченных процентов, которые министерства финансов платят центральным банкам. В дополнение к этому, наличие стабильного Главного покупателя снимает риски внезапного бегства крупного инвестора на государственный долг.

Побочным эффектом монетизации государственного долга являются пузыри на финансовых активах и товарных сегментах, подверженных спекулятивному ажиотажу.

Идеальная картина вечного двигателя, где правительства могут беспрепятственно покрывать неограниченные государственные дефициты за счет монетизации, пузыри на финансовых рынках бесконечно надуваются, создавая «эффект богатства», а компании могут также неограниченно размещать токсичный долг за счет избыточной ликвидности на рынке.

Все это работает только до одного момента – пока QE продолжается, а продолжение QE может быть только в условиях низкой инфляции – долгосрочно подавленных инфляционных ожиданий и инфляционных процессов. Рост инфляции неизбежно ломает всю конструкцию с тяжелыми экономическими последствиями.

Неограниченная необеспеченная эмиссия ставит перед системой массу рисков – инфляционных, структурных и финансовых.

Деньги в капиталистической экономике, как высшая мера принуждения, равно как и процедуры взыскания долгов – создавали

⁴ По данным Отчета ФРС по форме Z1 // URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/efa/enhanced-financial-accounts.htm>

ранее кластеры/очаги конкурентоспособности, где за счет естественного отбора побеждали наиболее приспособленные и эффективные. Борьба за выживаемость шла путем повышения производительности, предоставлении лучшего баланса цены и качества, повышении маржинальности и концентрации на инновациях и прогрессе.

Фиатные деньги (от лат. Fiat — декрет, разновидность валюты, которая не обеспечена товаром, таким как золото или серебро) имеют неустойчивую конструкцию доверия. Вне зависимости от уровня развития экономики, центральные банки постоянно должны доказывать легитимность денежной системы/национальной валюты, препятствуя бесконтрольной/неуправляемой экспансии квазиденег и любых форм производных денежных инструментов, генерируемых частной экономикой [11, с. 83]. Это могут быть цифровые валюты, финтех (англ. Fintech – финансовые технологии) инструменты, либо квазиденежные конструкции. Существующие денежные формы и пропорции никогда не являются окончательно сформированными, они всегда находятся в динамическом равновесии, подтверждая то, что фундаментом денежный отношений является принцип доверия.

Монополия на доверие к центральным деньгам весьма хрупка, т.к. в условиях нарушения денежного равновесия и доверия к устойчивости денежной системы, происходит отказ, бегство из фиатных денег в финансовые суррогаты. Это является итогом/результатом утраты доверия в способность центральных денег сохранять долгосрочную покупательскую способность.

Есть два базовых рычага воздействия на финансовую систему и экономику у центральных банков – 1) регулировка стоимости и доступности денег через процентные ставки и 2) количество денег в системе.

Смысл регулирования процентной ставки заключается в расширении спектра компаний, функционирующих в экономике с низкой маржинальностью (анг. Marginality – соотношение маржи к выручке, которое рассчитывается в процентах), и в форсировании маржинальности у существующих компаний за счет понижения стоимости обслуживания долга, в том числе у государственных структур. Регулирование количества денег в системе обеспечивает в первую очередь избыточную ликвидность,

которая смягчает условия фондирования бизнеса, населения и государства. Это проявляется в более высокой способности для банков по выдаче кредитов и способности выкупать/рефинансировать финансовой системой эмиссию корпоративных, государственных облигаций и IPO/SPO.

Переизбыток ликвидности и реальные отрицательные процентные ставки на денежных и долговых рынках создают эффект концентрации ликвидности в высоко-рискованных/подвижных активах, как в первую очередь фондовые рынки. Экспансивная динамика приращения капитализации создает благоприятные условия на рынке капитала для заимствования бизнесом через открытый рынок в виду искажения участниками торгов оценки перспектив доходности от вложений.

Так, в 2020 г. совокупный объем IPO среди американских корпораций составил 85 млрд долл – это третий результат за всю историю обращения после 106 млрд долл в 2000 г. и 94 млрд долл в 2014 г. Однако, за первые 10 месяцев 2021 г. объем IPO превысил 125 млрд долл, что гарантирует максимальную вовлеченность инвесторов в первичные размещения.

Ситуация с SPO аналогичная с точки зрения концентрации интереса со стороны международных инвесторов за последние два года. В 2020 г. андеррайтерами были одобрены и совершены SPO на сумму 259 млрд долл – это максимальный результат в истории. Предыдущие максимумы были в 2009 г. на уровне 231 млрд долл и в 2000 г., 2013 г. на уровне 195 млрд долл. За первые 10 месяцев 2021 г. объем SPO незначительно снизился до 191 млрд долл против 204 млрд долл в 2020 г., но исходя из предварительных планов андеррайтеров, в 2021 г. объем реализованных SPO может зафиксировать второй результат в истории в диапазоне 230-240 млрд долл.

В совокупности, привлечение капитала бизнесом по направлению IPO/SPO в 2020 г. составило 390 млрд долл – это максимум за всю историю. Предыдущие максимумы были в 2000 г. и 2014 г. на уровне 305 млрд долл. За первые 10 месяцев 2021 г. объем размещений составил 372 млрд долл по сравнению с 311 млрд долл в 2020 г., что гарантировано выведет 2021 г. на первое место по объему привлечения капитала бизнесом.

Помимо фондирования капитала напрямую, бизнес активно использует момент рекордно низких ставок для наращивания долга, используя открытый рынок капитала. Совокупная эмиссия корпоративного долга инвестиционного рейтинга в 2020 г. превысила 1,8 трлн долл [12], что почти в 1,5 раза больше чем в 2018-2019 гг. За первые 10 месяцев 2021 г. эмиссия корпоративных облигаций инвестиционного рейтинга снизилась до 1,3 трлн долл против 1,7 трлн долл за аналогичный период в 2020 г. [13]. Одна из причин снижения спроса на корпоративные выпуски долга являются отрицательные реальные процентные ставки, что существенно деформирует долговой рынок, вымывая из него долгосрочный инвестиционный спрос.

Спекулятивный спрос сместился в высоко рисковые высокодоходные облигации с бросовым инвестиционным рейтингом. В 2020 г. эмиссия подобных корпоративных облигаций составила 424 млрд долл., что на треть выше максимальных показателей эмиссии за предыдущие периоды. Однако, за первые 10 месяцев 2020 г. эмиссия высокодоходных облигаций достигла 440 млрд долл против 360 млрд долл за аналогичный период в 2020 г.

Хотя совокупный объем эмиссии в 2021 г. меньше чем в 2020 г. примерно на 15%, важно отметить, что в структуре спроса на корпоративные облигации произошел явный крен в сторону риска. 2021 г. может стать первым годом за всю историю, когда свыше четверти от совокупного спроса будет сосредоточено в высокодоходных облигациях. Последний раз нечто подобное было в 2010 г. на фоне восстановления склонности к рисковому спекулятивным операциям на рынке капитала по мере насыщения финансовой системы избыточной ликвидностью. Это продолжалось недолго, уже с 2012 г. происходил затяжной реверс в сторону высококачественных облигаций вплоть до 2018 г., когда лишь каждый восьмой доллар был распределен в облигациях с низким инвестиционным рейтингом.

Спрэды между корпоративными облигациями и Казначейскими облигациями правительства США трежерис, (англ. Treasuries, treasury – «казначейство») показывают меру вовлечения в риск со стороны участников финансового рынка. Чем спрэд ниже (приближается к нулю), тем выше риск факторы

на финансовых рынках и тем выше способность бизнеса фондироваться на открытом рынке. Декомпрессия спрэда свидетельствует об активизации кризисных процессов на рынке, и это лучше проявляется на высокодоходных облигациях.

Склонность к риску на рынке сейчас максимальная за последние 30 лет. Премия к трежерис для высокодоходных облигаций составляет всего 5 п.п. Это ниже, чем за любой период с 2009 г., но несколько выше исторического минимума во втором квартале 2007 г. Главная проблема подобного поведения инвесторов с недооценкой риска заключается в том, что по мере эскалации спекулятивного ажиотажа в сомнительные инвестиционные схемы и преддефолтные бумаги происходит эффект «ловушки капитала». Реципиенты спекулятивного ажиотажа в виде убыточного бизнеса получают финансовые ресурсы, которые не могут обслужить, что наращивает невозвратный долг и увеличивает долговой дисбаланс в системе. Результатом аномальной склонности к риску практически всегда является запертие капитала и агрессивная декомпрессия процентных спрэдов со всеми вытекающими последствиями. Спекулянты теряют капиталы, а бизнес теряет способность к фондированию до момента очищения системы от неплатежеспособных участников.

Все то же самое происходит и в более качественных облигациях с тем различием, что процессы менее явные, более инерционные и растянутые, а запас прочности выше. На графике процентных спрэдов для AAA и BBB⁵ облигаций видно, что чем более рискованные долговые бумаги, тем более волатильны спрэды и тем более выраженные пики концентрации и распределения спекулятивного и инвестиционного капитала. Расширение спрэдов на BBB облигации было более явным, чем в AAA сегменте в 2-3 кв. 2011 г., в 4 кв. 2015 г. – 1 кв. 2016 г. и марте-апреле 2020 г. по мере реализации риск-факторов макроэкономического или финансового уровня.

Качество облигаций обуславливает платежеспособность эмитента. AAA облигации представляют такие компании, как Apple, Microsoft, Google, Intel, McDonalds и другие, т.е. бизнес

⁵ Статистика процентных ставок на группы корпоративных облигаций и гособлигаций <https://fred.stlouisfed.org>

с устойчивым высоким чистым денежным потоком и долговой позицией, близкой к отрицательной. Трежерис являются универсальным бенчмарком (англ. Benchmark — «ориентир», показатель или финансовый актив, доходность по которому служит образцом для сравнения результативности инвестиций), которые гарантируются статусом долларовой системы и гарантом кредитора последней инстанции (ФРС). Корпоративные облигации AAA сегмента обычно котируются несколько ниже, т.е. с более высокой доходностью, но в целом повторяют кривую изменения доходности трежерис, т.к. оба сегмента долгового рынка концертируют на себя капиталы консервативных инвесторов и директивных инвестиционных структур, тогда как динамика BBB и тем более CCC облигаций показывают движения спекулятивного капитала.

Избыточная ликвидность на фоне отрицательных реальных процентных ставок создает точку бифуркации и смещение финансовых капиталов в рисковые активы. Это было отмечено выше по сужению процентных спредов между высококачественными и низкокачественными облигациями, по аномальному ажиотажу в эмиссии преддефолтных облигаций и активности на рынке корпоративного капитала (IPO/SPO). Однако более выражено избыточность ликвидности и спекулятивный ажиотаж проявляется на фондовых рынках.

К 3 кв. 2021 г. капитализация национальных эмитентов к ВВП достигла 240%⁶. На протяжении большей части своей истории капитализация американских публичных компаний не превышала 100% к ВВП, что случилось однажды в конце 60-х годов XX века. На фоне высокой инфляции капитализация рынка к ВВП последовательно снижалась до 40% от ВВП к 1975 году и оставалась в диапазоне 40-55% на протяжении еще 10 лет до 1985 года. Это является наглядной демонстрацией того, насколько могут быть успешны вложения в фондовые активы в период высокой инфляции, которая наблюдалась в США с 1969 по 1985 гг.

Опережающий разгон капитализации рынка начался с 1986 г. и продолжался 15 лет до 2001 г. Это способствовало

⁶ Отчет Z1 от ФРС <https://www.federalreserve.gov/releases/efc/enhanced-financial-accounts.htm>

либерализации правил торговли на Wall Street с доступом инвестиционных банков к рискованным операциям, которые были частично изъяты в середине 30-х годов XX века. В этот же период произошла бурная экспансия управляющих компаний, взаимных фондов, хедж-фондов и прочих финансовых структур, нацеленных на вложения в фондовые активы. Параллельно развивались электронные технологии (торговые терминалы, удаленная торговля) и бум интернет-компаний на фоне одного из лучших макроэкономических периодов в истории США с 1992 по 2000 гг., когда капитализм триумфально шествовал по всему миру на руинах бывшей социалистической цивилизации. Все эти основные факторы в совокупности, нисходящая траектория процентных ставок, более мягкая денежно-кредитная политика и накопленная недооцененность рынка способствовали разгону капитализации с 40-50% от ВВП в 19 г. к 170% от ВВП в 2001 г. Коллапс интернет-пузыря, неадекватность дисконтирования будущих денежных потоков (ожидания будущих доходов) и аномальный спекулятивный ажиотаж создали эффект пузыря, последствия от которого были заметны на протяжении многих лет. Даже бурное восстановление рынка в 2004-2007 гг. нарастили капитализацию к ВВП лишь до 130%. Кризис 2008-2009 гг. изменил многое – приоритеты денежно-кредитной политики, финансовые балансы и диспозицию финансовых структур, где начали доминировать связанные с операциями с ФРС и ЕЦБ финансовые группы. Началась новая нормальность с доктриной неограниченной ликвидности в любой момент по первому требованию – без залогов, без сроков и по нулевой стоимости. Эпоха количественного ослабления изменила все правила функционирования финансовой системы, существенно искажая обратные связи и необратимо деформируя рынки капитала. Результатом подобных действий от ведущих мировых центральных банков стали неадекватные мультипликаторы на рынке корпоративного капитала, хроническая и систематическая недооценка риска с полным отключением обратных связей. Уже в середине 2013 г. капитализация к ВВП превысила максимумы 2007 г., в конце 2018 г. были обновлены максимумы 2000 г., в 2021 г. капитализация рынка удвоилась относительно среднего уровня 2009-2019 гг.

Рынок стал абсолютно недоступным по историческим меркам относительно доходов американских домохозяйств. Так если взять за точку отсчета зарплаты в совокупности по всем домохозяйствам к стоимости S&P 500, то на ноябрь 2021 г. доступность рынка почти в 1.5 раза ниже, чем в 1999-2001 гг., которые считались периодом наиболее агрессивного пузыря современности. В среднем рынок сейчас в два раза менее доступный, чем в 2005-2007 гг., и это несмотря на то, что в номинальном выражении на макроуровне доходы американских домохозяйств выросли почти на 90%.

Большая ошибка рассматривать фондовый рынок как убежище от высокой инфляции. Основная уязвимость сейчас исходит от долговых и денежных рынков. В 2021 г. совокупный долг (кредиты + облигации) нефинансовых структур (компания + государство + население) составлял 340% от ВВП. В период высокой инфляции с 1969 по 1985 гг. средний облигационный долг к ВВП не превышал 150%, оставаясь достаточно стабильным на уровне 140% с 1960 по 1980 гг. Фаза экспансии произошла с 1983 по 1993 гг. и с 2000 по 2008 гг. Делевередж (англ. *Deleverage* – уменьшение использования заемных средств, снижение доли долгового финансирования происходил с 2009 по 2014 гг., с фазой стабилизации с 2014 по 2019 гг., и последующей экспансией за счет госдолга, в первую очередь.

Основное долговое сжатие происходило за счет кредитного рынка, который потерял больше всего долговой нагрузки с 2009 по 2014 гг. Так, делевередж по кредитному долгу составил более 30% от ВВП (с 145 до 115%) за 5.5 лет – это самое сильное сжатие за весь доступный период статистики.

По облигациям сжатие с 2009 по 2014 гг. менее существенное – около 15% от ВВП (с 210 до 195%). Но здесь важно отметить, что облигационный рынок в период высокой инфляции практически не пользуется спросом. Так, в начале 60-х годов 20 века облигационный долг к ВВП составлял около 77% и последовательно снижался до 63-65% к 1975 году, оставаясь подавленным вплоть до 1983 г. – момента разворота инфляционного тренда. Для облигаций нужна нисходящая траектория инфляционного давления и реальные положительные процентные ставки.

Текущие факторы разгона цен в долларовой зоне и еврозоне следующие: инфляция издержек, структурные, фискальные и монетарные. Инфляция издержек включает в себя беспрецедентный рост цен на энергию, промышленные металлы, удобрение, продовольствие и так далее. Это меньшая из проблем.

Структурные факторы инфляции – это смещение спроса от сферы услуг в товары на волне COVID ограничений. Правительства блокировали культурные, спортивные, развлекательные, туристические и торговые кластеры, что высвобождало значительные финансовые ресурсы из услуг в товары. Если раньше подобные меры способствовали бы кризису, т.к. люди бы теряли работу и источник дохода в наиболее емкой с точки зрения рабочей силы сфере, то в 2020-2021 гг. административные, фискальные и монетарные меры блокировали кассовые разрывы и увольнение персонала из пострадавших сегментов экономики.

Это привело к тому, что нераспределенные финансовые ресурсы на руках у населения достигли рекордного уровня с точки зрения темпов прироста, что наглядно видно по динамике изменения денежных агрегатов. Точки приложения денежных ресурсов сузились из-за COVID ограничений, а сфера услуг ранее концентрировала до 70% от совокупных расходов домохозяйств. Не менее трети попало на разного рода ограничения, что привело к высвобождению значительных ресурсов и аккумуляции их в товарном сегменте. Производственные мощности, складские запасы и логистические потенциалы оказались недостаточными, чтобы удовлетворить спрос, который вырос на двухзначные величины.

Производство, склады и логистика на протяжении многих лет в рамках сезонных колебаний адаптировались под прогнозируемый паттерн и диапазон спроса, но спрос вырос на не плановые 2-3% в год, а на десятки процентов по некоторым категориям товаров. Это привело к переполнению стеков доступных заказов на производство и транспортному коллапсу. Учитывая временность подобных аномалий, активизации в инвестициях промышленных и торгово-логистических компаний не было, т.к. бизнес не верил в устойчивый характер спроса. Цены выросли, но могут быть стабилизированы в среднесрочной перспективе по мере исчерпания фискальных стимулов

и снятия COVID ограничений, что сделает реверс из товаров в сектор услуг.

Проблема в том, что по мере расширения фискальных и монетарных стимулов, произошла явная деградация трудовых ресурсов и рынка труда в целом. На текущий момент в США свыше 4 млн. открытых трудовых вакансий сверх уровня 2019 г., которые не удовлетворены со стороны рабочей силы. В совокупности более 11 млн. вакансий, и это качественным образом отличает текущий кризис от всех предыдущих. Типичный паттерн поведения бизнеса в кризис – это оптимизация издержек и увольнение персонала на траектории закрытия кассовых разрывов и проблем со спросом. В кризисы рынок труда переполнен рабочей силой, для которой нет рабочих мест, т.к. бизнес находится на траектории сжатия и оптимизации издержек. В этих условиях традиционные механизмы монетарной поддержки неплохо работают, но не сейчас. В 2021 г. все наоборот – бизнес готов и хочет предоставить рабочие места, но никто не хочет работать по причине квалификационной деградации и искажения восприятия работы на фоне неадекватных бюджетных стимулов, которые превышали доходы целых кластеров рабочей силы.

Чтобы найти рабочую силу, бизнес вынужден повышать зарплату, которая в США растет рекордными темпами [13], но это в свою очередь раскручивает инфляционную спираль.

Гораздо более опасные – это монетарные причины инфляции, которые более долгосрочные и более сложные. Монетарный фактор – утрата доверия к денежной системе [14]. Деньги – важный элемент в формировании богатства, т.е. отложенного, распределенного во времени потребления. Люди формируют накопления в фиатной валюте исходя из предположения, что в будущем смогут сохранить покупательскую способность существующих денег, в противном случае идет поиск суррогатов, заменителей. Если произойдет подрыв доверия к денежной системе, если люди перестанут видеть и различать в управляющих ФРС авторитет и компетентность – монетарное расщепление неизбежно. Следствием данных процессов будет бегство из денег и из долгов, номинированных в токсичной валюте в товары, недвижимость, землю, золото, финансовые суррогаты и т.д.

Проблема заключается в том, что ФРС теряет контроль над ситуацией, т.к. реальные процентные ставки ушли в отрицательную область так, как никогда ранее. В любой из периодов высокой инфляции, ФРС ранее действовала с опережением, т.к. происходило ужесточение монетарной политики на 2-3 месяца быстрее, чем происходила реакция со стороны цен. В каждый из периодов расширения ценового давления, реальные процентные ставки на денежном рынке были положительными. Лишь по мере формирования пика инфляционного выброса, ФРС смягчала монетарную политику, т.е. происходил переход в отрицательные реальные процентные ставки, но исключительно на траектории ослабления инфляционных процессов. Сейчас все наоборот – инфляция разгоняется рекордными темпами за 40 лет, а ставки не только остаются нулевыми без каких-либо намеков на ужесточение, так в дополнение к этому происходит агрессивная политика количественного ослабления, что существенным образом искажает балансы, пропорции и обратные связи на денежных и долговых рынках.

Реальная денежная масса в США выросла с 20 г. на 24% к февралю 2021 г. и опустилась до 7% к октябрю 2021 г.⁷. По историческим меркам подобные темпы роста реальной денежной массы никогда не наблюдались. Даже в периоды агрессивного ценового давления в 70-х и 80-х годах 20 века темпы роста реальной денежной массы не превышали 10%. Инфляция разгоняется с лагом примерно в 15-20 месяцев от точки разгона денежной массы в реальном выражении, с коэффициентом 1.5 в период с 1970 по 1985 гг. и с коэффициентом 0.5 в XXI веке. Из этого следует, что потенциальное инфляционное давление во второй половине 2022 г. может достигнуть 10-12%.

Устойчиво реальные отрицательные процентные ставки – это и есть определения точки невозврата на долговом рынке, где могут начаться фатальные деструктивные последствия. Отрицательные реальные процентные ставки на денежных и долговых рынках означают, что никакого устойчивого частного спроса на долги не будет. Следствие чего станут проблемы не только в размещении нового долга, но и даже в рефинансировании

⁷ Денежная масса США <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H6>

текущего. Единственным выходом из ситуации может быть количественное ослабление, с неограниченным выкупом долга так, как это происходит сейчас. В этих условиях может создаваться видимость стабильности. Но это не так. Чем более длительный и чем более масштабный искусственный выкуп активов, тем более явные долгосрочные деструктивные процессы на рынках и тем более масштабные инфляционные процессы. В итоге продолжение выкупа еще более разгоняет цены, уведут ставки в отрицательную область и тем сильнее подрывает частные инвестиционный спрос на долги.

Наступит момент, когда центральным банкам для стабилизации ценового давления придется в принудительном режиме нажимать на стоп-кран, создавая брешь на денежных и долговых рынках. Уход главного покупателя с рынка долга парализует этот рынок, т.к. частного спроса не может быть в условиях реальных отрицательных процентных ставок. Единственный выход – это отпустить кривую доходности по долгу в свободное плавание с естественным рыночным ценообразованием, но это создаст другую проблему – рост стоимости обслуживания долга. Если кризис 70х годов XX века американская экономика встречала с долгом в 140% от ВВП, – в 2022 г. долговая нагрузка в три раза выше. Каждый процент роста стоимости обслуживания создаст фундаментальную брешь в денежных потоках бизнеса, который балансирует при отрицательной рентабельности долга.

Все это создает целый комплекс триггеров для разрушительных процессов по всему спектру активов. Утрата доверия на денежных рынках, паралич долгового рынка и коллапс фондовых рынков, которые переоценены не менее чем в два раза относительно исторической средней доходности. Подобные процессы могут привести к кризису, который буквально кратно окажется сильнее, чем 2008-2009 гг. Главная причина – это отсутствие рычагов управления. Кризис 2009 г. был залит фискальными стимулами и агрессивным наращиваем государственного долга, замещая частный долг на фоне беспрецедентных монетарных стимулов и понижении ставок до нуля.

Сейчас пространство маневра у денежных и фискальных регуляторов ограничено в противодействии потенциальному кризису, т.к. смягчение денежно-кредитной политики затруднено

в условиях высокой структурной инфляции, а государственный долг находится на уровне, дальнейшее приращение которого становится затруднительным. Высокие ставки оказывают влияние на стоимость обслуживания долга, еще больше разгоняя дефицит бюджета, и подрывая долговую конструкцию.

Стандартная логика противодействия кризису (смягчение ДКП и фискальные стимулы) при текущей композиции факторов риска не может работать эффективно, т.к. усилит существующий комплекс структурных дисбалансов финансового и экономического характера. Соответственно, будущая реализация кризисных процессов в экономике и/или на финансовом рынке может усилить структурные искажения при отсутствии эффективных рычагов противодействия кризису от фискальных и монетарных регуляторов.

Все вышесказанное создает неопределенность, понижает устойчивость системы и требует выработки принципиально иных моделей системы принятия решений в рамках денежно-кредитной политики.

Список литературы

1. Дубянский А.Н. Современная денежная теория: историческая ретроспектива, *Вестник Санкт-Петербургского университета*. 2022. Экономика, №38 (3). С. 416–435. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2022.304>
2. Нестеренко Е.А., Киселев М.В. Новый взгляд на проблемы экономического прогнозирования в условиях неопределенности // *Вестник СГСЭУ*. 2019. № 3 (77). С. 164 – 167.
3. Божечкова А.В., Трунин П.В. Банк России ужесточает денежно-кредитную политику из-за ускорения инфляции // *Экономическое развитие России*. Том 28. № 6. 2021. С. 8.
4. Головин М.Ю. Денежно-кредитная политика России: реакция на новые внешние вызовы. // *Вестник Института экономики Российской академии наук*. 2023. № 1. С. 7 – 20.
5. Степнов И.М., Ковальчук Ю.А., Мельник М.В., Петрович Т. Государственные расходы и общественные цели: реалистичны ли решения «современной денежной теории»? *Финансы: теория и практика*. 2022. № 26(3). С. 6-18. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-3-6-1
6. Кудинова М.М. Трансформация монетарной политики государств в период глобальной пандемии. *Финансы: теория и практика*. 2022. №26(1). С.41-54. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-1-41-54
7. Schmeling M., Schrimpf A., Sigurd A.M. Steffensen Monetary policy expectation errors // *Journal of Financial Economics* 2022, vol. 146 (3). Pp. 841-858.
8. Бернанке Б.Ш. Перспективы восстановления экономики США после кризиса // *Зарубежные исследователи о глобальном финансовом кризисе и его уроках*. 2012. №2 012. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/perspektivy-vosstanovleniya-ekonomiki-ssha-posle-krizisa> (дата обращения: 11.04.2023)
9. *Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks*. Release Date: July 13, 2023. // *Электронный ресурс* // URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm>

10. Behn M., Lang J.-H. Implications for macroprudential policy as the financial cycle turns // Электронный ресурс // URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macroprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202307_01~ef3b5994fb.en.html
11. Кошелев К.А. Тенденции развития рынка цифровых финансовых активов в контексте цифровой трансформации мировой экономики. Финансы: теория и практика. 2022. № 26(4):80-94. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-26-4-80-94
12. Understanding Fixed Income Markets in 2023. A Report from Greenwich Associates & SIFMA Insights. Электронный ресурс // URL: <https://www.sifma.org/resources/research/understanding-fixed-income-markets-in-2023/>
13. Pay Raises Are Finally Beating Inflation After Two Years of Falling Behind. The Wall Street Journal. July 19, 2023 // Электронный ресурс. URL: https://www.wsj.com/articles/pay-raises-are-finally-beating-inflation-after-two-years-of-falling-behind-3e89bc2d?mod=hp_lead_pos6
14. Аглиетта М., Орлеан А. Деньги между насилием и доверием. 2006. 368 с.

Для цитирования: Рябов П.В. Влияние сверхмягкой денежно-кредитной политики на инфляцию и финансовую устойчивость // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 4. С. 87-105.
DOI: 10.47711/2076-3182-2023-4-87-105.

Summary

IMPACT OF ULTRA-SOFT MONETARY POLICY ON INFLATION AND FINANCIAL STABILITY

RYABOV Pavel V., ioprost@mail.ru, Junior Researcher, Institute of National Economic Forecasting, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

Abstract. 15 years of ultra-soft monetary policy of the world's leading Central banks have led to significant distortions of price proportions, undermining economic and financial stability in conditions of high debt burden and on the trajectory of increasing bad debts. Such monetary policy can disrupt the natural mechanism of debt refinancing, increasing the dependence of the private sector on government assistance and monetary policy easing measures, which in turn creates structural imbalances, affecting the ability of the monetary regulator to stabilize macroeconomic and financial conditions.

Keywords: Fed, inflation, theory of money, functions of money, monetary policy, debt, quantitative easing, liquidity crisis, crisis of confidence, debt sustainability

For citation: Ryabov P. V. Impact of Ultra-Soft Monetary Policy on Inflation and Financial Stability // Scientific works: Institute of Economic Forecasting of the Russian Academy of Sciences. 2023. No. 4. Pp. 87-105.
DOI: 10.47711/2076-3182-2023-4-87-105