



## У ФРС остается все меньше эффективных инструментов

*Привычные связи между финансовым рынком и экономикой нарушены*

**Михаил Ершов, Институт энергетике и финансов, Финансовый университет при правительстве РФ**

<https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2020/08/11/836428-frs-ostaetsya>

Ведомости, 12-08-2020

В конце июля состоялось очередное заседание Федеральной резервной системы (ФРС). Оно произошло, когда было объявлено, что номинальный ВВП США сократился более чем на 30% во II квартале 2020 г. (в годовом исчислении), что является самым плохим показателем за всю историю. Это почти в 5 раз хуже, чем в кризис 2008 г. (тогда в IV квартале ВВП снизился на рекордные 7,2%). Безработица всего за два месяца в 2020 г. выросла с наилучших уровней за последние 50 лет до уже наихудших за последние 90 лет.

ФРС надо восстановить рост экономики и нейтрализовать основные риски. При этом проблем становится все больше, а инструментов решения все меньше. Процентные ставки уже около нулевых значений, а зачастую и в отрицательной зоне; экономика перекредитована, и спроса на кредиты, как ожидалось при введении мер поддержки, не наблюдается.

Ни одна из введенных с начала пандемии мер не свернута, а специальные механизмы кредитования продлены до конца года. Продолжится «длинная эмиссия» – покупки казначейских и ипотечных облигаций, что, по идее ФРС, способствует «эффективному трансмиссионному механизму монетарной политики».

Но количество дефолтов растет, несмотря на масштабные меры поддержки: во II квартале отмечался максимальный объем дефолтов с 2009 г. Ожидается усиление и глобальных перекосов, которые отмечались еще до пандемии. И речь не только о системных дисбалансах стран-доноров и реципиентов – эта проблема наблюдается уже многие годы. Причем из-за масштабных мер поддержки после

кризиса 2008–2009 гг. возникли новые перекосы. В итоге ведущие экономики утратили способность адекватно реагировать на рычаги воздействия со стороны регуляторов.

Так, стала устойчиво отмечаться искаженная взаимосвязь между процентными ставками, объемом кредитов, спросом на деньги – и более того, между финансовым рынком и всей экономикой в целом. Даже сложившийся в послевоенный период новейшей истории цикл финансовых провалов (примерно 6–8 лет) сейчас нарушен. А центральные банки теперь должны формировать свою денежно-кредитную политику в условиях аномальных алгоритмов взаимодействия, которых становится все больше.

Действительно:

- на фондовых рынках рекордный рост, в то же время экономика растет крайне слабо;
- при масштабном вливании ликвидности цены практически не растут – но также не растут и инвестиции;
- фондовые индексы продолжают рост при резко увеличивающейся безработице;
- повышение ликвидности не приводит к обесценению доллара; более того, доллар часто дорожает, даже когда экономические проблемы берут начало в США;
- доходность периодически становится отрицательной даже по высокорисковым бумагам (таких сегодня – на \$15 трлн).

При этом структура фондового рынка тоже деформировалась: весь рост в основном пришелся на пять компаний из индекса S&P 500 – Apple, Amazon, Google, Microsoft, Facebook. Вероятно, на них приходится и большая часть рисков. Аналогии из прошлого настораживают: перед кризисом доткомов в 2000 г. стоимость акций высокотехнологичных компаний, которые затем рухнули, многократно превышала стоимость реального сектора. Например, акции Microsoft были почти в 200 раз дороже US Steel.

Ситуация, очевидно, должна каким-то образом разрешиться, а масштаб несоответствий уменьшиться. Механизмы пока еще остались – например, через валютный курс. Так, доллар дешевел последний месяц относительно ведущих валют и сейчас находится на минимальных уровнях за последние два года (хотя важно при этом не спровоцировать бегство от доллара). Другим решением может быть обвал активов на фондовых рынках. Такой вариант не раз использовали регуляторы ранее, позволяя пузырю лопнуть (вспомним тот же кризис доткомов, ипотечный кризис и др.). Еще один путь – это рост инфляции. Можно также решиться на сжатие балансов центральных банков; по этому пути изначально пытались пойти регуляторы ведущих стран еще до пандемии. Наконец, есть и совсем рискованный сценарий – эскалация геополитического напряжения.

Каждый из этих вариантов на самом деле плох. То есть регуляторам придется делать выбор между плохим и очень плохим. Да еще и в условиях весьма вероятной второй волны коронавируса.