

UDC | УДК 336.711.2

Кулыгина Ольга Ивановна,

к.б.н., доцент кафедры организационно-управленческих инноваций,
Российский Экономический Университет им. Г.В. Плеханова

Kulygina O. I.

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

**ПРОГРАММА КОЛИЧЕСТВЕННОГО СМЯГЧЕНИЯ ФРС КАК
ПРИЧИНА ВОЗНИКНОВЕНИЯ НОВЫХ РИСКОВ ДЛЯ
ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ США
QUANTITATIVE EASING PROGRAM OF THE FED AS THE CAUSE
OF NEW RISKS TO THE US FINANCIAL SYSTEM**

Аннотация. В статье рассмотрены основные этапы программ кредитного и количественного смягчения, реализованных ФРС в период развития мирового экономического кризиса в 2007-2012 годах. Указаны наиболее значимые негативные тенденции, возникшие в ходе реализации программ количественного смягчения. Даны предложения по минимизации рисков для реального сектора экономики, платежной системы и депозитов населения, связанных с неустойчивым состоянием финансового сектора.

Ключевые слова: ФРС, количественное смягчение, кредитное смягчение, производные финансовые инструменты, государственный долг США.

Annotation. The article describes the main stages of the credit programs and quantitative easing implemented by the Fed during the development of the global economic crisis in 2007-2012. The shown are the most significant negative trends that emerged during the implementation of the quantitative easing program. Proposals to minimize the risks for the real economy, the

payment system and deposits of the population, associated with the unstable state of the financial sector.

Keywords: Federal Reserve System, FED, quantitative easing, credit easing, derivative financial instruments, Federal Debt Held by the Public.

Наиболее очевидной причиной экономического кризиса 2008 года, явилось падение цен на недвижимость в США, которая являлась базовым активом в отношении производных финансовых инструментов, таких как CRE, CDO и CDS и других финансовых инструментов, обязательства по которым многократно превышали стоимость первичного актива. Менее очевидной причиной произошедшего являлась политика практически бесконтрольного кредитного стимулирования потребления, как основного инструмента поддержания роста мировой экономики.

Необходимо отметить, что руководство Федеральной резервной системы США своевременно оценило глубину проблем и предприняло ряд мер, которые, тем не менее, оказались не достаточными для стабилизации финансовой системы США в острый период кризиса.

Программы, реализованные ФРС с целью купировать нарастающие негативные явления в финансовом секторе, принято разделять на два этапа – до и после банкротства четвертого по величине инвестиционного банка США - Lehman Brothers. Крах Lehman Brothers, который больше, чем какой-либо другой инвестиционный банк США, работал с бумагами американской ипотечной отрасли и облигациями взаимного долга (CDO) принято связывать с началом острой фазы экономического кризиса.

Оценив возникшие после банкротства Lehman Brothers системные риски для всей финансовой системы США, ФРС запустила чрезвычайные программы для поддержания банковской системы, поскольку и другие крупнейшие инвестиционные банки (Goldman Sachs, Morgan Stanely, Citi и Bankof America) имели значительные объемы обесценившихся активов.

Рассмотрим этапы и содержание реализованных ФРС программ, которые принято называть «нетрадиционной монетарной политикой», поскольку подобные меры не считались общеприменимой практикой и их возможные последствия, до сих пор недостаточно теоретически изучены.

В настоящее время, исследователями к нетрадиционной монетарной политике относят меры, влияющие на баланс Центрального Банка. Их разделяют на меры количественного смягчения (*quantitative easing*) и меры кредитного смягчения (*credite easing*)[1]. Основных задача определялась инициаторами как «инструменты, созданные и используемые для поддержки кредитных рынков и восстановления их функционирования»[4], а результатом их реализации являлось кардинальное изменение структуры активов ФРС.

На первом этапе кризиса, когда еще не были должным образом оценены риски нарастающих кризисных явлений, основные усилия руководства ФРС были направлены на увеличение кредитования банков и первичных дилеров, в том числе под обеспечения низко ликвидными ипотечными ценными бумагами. В период с августа 2007 года по сентябрь 2008 года, ФРС была запущена программа Дисконтного окна (*Term Discount Window Program*), которая позволяла финансовым организациям занимать деньги напрямую у ФРС, если они не могли найти иного кредитора. Программа Дисконтного окна была в значительной степени дискредитирована так называемым «*stigma issues*» – эффектом клейма, то есть кредитование по этой программе, расценивалось другими участниками рынка, как признак возникших проблем.

С декабря 2007 г. начала работать программа ФРС *Term Auction Facility* (ТАФ), смысл которой состоял в кредитовании банков и других финансовых институтов на достаточно срок 28 дней. Программа ТАФ являлась разновидностью программы *Term Discount Window Program*, и

благодаря своей анонимности позволяла участвующим в ней, избежать «stigma issues».

С начала марта 2008 года, начала действовать Срочная программа облигационного кредитования (Term Securities Lending Facility), в рамках которой ФРС раз в неделю кредитовала банки казначейскими обязательствами США – US Treasuries. При этом в качестве обеспечения принимались ценные бумаги крупнейших ипотечных агентств США – Fannie Mae и Freddie Mac, а также ипотечные облигации CMBS. Таким образом, ФРС в качестве обеспечения высоконадежных US Treasuries, стала принимать низколиквидные ипотечные облигации, которые до запуска этой программы торговались со значительным дисконтом.

С середины марта 2008 года была запущена программа кредитования первичных дилеров (Primary Dealer Credit Facility). Смысл программы сводился к расширению числа возможных участников программ займов ФРС, за счет организаций, ранее не имевших к ним доступа

Перечисленные меры кредитного смягчения не оказали ожидаемого положительного влияния на финансовую систему США, и когда масштаб проблем был осознан руководством ФРС, началась реализация нескольких последовательных программ количественного смягчения (Quantitative easing).

В начале ФРС пыталась поддержать взаимные фонды денежного рынка программой финансирования выкупа коммерческих ценных бумаг (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility), позже, с октября 2008 года по январь 2010 года начала действовать программа Commercial Paper Funding Facility – CPFF, смыслом которой являлся выкуп ФРС потерявших ликвидность ценных бумаг. В те же сроки ФРС начала выкуп обесценившихся обязательств федеральных ипотечных агентств "Fannie Mae" и "Freddie Mac" и других ипотечных ценных бумаг (MBS) на общую сумму \$682 млрд. Далее ФРС переходит к

«программам количественного смягчения» (QE1) - выкупу долгосрочных US Treasuries, низколиквидных ценных бумаг и MBS, на общую сумму \$1,75 триллионов, из которых около \$1,25 триллионов составили ипотечные ценные бумаги.

Поскольку макроэкономические показатели не показали ожидаемой положительной динамики, в ноябре 2010 г., в рамках программы (QE2), ФРС дополнительно выкупила US Treasuries на сумму около \$600 млрд., и реинвестировала долги компаний, участвовавших в программе QE1, всего на сумму \$900 млрд.

С сентября 2012 г. стартовала программа QE3, в рамках которой ФРС ежемесячно выкупало MBS на \$40 млрд. В декабре 2012 г. программа была продлена дополнительным выкупом US Treasuries в объеме \$45 млрд. в месяц. Программа длилась более двух лет, и была завершена в конце октября 2014 года, когда макроэкономические показатели США значительно улучшились.

Общий объем всех программ количественного смягчения составил не менее \$4,2 трлн.

Согласно официальной отчетности США, предпринятые меры позволили добиться стабилизации финансовой системы США, однако, реализация программы количественного смягчения привела к развитию ряда негативных тенденций, из которых наиболее значимыми мы считаем следующие:

1. Многократно вырос федеральный долг США (Federal Debt Held by the Public), что вынуждает ФРС держать на минимальных значениях ставку рефинансирования, поскольку ее повышение значительно увеличит расходы по обслуживанию госдолга (Рис. 1). В этой связи необходимо отметить, что, не смотря на значительную величину госдолга – свыше \$13 600 млрд., нагрузка на бюджет по процентным платежам продолжает оставаться низкой.

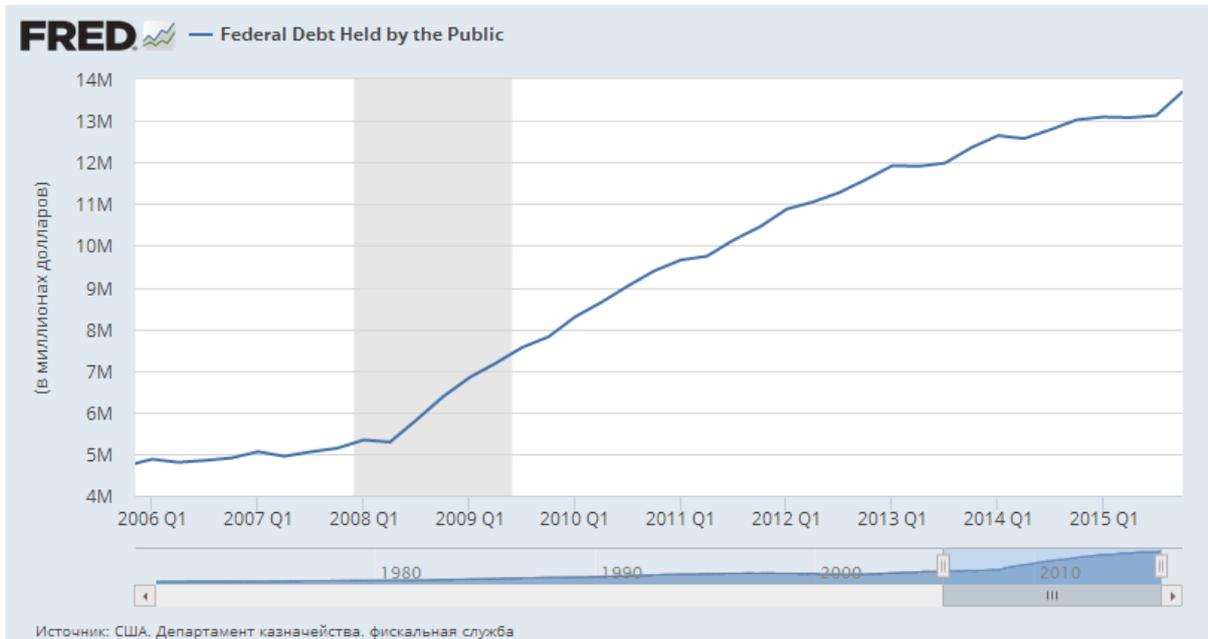


Рисунок 1. Динамика роста государственного долга США (Federal Debt Held by the Public).

Источник: Статистика ФРС (<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYGFDPUN>)

2. Вопрос, какой процент эмитированных средств попал в реальный сектор экономики остается открытым. Рост биржевых индексов и капитализации крупнейших компаний не соответствует финансовым показателям их деятельности (Рис. 2).

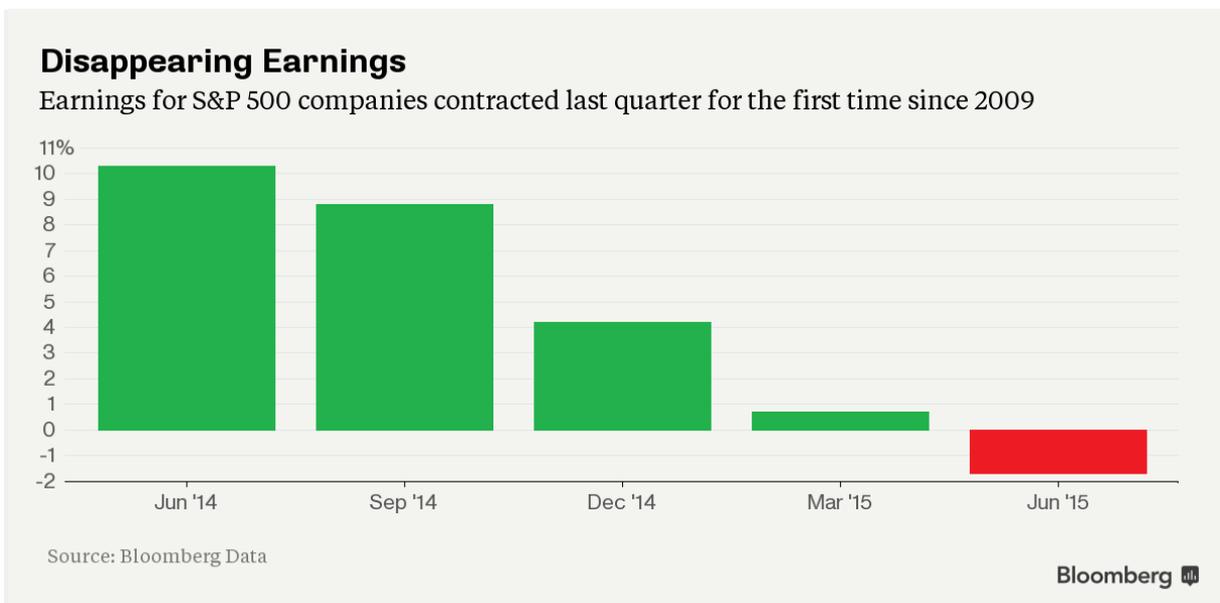


Рисунок 2. Прибыли компаний США входящих в S&P500 за период 06.2014 – 06.2015 гг.

Источник: Bureau of Economic Analysis (BEA)
(http://bea.gov/newsreleases/national/gdp/2016/pdf/gdp4q15_3rd.pdf)

Общий объем операций на финансовых рынках значительно превышает потребности реальной экономики, а в структуре активов банков, операции между самими банками и другими финансовыми институтами значительно преобладают над объемом кредитов, выданных предприятиям реального сектора экономики.

3. В ходе реализации программ количественного смягчениякратно выросли активы ФРС[5], при этом существенно изменилась их структура, и за счет выкупа MBS, ухудшилось качество (Рис 3).

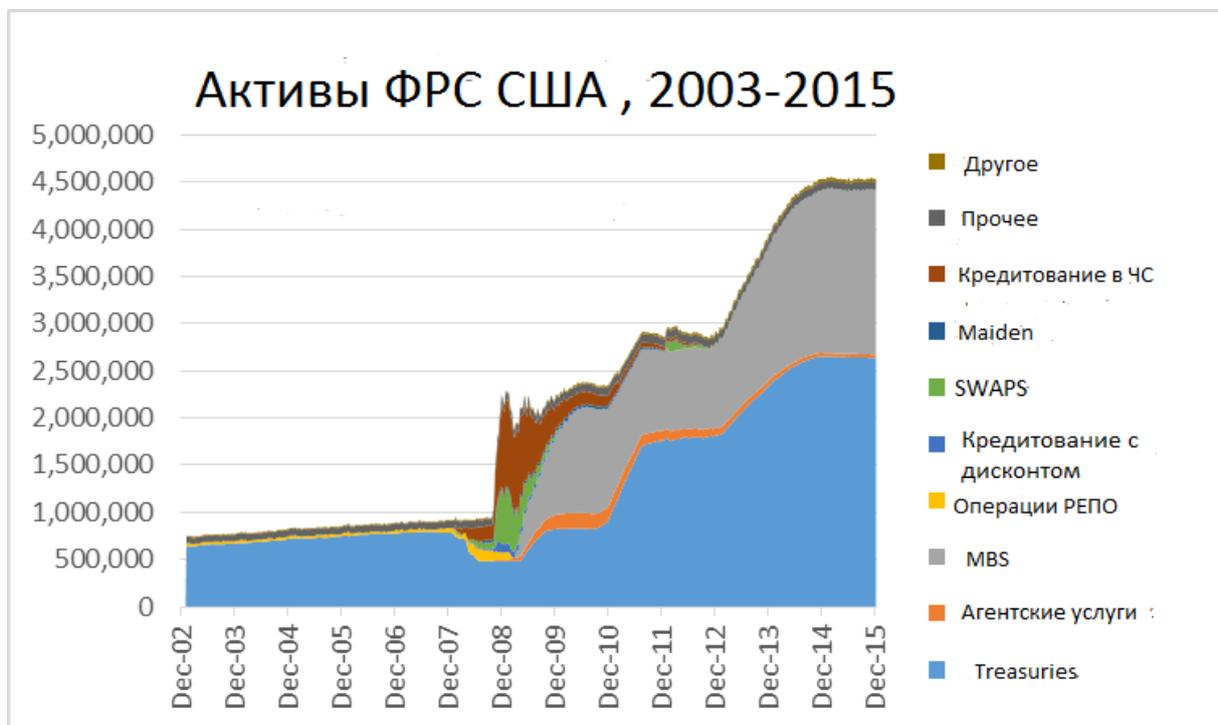


Рисунок 3. Изменение структуры активов ФРС США 2003-2015 гг.

Источник: James D. M. Managing the Fed's balance sheet

(<http://econbrowser.com/archives/2015/12/managing-the-feds-balance-sheet>)

С 2015 года наблюдается тенденция продажи иностранными держателями US Treasures.

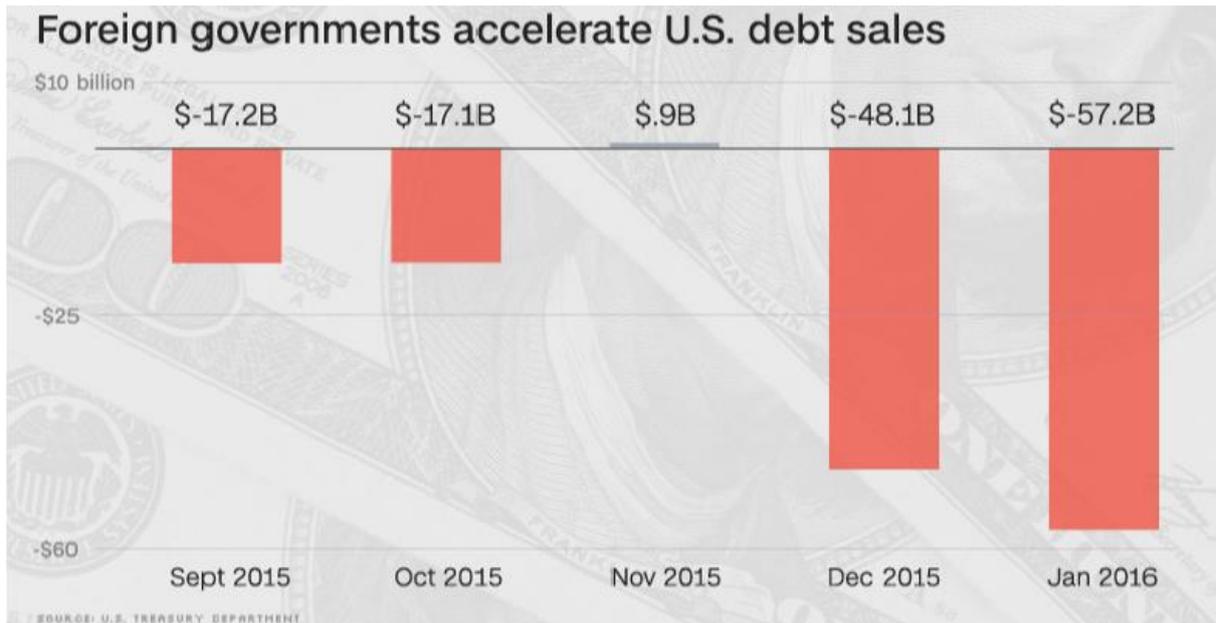


Рисунок 4. Объемы продаж US Treasuries 2015 -2016 гг.

Источник: caijing.com.cn (<http://stock.caijing.com.cn/20160321/4092636.shtml>)

Можно сделать вывод, что риски нового кризиса финансовой системы США продолжают оставаться достаточно высокими, и в первую очередь, это связано с отрывом банков и финансового сектора от реальной экономики. Используя в погоне за прибылью рискованные финансовые инструменты банки, всегда могут рассчитывать на поддержку со стороны государства, поскольку неразрывно связаны с вкладами населения и платежной системой. Таким образом, рискованные операции финансового сектора фактически оплачивает все общество по принципу – убытки национализируются, а прибыль – приватизируется.

Чтобы минимизировать риски для платежной системы, реальной экономики и депозитов населения, необходимо разделить финансовый сектор по указанным направлениям деятельности: выделить платежную систему и депозиты населения и защитить их от возможного ущерба и от спекуляций финансовых институтов, в ведении которых они сейчас находятся.

Список литературы:

1. Кавицкая И.Л. [Электронный ресурс] Анализ неоднородности монетарной политики смягчения // IIS . 2014. №3. 122-131. Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/analiz-neodnorodnosti-monetarnoy-politiki-smyagcheniya> (дата обращения: 31.03.2016).
2. Статистика ФРС [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYGFDPUN> (дата обращения: 27.03.2016).
3. Статистика [caijing.com.cn](http://stock.caijing.com.cn) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://stock.caijing.com.cn/20160321/4092636.shtml>(дата обращения: 27.03.2016).
4. Bernanke B. The Crisis and the Policy Response / Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, 2009.
5. Bowman D., Cai F., Davies S. and Kamin S. (2011). Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan // Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Papers, Number 1018(датаобращения: 27.03.2016).
6. Bureau of Economic Analysis (BEA) [Электронныйресурс]. Режим доступа: http://bea.gov/newsreleases/national/gdp/2016/pdf/gdp4q15_3rd.pdf(дата обращения: 27.03.2016).
7. Menzie Chinn James D. Managing the Fed's balance sheet. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://econbrowser.com/archives/2015/12/managing-the-feds-balance-sheet>(дата обращения: 27.03.2016).