

УДК 336.7(73)  
ББК 65.262(7Сое)

**Захаров Павел Владимирович\***, ведущий научный сотрудник Центра экономических исследований РИСИ, кандидат экономических наук.

## Денежно-кредитная политика Федеральной резервной системы США на современном этапе (2007–2013 гг.)

Рецессия в США и спровоцированный ею мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. привели к фундаментальным переменам в денежно-кредитной политике, осуществляемой американским центральным банком – Федеральной резервной системой (ФРС).

В ходе кризиса монетарные власти США столкнулись с беспрецедентными трудностями. Прежние рецепты денежно-кредитной политики (ДКП) и регулирования финансовых рынков не работали. Они не позволяли центрбанку обеспечивать поддержание работоспособности финансовой системы, состоятельность крупных финансовых институтов и стабильность цен – т.е. выполнение своих базовых функций. Возникла угроза дефляции – смертельно опасной болезни для тех стран, экономика которых построена на массивном кредитовании. Монетарные власти были вынуждены искать новые способы вмешательства в работу финансового рынка.

ФРС США стала пионером подобных нетрадиционных монетарных инструментов, тем "законодателем мод"<sup>1</sup>, за которым последовали и другие центробанки – Европейский центральный банк (ЕЦБ), Банк Японии, Банк Англии. В ходе кризиса и в последующие годы ФРС осуществляла массивную накачку финансовой системы ликвидностью: были резко снижены процентные ставки, создано несколько новых кредитных линий для различных финансовых институтов, расширен перечень приобретаемых центробанком финансовых инструментов, а также ценных бумаг, принимаемых им в качестве залога.

В дальнейшем ФРС США перешла к политике, получившей название "количественного смягчения" (*quantitative easing* – QE). Суть её заключалась в резком (в 3 раза) расширении баланса центрального банка путём покупки активов (гособлигаций, ипотечных бумаг и пр.) на открытом

\* paulzah@mail.ru.

<sup>1</sup> Жигаев А. Ю. Некоторые актуальные вопросы взаимосвязи финансовой стабильности и денежно-кредитной политики (на примере Федеральной резервной системы США) // А. Ю. Жигаев // Деньги и кредит. 2012. № 2. С. 32. URL: [http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/Jigaev\\_02\\_12.pdf](http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/Jigaev_02_12.pdf) (дата обращения: 15.09.2013).

рынке. При этом центробанк сохраняет базовую процентную ставку близкой к нулю. Данная политика должна была стимулировать повышение совокупного спроса в экономике. Эта цель обычно не афишировалась официальными властями США, однако другие центробанки, прежде всего Банк Англии (проводивший аналогичную политику), оказались более откровенными и признали существование такой задачи<sup>2</sup>.

В результате проводимых активных интервенций ФРС стала играть гораздо более важную роль в экономике США, чем это было до кризиса. Её финансовый вес существенно вырос: баланс ЦБ к 2013 г. превысил 20 % национального ВВП, усилилась его способность воздействовать на рынки<sup>3</sup>. Более того, монетарные власти стали активнее прибегать к имеющимся у них рычагам воздействия.

Общепризнанно, что в период финансовых кризисов только центральный банк способен стать кредитором последней инстанции, поскольку он наделён правом и даже обязанностью предоставлять ликвидность тем финансовым институтам, которые испытывают временные трудности и не способны занять деньги на открытом рынке из-за доминирования там панических настроений.

До кризиса ФРС США в основном ограничивалась приобретением сравнительно небольших пакетов государственных облигаций (на 700–800 млрд дол.) и по минимуму вмешивалась в работу частных финансовых рынков, в основном сосредоточившись на контроле инфляции. К 2013 г. экспертное сообщество вполне свыклось с мыслью, что не только инфляция, валютный курс, экономический рост и процентные ставки по широкому кругу кредитов, но даже уровень безработицы в стране в значительной мере зависят от действий центрального банка. Так, в ходе третьего "количественного смягчения" (в 2012 г.) руководство ФРС США установило целевой показатель по безработице на уровне 6,5 % трудоспособного населения<sup>4</sup>.

## Изменения в деятельности американского центробанка в период кризиса

Федеральная резервная система США формально не подчиняется правительству и является независимым институтом, основанным на принципах государственно-частного партнёрства. Тем не менее Белый дом имеет решающее влияние на работу центрального банка благодаря тому, что президент США (с согласия сената) назначает членов руководящего органа ФРС – совета директоров, включая председателя и вице-председателя.

<sup>2</sup> См. об этом: Quantitative Easing Explained // Bank of England : website. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/qe/default.aspx> (дата обращения: 01.08.2013).

<sup>3</sup> Caruana J. Why central bank balance sheets matter / Jaime Caruana // Bank for International Settlements Papers. 2012. October. № 66. P. 5. URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispp66b.pdf> (дата обращения: 09.08.2013).

<sup>4</sup> Press Release. Date: December 12, 2012 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. Last update: 12.12.2012. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm> (дата обращения: 17.09.2013).

Согласно закону о ФРС центробанк должен обеспечивать в США максимальную занятость, ценовую стабильность и умеренные долгосрочные ставки по кредитам<sup>5</sup>. Конкретные цифры в законодательстве не прописаны и отданы на усмотрение его руководства. Подобный комплексный мандат отличает ФРС от центробанков других развитых стран, задачей которых обычно является поддержание стабильных цен, т.е. таргетирование инфляции. Миссия ФРС осложняется необходимостью заботиться ещё и об экономическом росте, который ассоциируется с низким уровнем безработицы и низкими кредитными ставками.

Сложность данной миссии подталкивает американский центробанк занимать более активную позицию при осуществлении монетарной политики. Известную роль здесь сыграла и личность главы ФРС – Бена Бернанке, который ранее был профессором Принстонского университета (специализировался на изучении Великой депрессии 30-х гг. прошлого века в США) и занял свой пост в феврале 2006 г. Он считал, что проводимая во времена Депрессии политика ФРС была слишком пассивной, не смогла предотвратить худших проявлений банковского кризиса и не предпринимала достаточные усилия для борьбы с дефляцией.

С началом финансового кризиса 2007–2009 гг., известного в США как Великая рецессия, ФРС предприняла решительные усилия для того, чтобы стабилизировать положение банковской отрасли и не допустить перерастания кризиса в новую депрессию. На первых порах главным инструментом в руках центробанка являлась базовая процентная ставка (Federal Funds Rate).

Отметим, что у ФРС США имеются в распоряжении две кредитные ставки – Federal Funds Rate (ставка по федеральным фондам) и Discount Rate (дисконтная ставка). Первая из них, которая считается наиболее значимой, определяет процент, под который коммерческие банки дают друг другу кредиты на одну ночь (*овернайт*) из средств, помещённых ими на счета ФРС США в виде так называемых избыточных резервов<sup>6</sup>. Центробанк не может устанавливать данную ставку напрямую, а лишь таргетирует её. Тем не менее её размер фактически определяется решениями Комитета по открытым рынкам ФРС США.

Вторая ставка – Discount Rate – собственно кредитная ставка центробанка, называемая также "дисконтным окном", под которую он выдаёт краткосрочные займы коммерческим банкам. В США она имеет менее значимую роль, поскольку дисконтная ставка всегда выше, чем ставка по федеральным фондам, и банки стараются не прибегать к данному источнику финансирования. Она оказывается последним средством для тех финансовых институтов, которые по каким-либо причинам лишились доступа к иным источникам ликвидности.

<sup>5</sup> Federal Reserve Act. Section 2A: Monetary policy objectives // The Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2013. May 23. URL: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm> (дата обращения: 06.11.2013).

<sup>6</sup> Избыточные (*excessive*) резервы являются добровольными депозитами банков в ЦБ, в отличие от обязательных резервов, норматив которых предписан инструкциями центробанка.

После выявления проблем на рынке недвижимости США осенью 2007 г. центробанк несколько раз снижал учётную ставку (табл. 1). До сентября 2007 г. она составляла 5,25 %, а уже к январю 2008 г. – 3 %. На протяжении 2008 г. ситуация на финансовых рынках продолжала ухудшаться, вследствие чего последовала новая серия снижений, в результате которой в декабре 2008 г. ставка по федеральным фондам оказалась уменьшенной практически до нулевого уровня (0–0,25 %). С тех пор и до конца 2013 г. она не менялась. Произошедшее снижение было самым радикальным за всю историю США.

Параллельно со ставкой по федеральным фондам снижалась и дисконтная ставка. Обычно вторая находилась на 0,25–0,5 %-ных пункта выше, чем первая. В декабре 2008 г. дисконтная ставка была установлена на уровне 0,5 % и с тех пор повышена лишь однажды – в феврале 2010 г. (до 0,75 %), когда ситуация на американских финансовых рынках стабилизировалась.

Таблица 1

## Ставки ФРС США\*

Дата	Discount Rate		Federal Funds Rate	
	Изменение (%)	Новый уровень (%)	Изменение (%)	Новый уровень (%)
29 июня 2006 г.	+0,25	6,25	+0,25	5,25
17 августа 2007 г.	-0,50	5,75	-	-
18 сентября 2007 г.	-0,50	5,25	-0,50	4,75
31 октября 2007 г.	-0,25	5,00	-0,25	4,50
11 декабря 2007 г.	-0,25	4,75	-0,25	4,25
22 января 2008 г.	-0,75	4,00	-0,75	3,50
30 января 2008 г.	-0,50	3,50	-0,50	3,00
16 марта 2008 г.	-0,25	3,25	-	-
18 марта 2008 г.	-0,75	2,50	-0,75	2,25
30 апреля 2008 г.	-0,25	2,25	-0,25	2,00
8 октября 2008 г.	-0,50	1,75	-0,50	1,50
29 октября 2008 г.	-0,50	1,25	-0,50	1,00
16 декабря 2008 г.	-0,75	0,50	от -1,0 до -0,75	0,00–0,25
19 февраля 2010 г.	+0,25	0,75	-	-

\* По данным Федерального резервного банка Нью-Йорка (*Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates // Federal Reserve Bank of New York : website. Updated: 22.12.2008. URL: <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html> (дата обращения: 10.09.2013).*

После того как ставка была снижена практически до нуля, стандартные меры стимулирования финансовой системы исчерпали свои возможности. ФРС была вынуждена прибегнуть к ряду новых, "агрессивных и творческих мер политики"<sup>7</sup>, как назвал их Б. Бернанке.

<sup>7</sup> The Federal Reserve's Balance Sheet : Chairman Ben S. Bernanke at the Federal Reserve Bank of Richmond 2009 Credit Markets Symposium, Charlotte, North Carolina // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2009. April 3. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090403a.htm> (дата обращения: 07.08.2013).

В специальной литературе данные меры принято называть нетрадиционными<sup>8</sup>. Они бывают количественными и качественными. Количественные меры, называемые "количественным смягчением", подразумевают расширение баланса центрального банка за счёт покупки больших объёмов ценных бумаг. Качественные меры (иногда называемые "качественным смягчением" – *qualitative easing*<sup>9</sup>) подразумевают изменение структуры активов, находящихся на балансе центробанка, в пользу новых финансовых инструментов. Рассмотрим, к примеру, баланс ФРС США накануне кризиса, в ходе него и после завершения рецессии (табл. 2).

Таблица 2

## Баланс ФРС США (по статьям)

Активы (млрд дол.)		Пассивы (млрд дол.)	
<b>Баланс ФРС США на 3 января 2007 г.*</b>			
US Treasures (Гособлигации)	779	Наличность в обращении	820
<i>Из них:</i>			
bills (краткосрочные)	277		
notes and bonds (долгосрочные)	467	Счета иностранных государств и международных организаций	29
		Резервы коммерческих банков	12
Сделки РЕПО	41	Другие депозиты (в том числе счёт Минфина США)	13
Золото	11	Другие обязательства и капитал	37
Другие активы	80		
<b>Всего</b>	<b>911</b>		<b>911</b>
<b>Баланс ФРС США на 7 января 2009 г.**</b>			
US Treasures (Гособлигации)	476	Наличность в обращении	887
<i>Из них:</i>			
bills (краткосрочные)	18	Счета иностранных государств и международных организаций (в том числе сделки обратного РЕПО)	88
notes and bonds (долгосрочные)	410	Резервы коммерческих банков	878
Долг федеральных агентств (прежде всего, Fannie Mae и Freddie Mac)	19	Другие депозиты	306
		<i>Из них:</i>	
		счёт Минфина США	66
		дополнительный счёт Минфина США	229
Сделки РЕПО	77	Другие обязательства и капитал	69
Term auction credit (кредиты коммерческим банкам)	407		
Другие кредиты	186		

<sup>8</sup> В англоязычной литературе данные меры именуются "unconventional" (см., например: *Baumeister C., Benati L. Unconventional monetary policy and the great recession – Estimating the impact of a compression in the yield spread at the zero lower bound* : ECB Working Paper Series / Christiane Baumeister, Luca Benati. 2010. October. № 1258. 50 p. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf> (дата обращения: 17.08.2013).

<sup>9</sup> См., например: *Markets under the spell of monetary easing* / BIS Monetary and Economic Department // Bank for International Settlements Quarterly Review. 2013. June. P. 5. URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1306a.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1306a.pdf) (дата обращения: 06.11.2013).

Окончание таблицы

Из них:	36		
кредиты первичным дилерам и брокерам-дилерам			
на поддержку рынка коммерческих деривативов	23		
страховой компании AIG	39		
Commercial Paper Funding Facility (портфель коммерческих ценных бумаг)	334		
Maiden Lane (кредит на поддержку инвестбанка Bear Stearns)	27		
Maiden Lane II (кредит на поддержку AIG)	20		
Maiden Lane III (кредит на поддержку AIG)	27		
Золото	11		
Другие активы	645		
<b>Всего</b>	<b>2229</b>		<b>2229</b>
<b>Баланс ФРС США на 2 января 2013 г.***</b>			
US Treasuries (Гособлигации)	1663	Наличность в обращении	1169
Из них:		Счета иностранных государств и меж- дународных организаций (в том числе сделки обратного РЕПО)	113
bills (краткосрочные)	0		
notes and bonds (долгосрочные)	1577	Резервы коммерческих банков	1504
Долг федеральных агентств (прежде всего, Fannie Mae и Freddie Mac)	77	Другие депозиты:	105
		Из них:	
		счёт Минфина США	71
Ипотечные ценные бумаги (MBS)	926	Другие обязательства и капитал	66
Золото	11		
Другие активы	280		
<b>Всего</b>	<b>2957</b>		<b>2957</b>

\* Federal Reserve Statistical Release. Factors Affecting Reserve Balances. Data: January 4, 2007 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2007. January 4. Last update: 04.01.2007. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20070104/> (дата обращения: 09.09.2013).

\*\* Federal Reserve Statistical Release. Factors Affecting Reserve Balances. Data: January 8, 2009 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2009. January 8. Last update: 08.01.2009. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20090108/> (дата обращения: 09.09.2013).

\*\*\* Federal Reserve Statistical Release. Factors Affecting Reserve Balances. Data: January 3, 2013 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2013. January 3. Last update: 03.01.2013. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20130103/> (дата обращения: 09.09.2013).

Докризисный баланс центрального банка США, как и банков других развитых стран, был весьма консервативен и содержал почти исключительно надёжные, но низкодоходные государственные облигации. В ходе кризиса и позднее центробанки стали приобретать гораздо более широкий ассортимент ценных бумаг, в особенности ипотечные облигации, и ряд других инструментов частного финансового рынка.

Как видим, накануне кризиса, в начале 2007 г., баланс ФРС США равнялся 911 млрд дол. Подавляющее большинство активов (779 млрд) составляли государственные облигации – *US Treasury Securities*, обычно для краткости называемые *US Treasures*. Значительная их доля (277 млрд) приходилась на краткосрочные облигации (*bills*) со сроком погашения

менее 1 года. В свою очередь, подавляющее большинство пассивов составляли наличные деньги в обращении (820 млрд), и лишь 12 млрд приходилось на резервы коммерческих банков (в основном это были обязательные резервы).

В разгар американского финансового кризиса, который пришёлся на 2008 – начало 2009 гг., структура баланса ФРС радикально изменилась. Сам баланс резко вырос – с 911 млрд дол. в начале 2007 г. до 2229 млрд в начале 2009 г. Рост осуществлялся прежде всего за счёт мер поддержки, которые ФРС предоставила участникам финансовой системы США на фоне общего кризиса ликвидности. Банки отказывались кредитовать друг друга из-за недоверия, спровоцированного вскрывшимися проблемами у большого круга финансовых организаций. Поэтому центробанку пришлось выполнять роль кредитора последней инстанции для тех институтов, которые испытывали проблемы с ликвидностью.

В результате количество гособлигаций на балансе ФРС существенно сократилось (до 476 млрд дол.). Большую часть активов (примерно 700 млрд) составили кредиты ФРС участникам финансового рынка, прежде всего банкам. На 3-м месте по объёму (334 млрд дол.) оказался портфель коммерческих ценных бумаг (*Commercial Paper Funding Facility*), купленный центробанком на открытом рынке.

Что касается структуры пассивов на начало 2009 г., то здесь количество наличных в обращении за 2 года выросло незначительно – с 820 до 887 млрд дол. Зато резко увеличились резервы коммерческих банков – с 12 до 878 млрд, почти исключительно за счёт избыточных (т.е. добровольных) резервов. Характерно также увеличение депозитов Минфина США, хранившихся на счетах ФРС, – почти до 300 млрд дол.

По мере стабилизации финансовой ситуации американский центробанк сворачивал экстренные меры по поддержке коммерческих банков и других финансовых институтов. Вновь начали расти покупки надёжных и низкодоходных финансовых инструментов – государственных облигаций. Параллельно ФРС резко увеличила покупки ипотечных облигаций (*mortgage-backed securities – MBS*), выпускавшихся государственными ипотечными агентствами – Fannie Mae и Freddie Mac. Это делалось с целью поддержки стагнирующего рынка недвижимости и общего стимулирования экономической активности в стране.

В итоге этих покупок к началу 2013 г. баланс ФРС ещё больше увеличился – до 3 трлн дол. Большую часть активов теперь составляли долгосрочные гособлигации – 1663 млрд. 2-е место заняли MBS – 926 млрд. В пассивах постепенно росло количество наличных в обращении – оно составило 1169 млрд дол., но большую долю по-прежнему занимали резервы коммерческих банков – более 1,5 трлн.

Как видим, политика "количественного смягчения" привела к резкому росту баланса ФРС США, который сопровождался относительно небольшим увеличением объёма наличных денег в обращении, но значительно большим накоплением банковских резервов. Одной из ключевых причин роста резервов служил тот факт, что депозиты в ФРС рассматривались



банками как одно из наиболее безопасных мест для хранения крупных капиталов (другим подобным безрисковым инструментом являлись гос-облигации). Кроме того, ФРС фактически поощряла хранение депозитов, введя с 18 декабря 2008 г. унифицированную депозитную ставку в размере 0,25 % годовых (с тех пор она не менялась), в то время как ранее депозитная ставка по избыточным резервам исчислялась согласно ставке федеральных фондов и тем самым должна была бы стать нулевой.

## Меры экстренной поддержки финансовых рынков со стороны ФРС в ходе острой фазы кризиса

Действия ФРС США в ходе кризиса противоречили устоявшимся к тому времени представлениям о том, как должен работать центральный банк. Однако эти действия оказались успешными, ввиду чего новаторский подход к осуществлению денежно-кредитной политики со стороны ФРС США позднее стал образцом для подражания для центробанков других ведущих экономических держав (стран Евросоюза, Японии, Великобритании).

Американский центробанк в разгар кризиса выступал в не вполне привычной для себя роли кредитора, предоставляя банкам, брокерам-дилерам и другим финансовым институтам огромные объёмы ликвидности. С этой целью был запущен целый ряд временных кредитных программ. По мере того, как ситуация в финансовом секторе стабилизировалась, экстренные программы постепенно были свёрнуты.

Даже традиционная программа предоставления ликвидности коммерческим банкам, известная как "дисконтное окно", претерпела заметные изменения. Изначально она предполагала предоставление кредитов на срок *overnight*. Однако в марте 2007 г. ФРС ввела для банков временную опцию, позволяющую занимать деньги на срок до 30-ти дней. Позднее, в марте 2008 г., этот срок был увеличен до 90 дней.

Объёмы предоставления ликвидности в рамках "дисконтного окна" резко возросли. С 2003 по 2006 г. банки получали через него в среднем 170 млн дол. в неделю. В ходе кризиса, с августа 2007 по декабрь 2009 г., американский центробанк стал выдавать в среднем 30,8 млрд дол. в неделю. Такие банки, как Bank of America и Wells Fargo, в отдельные периоды оказывались должны центральному банку по 60 млрд дол. каждый<sup>10</sup> – и это только в рамках программы "дисконтного окна". А в ходе кризиса действовало несколько подобных программ кредитования финансового сектора, подробная информация о которых размещена в табл. 3.

<sup>10</sup> Berger A. N. et al. The Federal Reserve's Discount Window and TAF Programs: "Pushing on a String?" / Allen N. Berger, Lamont K. Black, Christa H. S. Bouwman, Jennifer L. Dlugosz ; Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University. 2013. July. P. 2. URL: <http://faculty.weatherhead.case.edu/bouwman/downloads/BergerBlackBouwmanDlugoszPushingOnAString.pdf> (дата обращения: 05.11.2013).



Таблица 3

## Программы экстренной поддержки финансовых рынков со стороны ФРС в ходе кризиса\*

Название программы	Получатели	Цель программы	Срок действия	Срок кредитования	Сумма выданных кредитов
Term Auction Facility (TAF)	Коммерческие банки	Предоставить ликвидность коммерческим банкам под залог высокорейтинговых ценных бумаг	Декабрь 2007 – апрель 2010 гг.	28 дней, позднее – 84 дня	20 млрд, затем 50 млрд 2 раза в месяц. Всего выдано 3,8 трлн дол.
Term Securities Lending Facility (TSLF)	Крупные банки и брокеры-дилеры (маркетмейкеры). Всего 18 банков.	Предоставить в кредит высоколиквидные ценные бумаги ФРС (гособлигации) в обмен на менее ликвидные бумаги (MBS, муниципальные и корпоративные бонды и др.)	Март 2008 – февраль 2010 гг.	1 месяц	Всего выдано бумаг на сумму 2 трлн дол.
Primary Dealer Credit Facility (PDCF)	Крупные банки и брокеры-дилеры (маркетмейкеры). Всего 18 банков	Предоставить деньги под залог широкого спектра низколиквидных бумаг (имевших инвестиционный рейтинг)	Март 2008 – февраль 2010 гг.	<i>overnight</i> (1 ночь)	Ежедневно до 150 млрд на пике кризиса. Всего 9 трлн дол.
Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)	Коммерческие банки, брокеры-дилеры и подразделения иностранных банков	Поддержка фондов денежного рынка ( <i>money market mutual funds</i> ) и рынка ценных бумаг. Предоставление кредитов коммерческим банкам под залог обеспеченных активами ценных бумаг (АВСР), купленных у фондов	Сентябрь 2008 – февраль 2010 гг.	От 1 до 270 дней, обычно не более 120	Всего 217 млрд дол.
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	Специально созданная дочерняя компания ФРС – CPFF LLC	Поддержка рынка краткосрочных коммерческих обязательств (векселей). CPFF LLC скупала векселя у их эмитентов	Октябрь 2008 – февраль 2010 гг.	3 месяца. Последний возвращён в апреле 2010 г.	Всего 738 млрд дол.
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	Банки, трасты, финансовые и коммерческие компании, госведомства (Small Business Administration) и пр.	Стимулирование кредитования американских потребителей и малого бизнеса. Кредиты выдавались под залог недавно выпущенных ценных бумаг (ABS), обеспеченных автокредитами, студенческими займами, кредитными картами и кредитами бизнесу	Объявлена в ноябре 2008 г. Кредиты выдавались с марта 2009 по июнь 2010 г.	До 5 лет. Последний должен быть возвращён в 2015 г.	Всего 71 млрд дол.

\* По данным Федеральной резервной системы США; Felkerson J. \$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient : Working Paper / James Felkerson ; Levy Economics Inst. 2011. December. № 698. 35 p. URL: [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_698.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_698.pdf) (дата обращения: 23.08.2013).

Уже в конце 2007 г. руководство ФРС пришло к выводу, что прежних механизмов поддержания ликвидности в банковской системе становится недостаточно. Коммерческие банки отказывались кредитовать друг друга даже на краткосрочной основе, опасаясь, что у их коллег имеются

крупные проблемы и средства не будут возвращены. Для облегчения ситуации ФРС решила организовать несколько временных экстренных программ поддержки финансового сектора в дополнение к действовавшему "дисконтному окну". В рамках этих программ различным секторам финансового рынка были предоставлены кредиты на общую сумму около 16 трлн дол. (правда, бóльшая их часть носила краткосрочный характер, см. табл. 3). Как сообщает ФРС, все они были возвращены в срок и с процентами.

Помимо программ, предназначенных широкому кругу участников рынка, ФРС США в разгар кризиса учредила ряд "точечных" кредитных линий, предназначенных для поддержки отдельных крупных, системообразующих финансовых институтов, называемых в США *too big to fail* (слишком большие, чтобы обанкротиться).

Первым такой персональной программы поддержки удостоился инвестиционный банк Bear Stearns, раньше других оказавшийся на грани коллапса. В марте 2008 г. банк с активами в 400 млрд дол. уведомил ФРС, что не сможет исполнять свои финансовые обязательства. Опасаясь последствий банкротства столь крупного института, центробанк предоставил ему кредит и организовал поспешное поглощение Bear Stearns другим, более здоровым банком – JPMorgan Chase.

Однако JPMorgan Chase опасался крупных потерь, которые мог принести портфель ипотечных ценных бумаг Bear Stearns. Чтобы нейтрализовать подобную угрозу, ФРС создала специальную дочернюю структуру – Maiden Lane LLC, которая купила данный портфель бумаг при помощи кредита в 29 млрд дол., полученного от ФРС, и ещё 1 млрд – от JPMorgan Chase. Рыночная стоимость портфеля тогда составляла 30 млрд дол.<sup>11</sup>

В последующие годы Maiden Lane постепенно распродала доставшиеся активы и гасила полученные кредиты. В июне 2012 г. было объявлено, что кредит ФРС выплачен полностью и с процентами. И хотя на начало 2013 г. у Maiden Lane ещё оставался на балансе портфель активов на сумму 1,4 млрд дол.<sup>12</sup>, операцию ФРС можно было считать успешной.

Крупнейшим из получателей персональной поддержки ФРС стала страховая компания AIG – монополист страхового рынка с активами более 1 трлн дол. Власти США не могли допустить банкротства столь значимого института, поэтому было решено спасти AIG во что бы то ни стало.

В сентябре 2008 г. ФРС согласилась предоставить AIG кредитную линию (*AIG Revolving Credit Facility*) максимальным объёмом до 85 млрд дол. на срок до 2 лет под рыночные процентные ставки (Libor плюс 3,5 %). Из этой суммы AIG максимально задействовала 72 млрд – на пике кризиса в октябре 2008 г.<sup>13</sup>

Однако решить проблемы американского страховщика оказалось сложной задачей. Вскоре проценты по кредиту пришлось снизить, а срок действия продлить до 5 лет. ФРС также была вынуждена

<sup>11</sup> Maiden Lane Transactions // Federal Reserve Bank of New York : website. URL: <http://www.newyorkfed.org/markets/maidenlane.html#assetsales> (дата обращения: 08.08.2013).

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> American International Group (AIG), Maiden Lane II and III // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. Last update: 02.08.2013. URL: [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_aig.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_aig.htm) (дата обращения: 08.08.2013).

в октябре 2008 г. открыть дополнительную кредитную линию в размере до 38 млрд дол. Правда, из неё было израсходовано лишь 20,5 млрд, которые были возвращены уже в декабре 2008 г.<sup>14</sup>

Кроме того, в рамках реструктуризации бизнеса AIG ФРС была вынуждена создать две специальные дочерние структуры – Maiden Lane II LLC и Maiden Lane III LLC, которые купили пакеты проблемных активов AIG. Первая из них получила для этого кредит ФРС на сумму 19,5 млрд дол., вторая – 24,3 млрд<sup>15</sup>.

В результате этих операций финансовое положение американского страховщика удалось стабилизировать. Средства, выданные в рамках специальной кредитной программы AIG, были полностью возвращены в январе 2011 г. При этом ФРС заработала 6,7 млрд дол. на процентных платежах<sup>16</sup>.

Maiden Lane II и III к началу 2013 г. распродали почти весь доставшийся им пакет ценных бумаг (осталось незначительное количество активов на сумму менее 100 млн дол.) и в 2012 г. полностью возвратили кредиты, выданные ФРС. Центробанк заработал на этом 9,4 млрд дол. прибыли<sup>17</sup>.

Таким образом, участие ФРС США в операции по спасению AIG было полностью завершено к концу 2012 г. Центробанк не только успешно выполнил стоявшую перед ним задачу по стабилизации финансовых рынков, но и извлёк из этого выгоду.

Характерно при этом, что ФРС США отказалась поддержать крупнейший американский инвестбанк Lehman Brothers, потерпевший банкротство в сентябре 2008 г. и имевший накануне кризиса активов на сумму более 600 млрд дол. Считается, что причиной такого решения послужил масштаб проблем, выявившихся при обследовании финансового состояния Lehman Brothers. Позднее Б. Бернанке публично признавал, что дать этому банку кредит означало допустить потерю "миллиардов долларов" из средств налогоплательщиков<sup>18</sup>. И конечный успех операции совсем не был гарантирован.

Получателями помощи ФРС стали не только американские, но и иностранные финансовые институты. Во-первых, это были крупные европейские банки, имевшие филиалы в США (Дойче банк, UBS, Barclays и др.), а во-вторых – центробанки ведущих развитых стран (Великобритании, Японии, Евросоюза и др.).

Поскольку доллар играет ключевую роль на международных рынках в качестве резервной валюты, кризис в американской финансовой системе неизбежно отразился и на других странах. В 2008–2009 гг. резко повысился спрос на безрисковые активы – гособлигации и наличные

<sup>14</sup> Actions Related to AIG // Federal Reserve Bank of New York : website. URL: [http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/aig/financial\\_information.html](http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/aig/financial_information.html) (дата обращения: 08.08.2013).

<sup>15</sup> Ibid.

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> См.: Maiden Lane Transactions.

<sup>18</sup> Puzzaghera J. Bernanke says Fed had to let Lehman fail / Jim Puzzaghera // Los Angeles Times : website. URL: <http://articles.latimes.com/2010/sep/03/business/la-fi-crisis-bernanke-20100903> (дата обращения: 20.08.2013).

доллары, что привело к росту курса доллара и нехватке американской валюты.

Чтобы снизить напряжённость на внешних валютно-финансовых рынках, ФРС организовала несколько временных своповых линий с центральными банками развитых стран. В их рамках центробанки получали от ФРС доллары в обмен на национальные валюты. Затем они предоставляли займы в американских долларах коммерческим банкам в своих странах. После наступления срока платежа центробанки возвращали доллары в обмен на национальную валюту с процентами.

Адресатами подобных соглашений стали центробанки Канады, Великобритании, Японии, Швейцарии, ЕЦБ и др. – всего 14 центробанков. Согласно статистике ФРС им было предоставлено более 10 трлн дол. Срок действия кредитов варьировался от 1 до 95 дней. Основным получателем стал ЕЦБ, на который пришлось более 8 трлн дол. из общей суммы. Последний из свопов был выдан в июле 2010 г. Банку Японии и возвращён в октябре того же года<sup>19</sup>. С тех пор фактическая надобность в новых сделках отпала, однако действие программы официально не прекращено. Вероятно, она сохраняется как подстраховка на случай новой паники на международных рынках – срок действия должен истечь 1 февраля 2014 г.<sup>20</sup>

## Программы количественных смягчений ФРС

Несмотря на огромные масштабы экстренных программ поддержки финансовых рынков в ходе острой фазы американского финансового кризиса, все они меркнут по масштабу по сравнению с теми интервенциями ЦБ, которые последовали в послекризисный период 2009–2013 гг. Наибольший размах имела серия покупок ценных бумаг (в основном государственных и ипотечных облигаций), называемая "количественным смягчением". Сами официальные лица ФРС, как правило, избегают использовать данный термин, предпочитая именовать проводимые мероприятия "крупномасштабными покупками активов" (*large-scale asset purchases – LSAP*).

Официально данная серия покупок имела целью снижение предложения на открытом рынке государственных и ипотечных облигаций и, как следствие, снижение процентных ставок по ним. Уменьшение доходности наиболее безопасных, безрисковых, с точки зрения инвесторов, ценных бумаг (государственных облигаций) вынуждало их направлять средства на покупку более рискованных и доходных финансовых инструментов – акций, корпоративных облигаций и пр. В свою очередь, это способствовало росту фондового рынка и корпоративного сектора в целом.

Что касается ипотечных ценных бумаг, их покупка должна была содействовать снижению ипотечных ставок для рядовых потребителей,

<sup>19</sup> Central Bank liquidity swap lines // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. Last update: 02.08.2013. URL: [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_swaplines.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_swaplines.htm) (дата обращения: 20.08.2013).

<sup>20</sup> Press Release. Date: December 13, 2012 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. Last update: 13.12.2012. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121213a.htm> (дата обращения: 20.08.2013).

а значит, и восстановлению рынка недвижимости. Тем самым "крупномасштабные покупки активов" официально должны были способствовать общему снижению кредитных ставок и повышению доступности кредита для американских потребителей и компаний и, как следствие, оживлению американской экономики<sup>21</sup>.

Первый раунд количественного смягчения (позднее получивший название QE-1, или, соответственно, LSAP-1) официально стартовал 25 ноября 2008 г. и продолжался по март 2010 г. Первоначальной целью была объявлена покупка ипотечных ценных бумаг (MBS) на сумму 500 млрд дол., а также долговых обязательств государственных ипотечных агентств (Fannie Mae, Freddie Mac, а также Federal Home Loan Banks) на сумму 100 млрд<sup>22</sup>. Стоит отметить, что эмитентами покупаемых ФРС ипотечных бумаг MBS также являются государственные ипотечные агентства. Целью данной программы были объявлены стимулирование ипотечного кредитования и оживление рынка недвижимости, который наиболее пострадал в ходе так называемой Великой рецессии США.

Учитывая глубину проблем американской экономики, ФРС приняла в дальнейшем несколько решений о расширении QE-1. В частности, центробанк США решил приобрести значительные объёмы государственных облигаций. По итогам первой программы "количественного смягчения" он приобрёл на открытом рынке активов на сумму 1,725 трлн дол., из которых 1,25 трлн составили ипотечные облигации (MBS), 300 млрд – долгосрочные государственные облигации и 175 млрд дол. – облигации государственных агентств<sup>23</sup>.

Тем самым американский центробанк выкупил на рынке примерно 22 % всех находившихся там соответствующих ценных бумаг – MBS, гособлигаций и облигаций агентств (всего на сумму 7,7 трлн дол.), что составило 12 % ВВП США на 2009 г.<sup>24</sup> По признанию газеты "The New York Times", столь масштабная скупка активов со стороны ФРС стала самой крупной за всю историю интервенцией, направленной на поддержку американской экономики<sup>25</sup>.

Данная операция могла бы почти удвоить баланс ФРС, составлявший на конец ноября 2008 г. немногим более 2 трлн дол. Однако этого не произошло, поскольку новые покупки ценных бумаг в значительной мере компенсировали сворачивание экстренных антикризисных программ,

<sup>21</sup> См.: What are the Federal Reserve's large-scale asset purchases? // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. Last update: 26.09.2013. URL: <http://www.federalreserve.gov/faqs/what-are-the-federal-reserves-large-scale-asset-purchases.htm> (дата обращения: 01.10.2013).

<sup>22</sup> См.: Neely C. J. The large-scale asset purchases had large international effects : Working Paper Series / Christopher J. Neely ; Research Division of Federal Reserve Bank of St. Louis. 2010. July. Rev. April 2012. 48 p. URL: <http://research.stlouisfed.org/wp/2010/2010-018.pdf> (дата обращения: 10.09.2013).

<sup>23</sup> Gagnon J. et al. Large-scale asset purchases by the federal reserve: Did they work? / Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Remache, Brian Sack // FRBNY Economic Policy Review. 2011. May. P. 48–49. URL: <http://www.newyorkfed.org/research/epr/11v17n1/1105gagn.pdf> (дата обращения: 07.10.2013).

<sup>24</sup> Ibid. P. 54.

<sup>25</sup> Chan S. Fed ends its purchasing of mortgage securities / Sewell Chan // The New York Times : website. 2010. March 31. URL: [http://www.nytimes.com/2010/04/01/business/01fed.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2010/04/01/business/01fed.html?_r=0) (дата обращения: 15.08.2013).

запущенных в 2007–2008 гг. Поэтому баланс ФРС увеличился не столь существенно – с 2,1 трлн дол. в ноябре 2008 г. до 2,3 трлн в апреле 2010 г.<sup>26</sup>

Сама идея подобных масштабных покупок активов со стороны ФРС отчасти была мотивирована необходимостью поддерживать баланс на достаточно высоком уровне, поскольку слишком поспешное "схлопывание" активов центробанка могло бы навредить процессу восстановления финансовой системы.

Второй раунд "количественного смягчения" (QE-2) был объявлен в ноябре 2010 г., причём основные покупки активов пришлось на первую половину 2011 г. С ноября 2010 по июнь 2011 г. ФРС приобрела на рынке долгосрочных гособлигаций на общую сумму 600 млрд дол. Данные покупки прибавлялись к уже имеющемуся портфелю активов ФРС, т.е. новые бумаги не заменяли старые, срок погашения которых истекал (на это выделялись отдельные средства), а плюсовались к уже имеющимся активам. Основной целью данной операции было стимулирование американской экономики, восстановление которой шло слишком медленными темпами<sup>27</sup>.

В отличие от предыдущих антикризисных программ ФРС QE-2 вызвала резкую международную реакцию. С критикой в адрес американских властей выступили представители целого ряда стран – Китая, Бразилии, Германии и др. Из уст бразильского министра финансов Г. Мантеги впервые прозвучал термин "валютная война". По мнению критиков, политика ФРС была призвана способствовать девальвации американской валюты с целью создать конкурентные преимущества для американских экспортеров и не учитывала негативные последствия для развивающихся экономик. В результате "исхода" дешёвых денег из США потоки избыточного капитала направились на быстрорастущие рынки Бразилии, Китая и других стран, которые могли предложить более высокую доходность. Приток спекулятивного капитала создал там условия для повышения курсов развивающихся валют и роста инфляции, а также опасность перегрева экономики.

На защиту политики ФРС встал президент США Б. Обама. Он объявил, что тем самым центробанк создаёт условия для роста американской экономики, от чего выигрывает весь мир. Американские экономические власти, по сути дела, проигнорировали голоса зарубежных критиков. В дальнейшем это подтолкнуло центробанки других стран, прежде всего Японии и Великобритании, следовать по пути, намеченному ФРС.

В сентябре 2011 г. Б. Бернанке объявил начало так называемой операции "Твист", в ходе которой ФРС купила долгосрочных государственных облигаций (со сроками погашения 6–30 лет) на 400 млрд дол., взамен продав имевшиеся на её балансе аналогичные краткосрочные

<sup>26</sup> Federal Reserve Statistical Release. Factors affecting reserve balances. Date: April 1, 2010 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2010. April 1. Last update: 02.04.2010. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20100401/> (дата обращения: 20.08.2013).

<sup>27</sup> Press Release. Date: November 3, 2010 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2010. November 3. Last update: 03.11.2010. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm> (дата обращения: 20.08.2013).



бумаги со сроками погашения до 3-х лет<sup>28</sup>. Центробанк выбросил на рынок те облигации, которые пользовались в тот период большим спросом, и скупил долгосрочные, на которые спрос был невелик. Общий баланс ФРС не увеличился.

Целью операции "Твист" так же, как и QE-2, было снижение долгосрочных кредитных ставок. Причём главным бенефициаром подобного обмена стало Министерство финансов США, расходы которого на оплату процентных платежей по своим обязательствам существенно снизились. Операция "Твист" должна была завершиться в июне 2012 г., однако ФРС приняла решение о её продлении и расширении ещё на 267 млрд дол. Официально программа была свёрнута в декабре 2012 г. Считается, что она не справилась с задачей стимулирования американской экономики. Поскольку в стране сохранялись высокий уровень безработицы и вялый рост ВВП, ФРС предпочла вернуться к более сильному средству – покупкам активов.

В сентябре 2012 г. Б. Бернанке объявил третий раунд "количественного смягчения" (QE-3). ФРС сообщила, что будет покупать ипотечные ценные бумаги (MBS) на сумму в 40 млрд дол. в месяц на протяжении неопределённого периода. Одновременно было объявлено, что ФРС будет реинвестировать средства, полученные от процентных платежей и погашения имеющихся ипотечных облигаций, в покупку новых долгосрочных MBS<sup>29</sup>.

В декабре 2012 г. программа QE-3 была усилена. Констатируя, что инфляция не растёт и остаётся в пределах желаемых 2 %, а экономический рост является "недостаточно сильным, чтобы вызвать продолжительные улучшения на рынке труда"<sup>30</sup>, руководство ЦБ приняло решение о расширении программы. На сей раз целью была объявлена покупка долгосрочных гособлигаций на сумму в 45 млрд в месяц. При этом были подтверждены обязательства по покупке MBS на 40 млрд дол. в месяц. Таким образом, общий объём ежемесячно покупаемых активов составил 85 млрд дол.

ФРС в своём декабрьском заявлении обязалась придерживаться мягкой денежно-кредитной политики до тех пор, пока безработица не снизится до уровня в 6,5 %, тем самым сделав безработицу одним из ключевых целевых ориентиров для политики американского центробанка. Это, безусловно, является новаторским и беспрецедентным шагом не только для США, но и для центробанков других стран.

Программа QE-3 действует с января 2013 г. и должна завершиться не ранее середины 2014 г. После ряда выступлений главы ФРС рынок ожидал, что с сентября 2013 г. наметится постепенное сворачивание QE-3, но этого не произошло.

Благодаря серии из трёх раундов "количественного смягчения" активы ФРС, а значит, и денежная база доллара резко выросли.

<sup>28</sup> Press Release. Date: September 21, 2011 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2011. September 21. Last update: 21.09.2011. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm> (дата обращения: 15.09.2013).

<sup>29</sup> Press Release. Date: September 13, 2012 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2012. September 13. Last update: 13.09.2012. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm> (дата обращения: 15.09.2013).

<sup>30</sup> См.: Press Release. Date: December 12, 2012.

В январе 2008 г., до начала острой фазы кризиса, все активы составляли 943 млрд дол., из которых 740 млрд (т.е. 78,5 %) – казначейских облигаций. В январе 2009 г. активы подскочили до 2,23 трлн (в 2,3 раза за год). На январь 2013 г. они уже составляли 2,96 трлн дол. В результате осуществления QE-3 активы вновь начали заметно расти: к концу июля 2013 г. они составили рекордные 3,6 трлн дол.<sup>31</sup> Это наглядно свидетельствует о гигантских масштабах интервенций ФРС, направленных на стимулирование американской экономики (см. рис. 1).

Новой, по сравнению с докризисным периодом, и устойчивой тенденцией стал рост количества ипотечных ценных бумаг на балансе ФРС. Они были куплены центробанком в ходе реализации программ LSAP-1 и LSAP-3. В отдельные периоды (2010 г.) количество MBS на балансе ФРС превосходило объёмы более традиционных ценных бумаг – государственных облигаций. Однако позднее американский центробанк вновь начал покупать больше гособлигаций, чем MBS, что считается более консервативной монетарной политикой.

К середине 2013 г. ФРС США имела на балансе гособлигаций на 1,91 трлн дол. и MBS – на 1,2 трлн. При этом собственно денежная база доллара (наличные деньги в обращении плюс резервы коммерческих банков) составляла рекордные 3,2 трлн дол.<sup>32</sup>

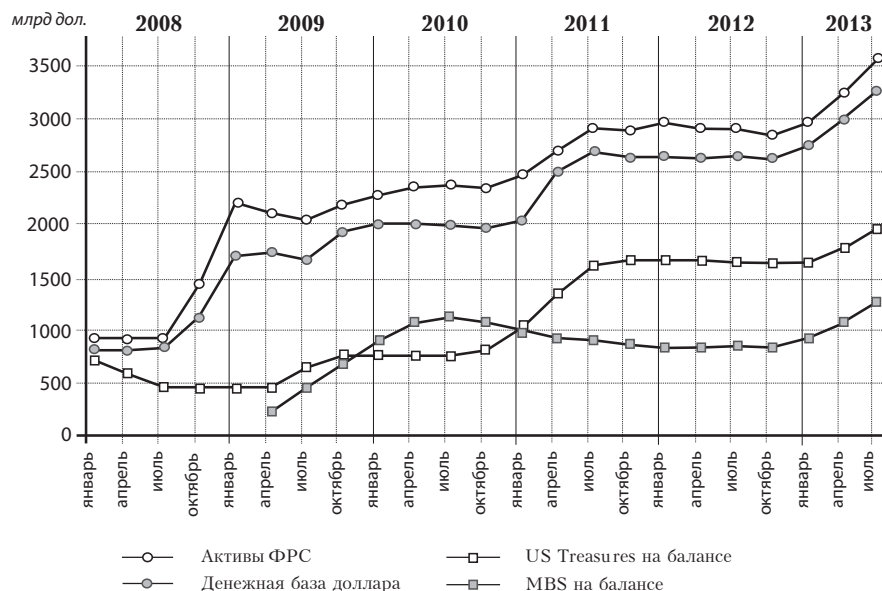


Рис. 1. Активы ФРС и денежная база доллара (по данным Федеральной резервной системы США)

<sup>31</sup> Federal Reserve Statistical Release. Factors Affecting Reserve Balances. Date: August 1, 2013 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. 2013. August 1. Last update: 01.08.2013. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20130801/> (дата обращения: 06.11.2013).

<sup>32</sup> Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base – H.3. Release Date: August 1, 2013 // Board of Governors of the Federal Reserve System : website. Last update: 01.08.2013. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/20130801/> (дата обращения: 06.11.2013).

## Результаты политики ФРС

Политика ФРС лежит в общем русле мероприятий администрации Б. Обамы, направленных на стимулирование роста американской экономики. Именно мероприятия ФРС внесли наибольший вклад в восстановление финансовой отрасли и завершение рецессии в экономике Соединённых Штатов. "Нетрадиционная монетарная политика США позволила избежать существенных рисков как дефляции, так и экономического спада, сопоставимого с теми, которые произошли во время Великой депрессии", – констатируется в статье, размещённой на сайте ЕЦБ<sup>33</sup>.

Их воздействие на мировую экономику и финансы также огромно. В 2008–2013 гг. мировые рынки напряжённо следили за каждым выступлением председателя ФРС, ловя даже косвенные намёки на возможные изменения монетарной политики. Заявления о смягчении денежно-кредитной политики, как правило, вызывали рост котировок фондовой биржи и способствовали снижению курса доллара относительно других валют. В свою очередь, заявления, свидетельствующие об ужесточении ДКП, вели к повышению курса доллара и снижению котировок фондовых бирж.

В результате реализации своей политики ФРС имеет три несомненных достижения, сыгравших ключевую роль в восстановлении американской экономики. Первое – это стабилизация финансовых рынков и возобновление нормальной работы банковской системы США. Произошло резкое снижение системных рисков. После коллапса крупнейшего инвестиционного банка Lehman Brothers финансовая система полностью восстановилась и к 2012–2013 гг. по всем показателям превысила докризисные уровни.

Второе – удалось не допустить дефляции, характерной для Великой депрессии и грозившей катастрофическими последствиями для перегруженной долгами американской экономики. Политика ФРС обеспечила стабильный уровень цен и поддержание инфляции на уровне, который ФРС считает наиболее комфортным для экономики, – около 2 % (рис. 2).

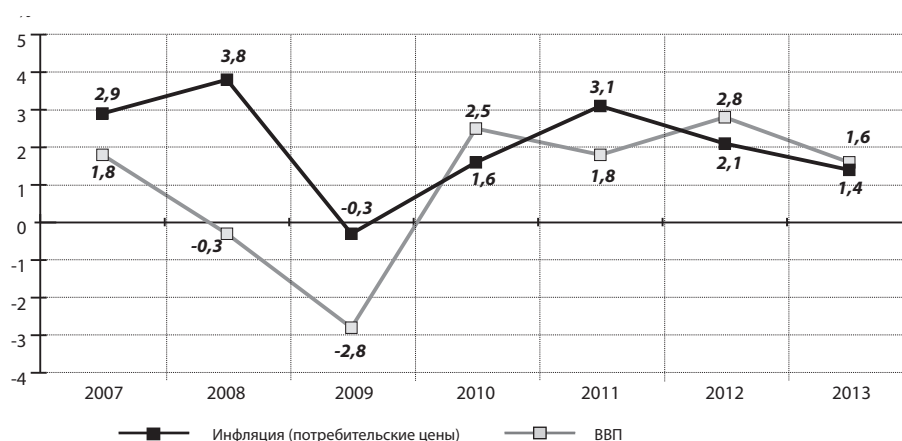


Рис. 2. Темпы роста инфляции и ВВП США, % в год (Statistical Appendix // IMF World economic outlook: Transitions and Tensions. 2013. October. P. 135–152. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/statapp.pdf> (дата обращения: 20.09.2013)

<sup>33</sup> Baumeister C., Benati L. Op. cit. P. 5.

Обычно наращивание баланса центрального банка ассоциируется у людей, знакомых с основами денежно-кредитной политики, с денежной эмиссией – "печатанием денег". Увеличение предложения денег в финансовой системе закономерно должно нести угрозу роста инфляции, поскольку покупки дополнительных активов центральным банком неизбежно ведут к наращиванию денежной базы<sup>34</sup>.

Однако проводившаяся на протяжении 2008–2013 гг. политика "количественного смягчения" не привела к разгону инфляции. Как показывает анализ баланса центробанка, рост активов вызвал лишь сравнительно небольшое увеличение количества банкнот в обращении. Основной рост пассивов пришёлся на раздел "депозиты коммерческих банков" в ЦБ. То есть в ходе кризиса увеличивались в основном избыточные резервы коммерческих банков.

Подобная ситуация объясняется тем, что в условиях стагнирующей экономики и общего недоверия коммерческих институтов друг к другу банки не могли найти достаточного числа качественных заёмщиков, которым они могли бы выдавать кредиты на устраивающих их условиях. Либо качество заёмщиков не устраивало банки, либо же сами банки устанавливали завышенные ставки, в результате которых потенциальные клиенты отказывались от кредитов. Поэтому банки предпочитали складировать "лишнюю" ликвидность на счетах в ЦБ – наиболее безопасном, с их точки зрения, месте.

На подавление инфляции в развитых странах играл ещё один фактор, который реже упоминается в экономической литературе. Это фактор экспорта капитала. Частный капитал ищет регионы и секторы экономики, которые могут предложить наибольшую прибыль для инвестора. В условиях экономического спада и низких кредитных ставок подобных секторов для инвестиций в развитых странах оказывается недостаточно. Поэтому избыточный капитал перетекает из стран с низкой учётной ставкой в страны с высокой учётной ставкой, которые могут предложить более выгодные условия для инвестиций. Данная операция носит название *carry trade*.

Обычно её целью становятся развивающиеся страны с высокой учётной ставкой. Так, в России в начале 2009 г. ставка рефинансирования равнялась 13 %. Поэтому происходит переток денежной массы из развитых стран – эмитентов резервных валют (доллара, евро, иены, фунта стерлингов) в развивающиеся страны – реципиенты капитала, особенно из числа быстрорастущих экономик Азии и Латинской Америки. Инфляция в развитых странах снижается, но, соответственно, растёт в развивающихся, которые начинают испытывать так называемый "перегрев экономики". Это было особенно заметно в 2009–2012 гг. на примере Китая, который продолжал активный экономический рост, несмотря на рецессию в большинстве других стран.

Тем не менее необходимо отметить ещё одно, третье достижение ФРС – радикальное снижение процентных ставок. Оно касается в первую очередь американской экономики, но в некоторой степени от дешёвых долларовых кредитов могут выиграть и агенты других стран.

<sup>34</sup> Денежная база – пассивы центрального банка, которые включают банкноты в обращении и депозиты в ЦБ коммерческих банков (также называемые резервами).

Группа экономистов из ФРС и Института Петерсона<sup>35</sup> (Дж. Ганьон и др.) с помощью расчётов доказали, что путём приобретения того или иного актива центробанк уменьшает предложение данной ценной бумаги на открытом рынке, тем самым замещая некоторое количество частных инвесторов. Эффект от покупки одного из видов активов имеет тенденцию "расползаться" на другие, поскольку частные инвесторы рассматривают их как взаимозаменяемые. Например, покупка центробанком больших объёмов MBS будет способствовать повышению спроса, а значит, и снижению процентных платежей по корпоративным облигациям. По мнению авторов исследования, интервенции ФРС играли на руку всем заёмщикам, как государственным, так и частным, включая рядовых граждан, взявших ипотечные кредиты. Таким образом, реализуется эффект, способствующий стимулированию всей экономической активности.

В результате политики ФРС ставки по 10-летним гособлигациям снизились до уровня инфляции, а ставки по среднесрочным и краткосрочным государственным бумагам (менее 5 лет) находились даже ниже уровня инфляции (рис. 3). По сути дела, американская финансовая система живёт в условиях отрицательных ставок. Также ниже уровня инфляции находятся ставки межбанковского кредитования и обе учётные ставки ФРС.

Это означает дешёвые кредиты для конечных потребителей. Так, ставка по 30-летним ипотечным кредитам для стандартного заёмщика на протяжении 2011–2013 гг. колебалась в пределах 3,5–4,5 % годовых<sup>36</sup>. Тем самым американская экономика обеспечена колоссальными объёмами дешёвых кредитов, созданы беспрецедентно благоприятные условия для роста и развития самых различных её секторов.



Рис. 3. Доходность 10-летних гособлигаций США (United States Government Bond 10Y // Tradingeconomics.com : website. URL: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield> (дата обращения: 20.09.2013)

Хотя программа QE-3 ещё не была завершена к началу 2014 г., тем не менее можно констатировать, что она способствовала успешному росту американской экономики в 2013 г. Кроме того, в этот период избыток долларовой ликвидности на финансовом рынке помог европейским странам бороться с последствиями долгового кризиса в еврозоне. Для России и других развивающихся стран это выразилось

<sup>35</sup> Gagnon J. et al. Op. cit.

<sup>36</sup> 30-year fixed-rate mortgages since 1971 // Freddie Mac : website. URL: <http://www.freddiemac.com/pmms/pmms30.htm> (дата обращения: 10.09.2013).

в притоке дополнительного капитала, сохранении высоких цен на сырьё и энергоносители.

Срок полномочий председателя ФРС истекает в январе 2014 г. Но это не означает, что с приходом нового главы в политике ФРС произойдут резкие перемены – все ключевые решения в руководстве центробанка принимаются коллегиально. Поэтому сворачивание стимулирующих мер ДКП ни в коем случае не будет быстрым.

Между тем среди западных экономистов имеются и противники политики ФРС, обычно считающие её чересчур мягкой<sup>37</sup>. По их мнению, долгосрочные последствия столь радикального смягчения ДКП могут быть непредсказуемыми. Подобное монетарное расширение приводит к постепенному обесцениванию доллара, что, с одной стороны, облегчает общее долговое бремя США, но с другой – подрывает эффективность долгосрочных инвестиций и общее доверие к американской валюте.

Кроме того, позитивное воздействие для американской экономики оборачивается проблемами для других развивающихся стран. Хаотичный и непредсказуемый приток капитала из США становится причиной образования "пузырей" (например, в секторе недвижимости, на фондовой бирже и пр.), провоцирует чрезмерное укрепление национальной валюты (чреватое потерей конкурентоспособности для национальных производителей), способствует перегреву экономики и росту инфляции. Вдобавок хаотичный приток капитала в любой момент может смениться не менее резким его оттоком, который нередко приводит к финансовому кризису.

Негативные внешние последствия политики ФРС особенно заметны на примере Бразилии, министр финансов которой Г. Мантега неоднократно критиковал действия монетарных властей США. По его словам, слишком мягкая монетарная политика ФРС США ведёт к "валютной войне", она преследует цель "обесценить" доллар и тем самым получить конкурентное преимущество для американских производителей и экспортёров<sup>38</sup>.

Другие страны вынуждены реагировать на политику американского центробанка – либо проводить аналогичное "смягчение" у себя (как это делают банки Японии и Англии), либо вводить ограничения для притока спекулятивного капитала (подобный путь выбрали Бразилия и Китай). Тем самым политика Федеральной резервной системы провоцирует международные конфликты и перемещает арену конкурентной борьбы между экономическими державами на принципиально новые площадки. Если раньше орудием международной конкуренции служили импортные пошлины, то в XXI в. таковыми стали операции центральных банков на открытом рынке – покупки тех или иных активов.

Ключевые слова: *США – ФРС – центробанк – денежно-кредитная политика – финансовый кризис.*

Keywords: *USA – FED – central bank – monetary policy – financial crisis.*

<sup>37</sup> См., например: *Gandel S. Why Jim Rogers hates Ben Bernanke / Stephen Gandel // CNN Money : website. 2013. February 13. URL: <http://finance.fortune.cnn.com/2013/02/13/jim-rogers-ben-bernanke/> (дата обращения: 10.10.2013).*

<sup>38</sup> Мантега: нам удалось остановить приток горячих денег : интервью министра финансов Бразилии Гвидо Мантеги телеканалу "Россия 24" // Вести : интернет-сайт. 2013. 18 февраля. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/23566> (дата обращения: 15.10.2013).