

Мілай А.О.

канд. економ. наук, доцент

Національний технічний університет України «КПІ»

ОСОБЛИВОСТІ ТА НАСЛІДКИ ПРОВЕДЕННЯ ГРОШОВО – КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ФРС США В УМОВАХ СВІТОВОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ

ОСОБЕННОСТИ И ПОСЛЕДСТВИЯ ПРОВЕДЕНИЯ ДЕНЕЖНО - КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ФРС США В УСЛОВИЯХ МИРОВОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

FEATURES AND IMPLICATIONS OF MONETARY-CREDIT POLICY FED UNITED STATES IN CONDITIONS OF GLOBAL ECONOMIC CRISIS

Досліджується процес розгортання кризи в фінансовому секторі економіки США наприкінці 2007р. і початку 2008р. Аналізуються шляхи підтримання банківської ліквідності в умовах кризового стану. Робиться висновок, що внаслідок небувалого масштабу фінансової кризи, яка охопила банківську систему США, ефективне використання традиційних інструментів забезпечення поточної ліквідності та платоспроможності банківських установ є неможливим. Аналізуються основні особливості умов, в яких приймалося рішення про впровадження принципово нового підходу до проведення грошово – кредитної політики ФРС по забезпеченню стабільності фінансового сектору США та національної економіки в цілому, політики, яка в подальшому отримала назву - політики кількісного пом'якшення (QE - Quantitative easing). Аналізуються чинники, які призвели до необхідності впровадження QE 2 та QE 3. На основі аналізу дається загальна оцінка політики кількісного пом'якшення та визначаються наслідки її проведення для світової фінансової системи. Аналізуються наслідки масштабної емісії ФРС США. Визначається, що в умовах паперового валютного стандарту можливо локалізувати інфляцію виключно в межах фондового ринку та ринку деривативів. А це, як відомо, дає можливість суспільству оцінювати її наслідки виключно позитивно. Робиться висновок про те, що зростання фондових індексів в 2013р., більш ніж на 25%, є саме результатом грошової емісії та проявом інфляції на відповідних фінансових ринках.

Ключові слова: Центробанк США, індекс Доу-Джонса, рефінансування, рейганоміка, деривативи, ставка рефінансування, політика кількісного пом'якшення.

Исследуется процесс развертывания кризиса в финансовом секторе экономики в Соединенных Штатах в конце 2007 и начале 2008 года. Анализируются способы поддержания банковской ликвидности в условиях кризиса. Делается вывод о том, что в результате беспрецедентных масштабах финансового кризиса, который охватил банковскую систему США, эффективное использования традиционных инструментов обеспечения текущей ликвидности и платежеспособности банковских учреждений было невозможно. Анализируются основные особенности условий, в которых принималось решение об

использовании принципиально нового подхода к проведению денежно - кредитной политики ФРС для обеспечения стабильности финансового сектора США и национальной экономики в целом, политики, которая позднее получила название - политики количественного смягчения (QE - Quantitative easing). Анализируются факторы, которые привели к необходимости введения QE 2 и QE 3. На основе анализа дается общей оценка политики количественного смягчения и последствий ее проведения для глобальной финансовой системы. Анализируется последствия масштабной эмиссии ФРС США. Делается вывод о том, что в условиях бумажного валютного стандарта есть возможность локализовать инфляцию исключительно в пределах фондового рынка и рынка производных финансовых инструментов. И это, как известно, позволяет обществу оценить ее последствия исключительно положительно. Делается вывод о том, что рост фондовых индексов в 2013 г., более чем на 25%, это результате денежной эмиссии и проявление инфляции на финансовых рынках.

Ключевые слова: Центробанк США, индекс Доу - Джонса, рефинансирование, режганомика, деривативы, ставка рефинансирования, политика количественного смягчения.

The article explores the process of deployment of the crisis in the financial sector of the economy in the United States in late 2007 and early 2008. Discusses ways to maintain liquidity in the banking crisis. It is concluded that as a result of the unprecedented financial crisis that has gripped the United States banking system, efficient use of traditional instruments of the current liquidity and solvency of the banking institutions. Analyses the main features of the context in which the decision had been taken on the use of a fundamentally new approach to the FED'S monetary policy to ensure the stability of the financial sector of the United States and the national economy as a whole, policies, which later was called the policy of quantitative easing (QE - Quantitative easing). Analyses the factors that have led to the introduction of QE 2 and QE 3. On the basis of the analysis provides an overall evaluation of the policy of quantitative easing and its consequences for the global financial system. Analyses the effects of the massive issue United States FED. It is concluded that in the context of a paper currency standard has the ability to localize the inflation within the stock market and the derivatives market. And this, as it is known, allows the company to evaluate its impact is positive. It is concluded that the growth of stock indices in 2013, more than 25%, as a result of this monetary emission and manifestation of inflation in financial market.

Keywords: Central Bank of the United States, Dow-Jones, refinance, rejganomika, derivatives, rate refinance, QE - Quantitative easing

Вступ. Сьогодні факт світової економічної кризи є загально визнаним. Однак, коли мова заходить про зрозуміле пояснення її чинників, прогнозів її протікання і розвитку, і, тим більше, її можливих наслідків, починається суцільна незрозумілість та невизначеність з боку сучасної економічної теорії. Як, в загалі, таке могло статися що жоден з нобелівських лауреатів по економіці навіть не згадав у своїх дослідженнях про можливість початку глибокої економічної кризи в найближчому майбутньому. Навпаки, усі твердо запевнювали світове суспільство в тому що, кризові часи для сучасної ринкової економіки минули назавжди.

А меж тим, теорія кризи базується на положеннях які досить добре були визначені ще засновниками класичної економічної теорії. Так Адам Сміт, в рамках розробленої їм теорії трудової вартості, звертав увагу на те що, основні фактори які створюють сукупний суспільний продукт - праця і капітал - мають зовсім не рівні права в його розподілі і споживанні. Саме капіталу, у відповідності з базовими принципами ринкової економіки, належить створений продукт, а від так і право його розподілу. Як наслідок, власник іншого фактору виробництва - праці – не отримує відповідного відшкодування її витрат.

Таким чином, невід’ємною властивістю капіталістичного відтворення сукупного суспільного продукту є прискорене, в порівнянні з доходами власника праці, нарощування капіталу. І тому, в рамках ринкової економіки, зростання попиту постійно відстає від росту капіталу. І якщо не приймати спеціальних заходів останній, в кожному новому циклі відтворення, втрачає, відносно попереднього циклу, частину своєї вартості, як, безпосередньо, в формі накопичених активів, так і, опосередковано, у формі зниження середньої норми прибутковості. Останнє, визначається тим, що зменшення приросту попиту в порівнянні з приростом капіталу, призводить до зменшення приросту прибутку по відношенню до кожної нової одиниці відтвореного капіталу.

Дослідженню проблематики впливу грошово-кредитної політики в умовах кризи, на стан світових ринків і світової економіки, в цілому, присвячено багато наукових праць вітчизняних і зарубіжних вчених, зокрема О. Дзюблук, [2], В.Бурлачкова [1] , О. Білоруса, А. Кобякова, [5], Дж. Сороса [5], та інших. Однак, в більшості випадків, фахівці, які досліджують означену тематику, не аналізують наслідки грошово-кредитної політики, що проводиться ФРС, в умовах кризи, і декларується останньою як єдиний можливий шлях виходу з економічної кризи. Недостатня розробленість зазначених питань, їх актуальність та практичне значення визначили мету даного дослідження.

Постановка завдання. Метою статі є дослідження особливостей та наслідків проведення грошово – кредитної політики ФРС – політика, яка в умовах світової фінансової кризи отримала назву - політики кількісного пом’якшення - і яка на теперішній час керівництвом ФРС розглядається як єдиний можливий шлях виходу з економічної кризи.

Методологія. Теоретичною та методологічною основою статті є роботи вітчизняних і зарубіжних вчених в галузі дослідження основних чинників виникнення сучасної економічної кризи. У роботі використовувались загальнонаукові та спеціальні методи дослідження економічних процесів і явищ. Із загальнонаукових методів застосовано: абстрактно-теоретичний,

діалектичний, аналізу і синтезу та інші, які були використанні при узагальненні теоретико-методологічних положень.

Результати дослідження. Серйозні ознаки кризи в іпотечному секторі банківської системи США з'явилися ще в III кварталі 2007 року. Ризики структурованих фінансових продуктів стали вочевидь топ менеджерам іпотечних банків, ринок іпотечних облігацій почав згортатися, а вартість активів знижуватись. З грудня 2007 року Центробанк США почав кредитувати банки з метою підтриманні їх ліквідності, а з 1 кв. 2008 року програма підтримання ліквідності інвестиційних та комерційних банків була розширена. Але очікуваних наслідків вона не дала.

Знецінення прийнятих в забезпечення активів йшло дуже швидко. Крім того існувала реальне небезпека того що початок масового продажу цих активів призведе до ще більшого падіння їх вартості. Небезпека втрати балансової вартості активів, внаслідок зниження їх ринкової ціни, доповнювалась кризою довіри. Міжбанківський кредитний ринок майже перестав функціонувати. Банки не бажали кредитувати один одного, тому що побоювались за фінансовий стан своїх партнерів. Банкрутство малих та середніх банків відбувалось одне за одним.

В такій ситуації остання надія залишилась на кредитора останньої інстанції – Центробанк. Але стало, вочевидь, що звичного формату підтримання ліквідності банків було недостатньо. Проблема полягала в тому, що ФРС США з грудня 2007 року по вересень 2008 року видавала кредити на підтримання ліквідності під забезпечення – ломбардні кредити, або під продаж казначейських зобов'язань (трежерис) – операції репо. Надані в забезпечення кредитів активи, як правило нерухомість, швидко знецінювались і тому банки змушені були продавати все більше активів для виконання своїх зобов'язань, а збільшення масштабу продаж призводило до прискорення зниження цін все на тому ж ринку нерухомості і зростанню проблем у банків.

Обставини склались таким чином, що треба було терміново прийняти ряд антикризових мір, які існуюча на той час ментальність суспільства не сприймала. Підтримання ліквідності банків за рахунок кредитів ЦБ - ідея зовсім непогана. Але кредити мають багато вад – наявність забезпечення, відсоткові ставки і зобов'язання по погашенню у певний час. Це не підходило, тому що було розуміння того що систему звичайною ліквідністю не врятувати.

По-перше, потрібен був банк, який зможе викупити усі, так звані, «токсичні активи». На цю роль найкращим чином підійшла ФРС США.

По-друге, необхідна була така ліквідність під яку не треба забезпечення, яку не треба повертати і за яку не треба сплачувати відсотки.

І тут зародився геніальний механізм QE (Quantitative easing) – кількісне пом'якшення. Саме те, що немало вад кредиту и давало можливості значно знизити ризиковість активів банків і забезпечити певний рівень ліквідності їх балансів. Окрім усього іншого, банки мали можливість отримувати прибутки через операції на вторинному ринку - купувати по курсовій вартості трежерис та MBS дешево, а продавати ФРС по номіналу значно дорожче. Так наприклад, ФРС купувала державні цінні папери США - термін погашення по яким ще не настав - по номіналу, тоді коли їх курсова вартість доходила до 20-60% номіналу. Механізм підтримання ліквідності банків в межах QE виглядає наступним чином.

Дилери викуповують трежерис та MBS з відкритого ринку, або з первинного ринку розміщення цінних паперів. Потім їх викуповує у дилерів ФРС, даючи можливість банкам заробити на курсовій різниці. Отримані кошти банки кладуть на свої коррахунки в ФРС, створюючи надлишкові резерви. І в подальшому ці кошти використовуються як забезпечення в проведенні операцій на фінансовому ринку, підтримуючи поточну ліквідність і платоспроможність. Тобто, отримавши додатковий резерв, банк має можливість, не знижуючи своєї платоспроможності і ліквідності, залучити додаткові кредитні ресурси, використовуючи ефект безкоштовного фінансового важеля, знижуючи таким чином ризиковість кредитно - інвестиційного портфеля.

Безумовно, такий крок, в період гострої фінансової кризи, був вимушений і виправданий, тому що дозволив врятувати банківську систему. Але отямившись після першого удару фінансового цунамі банкіри зрозуміли, що це не звичайні циклічні негаразди, а трапилась глобальна структурна криза, яка загрожує існуванню усій системі в цілому. Перестав працювати сам механізм розширення банківського сектору економіки. Рівень облікової ставки знизився до найменших можливих значень, а середня заборгованість домогосподарств в 1.5 рази перевищила їх річні доходи [6] і в сукупності дорівнює розміру ВВП країни. Все це, власно кажучи, зробило неможливим підтримання попиту на споживчі кредити, а разом з тим і підтримання існуючого попиту домогосподарств. Але ніхто не хотів погоджуватись на значне скорочення банківського бізнесу і приведення його в формат нової реальності. Потрібне було джерело майже безкоштовних кредитних ресурсів і нові можливості отримання прибутку від фінансових операцій.

Так зародилась ідея QE 2. Її основне завдання полягало не тільки в тому, щоб забезпечити певний рівень рентабельності дилерам, а і в тому, щоб оцінити реакцію основних індикаторів ринку на штучне втручання, тобто можливу імовірність масштабної дестабілізації ринку.

Контрольна перевірка ринків на адаптивність нової грошово-кредитної політики ФРС дала більш менш обнадійливі результати. Так валютний ринок показав, що падіння індексу долара під час проведення QE 2 становило не більше 10% і, в цілому, носило регулюємий характер.

Ринок боргових зобов'язань і позиції трежерис демонстрували певне зростання середньозважених ставок, але їх позитивна динаміка залишалась в припустимих межах для обслуговування боргу і розміщення нових позик.

Ринок сировини і дорогоцінних металів показав зростання цін на 30-40%. В той же час, фондовий ринок демонстрував найбільш позитивний вплив нового формату грошової політики. Зростання фондових індексів за рахунок емісії сприймалось суспільством виключно позитивно. І це давало тверду надію на те, що саме цей ринок виконає важливу роль тієї губки, яка забере надлишок грошової маси в фінансовий сектор економіки де інфляція відіграє тільки позитивну роль. В той же час, на грошовому ринку відсоткові ставки зберігались в допустимих для стабільності межах. Що стосується кредитної активності то майже ніякого впливу на кредитування помічено не було.

Треба відмітити, що збоку суспільства деякий час спостерігалась певна критики і інформаційна протидія політиці QE 2. Але запевнення ФРС в тому, що ця політика вимушена і носить тимчасовий характер, мали позитивний вплив. І дуже швидко довіра до дій ФРС у суспільстві поновились.

Таким чином, був зроблений висновок, що негативні ефекти і наслідки введення QE були в межах допустимих кордонів, а прибуток досить значний, щоб відмовлятися від подібної практики. Так і підійшли до QE 3. І якщо чинниками для запуску QE 1 були ризики колапсу фінансової системи, банки під загрозою банкрутства і фатальне падіння активів, що, в цілому, виправдовувало подібний крок, то запуск QE 3 нічим подібним не був виправданий.

В короткостроковій перспективі політика QE дає можливість підвищити рентабельність в фінансовому секторі економіки, але вона нівелює зворотні зв'язки які забезпечують дію ринкового механізму. Так, наприклад, за 2013 рік індекс Доу Джонс зріс приблизно на 25% [7], в той час як на підприємствах реального сектору економіки США прибуток та обсяги продаж мали або дуже незначне зростання або зниження в порівнянні з минулим роком.

Які наслідки для економічного стану країни може мати масштабна емісія? Найбільш поширена точка зору про негативні наслідки емісії полягає в тому, що така грошова політика веде до посилення інфляції. Але досвід проведення політики кількісного пом'якшення показує що інфляції можна уникнути. Особливість грошової емісії в рамках проведення політики QE, полягає в тому,

що надлишкові грошові кошти направляються виключно на фінансовий ринок. Невелика їх частина, яка попадає на споживчий ринок, тільки компенсує зниження попиту внаслідок зростання безробіття і скорочення доходів домогосподарств.

Значне зростання цін відбувається виключно у фінансовому секторі, а саме на фондовому ринку. І це, на перший погляд, саме те що потрібно. Але треба звернути увагу на те що ціни на акції зростають (за 2013 рік більше ніж на 25%), в той час коли прибуток підприємств реального сектору економіка США падає, зніжується «реальний» попит а безробіття зростає. І це є наслідком стимулювання штучного попиту за рахунок емісії.

Нарешті, запропонована емісійна модель в незначних обсягах направляє грошові кошти саме в реальний сектор економіки. А основний грошовий потік концентрується саме в фінансовому секторі. І тут, як вже підкреслювалось, інфляція проявляє себе в повній мірі в зростанні фондових індексів, а це значною мірою, збільшує інфляцію витрат для виробників і як наслідок, економіка набуває стагнаційних ознак. В той же час, стає не вигідним кредитування реального сектора економіки, особливо розширення виробництва – це май же гарантована втрата коштів. Значно краще, кредитувати фінансовий сектор, якій, в умовах емісії, дає значні прибутки, а від так, і гарантії повернення кредитних коштів.

Іншими словами, емісійна модель зупиняє розвиток реального сектора і поступово знижує його рентабельність. І хоча емісія значно загальмувала темпи падіння виробництва, негативні явища в економіці, які мають структурний характер, залишились і вбуть який час готові себе проявити.

Якщо давати загальну оцінку політиці QE то, безумовно, треба визначити, що ніякого позитивного впливу на реальну економіку вона не має. Усі заявлені параметри впливу кількісного пом'якшення на реальний світ – зниження безробіття, зростання економіки, збільшення кредитування реального сектору економіки – залишились нездійсненою мрією. Більш того, QE суттєво підвищив ризики обвального падіння фондового ринку і в разі її припинення наслідки можуть бути непередбачливі. Тому обіцянки ФРС в найближчій час завершити політику кількісного пом'якшення, як тільки економіка остаточно вийде з кризи, виглядають, як мінімум, дуже непереконливо. Хоча б вже тому, що емісія в загалі не може бути панацеєю виходу з кризи.

Причиною кризи є порушення структурних пропорцій між попитом і пропозицією. Рівноважний ринок це досить рідкісне явище. Будь яка національна економіка і світова економіка в цілому, частіше мають справу саме з надлишковим ринком, де пропозиція перевищує попит. І цьому є досить просте

пояснення. Справа в тому, що темпи накопичення капіталу випереджають темпи зростання платоспроможного попиту. З кожним новим циклом відтворення, пропозиція капіталу зростає, в наслідок його накопичення, а динаміка попиту на його споживання відстає або, в загалі, знижується. Пропозиція зростаючого ринку автоматично не створює адекватний попит. Це досить аргументовано в свій час довів Адам Сміт, а Дж. Кейнс, використовуючи це положення класичної економічної теорії, побудував досить ефективну систему регуляторів сукупного суспільного попиту.

В черговий раз стикнувшись з цією проблемою на початку 80-х років ХХст. США питання вирішили дуже просто. Вони почали стимулювати зростання попиту за рахунок нарощування темпів споживчого кредитування. В той же час, щоб попит на кредити не знижувався в умовах зростання заборгованості домогосподарств, був запроваджений інструмент рефінансування. Поточні кредити повертались за рахунок надання нових позичок, при цьому постійно знижувалась ставка рефінансування з боку ФРС. Ця економічна політика відома під назвою рейганоміка. Вона так сподобалась фінансовій еліті США, що продовжувалась в 90-ті роки та на початку ХХІ ст. В 1994-2007 рр., в США обсяг кредитів виданих домогосподарствам і нефінансовим компаніям, зріс с 118% до 173% ВВП, у великій Британії с 120%до 180%, в Єврозоні с 72% до 91% [3]. У зв'язку з цим, Дж. Сорос звертає увагу на те, що в 1929 р. сукупний обсяг виданих кредитів в США складав 160% ВВП, к 1932 р, цей показник зріс до 250%, в 2008р., він досяг 365% без урахування деривативів, яких в 1930-х роках взагалі не було [5]. В той же час, в тому ж році умовна вартість позабіржових деривативів по статистичним даним в 16 разів перевищувала світовий валовий продукт[3].

Потенціал стимулювання ринкового попиту за рахунок нарощування темпів споживчого кредитування існував доки була можливість знижувати ціну кредиту, підтримуючи таким чином, відповідний попит на гроші. В результаті проведення такої політики ставка рефінансування ФРС с 19% в 1981р. знизилась майже до 0% в 2008 р. А сукупна заборгованість домогосподарств зросла с 60% відсотків ВВП більш ніж до 100%.

Таким чином, особливість теперішньої кризи полягає в тому, що на протязі останніх 30 років попит в США і в Європі значною мірою, стимулювався за рахунок споживчого кредитування і тепер цей чинник зростання економіки повністю вичерпаний. В той же час, за цей період склалися дуже значні диспропорції між пропозицією і сукупним попитом. І тому світова економіка повільно але впевнено йде до масштабної кризи, яка поновить баланс на ринку за рахунок скорочення пропозиції.

Висновки. Аналіз сучасної грошово-кредитної політики ФРС, яка отримала назву політики кількісного пом'якшення, дає можливість зробити висновок про те, що в діючому форматі, вона не має за мету усунути основний чинник теперішньої економічної кризи, а саме структурні диспропорції економіки. Навпаки, вона сама стала чинником інтенсивного нарощування, не менш небезпечної диспропорції, між доходами домогосподарств і уряду з одного боку і обсягом їх споживання з іншого. Безумовним є і той факт, що згортання широкомасштабної емісії ФРС, після досить тривалого штучного, за рахунок емісійних коштів, підтримання попиту, призведе до обвалу ринків і перш за все фондового ринку і ринку деривативів.

Наукова новизна проведеного дослідження полягає в запропонованому методологічному підході до аналізу причин і наслідків сучасної економічної кризи, а також оцінки монетарних методів регулювання економіки і пошуку на цьому шляху можливих альтернатив виходу з кризи. Ми дотримуємося тієї точки зору, що криза носить структурний характер і не є тимчасовим явищем, яке може бути усунене за рахунок використання монетарних інструментів.

Перспективний напрямок подальшого дослідження пов'язаний з глибоким аналізом дійсних чинників сучасної кризи, який, на нашу думку, не повинен базуватися на методології монетарного підходу. Сучасний стан світової економіки потребує створення відповідної економічної теорії, яка б дала нарешті відповіді на актуальні питання.

Література:

1. Бурлачков .В.К. Теоретичні основи грошово-кредитної політики та світова фінансова криза [Текст] / В.К. Бурлачков // Економіка України. - 2009.- № 2.- с. 49-59.
2. Дзюблюк О.В. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках [Текст] / О.В. Дзюблюк // Вісник НБУ. - 2009.- № 5.- с. 25.
3. Корищенко К., Соловьева.И., Новые вызовы в регулировании финансового сектора в условиях кризиса [Текст] / К.Корищенко, И.Соловьева // Вопросы экономики. – 2010. - № 4 – с.100-112.
4. Кобяков А.Б., Хазин М.Л. Закат империи доллара и конец "Рах Americana"./ А. Кобяков, М. Хазин. М.:Вече, 2003. - 368 с.
5. Сорос Дж. Прогнозы: Будущее в форме буквы W - /Дж. Сорос // Ведомости - 2010 - 15 янв.
6. US debt clock //[Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://webdiscover.ru/v/22301>
7. Движущийся график США 30 //[Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://ru.investing.com/indices/us-30-chart>