

***Количественное смягчение в США: что делать банкам с таким объёмом ликвидности?***

**Quantitative Easing in the US: what banks should do with all that money?**



Источник: <https://yandex.ru/images/>

**Сахно Анна Олеговна**  
**Sakhno Anna Olegovna**

Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики», НИУ ВШЭ (Москва)  
Департамент мировой экономики

National Research University  
«Higher School of Economics», NRU HSE (Moscow)  
Faculty of World Economy and International Affairs  
School of World Economy  
annasakhno14@gmail.com  
+79857490884

**Аннотация**

В статье рассматривается проблема низкой эффективности политики количественного смягчения в США в результате роста избыточных резервов коммерческих банков на счетах ФРС. Также сделана попытка установить причины данного эффекта и их последствия для посткризисного развития США с помощью анализа определенного набора макроэкономических показателей.

**Ключевые слова:** США; количественное смягчение; избыточные резервы.

## **Abstract**

This article describes the problem of low efficiency of quantitative easing in the US as a result of an increase in excess reserves of commercial banks on the Fed's balance sheet. In addition, the impact of this effect on the post-crisis development of the US economy is analyzed by calculating some macroeconomic indicators.

**Key words:** the USA; quantitative easing; excess reserves.

Ипотечный, а затем и мировой финансовый кризис 2008-2009 гг. нанесли существенный удар по построению «американской мечты», которая была приоритетом для правительства США на протяжении последних 60 лет. В 2007 году, сразу после того, как пузырь на рынке недвижимости лопнул, индекс доверия к кредитным организациям сократился в 2 раза, а финансовая система страны переживала коллапс<sup>1</sup>. Федеральная резервная система США (далее – ФРС) предприняла срочную меру классической монетарной политики, понизив ставку по федеральным фондам с 5% до диапазона 0-0,25%, то есть до минимально возможного уровня. Однако указанные действия были недостаточны для стимулирования экономики, которая в тот момент находилась в состоянии рецессии.

Программа количественного смягчения (QE), проводимая ФРС США в посткризисный период, вызывает большой интерес со стороны мирового сообщества, так как оценки её эффективности значительно отличаются, а однозначного ответа на вопрос о результативности действий ФРС США получено не было.

Так, важной проблемой, возникшей при проведении программы количественного смягчения, стал нарастающий объём избыточных резервов, которые банки стали хранить на счетах ФРС. Во всех работах<sup>2</sup> по данной

---

<sup>1</sup> Financial Crisis Inquiry Commission. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. 2011. P. 85.

<sup>2</sup> К примеру, вопрос исследуется в работах Дж. Боумана и др. (2010), С. Шуле (2015), Т. Кайстера и др. (2009).

теме обращается особое внимание на необходимость ФРС установить ненулевую процентную ставку для банковских резервов, чтобы иметь возможность оказывать влияние на рыночные ставки процента. Тем не менее, в работах не даётся однозначного ответа на главный вопрос: причины, по которым банки предпочли сохранять избыточные резервы на счетах ФРС.

## **Цели программы количественного смягчения в США в 2008-2014 гг.**

Программа количественного смягчения, разработанная ФРС, является инструментом нестандартной монетарной политики, так как проводится в условиях очень низких процентных ставок. Она была направлена на снабжение экономики ликвидностью, не через прямые каналы трансмиссии, а через выкуп ФРС США активов у финансовых институтов. При этом ФРС планировала снизить доходности ключевых финансовых активов на рынках и процентные ставки в стране. Это должно было стимулировать кредитование, а, как следствие, инвестиции и потребление. Таким образом, ФРС надеялась повлиять на реальный сектор экономики США, вызвав инфляцию и снизив безработицу, подогревая экономику и стимулируя выпуск.

В ноябре 2008 года Федеральный комитет по операциям на открытом рынке (FOMC), являющийся частью ФРС США, объявил о своём намерении приобрести активы и долги государственных ипотечных агентств, а также обеспеченные закладными ценные бумаги на сумму 600 млрд. долларов. Программа, ставшая главным инструментом для проведения нестандартной монетарной политики в США, получила название LSAP (Large-scale Asset Purchase). Целевыми ценными бумагами ФРС стали долгосрочные государственные облигации, для приобретения которых ФРС уже в 2009 году выделила дополнительную ликвидность в размере 1,75 трлн. долларов. В сентябре 2012 года начался третий, завершающий, этап количественного смягчения. ФРС не установила конкретных дат завершения программы, что вначале вызвало некоторую панику среди участников рынка. ФРС

продолжала покупать обеспеченные закладной ипотечные ценные бумаги на сумму 40 млрд. долларов в месяц, а государственные облигации – на сумму 45 млрд. в месяц. 29 октября 2014 года на одном из пленарных заседаний ФРС было объявлено о полном прекращении операций на финансовом рынке. Эту дату считают официальной датой сворачивания политики количественного смягчения в США<sup>3</sup>. Основной долгосрочной целью проведения программы LSAP было, по словам Б. Бернанке, занимавшего в тот период пост Председателя Совета управляющих ФРС «оказание поддержки рынкам недвижимости и ипотечного кредитования» и «улучшение условий на рынке частного кредитования».

Тем не менее, ФРС США удалось достигнуть лишь некоторых целей в результате проведения политики количественного смягчения. Например, процентные ставки в стране действительно удалось снизить, а уровень безработицы постепенно снижался. Однако проблемным оставался сектор кредитования: несмотря на низкие процентные ставки, инвестиции в реальную экономику не увеличивались, и, как следствие, восстановление выпуска после рецессии оказалось более длительным процессом, чем предполагалось.

### **Коэффициент отношения кредитов к депозитам как важнейший показатель кредитной активности банков**

*Коэффициент отношения кредитов* коммерческого банка к его депозитам является очень распространённым показателем, позволяющим оценить ликвидность банка, рассчитываемый как объём кредитов, выданных банком, ко всем депозитам, размещённым на его счетах<sup>4</sup>. Если коэффициент слишком велик, то это означает, что банк не способен покрыть любые непредвиденные требования к резервированию. Если же показатель слишком

---

<sup>3</sup> Кавицкая, И.Л. Политика ФРС в условиях современного кризиса / И.Л. Кавицкая. Журнал «Terra Economicus». Выпуск № 4, том 12, 2014. сс. 53-55.

<sup>4</sup> Согласно рекомендациям экспертов финансово-экономического журнала «Форбс», оптимальным соотношением кредитов к депозитам является показатель 80-90%.

низкий, то это означает, что банк не зарабатывает на кредитной деятельности столько, сколько бы мог, используя все имеющиеся в распоряжении средства.

В США в период первых лет действия программы количественного смягчения коэффициент отношения кредитов к депозитам восьми крупнейших коммерческих банков значительно сократился, что обеспокоило ФРС, так как именно на эти финансовые институты приходится около половины всех кредитов и депозитов в стране. Согласно расчётам Credit Suisse Group AG, в 2007 году коэффициент составлял более 101% для восьми крупнейших банков США, однако уже к 2011 году сократился в среднем до 85%. В частности, наихудший показатель, 60%-65%, имели банки JPMorgan и Citigroup.

Спад кредитной активности можно объяснить несколькими факторами. Во-первых, в посткризисный период спрос на кредит как со стороны юридических, так и физических лиц значительно сократился. Процентные ставки в стране снижались в результате открытых операций ФРС на рынке, однако даже этот факт не послужил стимулом для потенциальных заёмщиков. Во-вторых, энтузиазм к кредитованию со стороны банков также иссяк: учитывая сложившуюся экономическую ситуацию в стране, многие банки оценивали прибыль от возврата кредитов в будущем слишком низкой, отдавая предпочтение безрисковому применению средств, полученных от ФРС в результате продажи ценных бумаг: держать их в форме депозитов на счетах ФРС США.

### **Процентная ставка по избыточным резервам и ожидаемая доходность коммерческих банков**

В конце 2008 года правительство США приняло и ввело в действие Акт о чрезвычайной экономической стабилизации (EESA), более известный как План Полсона, целью которого был быстрый вывод экономики США из состояния кризиса после банкротства крупнейших государственных ипотечных агентств и отечественных банков. В одном из пунктов плана

Центральному банку было предложено ввести процентную ставку по избыточным резервам (IOER), дающую право коммерческим банкам сохранять свои избыточные средства на счетах ФРС, получая перманентный безрисковый доход. С момента введения акта в силу, ФРС США установила норму процента для избыточных резервов на минимальном уровне 0,25%. Несмотря на это, объем избыточных резервов банков, хранящихся на счетах ФРС, значительно возрос: в начале 2008 года сумма составляла 1,64 млрд. долларов США, а к началу 2013 года цифра возросла почти в 1000 раз, достигая отметки в 1,5 трлн. долларов США. В 2014 году, к моменту завершения последнего раунда программы количественного смягчения, объем избыточных резервов на счетах ФРС составлял 2,4 трлн. долларов<sup>5</sup>. С начала второго этапа количественно смягчения в 2010 году разница между депозитами и кредитами всех коммерческих банков США не превышала 1,3 трлн. долларов, однако уже к концу 2011 года расхождение между этими двумя показателями составляло 1,5 трлн. долларов, а к моменту оглашения Федеральной Резервной Системы о завершении второго раунда количественного смягчения объем депозитов превышал кредиты на 2,4 трлн. долларов (рис. 1).

Сопоставив данные, можно заметить, что разница между объемом кредитов и депозитов всех коммерческих банков США составляет тот объем избыточных резервов, который ФРС США держит на своих счетах. Это означает, что средства, поступившие в банки после продажи активов ФРС, не попали в реальный сектор экономики в форме кредитов, а осели в ФРС.

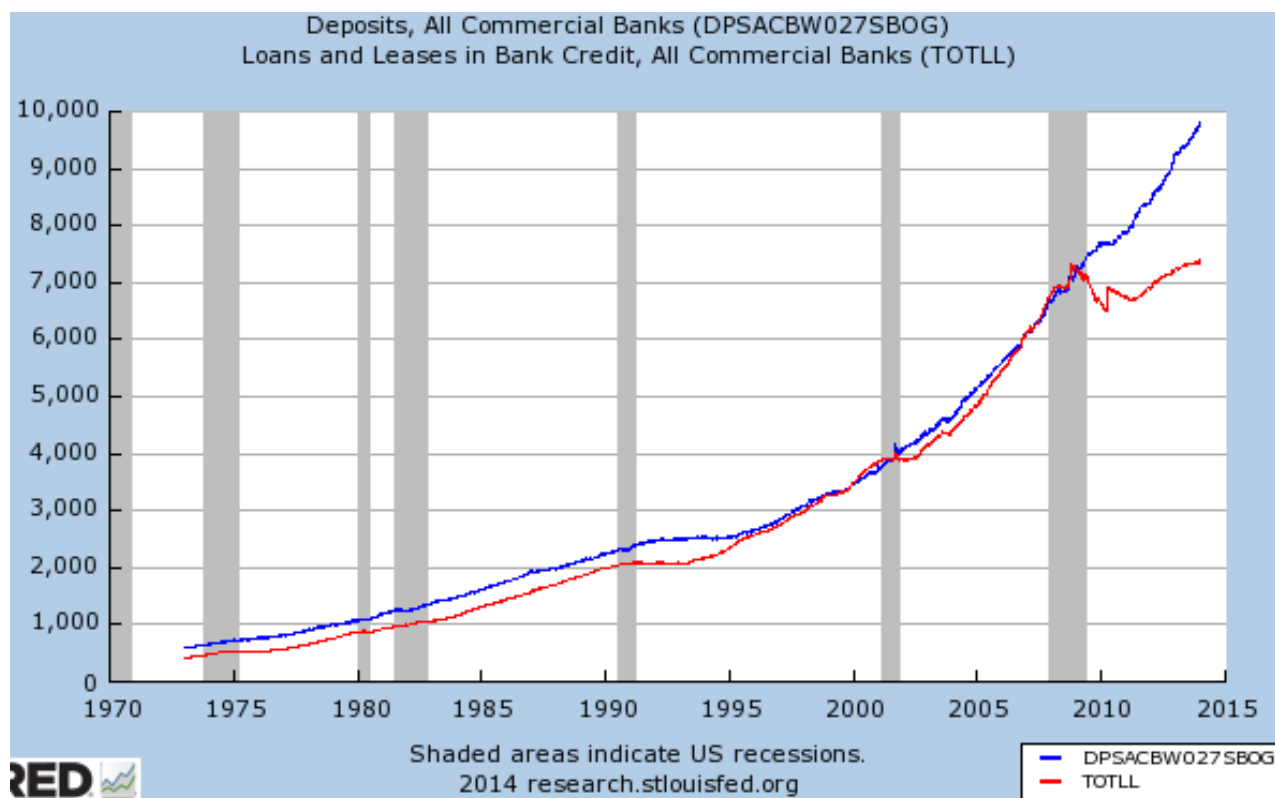
Для того, чтобы вынудить банки использовать новые средства на выдачу новых займов, ставка IOER должна была быть значительно понижена, но не стать отрицательной. При сложившихся на тот момент условиях ФРС не могла прибегнуть к такой политике. Банки, в свою очередь, зарабатывая минимальные средства на разнице между ставкой IOER и ставкой по своим депозитам, имели несколько альтернатив: либо снизить ставку по депозитам

---

<sup>5</sup> Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://research.stlouisfed.org/fred2/>

для своих клиентов до нулевого или отрицательного уровня, либо увеличить процентный спред и сделать кредит более дорогим. В первом случае клиенты бы предпочли обналичить депозиты, нежели сохранять деньги в банке себе в убыток. Второй вариант развития событий представлялся невозможным для реализации, так как в условиях конкуренции банк не согласился бы выдавать более дорогой кредит лишь для того, чтобы уравновесить свой баланс, оставаясь при этом в убытке<sup>6</sup>.

Таким образом, проблема избыточных резервов стала ещё одной причиной слабой эффективности политики количественного смягчения в США, помимо слабого спроса на кредит со стороны потенциальных заёмщиков. Ожидаемая прибыль банков от возврата кредитов была меньше, нежели прибыль от хранения избыточных резервов в форме депозитов на счетах ФРС, пусть даже при минимальной ставке процента. Это говорит о сложной экономической ситуации в целом в финансовом секторе США в период посткризисного восстановления.



<sup>6</sup> Choulet C. QE and Bank Balance Sheets: the American Experience. BNP Paribas, The Economic Research Portal. 2015. P. 7.

**Рисунок 1.** Разница между всеми кредитами и депозитами  
коммерческих банков США

Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis,  
<https://research.stlouisfed.org/fred2/>

**Денежный мультипликатор и скорость обращения денег в период  
проведения политики количественного смягчения**

Ещё одним камнем преткновения в период проведения программы количественного смягчения стали денежный мультипликатор и скорость обращения денег в экономике.

Согласно классической экономической теории, денежный мультипликатор рассчитывается как отношение денежного агрегата M2 к монетарной базе и показывает возможный рост объёма денег в экономике за счёт депозитно-кредитных операций<sup>7</sup>. Денежный агрегат M2 включает в себя все наличные средства, находящиеся в экономике, средства на дебетовых картах, остатки денежных средств в национальной валюте на счетах организаций, срочные вклады, то есть представляет собой сумму всех наличных и безналичных средств<sup>8</sup>. Монетарная (денежная) база – это сумма всех средств коммерческих банков, находящихся на счетах Центрального банка в качестве резервов и определяются Центральным банком с помощью нормы резервирования<sup>9</sup>. Увеличение денежной массы, согласно теории, приводит к инфляции в экономике. ФРС, разрабатывая программу количественного смягчения, рассчитывала с помощью увеличения монетарной базы создать инфляцию в стране, стимулируя выпуск и уменьшая безработицу. Скорость обращения денег традиционно рассчитывается как отношение номинального ВВП к денежному агрегату M2 и показывает в среднем частоту использования одной денежной единицы в стране<sup>10</sup>. Таким образом, при неизменной скорости обращения денег, можно

---

<sup>7</sup> Бланшар, О. Макроэкономика. Учебник для вузов / Оливье Бланшар. - М.: Издательство НИУ ВШЭ, 2010. С. 85.

<sup>8</sup> Там же. С. 571.

<sup>9</sup> Там же. С. 86.

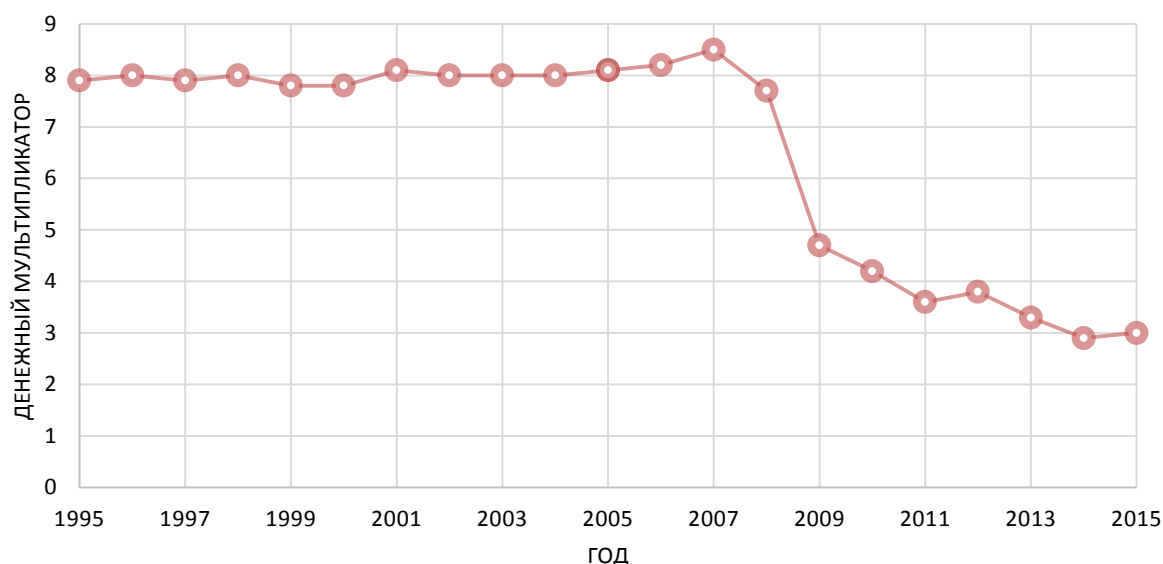
<sup>10</sup> Там же. С. 72.



оказывать влияние на номинальный ВВП. Вопрос остаётся лишь в том, за счёт чего будет осуществлён рост выпуска: за счёт инфляции или увеличения реального ВВП.

В некоторых макроэкономических моделях предполагается, что эти два показателя постоянны или стабильны в течение определённого периода времени. Это позволяет Центральному банку управлять денежной массой в экономике с помощью регулирования монетарной базы, находящейся в его распоряжении.

Так, например, денежный мультипликатор в США были постоянным в течение определённого периода времени (рис. 2).



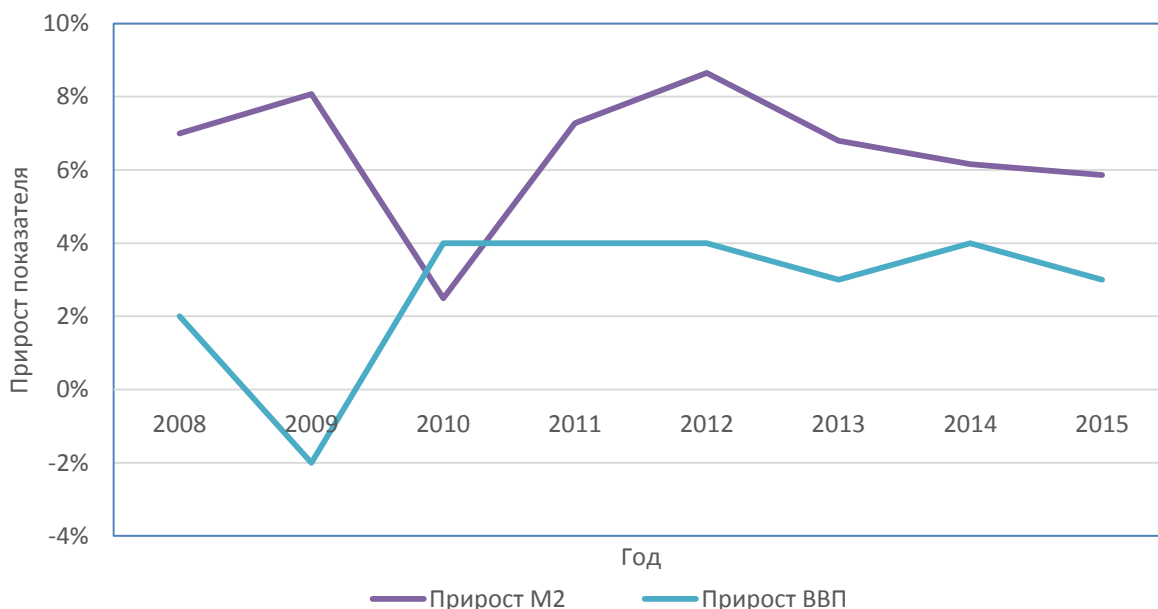
**Рисунок 2.** Изменение денежного мультипликатора в течение 1995-2015 гг.

Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://research.stlouisfed.org/fred2/>

Таким образом, можно убедиться, что в период с 1995 по 2008 год денежный мультипликатор был постоянным, несмотря на «кризис доткомов» в начале 2000-х и ряд действий ФРС по устранению его последствий, и в среднем составлял 8. Однако в 2009 году произошло значительное увеличение монетарной базы в результате расширения баланса ФРС. Денежный мультипликатор сократился в 2 раза, а значительного расширения денежной массы в ответ на открытые действия ФРС на рынке не произошло. Инфляция за этот период времени не превышала 3%. Таким образом,

традиционные представления о работе мультипликатора были поставлены под сомнение. Этот факт является ещё одним объяснением слабой эффективности программы количественного смягчения, проводимой ФРС США для устранения последствий финансового кризиса.

Скорость обращения денег, вопреки макроэкономической теории, также изменилась в период проведения программы количественного смягчения (рис.3). Если предположить, что этот показатель должен оставаться неизменным, тогда любое увеличение монетарной базы должно неизменно приводить к увеличению номинального ВВП (либо за счёт инфляции, либо за счёт увеличения реального выпуска, либо благодаря взаимодействию двух факторов).



**Рисунок 3.** Изменение денежной массы и номинального ВВП в 2006-2015 гг.

Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://research.stlouisfed.org/fred2/>

Согласно данным Всемирного банка, рост реального ВВП в США в период с 2006 по 2015 год не превышал 2% в год (кроме 2009 года, когда спад составил около 2%), инфляция в этот период времени не превышала 3% ежегодно. При этом денежная масса увеличилась более быстрыми темпами, нежели номинальный ВВП. Таким образом, следует сделать единственный

вывод: скорость обращения денег значительно снизилась в период проведения программы количественного смягчения. Это означает, что, несмотря на усилия ФРС стимулировать инвестиции и потребления, норма сбережений в стране росла.

### **Заключение**

Программа количественного смягчения в США преследовала множество задач, но в целом была направлена на преодоление возникших в финансовом секторе трудностей после кризиса в 2008-2009 гг. Несмотря на все усилия, ФРС все же столкнулась с рядом проблем во время проведения программы. Так, например, большая часть денег, которую ФРС США предоставила в распоряжение коммерческим банкам в обмен на их собственные ценные бумаги и активы других инвесторов, не поступила в реальный сектор экономики в форме кредитов. Данный феномен можно объяснить двумя аспектами. Во-первых, ожидаемая банками доходность от кредитной деятельности, которую они могли осуществлять, имея достаточный объём избыточных резервов, была ниже, нежели безрисковая доходность от вложения этих средств в депозиты на счета ФРС. Во-вторых, спрос на кредиты со стороны экономических агентов был слишком слаб.

«Провал» в кредитовании в посткризисный период можно наблюдать, сравнивая коэффициент отношения кредитов к депозитам для коммерческих банков США: он значительно сократился в среднем на 15-20% для крупнейших банков-резидентов США. С другой стороны, сопоставив объём всех депозитов и кредитов коммерческих банков США, можно заметить, что разница между этими двумя показателями приблизительно равна объёму размещённых на счетах ФРС избыточных резервов, за которые банки получали определённый процент.

Ещё одним нестандартным макроэкономическим эффектом является значительное сокращение денежного мультипликатора. Несмотря на большой объём ликвидности, который ФРС предоставила банкам, денежная масса не увеличилась значительно. Также следует отметить, что скорость обращения денег в стране снизилась, устраняя возможности для возникновения инфляции.

Таким образом, одной из важнейших причин слабой эффективности политики количественного смягчения в США стала проблема избыточных резервов, которые коммерческие банки предпочли разместить в форме депозитов на счетах ФРС. Как следствие, несмотря на то, что ФРС удалось понизить процентные ставки в стране и оказать влияние на рынок труда, значительно снизив безработицу, посткризисное восстановление объёмов выпуска в экономике не достигло потенциальных темпов роста.

#### **Список использованной литературы**

1. Бланшар, О. Макроэкономика. Учебник для вузов / Оливье Бланшар. - М.: Издательство НИУ ВШЭ, 2010.
2. Евдокимова, Т.В. Влияние денежно-кредитной политики на экономику США в посткризисный период [Текст] / Т.В. Евдокимова // Россия и Америка в XXI веке: электронный научный журнал. – 2013. – №1.  
URL: <http://www.rusus.ru/?act=read&id=362>
3. Кавицкая, И.Л. Политика ФРС в условиях современного кризиса / И.Л. Кавицкая. Журнал «Terra Economicus». Выпуск № 4, том 12, 2014.
4. Banks Don't Lend Out Reserves // Forbes.  
URL: <http://www.forbes.com/sites/francescoppola/2014/01/21/banks-dont-lend-out-reserves/#4e173eca3594>
5. Bowman D. et al. Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers N. 996. March 2010.
6. Choulet C. QE and Bank Balance Sheets: the American Experience. BNP Paribas, The Economic Research Portal. 2015.
7. Financial Crisis Inquiry Commission. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. 2011.

8. Gagnon J., Raskin M et al. Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? Federal Reserve Bank of New York, Staff Report № 441. March 2010.
9. Keister T., McAndrews J. Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves? Federal Reserve Bank of New York. Staff Report N. 380. July 2009.
10. The Federal Reserve Board. The January 2013 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices. 2013.
11. The problem with Fed QE — banks just aren't lending // CNBC.  
URL: <http://www.cnbc.com/2013/11/11/the-problem-with-fed-qe-banks-just-arent-lending.html>
12. What's holding back the world economy? // The Guardian.  
URL: <http://www.theguardian.com/business/2016/feb/08/whats-holding-back-world-economy-joseph-e-stiglitz>