

**Вожжов А.П., Гринько Е.Л., Черемисинова Д.В.**

**УДК 336.71**

## **КОЛИЧЕСТВЕННОЕ СМЯГЧЕНИЕ (QE) КАК НОВАЯ ПАРАДИГМА МОНЕТАРНОГО СТИМУЛИРОВАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

***Аннотация.** Рассматривается изменение закономерностей денежного обращения и трансмиссионного механизма в современной экономике, его влияние на сбалансированность экономической системы. Исследуется влияние количественного смягчения (QE) как нового метода регулирования экономического роста.*

***Ключевые слова:** экономический рост, количественное смягчение экономического роста, QE, монетарное стимулирование.*

***Анотація.** Розглядається зміна закономірностей грошового обігу й трансмісійного механізму в сучасній економіці, його вплив на збалансованість економічної системи. Досліджується вплив кількісного пом'якшення (QE) як нового методу регулювання економічного зростання.*

***Ключові слова:** економічне зростання, кількісне зм'якшення економічного зростання, QE, монетарне стимулювання.*

***Summary.** The changes in laws of money circulation and a transmission mechanism in the modern economy, its impact on the economic system balance are considered. The influence of the quantitative easing (QE) as a new method of economic growth control is examined.*

***Key words:** economic growth, quantitative easing of economic growth, QE.*

**Постановка проблемы.** Мировой финансовый кризис показал, что применяемые методы монетарного управления экономикой, механизмы стимулирования экономического роста в современных условиях оказываются неэффективными и неспособными обеспечивать оптимальное взаимодействие финансового и реального рынков. Остро стоит вопрос обоснования новой парадигмы стимулирования экономического роста.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Последнее десятилетие характеризуется тем, что полемика по вопросам обеспечения и регулирования экономического роста ведется более активно и затрагивает не только научные издания, но и другие средства массовой информации. Научные исследования проводятся не только в сфере экономики и финансов, границы поисков расширяются и затрагивают философию, социологию, историю и др. аспекты.

Среди экономистов XX века и современников, внесших значительный вклад в развитие теории экономического роста и кризисологию, необходимо отметить Дж. Гелбрейта, Р.Дорнбуша, Д. Кейнса, П. Кругмана, Н. Кондратьева, В. Леонтьева, Р. Лукаса, Г. Менкью, У. Митчелла, П. Ромера, Р. Солоу, Дж. Сороса, Дж. Стиглица, С. Фишера, Р. Холла, Й. Шумпетера, и многих других ученых. Вопросы причин, типологии и специфики развития экономических циклов поднимали в своих работах Н. Кондратьев, Э. Хансен, Э. Линдаль и др.

Научные работы по представленным направлениям затрагивают различные актуальные проблемы управления и финансового обеспечения экономического роста в современных условиях, однако не уменьшают круг вопросов в части разработки новой парадигмы обеспечения экономического роста и требуют дополнительного исследования.

**Целью статьи** является изложение результатов исследований в части использования теории количественного смягчения (QE) как новой парадигмы стимулирования экономического роста.

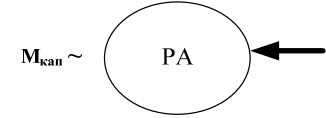
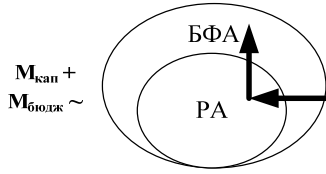
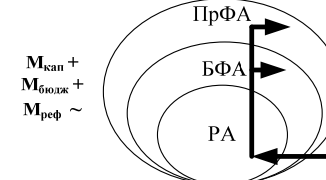
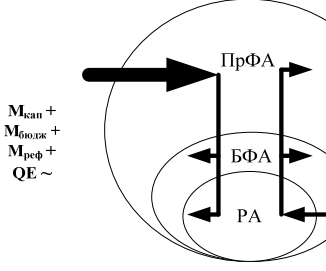
**Обоснование полученных научных результатов.** Сущность стимулирования экономического развития единая – направление дополнительных денежных средств в экономику. В отличие от экстенсивного роста, который происходит в результате простого наращивания факторов роста – средств производства и рабочей силы, интенсивный рост предполагает совершенствование и развитие путем создания новых возможностей, комбинации организации человеческой деятельности, поиска новых средств и технологий.

QE (quantative easing) – количественное смягчение – такой вид монетарной политики, при которой экономика насыщается денежными средствами за счет дополнительной денежной эмиссии в значительных объемах через фондовый рынок путем покупки финансовых активов – облигаций и деривативов. Использование QE предполагает в 2013 году ФРС США ежемесячные объемы покупки облигаций на 45 млрд. дол. США и деривативов на 45 млрд. дол. США, т.е. в годовом исчислении на 1 трл. дол. США.

Новые явления в мировой экономике вызывают настоятельную необходимость пересмотра основных понятий [1]. Используемые монетарные методы регулирования экономики и обеспечения экономического роста приводят к изменениям закономерностей денежного обращения и трансмиссионного механизма, что отражено в таблице 1.

Рассматривая сущность, основу методов стимулирования экономического роста необходимо отметить: кейнсианство использовало адресное бюджетное финансирование приоритетных отраслей и проектов с использованием в т.ч. льготного кредитования и смягчения фискальной нагрузки. Для инвестиций использовались средства бюджета, полученные в т.ч. и за счет денежной эмиссии. Цель – борьба с инфляцией и безработицей, развитие экономики за счет мультипликации инвестиций, а также получение предпринимательского дохода.

**Таблица 1.** Эволюция методов стимулирования экономического развития

Количество денег в обращении и величина противостоящих активов	Трансмиссионный механизм	Признаки
$M_{\text{кап}} \sim P_i Q_i \sim PA,$ Количество денег в экономике определяются величиной реальных активов.		Экстенсивный рост с соответствующим увеличением реальных активов. <b>Итог: Великая депрессия.</b>
$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} \sim PA + БФА,$ $БФА = ЦБ_{\text{гс}}$ Количество денег в обращении определяется величиной реальных активов и базовых финансовых активов (БФА).		<b>Кейнсианство:</b> Бюджетное финансирование, в т.ч. за счет эмиссии ЦБ, льготное налогообложение <b>Итог: стагфляция.</b>
$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} \sim PA + БФА + ПрФА,$ Количество денег в обращении определяется величиной реальных активов, базовых и производных финансовых активов (ПрФА).		<b>Монетаризм:</b> Регулирование экономики изменением цены денег через кредитный рынок. <b>Итог: Мировой финансовый кризис</b>
$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} + QE \sim PA + БФА + ПрФА,$ Количество денег в обращении определяется величиной реальных активов, базовых и производных финансовых активов, а также эмиссией денег, опережающей рост активов (QE)		<b>Теория количественного смягчения:</b> QE – направление эмитированных денег через фондовый рынок во все сферы экономики и финансов. <b>Итог: Новый финансовый кризис, мировой валютный кризис?</b>

Первоначально кейнсианство привело к значительным позитивным результатам. Однако по истечении определенного времени – административное регулирование, не эффективное использование инвестиций, отсутствие ответственности за неэффективное инвестирование средств привели в итоге к дисбалансам на рынках экономической системы к стагфляции (инфляции и безработице).

Классический монетаризм разрешил основные проблемы кейнсианства. Регулирование экономики изменением цены ссудного капитала с финансированием на рыночной, конкурентной основе, в соответствии с рыночными ориентирами посредством рефинансирования деловых банков Центральными банками и последующего кредитования ими СПД под свою экономическую ответственность. Основу ресурсов составляли средства кредитно – денежной эмиссии. Цель: интенсивное развитие экономики, стабильный и управляемый рост, получение предпринимательского и процентного дохода.

При этом развитие экономики происходит за счет кредитно – инвестиционной мультипликации. Создавалось впечатление, что удалось решить вопросы государственного регулирования экономики без непосредственного вмешательства государства – вплоть до 2008 года. Впоследствии дисбаланс в финансовой системе привел к мировому финансовому кризису. Кейнсианство и монетаризм выработали свой ресурс.

Количественное смягчения (QE - quantitative easing) – первоначально предполагалось использовать как разовый, не системный метод смягчения ситуации в экономике и финансовой сфере посредством пополнения денежными средствами, для восполнения нехватки ликвидности. QE получило также название посткризисного нетрадиционного монетаризма.

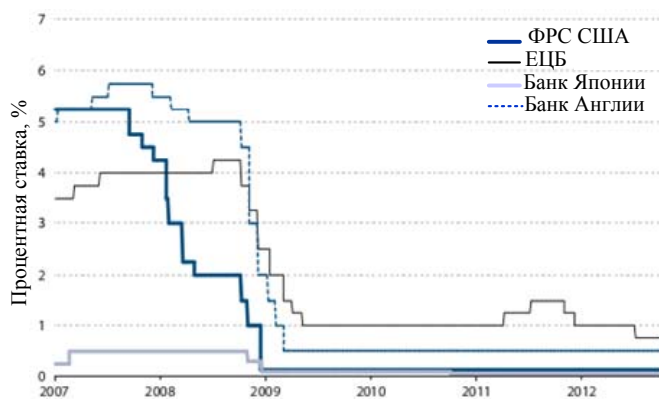
Цель – вывести экономику из финансового кризиса за счет средств денежной эмиссии в значительных объемах через фондовый рынок – выкуп гособлигаций и деривативов (ипотечных закладных). Будущие проблемы – вероятность новых финансовых пузырей, обвал доллара США и трансформация мировой валютной системы.

Основными причинами перехода к новой парадигме явились:

1. Невозможность регулирования экономики изменением учетных ставок (цены денег);
2. Необходимость привлечения в экономику денежных средств в значительных объемах, что могло бы обеспечить только эмиссионный метод генерации ресурсов экономического роста;

3. Изменение направленности денежных потоков при воздействии на экономику. Экономика насыщается денежными средствами за счет дополнительной денежной эмиссии в значительных объемах через фондовый рынок путем покупки финансовых активов;
4. Изменился главный интерес Центробанка – это уже не только процентный доход, а в основном эмиссионный доход – сеньораж.

Закон денежного обращения определяет количество денег, необходимых для обращения и функционирования экономики. Нарушение равновесия между спросом и предложением, между количеством денег в обращении и величиной противостоящих активов приводит к кризису. Понимая это, правительства многих стран во время последнего мирового финансового кризиса использовали все доступные методы для насыщения экономики деньгами (рис. 1). Учетные ставки Центробанков стран с развитой экономикой снизились практически до нулевых значений: в США – 0-0,25%; ЕС – 0,5%; в Великобритании – 0,75%; Японии – 0,1%. В противоположность этому в Украине и России в данный период наоборот наблюдался рост учетных ставок: Украина – 7,5% (с 23.03.2012 г.), Россия – 8,25% (с 14.09.2012 г.). Это объясняется проведением в России и Украине достаточно жесткой монетарной политики, направленной на сдерживание инфляции и поддержание заданного валютного курса. Увеличение денежного предложения приводит к повышению спроса на иностранную валюту на валютном рынке, как со стороны банков, так и населения, в результате чего регулятор будет вынужден провести интервенции в значительных объемах для поддержания стабильности национальной валюты, что наглядно подтверждают события сентября 2012 г., когда 3 банка, получившие 31.08.2012 г. годовые кредиты на сумму 3,8 млрд. грн. под 7,5% годовых для стимулирования отечественных товаропроизводителей, направили данные средства на валютный рынок, вызвав его дестабилизацию, то есть использовали данные средства не по целевому назначению.

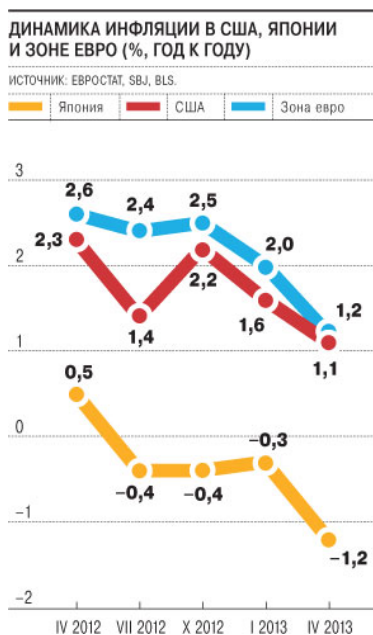


**Рис. 1.** Динамика учетных ставок США, Японии, Великобритании, Еврозоны в 2007-2012 гг. [2, 3, 4, 5]

Возникает вопрос: оправдана ли такая политика НБУ в условиях падения производства и рынков? Данные табл. 2 свидетельствуют, о том, что снижение процентных ставок в развитых странах, напротив, связано с достаточно низким уровнем инфляции. Рост внутреннего потребления приводит к укреплению экономики и национальной валюты.

**Таблица 2.** Экономические и финансовые индикаторы Украины и зарубежных стран на 1.01.2012 г.

Страна	Эмиссия денежных средств, трлн. дол. США	Темп роста ВВП, %	Темп инфляции, %	Учетная ставка, %
<b>США</b>				
2009	1	-3,5	1,3	0(0,25)
2010	1	3	0,7	0(0,25)
2011	1	2,8	2,2	0(0,25)
2012	1	2,6	1,7	0(0,25)
<b>Евросоюз</b>				
2009	н/д	-4,1	0,8	1
2010	н/д	1,9	1,8	1-1,5
2011	н/д	1,6	2,9	1,5-1
2012	н/д	-0,2	2,3	1-0,75
<b>Россия</b>				
2009	-	-7,9	2	13-8,75
2010	-	4	10,3	8,75-7,75
2011	-	4,3	15,4	7,75-8
2012	-	3,4	8,5	8-8,25
<b>Украина</b>				
2009	-	-15,1	13,0	12-10,25
2010	-	4,2	13,8	10,25-7,75
2011	-	4,7	15,7	7,75
2012	-	0,2	8,0	7,5



**Рис. 2.** Динамика инфляции в США, Японии и Еврозоне [6].

При проведении центральными банками традиционной монетарной политики посредством управления краткосрочными номинальными процентными ставками оказывается влияние на экономику через различные каналы трансмиссионного механизма. Поскольку инфляционные ожидания не реагируют немедленно на изменения номинальных процентных ставок, центральные банки могут также влиять на реальные процентные ставки в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Центральные банки при проведении классической монетарной политики, покупают и продают долговые краткосрочные ценные бумаги для поддержания целевых значений краткосрочных номинальных процентных ставок. Эти покупки и продажи активов изменяют как краткосрочные процентные ставки, так и денежную базу (количество валюты и банковских резервов в экономике). Например, Центральный банк может увеличить денежную базу двумя сходными способами: путем приобретения облигаций от субъектов экономической системы, предоставляя им заемные средства. Такая традиционная монетарная политика потенциально может стимулировать экономику благодаря двум типам каналов: каналу цены активов (включая процентные ставки) и кредитному каналу.

Выкупая краткосрочные ценные бумаги, расширяя денежную базу и снижая краткосрочные реальные процентные ставки, центральные банки могут влиять на цены различных активов, в том числе на валютные курсы и стоимость акций. Изменения цен на активы может влиять на экономические решения. Высокая стоимость акций может непосредственно стимулировать потребление и инвестиции в бизнес за счет увеличения потребительского богатства, что делает эмиссию новых акций более прибыльной. Более низкий курс национальной валюты делает отечественные товары более конкурентоспособными по сравнению с иностранными товарами. Таким образом, снижение процентных ставок стимулирует заимствования для потребления и инвестиций, т.е. непосредственно влияет на уровень производства и занятости.

Тем не менее, покупка краткосрочных ценных бумаг, не может привести к снижению процентных ставок, когда они находятся на нулевой отметке. Таким образом, увеличение денежной базы не может само по себе рассматриваться в качестве эффективного стимула. Так как денежные средства и облигации стали близкими субститутами, общественность может просто выбрать хранение валюты в наличной форме при проведении центральным банком денежных инъекций, что препятствует созданию дополнительных денег при стимулировании экономической активности. Такая ситуация, известная как ловушка ликвидности, может мотивировать центральные банки сосредоточиться на конкретных рынках и / или процентных ставках, а не просто на расширении количества денег.

Нулевые ставки по краткосрочным кредитам подтолкнули центральные банки к нетрадиционной политике, которая позволяет значительно увеличить их денежную базу с целью стимулирования своей экономики в форме «количественное смягчение». Некоторые меры этой нетрадиционной политики связаны с непосредственным кредитованием на конкретных, проблемных краткосрочных кредитных рынках, тогда как другие включают покупку долгосрочных активов, предназначенных для уменьшения реальной, долгосрочной процентной ставки.

Глава ФРС США Б.Бернанке назвал долгосрочное крупномасштабное приобретение активов ФРС «смягчением условий кредитования» [7], поскольку ФРС стремится улучшить функционирование долгосрочных рынков облигаций и снизить долгосрочные процентные ставки, а не просто увеличить денежную базу. Член правления Лоренцо Б.Смаги описывает QE аналогично: «Когда центральный банк решает увеличить размер своего баланса, он должен выбрать, какие активы покупать. В теории, это может быть покупкой любого актива от кого угодно» [8].

Намерение продолжать реализацию данной политики до достижения безработицы от 7,5% до 6,5% ФРС США подтвердила в недавно опубликованном сообщении Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC). Оно было выпущено после двухдневного (с 30 апреля по 1 мая 2013 г.) заседания Комитета. При этом под «количественным смягчением» подразумевается сохранение учетной ставки на уровне 0-0,25% и масштабных интервенций на рынке ценных бумаг в ежемесячном объеме 85 млрд долл. Из них 45 млрд долл. приходится на выкуп долгосрочных долговых обязательств федерального Казначейства и 40 млрд долл. - на выкуп ипотечных ценных бумаг. Одним из главных условий сохранения мягкой монетарной политики в ФРС назвали инфляцию не выше 2,5%. Поддержка текущего курса ФРС была гарантирована голосованием Комитета по операциям на открытом рынке. В пользу продолжения "количественного смягчения" отдали свои голоса 11 членов Комитета при одном голосе против.

В тоже время политика «количественного смягчения» сопряжена с рисками:

1) риск инфляции. Самую большую обеспокоенность многих экономистов вызывает перспектива инфляции вследствие реализации политики «количественного смягчения». Огромное количество денег, которое циркулирует в экономике, может привести к неконтролируемому росту цен. В то время как предложение денег увеличивается, объемы товаров остаются на прежнем уровне.

2) экспорт инфляции в развивающиеся экономики. Эмитированные денежные средства могут быть использованы правительством и потребителями для импорта новых товаров и услуг из других стран. В краткосрочной перспективе последствия данной политики неочевидны. Проблема заключается в том, что рано или поздно другие страны откажутся от данных валют, в частности, доллара США, поскольку его реальная стоимость окажется значительно ниже. Например, Китай прекратил экспорт ценных минералов в США из-за его программы количественного смягчения.

3) мировой валютный кризис. Статус доллара США в качестве мировой резервной валюты находится под угрозой срыва, поскольку возможность правительства США обеспечить государственный долг ограничена.

4) краткосрочный эффект. Многие экономисты высказывают опасения, что «велосипед движется, пока крутят педали», то есть восстановление экономики возможно только при постоянном насыщении экономики денежными средствами. Как только этот процесс прекратится, возможен обратный эффект. Объявление о сокращении или прекращении программы «количественного смягчения» может привести к сокрушительному обвалу фондового рынка.

5) генерация избыточного неоправданного долга. Увеличение предложения денег и низкие процентные ставки поощряют потребителей и компании к новым заимствованиям. Рост чрезмерной задолженности может еще больше усугубить хрупкое равновесие в экономике. Кроме того, количественное смягчение может привести к увеличению дефицита государственного бюджета (например, США или Япония). Программы количественного смягчения могут подпитывать экономику, в то же время они также могут свергнуть страну в долговой кризис.

**Выводы и перспективы дальнейших исследований.** Таким образом, невозможность регулирования экономики методами классического монетаризма привела к необходимости формирования новой парадигмы обеспечения экономического роста. Этому способствовали следующие основные тенденции в мировой экономике:

1. Снижение учетных ставок до «нулевых» значений – попытки центральных банков противодействовать кризису монетарными методами.

2. Политика «количественного смягчения» - эмиссия значительной денежной массы и ее направление в финансовую сферу и реальную экономику через фондовый рынок – новый подход к монетарному регулированию экономики.

3. В условиях, когда показатель монетизации низкий и экономика недокредитована – кредитная эмиссия является ключевым инструментом в запуске экономического роста.

4. Учетная ставка устанавливается, исходя из здравого смысла и необходимости практического противодействия кризису.

5. Интерес Центрального банка от получения процентного дохода сместился к получению эмиссионного дохода, или сеньоража.

В современных условиях изменение денежного обращения и развитие финансовых инструментов привело к соответствующему изменению закона денежного обращения, без учета которых невозможно эффективное управление экономическим ростом и обеспечение его сбалансированности. Регулирование спроса и предложения денег должно обеспечивать сбалансированность денег и активов как реальной экономики, так и финансового рынка. Решение данных вопросов должно стать существенным фактором преодоления многих жизненно важных экономических и социальных вопросов общества.

#### **Источники и литература:**

1. Вожжов А. П. Изменение закономерностей денежного обращения и его влияние на сбалансированность экономической системы / А. П. Вожжов, Е. Л. Гринько // Экономика и регион. Науковий вісник Полтавського національного університету імені Юрія Кондратюка, – Полтава, травень 2011. – С. 181-186.

2. Monetary Policy Report to the Congress, 26 February 2013. – [Электронный ресурс]. – Электрон. текстовые данные (1.1 Mbytes). – Режим доступа : [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20130226\\_mprfullreport.pdf](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20130226_mprfullreport.pdf)
3. Long-term interest rate statistics for EU Member States. - [Электронный ресурс]. – Электрон. текстовые данные (40988 bytes). – Режим доступа : <http://www.ecb.eu/stats/money/long/html/index.en.html>
4. Changes in Bank rate, minimum lending rate, minimum band dealing rate, REPO rate and official bank rate. – [Электронный ресурс]. – Электрон. текстовые данные (40988 bytes). – Режим доступа : <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/rates/baserate.xls>
5. The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate. – [Электронный ресурс]. – Электрон. текстовые данные (1085 bytes). – Режим доступа: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/cdab0101.csv>;
6. Едовина Татьяна. "Количественное смягчение" грозит дефляцией / Т. Едовина // «Коммерсантъ». – №82 (5113), 17.05.2013. – [Электронный ресурс]. – Электрон. текстовые данные (24874 bytes). – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/2189624>;
7. Bernanke, Ben S. “Monetary Policy Since the Onset of the Crisis.” Presented at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, “The Changing Policy Landscape,” Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2012. – [Электронный ресурс]. – Электрон. текстовые данные (15421 bytes). – Режим доступа: [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm)
8. Bini Smaghi, Lorenzo. “Conventional and Unconventional Monetary Policy.” Keynote speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, Switzerland, April 28, 2009. – [Электронный ресурс]. – Электрон. текстовые данные (17863 bytes). – Режим доступа : [www.bis.org/review/r090429e.pdf?frames=0](http://www.bis.org/review/r090429e.pdf?frames=0)

**Вожжов С.П.**

**УДК 336.71**

## **ТЕКУЩИЕ ПАССИВЫ В РЕГУЛИРОВАНИИ БАНКОВСКОЙ ЛИКВИДНОСТИ**

***Аннотация.** Рассматриваются актуальные вопросы совершенствования нормируемых показателей банковской ликвидности с целью обеспечения стабильности банковской системы. На основе учета закономерностей трансформации текущих пассивов в «длинные» ресурсы предложены модифицированные модели расчета нормативов текущей, краткосрочной и долгосрочной ликвидности. При моделировании их показателей изменен принцип интервальной периодизации активов и пассивов.*

***Ключевые слова:** банковская ликвидность, регулирование, нормативы, текущие пассивы, активы, трансформация, интервальная периодизация.*

***Анотація.** Розглядаються актуальні питання вдосконалення нормованих показників банківської ліквідності з метою забезпечення стабільності банківської системи. Враховуючи закономірності трансформації поточних пасивів у «довгі» ресурси, запропоновані модифіковані моделі розрахунку нормативів поточної, короткострокової і довгострокової ліквідності. При моделюванні їх показників змінено принцип інтервальної періодизації активів і пасивів.*

***Ключові слова:** банківська ліквідність, регулювання, нормативи, поточні пасиви, трансформація, інтервальна періодизація, активи.*

***Summary.** The topical issues about improving the standardized indicators of bank liquidity in order to ensure the stability of the banking system are considered. The modified models of calculating the current short- and long-term liquidity are suggested taking into account the laws of current liabilities transformation into the long-term resources. In the process of modeling their indicators the method of the interval periodization of assets and liabilities was changed.*

***Key words:** bank liquidity, regulation, standards, current liabilities, assets, transformation, interval periodization.*

**Постановка проблемы.** Финансовый кризис 2008 г. показал, что действующие в Украине нормативы банковской ликвидности не достаточно эффективны в обеспечении стабильности банковской системы. С одной стороны, это проявляется в уже ставшей хронической проблеме избыточности величин нормируемых показателей ликвидности в отечественной банковской системе, независимо от того находится она в прекризисном, кризисном или посткризисном состоянии. С другой стороны, нередки случаи банкротств банковских учреждений по причине наступления структурных дисбалансов активов и пассивов критичного характера. Одними из основных источников данных проблем являются не адекватное отражение в существующих моделях расчета регулируемых показателей ликвидности реальных процессов трансформации текущих пассивов в срочные ресурсы и использование контрпродуктивного метода интервального структурирования активов и пассивов, при котором любой следующий интервал поглощает все предыдущие. Эти негативные явления подтверждают актуальность проблемы совершенствования моделирования регулируемых показателей ликвидности банковских учреждений с учетом особенностей и роли текущих пассивов в их деятельности.

**Анализ основных исследований и публикаций.** Различные аспекты проблем, связанных с регулированием и оценкой банковской ликвидности в последние годы стали предметом внимания многих