

Елемесов Р.Е., Хамзаева А.В.
**«Количественное смягчение»
как нетрадиционная
денежно-кредитная политика**

В работе рассмотрена политика «количественного смягчения», к которой Центральный банк страны прибегает тогда, когда традиционные денежно-кредитные регуляторы не дают нужного эффекта. Количественное смягчение проводится путем покупки центральным банком определенного количества долгосрочных финансовых активов у коммерческих банков и других частных финансовых институтов в обмен на новую электронную эмиссию денег. Данная политика актуальна при наличии следующих факторов: годовой прирост ВВП близок к нулю или отрицательный; учетная ставка Центрального банка близка к нулю; в стране наблюдается дефляция. Определены причины, цели и задачи использования Центральными банками мер «количественного смягчения». Проанализирован механизм реализации политики «количественного смягчения» центральными банками развитых стран (США, ЕС, Швеции). Рассмотрено влияние проведения политики количественного смягчения на страну, проводимую данную политику, и другие страны. Выявлены положительные и отрицательные последствия политики «количественного смягчения» на мировую валютную систему.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, Центральный банк, количественное смягчение, инфляция, процентная ставка.

Elemesov R.E., Khamzayeva A.V.
**«Quantitative easing» is an
unconventional monetary policy**

The paper considers the policy of «quantitative easing», which the country's central bank uses when traditional monetary controls do not give the desired effect. Quantitative easing is carried out by the central bank purchases a certain number of long-term financial assets from the commercial banks and other private financial institutions in exchange for the issue of new electronic money. This policy is relevant in the presence of the following factors: the annual GDP growth is close to zero or negative; account of the Central Bank rate is close to zero; deflation in the country. Identified the reasons, goals and objectives measures of «quantitative easing» using by the Center banks. Analyzes the mechanism for implementing the policy of «quantitative easing» by the central banks of developed countries (the US, EU, Sweden). Considered the effect of the quantitative easing policy in the country, carried out this policy and other countries. Revealed positive and negative consequences of «quantitative easing» policy in the world monetary system.

Key words: Monetary policy, the Central bank, quantitative easing, inflation, interest rate.

Елемесов Р.Е., Хамзаева А.В.
**«Сандық жұмсарту» дәстүрлі
емес ақша-кредит саясаты**

Жұмыста «сандық жұмсарту» саясаты қарастырылған. Бұл саясатқа орталық банктер дәстүрлі ақша-несие реттеуіші тетіктері қажетті тиімділікке жеткізбеген кезде көшеді. Сандық жұмсарту орталық банк арқылы жүзеге асырылады. Орталық банк жаңа электрондық ақша шығарып, оны коммерциялық банктер мен басқа да жеке қаржы институттарының ұзақ мерзімді қаржы активтерінің белгілі бір санына айырбастайды.

Бұл саясат келесідей факторлар болған жағдайда өзекті: ЖІӨ-нің өсімі нөл, болмаса кері; Орталық банктің ставкасы нөлге жақын; елде дефляция байқалады. Мақалада Орталық банктің «сандық жұмсарту» саясатының себептері, мүдделері және міндеттері анықталған. Дамыған елдердің орталық банктерінің (АҚШ, ЕО, Швеция) «сандық жұмсарту» саясатын іске асыру механизмі талданған. «Сандық жұмсарту» саясатының осы саясат жүргізуші ел мен басқа елдерге тигізетін әсерлері қаралған. «Сандық жұмсарту» саясатының әлемдік валюта жүйесіне тигізетін оң және кері әсерлері анықталған.

Түйін сөздер: Ақша-несие саясаты, Орталық банк, сандық жұмсарту, инфляция, проценттік ставка.

**«КОЛИЧЕСТВЕННОЕ
СМЯГЧЕНИЕ»
КАК НЕТРАДИЦИОННАЯ
ДЕНЕЖНО-
КРЕДИТНАЯ
ПОЛИТИКА****Введение**

Мировой финансовый кризис в 2008-2010 годах, затронувший все рынки без исключения, внес свои коррективы в денежно-кредитную политику многих развитых стран. Сложившаяся кризисная ситуация не позволяла дальше применять меры только традиционной денежно-кредитной политики. Начиная с 2008 года Федеральная резервная система США (далее – ФРС), Европейский центральный банк (далее – ЕЦБ) и Банк Англии – центральный банк самого крупного и экономически развитого государства Евросоюза, не входящего в Еврозону, – практически одновременно перешли к использованию нетрадиционных мер денежно-кредитной политики, именуемых «количественным смягчением». Даже сам факт изобретения метода количественного смягчения запутан в противоречиях. Некоторые относят первенство Кейнсу, другие говорят, что это Банк Японии, впервые применивший такую политику, третьи – цитируют экономиста Ричарда Вернера, придумавшего данный термин. Эффективность проведения и влияние количественного смягчения на развивающиеся рынки является темой для многочисленных споров, однако теория о том, как работает политика количественного смягчения всё ещё до конца не изучена. Так как программа количественного смягчения, проводимая в разных странах, работает непредсказуемо и не так, как хотелось бы финансовым властям. Так, Швеция первой в мире столкнулась с феноменальной ситуацией, когда программа количественного смягчения привела к обратному эффекту, а именно заметному росту доходности государственных облигаций, что говорит о провале.

Экспериментальная часть

Теория «количественного смягчения» представлена в работах таких исследователей, как Б. Бернанке (B. Bernanke), Дж. М. Кейнса (Jh. M. Keynes), Р. Вернера (R. Verner), П. Кругмана (P. Krugman), Н. Почтарёва и др., а также в информационно-аналитических материалах ФРС, ЕЦБ и Банка Англии, Швеции.

Методологической основой исследования является диалектический метод познания. В процессе исследования использовались как общенаучные методы (моделирование, анализ, синтез, дедукция, классификация, системный подход), так и специальные методы познания (статистические методы).

Результаты и обсуждение

На современном этапе основным инструментом денежно-кредитной политики центральных банков развитых стран (ФРС, ЕЦБ и Банка Англии) традиционно являются операции покупки и продажи ценных бумаг на открытом рынке. С их помощью регулируется размер денежной базы, включающей наличные деньги в обращении и банковские резервы, состоящие из средств на счетах коммерческих банков в центральном банке и кассовых остатков. Как правило, операции покупки и продажи ценных бумаг являются операциями РЕПО, т.е. операциями, предусматривающими обратную продажу (покупку) ценных бумаг по цене, равной изначальной цене покупки (продажи) плюс сумма, равная установленному проценту от изначальной цены покупки (продажи). РЕПО является аналогом кредитования под залог ценных бумаг [1]. Благодаря этому механизму центральный банк «сглаживает» колебания банковских резервов для достижения поставленных целей денежно-кредитной политики, но при этом не финансирует корпоративный или государственный долг.

Рост банковских резервов при неизменном уровне обязательных резервов означает увеличение избыточных банковских резервов. Увеличение, в свою очередь, оказывает влияние на экономику сразу по нескольким каналам.

Во-первых, рост избыточных банковских резервов приводит к росту денежного предложения и снижению стоимости заемных средств, что ведет к падению ставок по кредитам для конечных заемщиков и ставок по депозитам, а падение ставок, в свою очередь, стимулирует потребление и инвестиции.

Во-вторых, падение процентных ставок в экономике, вызванное ростом денежного предложения, снижает требуемую доходность и, следовательно, приводит к росту стоимости активов – как облигаций, так и акций, что, очевидно, следует из формул текущей стоимости облигаций (1) и акций (2) [2]:

$$PV_b = \sum_{i=1}^t \frac{c}{(1+r)^i} + \frac{N}{(1+r)^t}, \quad (1)$$

где PV_b – текущая стоимость облигации, C – купонный доход по облигации, r – требуемая доходность, N – номинальная стоимость облигации, t – срок погашения облигации (количество выплат по облигации), i – номер периода (выплаты).

$$PV_s = \frac{D_0(1+g)}{r-g}, \quad (2)$$

где PV_s – текущая стоимость акции (с учетом предпосылки о постоянном темпе прироста дивидендов), D_0 – дивиденд текущего года, g – годовой темп прироста дивиденда, r – требуемая доходность.

Рост стоимости активов влияет на поведение экономических агентов. Если экономические агенты хранят свои сбережения в акциях и облигациях, то рост стоимости ценных бумаг повышает их благосостояние и положительно влияет на их потребительские решения. В то же время компании в случае удачного размещения ценных бумаг на рынке получают возможность привлечь больший объем денежных средств, что должно положительно сказаться на их дальнейшей деятельности.

Рост стоимости и снижение доходности ценных бумаг также стимулирует инвестиции в производство, поскольку внутренняя норма доходности инвестиционных проектов становится более высокой относительно доходности владения ценными бумагами (3) [2]. Внутренняя норма доходности – ставка дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость равна нулю.

$$I = \sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+IRR)^i}, \quad (3)$$

где I – начальные инвестиции, CF_i – поток платежей в периоде i , i – номер периода, t – число периодов (срок действия инвестиционного проекта), IRR – внутренняя норма доходности.

В-третьих, увеличение денежного предложения, вызванное снижением процентных ставок в экономике, приводит к ослаблению курса национальной валюты, что способствует повышению конкурентоспособности экспортеров и стимулирует экономический рост.

Соответственно, снижение избыточных банковских резервов имеет для экономики обратный эффект.

Другие два традиционных инструмента денежно-кредитной политики – норма обязательных резервов и ставка рефинансирования – также влияют на объем банковских резервов, но в современной практике центральных банков развитых стран эти инструменты используются гораздо реже, поскольку операции на открытом рынке являются более гибким и точным инструментом.

Однако в экономике может возникнуть ситуация под названием «ловушка ликвидности», когда в условиях сильной рецессии процентные ставки снижаются до нуля и монетарные власти больше не могут проводить стимулирующую денежно-кредитную политику с помощью традиционных инструментов.

Для понимания экономической сути подобной ситуации можно рассмотреть гипотетическую экономику, в которой у экономического агента есть три варианта использования денежных средств: инвестировать деньги в производство, приобрести ценные бумаги (облигации) и держать их до погашения (предполагается, что в экономике нет разницы между государственными и корпоративными облигациями) или хранить деньги в форме наличности (4) [2]. Также предполагается, что срок погашения облигации равен сроку действия возможного инвестиционного проекта. Выбор в пользу того или иного варианта делается экономическим агентом на основании оценки реальной доходности каждого из вариантов:

$$\begin{aligned} r_m &= i_m - \pi^e, \\ r_b &= i_b - \pi^e, \\ r_p &= i_p - \pi^e. \end{aligned} \quad (4)$$

где i_m – номинальная доходность хранения денег, r_m – реальная доходность хранения денег «на руках», i_b – номинальная доходность к погашению облигаций, r_b – реальная доходность к погашению облигаций, i_p – номинальная внутренняя норма доходности (далее – доходность) инвестиций в производство, r_p – реальная внутренняя норма доходности инвестиций в производство, π^e – ожидаемый уровень инфляции.

При этом важно отметить, что, во-первых, номинальная доходность хранения денежных

средств в форме наличности всегда равна нулю. Во-вторых, в отличие от номинальной доходности к погашению облигаций и номинальной доходности хранения денег номинальная доходность инвестиций в производство в определенной степени зависит от самого экономического агента и прогнозируется агентом самостоятельно, исходя из оценки потоков платежей по инвестиционному проекту.

В условиях относительно «мягкой» рецессии центральный банк с помощью традиционных инструментов добивается падения процентных ставок в экономике, т.е. стоимость ранее выпущенных облигаций с более высоким купоном растет, а доходность к погашению ранее выпущенных облигаций, напротив, падает. Таким образом, доходность инвестиций в производство оценивается экономическим агентом как более высокая относительно других вариантов. Когда большая совокупность экономических агентов принимает подобное решение и инвестирует в производство, тем самым она стимулирует экономический рост.

В условиях сильной рецессии экономический агент ввиду падения спроса оценивает номинальную доходность от инвестиций в производство как очень низкую (близкую к нулю, равную нулю или даже как отрицательную) и с учетом существующих рисков обычно предпочитает не инвестировать в производство. В то же время падение процентных ставок в экономике до нуля или близкого к нулю значения в результате стимулирующей денежно-кредитной политики центрального банка приводит к росту стоимости облигаций и падению их номинальной доходности к погашению до минимального уровня, близкого к нулю. Кроме того, сильная рецессия, несмотря на падение процентных ставок до нуля, ввиду снижения экономической активности обычно сопровождается низкой инфляцией и низкими инфляционными ожиданиями, т.е. замедляется процесс обесценения денег, находящихся «на руках» у населения. В таких условиях для экономических агентов с точки зрения реальной доходности становится безразлично, хранить ли деньги в форме наличности «на руках» или же вкладывать их в облигации. Однако с учетом высокой ликвидности наличных денег экономические агенты делают выбор в пользу хранения денег, а не инвестирования в облигации и тем более в производство, что препятствует преодолению экономического спада [3, с. 56].

В 2008-2011 гг. американский экономист Пол Кругман неоднократно утверждал, что большая часть развитых стран, включая США, Японию и ЕС, находилась в условиях «ликвидной ловушки». Он отметил, что утроение денежной базы США в период между 2008 и 2011 гг. не дало существенного эффекта на экономику страны в виде изменения отечественных индексов и цен на сырьевые товары.

Для выхода из «ловушки ликвидности» центральный банк должен воздействовать на уровень цен в экономике. Рост инфляции и инфляционных ожиданий ускорит обесценение наличных денег, т.е. приведет к снижению реальной доходности хранения денег. Экономический агент не может самостоятельно увеличить номинальную доходность хранения денег и номинальную доходность к погашению облигаций, которая остается минимальной из-за нулевых процентных ставок в экономике. Для того чтобы не лишиться своих сбережений из-за развития инфляционных процессов, ему придется изменить отношение к риску, инвестировать в производство и пытаться добиться такой номинальной доходности инвестиций в производство, которая будет превышать инфляцию.

В сложившихся условиях ЦБ может проводить количественное смягчение (Quantitative easing, далее QE) – монетарная политика, при которой центральный банк начинает выкуп облигаций в объявленном объеме, чтобы снизить их доходность и увеличить количество денег в финансовой системе. То есть, когда рост экономики слаб, безработица высока, а цены предельно низкие, центральный банк начинает печатать деньги, чтобы хоть как-то стимулировать экономику страны. Цель данной политики – увеличить денежное предложение, достижение целевых показателей инфляции, стимулирование реального сектора экономики, регулирование внешнего долга. Эта политика часто рассматривается как финальная фаза стимулирования экономики.

Центральный банк покупает ценные бумаги у коммерческих банков для увеличения их избыточных резервов, хотя объем покупок уже является избыточным относительно того объема, который обеспечивает сохранение нулевых или близких к нулевым процентных ставок в экономике. При этом центральный банк проводит уже не краткосрочные сделки прямого РЕПО для вре-

менного изменения объема банковских резервов, а осуществляет окончательный выкуп активов. Чтобы совершить эти покупки, центральный банк создаёт электронные деньги, не физические бумажные деньги. Подобные действия центрального банка называются «количественным смягчением».

При «количественном смягчении» акцент также может делаться не только на увеличение банковских резервов, но и на структуру выкупаемых активов – к примеру, выкуп в первую очередь «плохих» активов коммерческих банков.

QE стимулирует экономику следующим образом:

- создаются новые деньги и используются для покупки финансовых активов учреждений;
- эти учреждения получают свежее вливание наличности, которую они могут использовать для инвестиции и затрат;
- дополнительные деньги, вливаемые во все эти фирмы в экономике, повышают общее предложение денег;
- стоимость финансовых активов растёт под влияние нового спроса, а доходность активов (процентная ставка, выплачиваемая покупателям) падает;
- учреждения начинают покупать активы других учреждений, ещё больше увеличивая их стоимость и снижая доходность по выплатам;
- с понижением выплачиваемой процентной ставки эти учреждения теперь обладают большими финансовыми средствами, которые они могут тратить, одалживать или инвестировать.

Банки будут устанавливать процентные ставки до конкурентной с другими финансовыми учреждениями. В теории это снижение процентных ставок, возможно, самая очевидная выгода, которую чувствуют на себе клиенты от количественного смягчения.

Когда стоимость заимствования падает, потребители и бизнес занимают больше денег и приобретают больше товаров, что стимулирует экономику, цены начинают расти, приводя к инфляции. Это может быть как хорошо, так и плохо, в зависимости от размера инфляции.

Общепринято считать, что небольшой уровень инфляции благоприятен для экономики, т.к. он стимулирует траты и инвестиции. Если цены растут, инвесторы скорее купят или инвестируют в активы, т.к. они убеждены, что

получат за них прибыль в будущем. Если цены не растут, или даже падают, то инвесторы скорее будут держать деньги при себе, потому что они не хотят инвестировать во что-то, что со временем будет дешеветь.

Таким образом, прямым результатом QE является инфляция, а центральный банк запускает программу, если он уверен в угрозе дефляции. QE обладает тем же эффектом, что и понижение процентной ставки, но может быть использовано, когда процентную ставку уже нельзя опустить ниже.

Необходимо отметить два важных условия успешной реализации QE. Во-первых, центральный банк, осуществляя выкуп активов у банков, в том числе и низкокачественных активов, рассчитывает на то, что банки не будут удерживать полученные денежные средства, а будут воздействовать на конечных заемщиков и убедят их брать долгосрочные кредиты под минимальный процент как для потребительских целей, так и для развития инвестиционных проектов. То есть, используют свои избыточные резервы для создания избыточного предложения денег в экономике, несмотря на нулевые процентные ставки. Формально для такого рода ожиданий у центрального банка есть основания, поскольку само существование и функционирование банков возможно только при условии активного обращения денег в экономике. Во-вторых, при «количественном смягчении» центральный банк рассчитывает, что сам факт анонсирования данной программы приведет к росту инфляционных ожиданий экономических агентов и заставит их изменить свою стратегию поведения.

Наряду с преимуществами, существуют и риски:

- инфляция может оказаться выше ожидаемой;
- QE может провалиться, если банки будут неохотно выдавать кредиты малому бизнесу и домохозяйствам;
- низкие процентные ставки могут стать причиной образования пузырей на фондовых рынках;
- увеличение денежного предложения ведет к девальвации местной валюты по отношению к другим. Это вредит кредиторам страны, поскольку реальная стоимость их сбережений падает, и импортерам, поскольку цены импортируемых товаров возрастают;

– новые деньги могут быть использованы банками для инвестиций в развивающиеся, товарные и сырьевые рынки, а не в виде кредитов местному бизнесу, которые испытывают трудности с финансированием. Т.е. полученная от ЦБ ликвидность вместо реального сектора экономики тем или иным путем «уходит» на фондовый рынок, раздувая тем самым новый пузырь на рынке и не достигая целей стимулирования экономики.

Для лучшего понимания механизма действия политики QE рассмотрим практические примеры.

Мир познакомился с термином QE в ноябре 2008 года в разгар мирового финансового кризиса благодаря действиям ФРС. Всего было проведено 3 Программы.

Первая QE 1 была начата в ноябре 2008 г. и продолжалась по 2009 г. QE 1 имела своей целью спасение крупных корпораций, банков и частных предприятий путем выкупа их обесценившихся долгов. За время действия программы ФРС выкупила ипотечных и других облигаций на сумму 1,7 трлн. долларов.

Вторая QE 2 была объявлена ФРС США 2 ноября 2010 г. и предполагала покупку казначейских облигаций на сумму 600 млрд. долларов в течение 8 месяцев – по 75 млрд. в месяц. Кроме того, ФРС должна была реинвестировать около 300 млрд. долларов из первой программы количественного смягчения (QE 1). В итоге общий объем QE 2 должен был составить около 900 млрд. долларов. Закончилась в июне 2011 г.

13 сентября 2012 г. Федеральный Резерв США запустил третью по счету программу количественного смягчения QE 3. Снова был включен печатный станок, а «напечатанные» доллары пущены на покупку облигаций. Ежемесячно планировалось выкупать казначейские облигации в объеме 45 млрд. долларов, ипотечные облигации – на сумму 40 млрд. долларов. 29 октября 2014 г. Комитет по открытым рынкам ФРС США принял решение завершить программу количественного смягчения QE 3 [4].

По сути, программа укладывается в два шага: ФРС обменивает резервы на государственные облигации. Частный сектор отдает облигацию, приобретая депозит. Чистая стоимость активов частного сектора остается прежней – количество денег не изменяется. Но при этом доходность облигаций падает. Таким образом,

частный сектор более не заинтересован в том, чтобы держать казначейские облигации, и ищет теплые места в реальной экономике. В результате деньги идут на ипотечное кредитование, корпоративное/потребительское кредитование и на фондовый рынок. Так достигается влияние на экономику. Если частный сектор продолжает хранить полученные средства на счетах ФРС – QE не работает.

В качестве изначальных ожиданий были представлены стимулирование экономического роста в США на фоне сохранения тренда на снижение уровня безработицы и роста инфляции. По итогам QE действительно было заявлено о значительном улучшении в состоянии американского рынка труда (безработица сократилась с 8,1% до 5,9%), но прогресс на рынке труда стал единственной полностью реализованной целью из поставленных. Главная цель – ускорение экономики – так и не была достигнута.

Кризис в США, безусловно, также повлиял на банковскую систему стран Европейского валютного союза, однако основной причиной рецессии в Еврозоне стали бюджетные проблемы ряда европейских стран. В сложившейся ситуации Банк Англии и ЕЦБ также были вынуждены обратиться к мерам QE.

22 января 2015 года ЕЦБ запустил программу количественного смягчения на 1,1 трлн. Евро. Ежемесячно выкуп государственных ценных бумаг ЕЦБ составил 60 млрд. Евро. Главные ожидаемые результаты от запуска программы – это стимулирование европейской экономики и увеличение размеров денежной массы. Программа будет действовать до сентября 2016 года. Приобретаемые ЕЦБ облигации будут иметь срок погашения от 2 до 30 лет [5].

Механизм выкупа ЕЦБ облигаций построен таким образом, что большая часть ценных бумаг будет куплена крупнейшими Центробанками еврозоны. Доля каждого конкретного ЦБ будет совпадать с его долей в уставном капитале ЕЦБ. Таким образом, большую часть закупок осуществит Бундесбанк. ЕЦБ даст гарантии на 20% приобретенных ценных бумаг, в то время как национальные Центробанки должны будут самостоятельно нести ответственность в случае дефолта эмитентов, чьи облигации они приобрели.

Крайне низкий уровень инфляции в странах с единой европейской валютой был главной причиной, которая подтолкнула ЕЦБ к запуску количественного смягчения при ключевой ставке на

уровне в 0,05%. ЕЦБ намерен добиться уровня инфляции в 2% в среднесрочной перспективе.

Активы ЕЦБ в настоящее время составляют около 2,2 трлн. Евро (2,5 трлн. долл.). С учетом программы QE и предстоящего погашения банками антикризисных долгосрочных кредитов на 200 млрд. Евро баланс ЕЦБ к сентябрю 2016 года может вырасти до 3,2 трлн. Евро (около 3,7 трлн. долл. по текущему курсу). Для сравнения, баланс ФРС сейчас составляет 4,5 трлн. долл. [5].

С чем связана недостаточная эффективность политики QE в развитых странах?

Ключевую роль в реализации программ QE играют коммерческие банки, которые должны использовать резервы для создания избыточного денежного предложения в экономике. Однако полученные в результате продажи государственных облигаций и низкокачественных активов деньги выводились банками США и стран Евросоюза за рубеж, а конкретно – в развивающиеся экономики. В том случае, если компании получали кредиты от банков, они также использовали их для развития бизнеса за рубежом, а не внутри страны. Таким образом, запуск программ QE привел к существенному росту оттока капитала из развитых в развивающиеся страны.

Уровень инфляции внутри стран слабо поддерживался ростом цен на импортируемые биржевые товары (прежде всего на нефть) на мировых рынках. Однако он не был достаточно высоким, поскольку инфляция «импортировалась» вместо того, чтобы возникать внутри экономики, а пределы роста уровня цен были низки, так как определялись, по сути, объемами поставок нефти и других биржевых товаров и не повлияли на поведение экономических агентов так, как рассчитывали центральные банки. С точки зрения воздействия на поведение экономических агентов гораздо более эффективным было бы «классическое» воздействие QE на цены более широкого круга потребительских товаров и услуг за счет увеличения денежного предложения внутри страны.

Можно выделить несколько причин, по которым американские и европейские банки и компании предпочли использовать полученные в результате QE денежные средства для инвестиций в развивающиеся экономики вместо восстановления экономической активности в своих странах.

Во-первых, важным фактором являются ожидания относительно динамики стоимости акций (2) и корпоративных облигаций (1) в

развивающихся и развитых странах. В развивающихся экономиках требуемая доходность акций и корпоративных облигаций пока выше, чем в развитых экономиках, в результате чего стоимость ценных бумаг, напротив, меньше. При этом с учетом последних тенденций в мировой экономике в дальнейшем прогнозируется снижение требуемой доходности и, соответственно, рост цен акций и облигаций компаний из развивающихся стран, что делает инвестиции в ценные бумаги компаний из развивающихся стран более привлекательными.

Требуемую доходность корпоративной облигации можно представить как сумму доходности вложения в безрисковый актив и премии за риск (5):

$$r = r_f + r_p, \quad (5)$$

где r – требуемая доходность облигации, r_f – доходность вложения в безрисковый актив, r_p – премия за риск.

Для акции требуемая доходность обычно принимается равной требуемой доходности облигации с соответствующим риском инвестирования.

В США доходность вложения в безрисковый актив обычно приравнивается к доходности к погашению казначейской облигации с соответствующим сроком погашения. Для других стран существуют различные методы расчета доходности вложения в безрисковый актив, наиболее удобным из которых является ее расчет как разницы между доходностью к погашению государственной облигации с соответствующим сроком погашения и так называемым «спрэдом дефолта», который устанавливается ведущими рейтинговыми агентствами в зависимости от кредитного рейтинга страны [6]. Очевидно, что с ростом государственного долга кредитный рейтинг страны падает, а спрэд дефолта и, соответственно, безрисковая доходность растут, что и наблюдается в развитых странах в последние годы. В развивающихся странах из-за более высоких процентных ставок в экономике, поддерживаемых центральными банками, доходность к погашению государственных облигаций пока что значительно выше, чем в развитых странах, однако успехи ряда развивающихся стран в борьбе с инфляцией позволяют прогнозировать их снижение. Кроме того, в крупных развивающихся странах государственный долг, как правило,

весьма незначителен и пока не имеет оснований для резкого роста. Что касается второго слагаемого – премии за риск, то оно определяется надежностью эмитента облигации. Надежность компаний из развивающихся стран постепенно растет, в то время как ряд крупных банкротств западных компаний в результате кризиса 2007-2008 гг. свидетельствует об обратной тенденции в развитых странах. Следовательно, с учетом ожидаемой динамики r_f и r_p в развитых и развивающихся странах логично предположить, что требуемая доходность r для развитых стран будет расти, а для развивающихся стран, напротив, снижаться.

Во-вторых, развивающиеся экономики имеют для инвесторов ряд преимуществ перед развитыми экономиками:

- высокий потенциал роста: низкий уровень развития большинства секторов экономики при наличии дешевой рабочей силы и сырья;
- низкие барьеры входа на большинство рынков, низкая конкуренция;
- высокие темпы роста населения, т.е. увеличение числа потенциальных потребителей;
- либеральное для иностранных инвесторов налоговое, трудовое и природоохранное законодательство [7].

Совокупность перечисленных факторов влияет на потоки платежей по инвестиционным проектам и приводит к тому, что внутренняя норма доходности инвестиционных проектов (3) в развивающихся экономиках, как правило, выше внутренней нормы доходности инвестиционных проектов в развитых экономиках. Кроме того, большая доходность позволяет рассчитывать на большие темпы роста дивидендов и, следовательно, рост стоимости акций.

Однако в развивающихся странах существуют факторы, которые могут препятствовать притоку иностранных инвестиций. К ним в первую очередь могут относиться политическая нестабильность, низкая производительность труда, высокий уровень коррупции, низкий уровень доходов потенциальных потребителей.

Нельзя не рассмотреть не удавшуюся политику QE Швеции. В феврале 2015 года Швеция запустила свою версию QE. С февраля по октябрь объем программы выкупа активов вырос с первоначальных 10 млрд. шведских крон (\$1,18 млрд.) до нынешних 200 млрд. шведских крон (\$23,53 млрд.). За этот период времени ставка РЕПО также снижалась, упав до -0,35%. Значи-

тельное повышение объемов количественного смягчения и одновременное снижение отрицательной ставки, говорит о том, что экономический рост и темпы инфляции в стране крайне низкие.

Основной механизм QE в теории должен привести к снижению доходности облигаций, так как инвестор должен быть заинтересован в покупке более рискованных активов, как акции. И это действительно работает так, пока объемы небольшие, но как только QE выходит за определенные границы, любой объем дополнительной покупки облигаций приводит к постоянному росту доходности.

Швеция первой в мире столкнулась с феноменальной ситуацией, когда программа количественного смягчения привела к заметному росту доходности государственных облигаций, так как инвесторы зациклены на емкости рынка, покупки Банка Швеции подрывают ликвидность и ведут к росту доходности.

Любые усилия по расширению покупки активов будут истощать уже ограниченный запас суверенного долга на рынке. Ко всем проблемам с QE добавляется динамика кроны. С начала программы покупки крона начала укрепляться по отношению к другим валютам. Импортные цены снижаются, а ЦБ уже мало что может сделать для предотвращения дефляции. То есть QE, которое должно было вызвать инфляцию и снизить доходность, привело к полностью противоположным результатам.

Заключение

Количественное смягчение – это один из нестандартных инструментов монетарной политики государства. Центральный банк осуществляет дополнительную эмиссию безналичных де-

нег, на которые кредитует государство, его структурные подразделения, коммерческие банки, либо выкупает их долгосрочные долговые ценные бумаги, что в конечном счете должно стимулировать экономику. Но опыт показывает, что результат применения данной политики не всегда соответствует первоначальным целям. Например, во время кризиса в 2008 году широко обсуждалось, что QE на самом деле не привело к стимулированию инвестиций, а скорее позволило большим банкам, потерявшим деньги на спекуляциях на ипотечном рынке, рекапитализировать свои бухгалтерские отчёты. Пока что от поощрений заимствования в экономике банки всасывают легкодоступный капитал для укрепления своих собственных позиций во время финансового кризиса.

Более того, отход от классической экономической науки и применение нестандартных методов регулирования экономики может негативно отразиться на современной мировой валютной системе. Денежные власти должны управлять экономикой, в первую очередь, с помощью процентной ставки, делая деньги дорогими или дешевыми. Но в условиях, когда монетарная масса измеряется даже не миллиардами, а триллионами национальных единиц, денег становится столько, что процентные ставки по кредитам оказываются ниже 1 процента в год и инструмент процентных ставок не работает. В США ставка учетного процента по кредитам ФРС находится на уровне от 0,5 до 0,25%. В Японии – процентная ставка составляет -0,1%, в Еврозоне 0%. Денег много, но они не «работают» на развитие производства и удовлетворение потребностей людей. Под вывеской «количественных смягчений» создается административно-командная система производства и распределения денег.

Литература

- 1 Гуров А.А. Понятие операции РЕПО в банковском секторе для целей налогообложения // Банковское право. – 2005. – № 5. – С.11-18.
- 2 Никулин А.Н., Карпухин И.В. Финансовая математика ценных бумаг. – Ульяновск: УлГТУ, 2011. – 87 с.
- 3 Мировая экономика: учебник / под ред. А.С. Булатова. – 2-е изд. – М.: Экономистъ, 2008. – 858 с.
- 4 ФРС США: «количественное смягчение» экономики (QE 1 – QE3) // Мировые Финансы. – URL: <http://global-finances.ru/frs-ssha-kolichestvennoe-smagchenie-e/>
- 5 Ратников А. ЕЦБ запустил программу количественного смягчения на €1,1 трлн. // РБК. – 2015, 22 января. – URL: <http://www.rbc.ru/finances/22/01/2015/54c0fd9a9a7947a4affe7c6c>
- 6 Damodaran A. What is the risk-free rate? A search for the basic building block // New York University. – Stem business school working paper. – December 2008. – Pp. 24-25.
- 7 Почтарёв Н. Влияние политики «количественного смягчения» в США и Евросоюзе на экономическое развитие стран БРИКС // Москва, 2015. – URL: https://istina.msu.ru/media/dissertations/dissertation/10b/fd9/7863938/Avtoferat_Pochtarev_NE.pdf

References

- 1 Gurov A.A. Ponjatie operacii REPO v bankovskom sektore dlja celej nalogooblozhenija // Bankovskoe pravo. – 2005. – № 5. – s.11-18
- 2 Nikulin A.N., Karpuhin I.V. Finansovaja matematika cennyh bumag. – Ul'janovsk : UIGTU, 2011. – 87 s.
- 3 Mirovaja jekonomika. Uchebnik / Pod red. A. S. Bulatova. – 2-e izd. – M. : Jekonomist', 2008. – 858 s.
- 4 FRS SShA: «kolichestvennoe smjagchenie» jekonomiki (QE 1 – QE3) // Mirovye Finansy. – URL: <http://global-finances.ru/frs-ssha-kolichestvennoe-smjagchenie-e/>
- 5 Ratnikov A. ECB zapustil programmu kolichestvennogo smjagchenija na €1,1 trln// RBK. – 2015, 22 janvarja. – URL <http://www.rbc.ru/finances/22/01/2015/54c0fd9a9a7947a4affe7c6c>
- 6 Damodaran A. What is the risk-free rate? A search for the basic building block // New York University. – Stem business school working paper. – December 2008. – Pp. 24-25.
- 7 Pochtarjov N. Vlijanie politiki «kolichestvennogo smjagchenija» v SShA i Evrosojuze na jekonomicheskoe razvitie stran BRIKS// Moskva, 2015. – URL: https://istina.msu.ru/media/dissertations/dissertation/10b/fd9/7863938/Avtoreferat_Pochtarev_NE.pdf