9.3. США: РЫНОК ФЕДЕРАЛЬНЫХ ФОНДОВ В УСЛОВИЯХ ИЗБЫТКА ЛИКВИДНОСТИ И ПЕРСПЕКТИВА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Черкасов В.Ю., с.н.с.;

Концевич О.В., лаборант-исследователь

Центр перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов Научно-исследовательского финансового института Министерства финансов РФ, г. Москва

Анализируются особенности денежно-кредитной политики в США после завершения количественного смягчения и нюансы, от которых зависит конъюнктура рынка федеральных фондов в условиях долговременного структурного профицита ликвидности. Объяснены причины усиления волатильности процентной ставки в последние месяцы 2019 года, что потребовало от ФРС использования оперативных инструментов регулирования ликвидности. Приведены аргументы, на основании которых авторы считают вероятным в будущем повторное применение количественных методов монетарной политики в США. Кратко описан риск, который влечет за собой вымывание избыточных резервов в наличный денежный оборот в связи с использованием доллара США за пределами государства-эмитента.

Литература

1. Концевич О.В. QE4 – неизбежная и неотдаленная перспектива? [Текст] / О.В. Концевич, В.Ю. Черкасов // Финансовый ж-л. – 2017. – №1. – С. 114-127.
2. Криворучко С.В. Спрос на деньги и обращение банкнот крупных номиналов: современные тенденции [Текст] / С.В. Криворучко // Финансовый журнал. – 2019. – №2. – С. 96-108. – DOI: 10.31107/2075-1990-2019-2-96-108.
3. Carpenter S. et al. Analyzing federal reserve asset purchases: from whom does the Fed buy? [Text] / S. Carpenter, S. Demiralp, J. Ihrig, E. Klee // J. of banking and finance. – 2015. – Vol. 52. – Pp. 230-244.
4. Craig B. The Federal funds market since the financial crisis [Electronic resource] / B. Craig, S. Millington // Federal reserve bank of Cleveland. – Economic Commentary. – 2017. – No. 2017-07. --- URL : <https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/2017-economic-commentaries/ec-201707-the-federal-funds-market-since-the-financial-crisis.aspx>.
5. Holston K. et al. Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants [Electronic resource] / K. Holston, T. Laubach, J. Williams // Federal reserve bank of San Francisco working paper. – 2016. – No. 1016-11. – URL : <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2016-11.pdf>
6. Prates M. Repo in Turmoil: the curious case of the missing reserves [Electronic resource] / M. Prates // A blog from the Yale j. on regulation and ABA section of administrative law & regulatory practice / Notice & Comment. – 2019. – Oct., 18. – URL : <https://www.yalejreg.com/nc/repo-in-turmoil-the-curious-case-of-the-missing-reserves-by-marcelo-m-prates/>.
7. Yellen J. The Federal reserve's monetary policy toolkit: past, present, and future [Electronic resource] / J.L. Yellen // Designing resilient monetary policy frameworks for the f. – 2016. – Aug., 26. – URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160826a.htm>.
8. Federal Reserve Act. – 1913 [Electronic resource] / 63-rd Congress. Sess. II. CHs. 4-6. 1913: 38 Stat. 251 (Pub. Law 63-43): Section 16 as amended by act of Jan. 30, 1934 (48 Stat. 337). – URL : <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>.
9. Implementation Note issued December 11, 2019 [Electronic resource] / FOMC // Board of Governors of the F.R.S. – URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20191211a1.htm>.
10. Monetary policy principles and practice [Electronic resource] / Monetary policy // Board of Governors of the F.R.S. – URL : <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-rules-and-how-policymakers-use-them.htm>.
11. Statement regarding monetary policy implementation and balance sheet normalization – January 30, 2019 [Electronic resource] / Press releases // Board of Governors of the F.R.S. – URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190130c.htm>.
12. Aggregate reserves of Depository institutions and the monetary base – H.3 [Electronic resource] / Bank Assets and Liabilities // Board of Governors of the F.R.S. – URL : <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H3>.
13. Assets and liabilities of Commercial banks in the United States – H.8 [Electronic resource] / Bank assets and liabilities // Board of Governors of the F.R.S. – URL : <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H8> H3.
14. Factors affecting reserve balances – H.4.1 [Electronic resource] / Money stock and reserve balances // Board of Governors of the F.R.S. – URL : <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H41>.
15. Federal funds data [Electronic resource] / Reference Rates // New York FED. – UR : <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/fed%20funds>.
16. Gross domestic product (percent change from preceding period, annual, not seasonally adjusted) [Electronic resource] / FRED economic data // St. Louis FED. – URL : <https://fred.stlouisfed.org/series/A191RP1A027NBEA>.
17. Interest on required reserve balances and excess balances [Electronic resource] / Policy tools // Board of Governors of the F.R.S. – URL : <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=PRates>.
18. Monthly treasury statement [Electronic resource]. – URL : <https://www.fiscal.treasury.gov/reports-statements/mts/>.
19. Natural rate of unemployment short-term (percent, monthly, not seasonally adjusted) [Electronic resource] / FRED economic data // St. Louis FED. – URL : <https://fred.stlouisfed.org/series/NROUST>.
20. Open market operations [Electronic resource] / Policy tools // Board of Governors of the F.R.S. – URL : <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>.
21. Personal consumption expenditures excluding food and energy chain-type price index (index 2012=100, monthly, seasonally adjusted) [Electronic resource] / FRED economic data // St. Louis FED. – URL : <https://fred.stlouisfed.org/series/PCEPILFE>.

22. Secured overnight financing rate data [Electronic resource] / Reference rates // New York FED. – URL : <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/sofr>.
23. Unemployment rate (percent, monthly, seasonally adjusted) [Electronic resource] / FRED economic data // St. Louis FED. – URL : <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>.
24. Value of currency in circulation: total (billions of dollars, annual, not seasonally adjusted) [Electronic resource] / FRED economic data // St. Louis FED. – URL : <https://fred.stlouisfed.org/series/CURRVALALL>.
25. Volume of currency in circulation: total (billions of notes, annual, not seasonally adjusted) [Electronic resource] / FRED economic data // St. Louis FED. – URL : <https://fred.stlouisfed.org/series/CURRVOLALL>.
26. Volume of currency in circulation: \$100 (billions of notes, annual, not seasonally adjusted) [Electronic resource] / FRED economic data // St. Louis FED. – URL : <https://fred.stlouisfed.org/series/CURRVOL100>.

Ключевые слова

ФРС; федеральные фонды; избыточные резервы; *IOER*; репо; волатильность; количественное смягчение.

Черкасов Всеволод Юрьевич

Концевич Ольга Владимировна

РЕЦЕНЗИЯ

Статья Черкасова Всеволода Юрьевича, Концевич Ольги Владимировны (Центр перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Министерства Финансов России, г. Москва) актуальна в сфере исследований макроэкономических финансовых показателей, являющихся индикаторами состояния экономики.

Актуальность темы исследования состоит в том, что в условиях смены инструментария ДКП США игрокам фондовых рынков и ЦБ других стран необходимо быть готовыми к последствиям того что ФРС становится «игроком» фондового рынка, а эмиссия казначейских займов и облигаций, эмиссия денег в США перестают быть регулятором банковской системы, решения проводимые в современной финансовой сфере перестают учитывать тот факт, что любая система, как правило, должна регулироваться в рамках жизненного цикла системы, а не аморфного неструктурированного механизма.

Особенности современной денежно-кредитной политики в США таковы, что рынок федеральных фондов в условиях долговременного структурного профицита ликвидности, снижения процентной ставки, волатильности стоимости фондов в США вероятно, по мнению авторов статьи, встанет перед необходимостью повторного применения ФРС монетарной политики количественного смягчения для оживления экономики и сохранения рыночных ставок процента.

Введенная норма об уплате процентного вознаграждения по избыточным резервам, позволяет ФРС контролировать стоимость избыточных резервов благодаря процентному доходу от портфеля QE. В условиях ловушки ликвидности покупки финансовых активов ЦБ стало избыточным вливанием в банковскую систему. Чтобы пустить в оборот крупный профицит ликвидности при низких процентных ставках требуется время. При большом избытке резервов объемы торговли на рынке федеральных фондов резко сократились.

Владельцы невознаграждаемых резервов могли ссужать ими банки, получающие вознаграждение по резервам и заинтересованные в доходе на разнице между уплаченной и полученной процентной ставкой. В 2018 году предложение невознаграждаемых резервов переместилось на рынок репо-транзакций. Об этом можно судить по сокращению оборота федеральных фондов на фоне роста активности на рынке сделок репо. Оборот федеральных фондов устремился к снижению до объемов «рутинных» операций, а эффективная ставка – к росту и сближению с вознаграждением по избыточным резервам *IOER*.

Сближению способствовала встречная динамика *IOER* после того, как с середины 2018 года ФРС стала постепенно снижать ее. Объемы торговли в конце 2018 г. и начале 2019 г. пошли в рост, но со второго квартала 2019 года торговля осуществлялась по стоимости выше *IOER*. Как оказалось, механизм передачи сигнала ДКП через процентную ставку стал после этого уязвим по отношению к воздействию на ликвидность автономных (рыночных) факторов. Именно влиянию автономных факторов было противопоставлено решение ФРС о проведении операций на открытом рынке.

Новые операционные инструменты ФРС, по мнению авторов сильно повлияли на стоимость резервных фондов и волатильность процентной ставки по федеральным фондам, избыток резервов сопровождается его вымыванием из банковской системы. В годы *QE* денежная масса увеличивалась с ускорением в среднем на 9 млрд долларов в год. При повторном количественном смягчении скорость повысится вновь, а в сценарии с отрицательной процентной ставкой – даже больше чем прежде.

Авторы статьи полагают, что с процентной ставкой ниже 2 процентов и перспективой ее дальнейшего снижения на 11-м году циклического подъема перспектива повторного QE представляется практически неизбежной.

Статья Черкасова Всеволода Юрьевича, Концевич Ольги Владимировны удовлетворяет требованиям, предъявляемым к научным публикациям и рекомендуется к опубликованию в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Барыкин С.Е., д.э.н., доцент, профессор, Высшая школа сервиса и торговли Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого, г. Санкт-Петербург.

DOI 10.38097/AFA.2020.39.92.035