

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-64-76

УДК 336.748.12(045)

JEL E52, E44, E31

Эффективность денежно-кредитной политики ФРС в целях таргетирования инфляции в 2022–2024 годы

Э.Н. Белозорова

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

В статье исследуются инфляционные процессы и факторы, влияющие на их уровень в США и Европе, а также причины рецессии, которую скрывают занижением реальных статистических данных по инфляции. **Актуальность** исследования определяется существенным влиянием проводимой денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы (ФРС) и Европейского центрального банка (ЕЦБ) в рамках таргетирования инфляции на всю мировую финансовую систему. **Цель** исследования — оценить эффективность проводимой денежно-кредитной политики по таргетированию инфляции в условиях разнонаправленных действий главного регулятора. Поставлены **задачи**: определить факторы, предшествовавшие инфляционным процессам в Европе и США в 2022–2024 гг., тип денежно-кредитной политики ФРС и оценить, приведет ли повышение процентных ставок в условиях сокращения балансов при росте объемов обратного РЕПО к снижению инфляции и остановке рецессии. **Методология и методы исследования** — общая теория систем и системный подход, финансовый анализ элементов и взаимосвязей механизма инфляции, статистический анализ (факторный, корреляционный) исследования циклов ликвидности, горизонтальный анализ индикаторов финансового рынка. Показано, что резкое повышение ключевой ставки и сокращение баланса ФРС, начатое в 2022 г., были направлены на снижение монетарной составляющей инфляции, остановку рецессии, но привели к росту ставок по казначейским векселям и проблемам с рефинансированием государственного долга. Автор оценил изменение глобальной ликвидности по данным МБР, проследил 65-месячные циклы. Это позволило сделать вывод, что к началу 2025 г. финансовая система оказалась на пределе снижения ликвидности. К тому же на финансовом рынке наблюдается практически нулевой объем обратного РЕПО с ФРС после периода вынужденного вливания ликвидности через этот инструмент. Автором выделены дисбалансы, влияние которых не позволит стабилизировать инфляцию: нефтяной цикл и исторически низкий уровень стратегического запаса нефти, нереализованные убытки в совокупности по государственным, муниципальным, ипотечным и корпоративным облигациям, убытки центральных банков, рост стоимости обслуживания государственного долга. Сделан **вывод**, что все инструменты денежно-кредитной политики: повышение процентных ставок, сокращение баланса, которые должны снизить инфляцию, — на практике приводят к обратному результату. В таких условиях не предвидится снижения процентных ставок ни в 2025, ни в 2026 гг. Результаты исследования могут быть использованы правительством и другими заинтересованными сторонами при принятии обоснованных решений по монетарной политике.

Ключевые слова: инфляция; денежно-кредитная политика; процентные ставки; индекс глобальной ликвидности; обратное РЕПО

Для цитирования: Белозорова Э.Н. Эффективность денежно-кредитной политики ФРС в целях таргетирования инфляции в 2022–2024 годы. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(5):64–76. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-64-76

ORIGINAL PAPER

The Effectiveness of the Fed's Monetary Policy in Targeting Inflation in the Years 2022–2024

E.N. Belozorova

Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russian Federation

ABSTRACT

This article analyzes the inflationary dynamics in the United States and Europe, the factors that drive them, and the recessionary risks obscured by understated official statistics. The study emphasizes the global significance of monetary policies implemented by the Federal Reserve (Fed) and the European Central Bank (ECB) under inflation targeting. The objective is to assess the effectiveness of these policies in the face of divergent regulatory measures. Using systems

© Белозорова Э.Н., 2025

theory, financial and statistical analysis, and liquidity cycle modeling, the research identifies the key drivers of inflation in 2022–2024, evaluates the Fed's policy of interest rate hikes and balance sheet reduction, and examines their impact on inflation and recession dynamics. The findings show that measures intended to curb inflation have instead increased Treasury yields, worsened debt refinancing, and pushed the financial system towards a liquidity crisis by early 2025. The study highlights persistent imbalances, including oil market cycles, low strategic reserves, unrealized bond losses, central bank deficits, and rising sovereign debt costs, which hinder the stabilization of inflation. It concludes that monetary tightening has had counterproductive effects, making interest rate reductions unlikely before 2026. These results valuable provide insights for policymakers and other stakeholders in developing effective monetary strategies.

Keywords: Inflation; monetary policy; interest rates; global liquidity index; reverse REPO

For citation: Belozorova E.N. The effectiveness of the Fed's monetary policy in targeting inflation in the years 2022–2024. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(5):64–76. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-64-76

ВВЕДЕНИЕ

Мировые инфляционные процессы являются важным экономическим фактором, который оказывает существенное влияние на уровень жизни людей, развитие территорий, поэтому они находятся в центре внимания центральных банков и финансовых институтов. Основными инструментами денежно-кредитной политики в части влияния на инфляционные процессы являются: процентная политика, изменение норм обязательных резервов, валютное регулирование, операции РЕПО, таргетирование и пр. Так, в соответствии с основными целями денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации цель по таргетированию инфляции на 2025 и предстоящие годы обозначена «...вблизи 4%»¹. Но, как показывает опыт, таргетирование инфляции не решает задач экономического роста, а зачастую наоборот — никак не обеспечивает сбалансированный и устойчивый рост [1]. Денежно-кредитная политика представляет собой сложный компромисс, с одной стороны — стимулирование экономической активности, с другой — недопущение «пузырей». Так, например, в постковидный период перед центральными банками стояла дилемма между «...сдерживать темпы инфляции монетарными методами и поддержать совокупный спрос» [2].

Повышение процентных ставок негативно сказывается на экономическом росте, так как ограничивает ресурсы для развития промышленного сектора. Однако его влияние зависит от множества факторов, таких как ситуация на рынке труда, уровень инфляции и состояние финансового рынка.

Цель исследования — определить, как реагируют индикаторы макроэкономического развития на изменение процентных ставок и какие проблемы это вызывает. Методология исследования — си-

стемный анализ функционирования основных элементов макроэкономической политики и их взаимосвязей как факторов инфляционных процессов, статистическое исследование циклов ликвидности, горизонтальный анализ индикаторов финансового рынка. Эмпирические зависимости взаимовлияния макроэкономических показателей и объема денежной массы, выявленные в начале XXI в., в настоящее время не актуальны. Инструменты, которыми пользуются центральные банки в системе финансового управления экономикой, не учитывают, что в формуле инфляции присутствует не только объем денежной массы, но и объем товарной продукции, управлять которым денежные власти не уполномочены.

Таким образом, исследование включает анализ данных об уровне инфляции, показателях ВВП, состоянии финансовых рынков, росте ставок по казначейским бумагам, инверсии кривой доходности, объемах глобальной ликвидности, убытках центральных банков, нереализованных убытках коммерческих банков. Результаты исследования могут помочь правительству и другим заинтересованным сторонам принимать решения о монетарной политике на основе более точных данных и прогнозов.

АНАЛИЗ ИНФЛЯЦИИ И ВАЛОВОГО ВНУТРЕННЕГО ПРОДУКТА В США И ЕС

Финансовые аналитики, занимающиеся прогнозированием уровня инфляции и экономического развития, предсказывали оптимистичные показатели уровня инфляции на 2022 г. Так, например, по данным Всемирного банка, уровень мировой инфляции в 2021 г. был 3,5%², а прогноз темпов роста в экономически развитых странах предпо-

¹ Официальный сайт Центрального Банка РФ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_489408/ (дата обращения: 05.09.2025).

² Официальный сайт Всемирного банка «Inflation, consumer prices (annual%), The World Bank Data». URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG> (дата обращения: 28.05.2025).

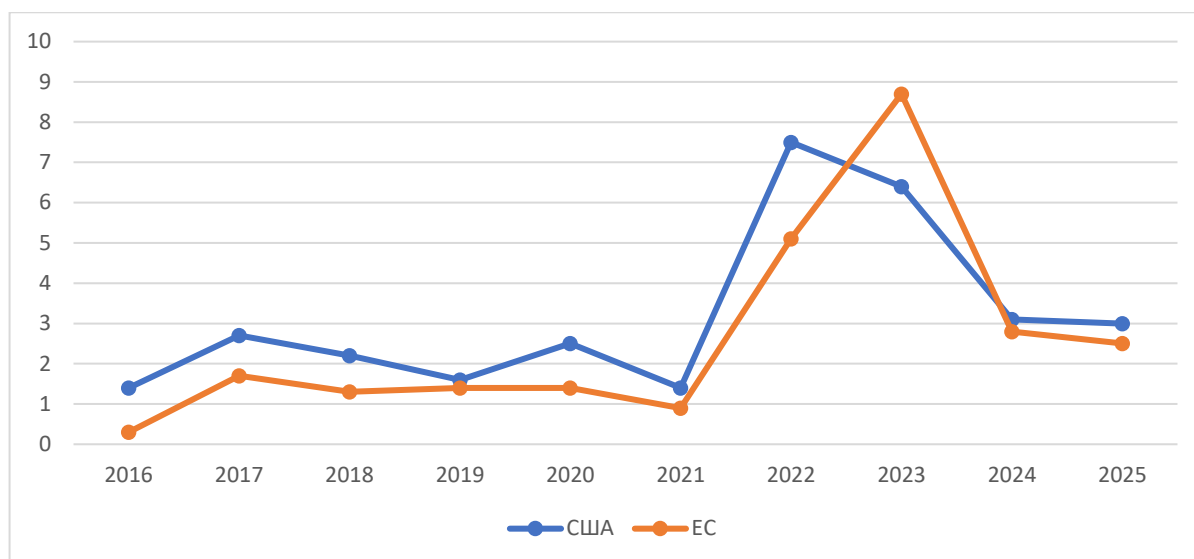


Рис. 1 / Fig. 1. Уровень инфляции в США и ЕС, % / Inflation Rate in the US and the EU, %

Источник / Source: составлено автором на основе базы данных индикаторов мировых рынков / Author's calculations from the database of world market indicators. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>; <https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi> (дата обращения: 05.09.2025) / (accessed on 05.09.2025).

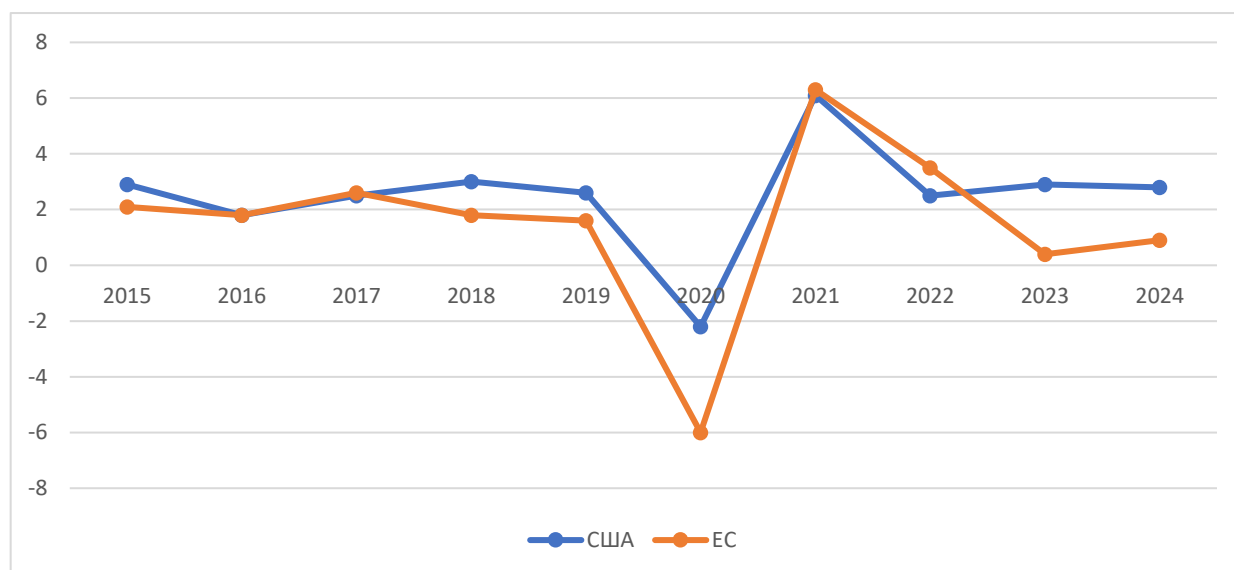


Рис. 2 / Fig. 2. Темп изменения ВВП в США и ЕС, % / United States, EU GDP Growth Rate, %

Источник / Source: составлено автором на основе базы данных индикаторов мировых рынков / Author's calculations based on the database of world market indicators. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth>; <https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth> (дата обращения: 05.09.2025) / (accessed on 05.09.2025).

лагал снижение с 5% в 2021 г. до 3,8% — в 2022 г. и 2,3% — в 2023 г.

Темпы роста экономически развитых стран и темпы инфляции в этих странах традиционно испытывают влияние значительного количества факторов. На рис. 1 представлены уровни инфляции в США и ЕС за последние 10 лет, а на рис. 2 — темп изменения ВВП в этих странах.

Используя байесовскую динамическую факторную модель еврозоны, экономисты оценили отклонения выпуска от тренда, которые согласуются

с поведением инфляции. Версия, которая наилучшим образом прогнозирует инфляцию, показывает, что после кризиса суверенного долга 2011 г. разрыв в объеме производства в зоне евро был намного больше официальных оценок [3]. Чтобы более точно прогнозировать уровень инфляции, необходимо учитывать фактор разрывов в производстве и проводить объективную оценку объемов производства.

Согласно гармонизированному индексу потребительских цен (HICP), общая инфляция в еврозоне, которая составила 1,2% в 2019 г., снизилась до 0,3%

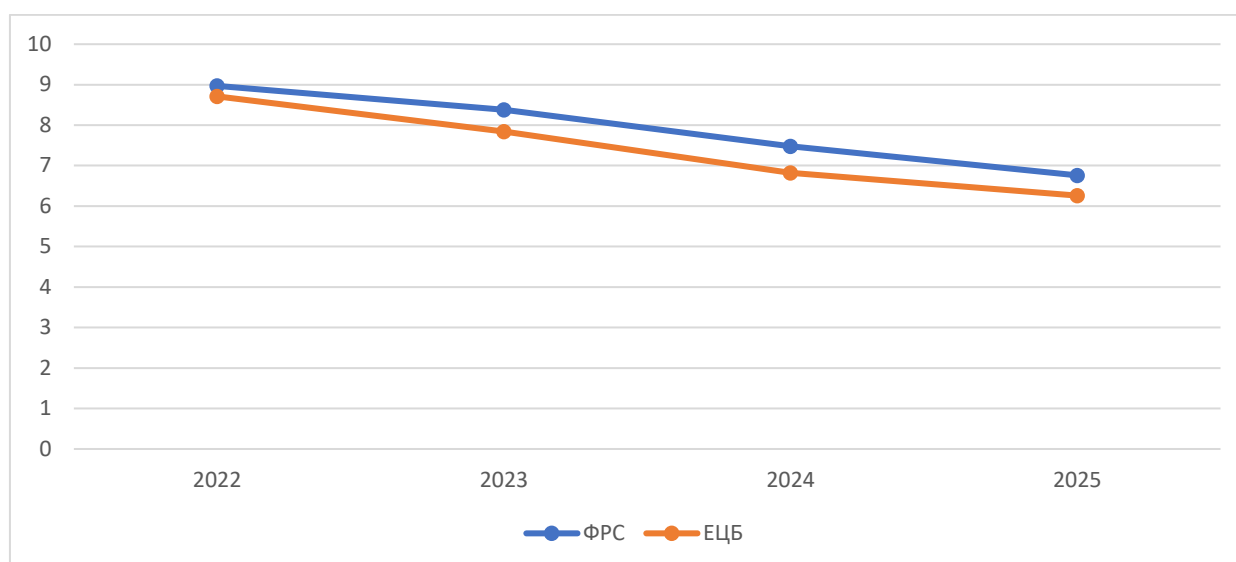


Рис. 3 / Fig. 3. Сокращение баланса ФРС и ЕЦБ, трлн долл. США, трлн евро / The Reduction of the Balance Sheets of the Federal Reserve and the European Central Bank, in Trillion Dollars and Trillion Euros

Источник / Source: составлено автором на основе базы данных индикаторов мировых рынков / Author's calculations based on the database of world market indicators. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/central-bank-balance-sheet>; <https://tradingeconomics.com/euro-area/central-bank-balance-sheet> (дата обращения: 05.09.2025) / (accessed on 05.09.2025).

в 2020 г. и даже была отрицательной во второй половине 2020 г., прежде чем снова увеличиться до 2,6% в 2021 г. С середины 2021 г. общая инфляция особенно резко возросла и достигла исторического максимума в 5,9% в феврале 2022 г. [4]. По состоянию на август 2022 г., циклическая и остаточная инфляция вносят в общую инфляцию ЕС 3,2 и 2,8%, соответственно. В отношении циклической инфляции, компонента спроса показывает наибольший вклад — 1,9% по сравнению с 1,3% для предложения. Что касается остаточной инфляции, то видим, наибольший вклад со стороны предложения (энергетика и логистика) — 1,6% по сравнению с 0,5% со стороны спроса. Другие факторы, такие как, например, геополитическая напряженность, внесли в общую инфляцию в ЕС 0,7% [5].

Одна из крайних позиций финансовых аналитиков заключается в том, что попытки центральных банков бороться с негативными последствиями инфляции могут привести к затяжной и глубокой рецессии. По их мнению, такие меры вызовут серьезные экономические трудности и долговые кризисы [6]. С другой стороны, прогнозирование макроэкономических и финансовых циклов — это всегда многофакторная модель, учитывающая общие детерминированные и случайные факторы, однако статистические взаимосвязи между динамикой приращения денежной массы и ВВП неоднократно доказаны учеными [7]. На практике метод прогнозирования инфляции, основанный на ненаблюдаемых компонентах, гибком подходе к тенденции инфляции и альтернативном индикаторе

слабости рынка труда, показывает, что существует прямая связь между начисленной заработной платой, инфляцией и ВВП [8].

Центральные банки в лице Федеральной Резервной Системы (ФРС) и Европейского центрального банка (ЕЦБ) начали проводить ужесточение денежно-кредитной политики еще в 2022 г. Резкое увеличение ключевой ставки и сокращение баланса ФРС и ЕЦБ были направлены на снижение монетарной составляющей инфляции. Повышение ставок произошло в США с 0,25 до 5%³. Поскольку инфляция в США значительно выше целевого показателя в 2% (и при этом фальсифицируются ее истинные значения), текущая ограничительная денежно-кредитная политика будет продолжаться. В эту же логику укладывалось и сокращение баланса ФРС, представленное на рис. 3. Сокращение баланса ФРС США, также известное как «QT» или «количественное ужесточение», является процессом постепенного уменьшения размера баланса ФРС путем продажи государственных ценных бумаг и других активов из ее портфеля. В течение рассматриваемого периода ФРС планомерно сокращала баланс. В целом с марта 2022 по сентябрь 2025 г. баланс был сокращен на 2 трлн 370 млрд долл. США.

³ Официальный сайт Федеральной Резервной Системы США. Пресс-релиз: Federal Reserve Board and Federal Open Market Committee release economic projections from the March 21–22 FOMC meeting. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230322a.htm> (дата обращения: 28.05.2025).

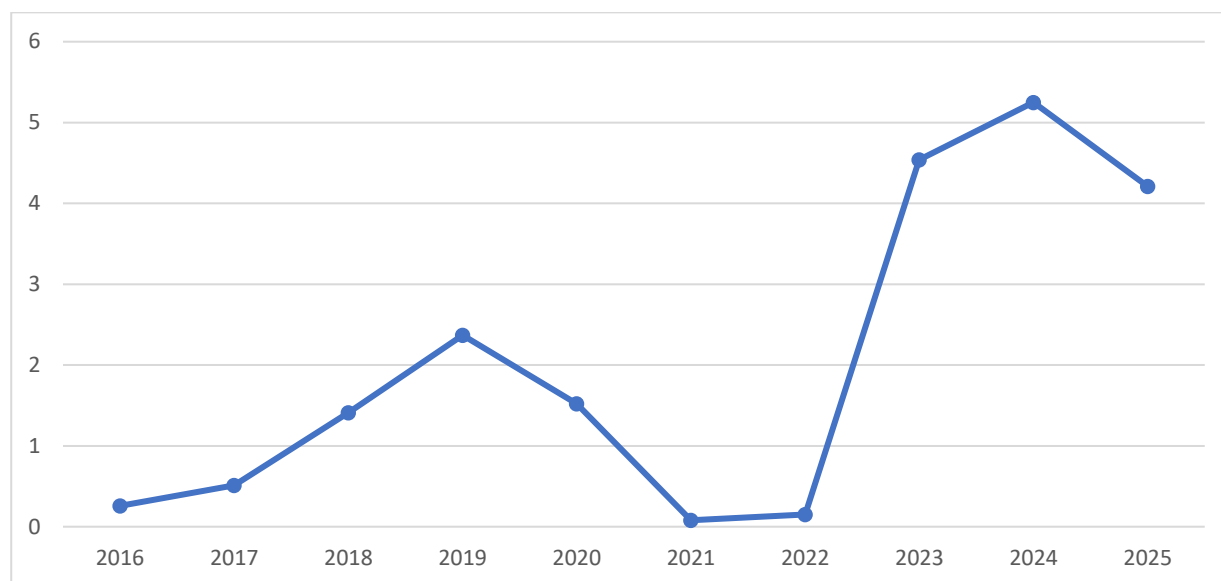


Рис. 4 / Fig. 4. Динамика роста ставок по казначейским векселям / The Dynamics of Growth Rates on Treasury Bills. 3-Month Treasury Bill Secondary Market Rate, Discount Basis

Источник / Source: составлено автором на основе экономической базы данных FRED / Author's calculations based on the database FRED. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS> (дата обращения: 05.09.2025) / (accessed on 05.09.2025).

Закономерно, что в ситуации повышения ключевой ставки и продажи на открытом рынке столь значительных объемов ценных бумаг произошло снижение их стоимости и рост доходности. Как можно наблюдать на рис. 4, с июля 2022 г., с момента начала сокращения баланса ФРС, начинается рост ставок по казначейским облигациям, которые на современном этапе составляют около 4% годовых.

Центральные банки определяют горизонт денежно-кредитной политики в несколько лет, но он может быть скорректирован в зависимости от изменений в экономической ситуации. Например, центральный банк может увеличить горизонт, если инфляционные ожидания стабильны, а экономика растет, или сократить его, если инфляция ускоряется и требуется быстрое реагирование. Исследование [9] показывает, что таргетирование инфляции является важным инструментом обеспечения экономической безопасности государства. Адекватная величина ключевой ставки вопрос дискуссионный, но, как показывает исследование [10], для развитых стран характерны низкие значения ключевой ставки, в то время как для развивающихся стран — более высокие значения. В свою очередь, высокие процентные ставки являются барьером вхождения в высокотехнологичные отрасли, что опять же затрудняет переход страны из категории развивающейся в развитую [11].

Роль финансового цикла в макроэкономике требует переосмысления стратегий моделирования и существенных корректировок макроэкономической

политики. В исследовании [12] рассматриваются политические последствия финансового цикла в макроэкономике и выявлено, что фаза спада, которая менее изучена, сейчас вызывает гораздо больше вопросов в экономической среде. Экономисты, рассматривая цикличность финансовых, инфляционных и макроэкономических процессов, задаются вопросами: как объяснить эту цикличность? не являются ли факторы подъема уже причиной последующего спада [13]? Совокупные колебания возникают из-за множества факторов, включая глобальную денежно-кредитную политику, действия финансовых институтов, активно использующих заемные средства, и глобальные дисбалансы [14].

ПРОБЛЕМЫ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДОЛГОВ И ЛИКВИДНОСТИ В ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

Перед финансовыми ведомствами различных стран встает вопрос рефинансирования государственных долгов в условиях повышения инфляции. Поскольку реальные процентные ставки оказываются отрицательными, то выпуск и размещение нового объема государственных облигаций становятся весьма проблемной задачей для министерств и соответствующих государственных структур.

До повышения ключевой ставки, т.е. до июля 2022 г., государственный долг удавалось эффективно рефинансировать. Предпосылками для беспрепятственного рефинансирования госдолга служили:

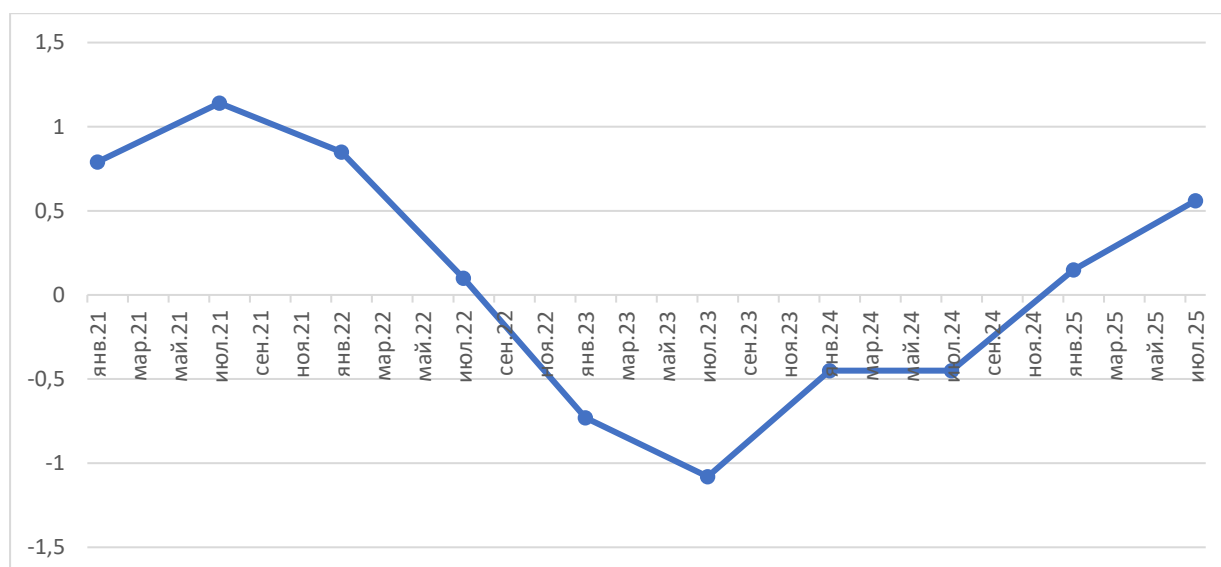


Рис. 5 / Fig. 5. Инверсия кривой доходности 10- и 2-летних казначейских облигаций США / Inversion of the Yield Curve of 10- and 2-Year US Treasury Bonds

Источник / Source: составлено автором на основе данных сайта экономической базы данных FRED / Author's calculations based on the database FRED. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/T10Y 2Y> (дата обращения: 05.09.2025) / (accessed on 05.09.2025).

- динамика снижения ключевой ставки на протяжении десятилетий и ее фиксация на значениях около нуля, что позволяло осуществлять «дешевую» эмиссию;

- высокая ликвидность банковского сектора; в этот период активно увеличивался баланс ФРС, политика количественного смягчения обеспечивала коммерческим и центральным банкам других стран безбарьерный доступ к долларовой ликвидности;

- оценка, учет и залог казначейских облигаций США по нулевым коэффициентам риска, что позволяло не создавать резервы, выдавать кредиты и использовать ценные бумаги в обращении как безрисковые активы;

- рост левериджа, поскольку низкие процентные ставки и безрисковость активов позволяют коммерческим банкам использовать их в качестве обеспечения неоднократно, что приводит к 10-кратному увеличению кредитного плеча и росту кредитной эмиссии;

- снижение ставок по кредитно-дефолтным свопам обеспечивало дешевую стоимость хеджирования риска, а в некоторых случаях и вовсе отменяло необходимость хеджировать риски;

- «безинфляционное» состояние экономики, поскольку отсутствие инфляции или ее умеренная величина определяют нормальное распределение процентных ставок, когда ставки на долгосрочном долговом рынке выше ставок на краткосрочном.

Однако в состоянии повышенной инфляции рефинансировать государственный долг стано-

вится более сложной задачей, поскольку инфляция и инфляционные ожидания порождают инверсию кривой доходности. Как мы видим на рис. 5, с июля 2022 г. разница между доходностью десятилетних облигаций и двухлетних вошла в отрицательную зону и держалась там до начала 2025 г.

Рост процентных ставок оказывает отрицательное влияние не только на возможность рефинансирования государственного долга, но и в целом на ликвидность финансовой системы. Индекс глобальной ликвидности является важным индикатором для инвесторов, так как уровень ликвидности может сильно влиять на цены активов и на общую экономическую ситуацию в мире. Как отмечается в исследовании [15], «финансовая ликвидность в значительной степени проциклична. Ее объем возрастает при повышательной экономической динамике. В этих условиях ликвидность многих финансовых инструментов оказывается максимальной». Будет совершенно логичным обратное заключение, что со снижением экономической активности ликвидность финансовых активов будет снижаться, а в моменты рецессии будет минимальной. Так, по данным Банка международных расчетов (БМР), объем международных долговых ценных бумаг, номинированных в долларах США, снизился впервые после финансового кризиса 2008–2009 гг.⁴ Если оценить изменение глобальной

⁴ Официальный сайт Банка международных расчетов. Что представляет собой международное долговое обеспечение в статистике БМР? URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2106z.htm (дата обращения: 28.05.2023).

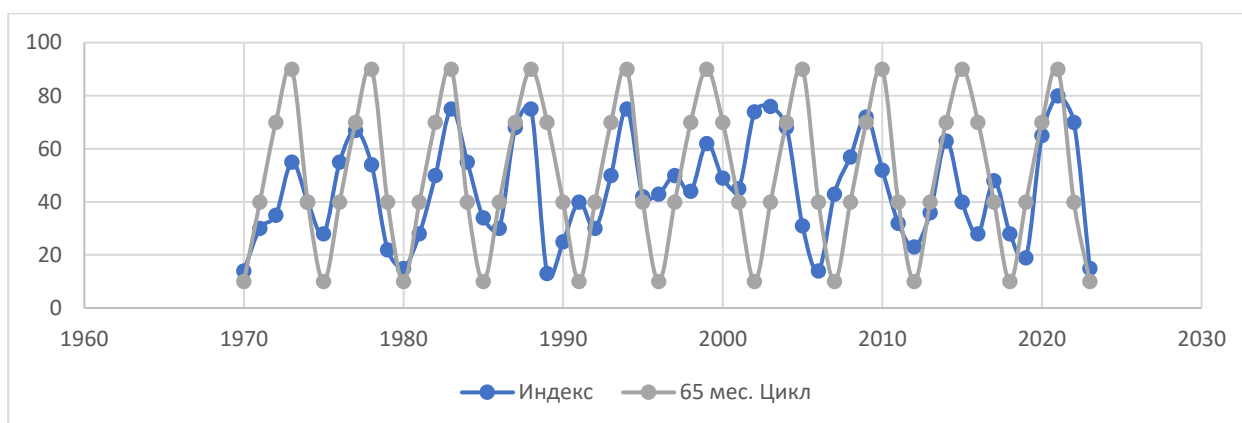


Рис. 6 / Fig. 6. Индекс глобальной ликвидности / Global Liquidity Index

Источник / Source: составлено автором на основе данных официального сайта Банка международных расчетов / Author's calculations based on the database BIS. URL: <https://www.bis.org/statistics/gli.htm?m=2690> (дата обращения: 28.05.2025) / (accessed on 05.09.2025).

ликвидности по данным МБР, представлено на рис. 6, то можно проследить 65-месячные циклы и сделать выводы, что к концу 2025 — началу 2026 г. финансовая система будет на пределе снижения ликвидности.

Поскольку рост ставок на долговом рынке США привел к укреплению доллара по отношению к другим мировым валютам, это оказало значительное влияние на суверенные долговые и валютные рынки. Основной проблемой десятилетия низких процентных ставок является выросший мировой долг, номинированный в долларах США. Глобальные обязательства составляют около 300 трлн долл. США, а в ситуации роста процентных ставок рефинансировать мировой долг становится дороже. Владельцы основных долгов США — Китай, Южная Корея, Япония, Германия — оказываются в ситуации девальвации национальных валют и необходимости снижать балансы своих центральных банков за счет продажи американских казначейских бумаг, что провоцирует новый виток снижения стоимости активов и рост ставок. Характерным примером является кризис японской йены и британского фунта осенью 2022 г. Так, валютные резервы Великобритании к началу осени 2022 г. составляли всего 108 млрд долл., а фунт стерлингов потерял к доллару почти 20%, и наблюдался максимальный рост ставок по десятилетним английским облигациям. Блумберг назвал это «лопнувшим пузырем государственных облигаций, худшим с 1949 г.»⁵.

⁵ Сайт информационного агентства Блумберг. Большой пузырь облигаций «лопнул» в худший год с 1949 года. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-24/the-great-bond-bubble-is-poof-gone-in-worst-year-since-1949> (дата обращения: 28.05.2025).

ОБРАТНОЕ РЕПО И НЕФТЯНОЙ ЦИКЛ — ФАКТОРЫ, ДЕСТАБИЛИЗИРУЮЩИЕ ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ

В контексте роста ставок и ужесточения денежно-кредитной политики можно отметить интересную тенденцию — внушительный объем обратного (для банков) РЕПО с ФРС в 2022–2023 гг. Обратное РЕПО — сделка кредитования под залог ценных бумаг. Если банк совершает обратное РЕПО, то он покупает ценную бумагу у ФРС, тем самым предоставляя средства займа, а затем продает бумагу обратно, но дороже. Разница между ценами покупки и продажи — ставка РЕПО, под которую банк дает кредит. В случае с ФРС, ставка РЕПО — 4,8% годовых⁶. В качестве обеспечения по таким сделкам выступают U.S. Treasuries.

На рис. 7 видно, что рост кредитования ФРС со стороны банков начался во II квартале 2021 г., до первого решения FOMC о повышении 17 марта 2022 г. С чем можно связать подобную тенденцию?

Первый фактор: обратное РЕПО — это, с одной стороны, сделка кредитования, а с другой — инструмент для открытия короткой позиции, т.е. банк получает бумагу через РЕПО и продает ее в рынок, ожидая, что откупит дешевле. Поскольку РЕПО с ФРС — кредит «овернайт», т.е. сроком на 1 день, то банки просто пролонгируют сделку каждый день.

Сопоставив начало роста сделок обратного РЕПО с ФРС с графиком изменения доходности по десятилетней UST (рис. 8), можем сделать вывод о том, что банки и управляющие компании начали наращивать объем сделок РЕПО в ответ на резкий рост ставок

⁶ Официальный сайт Федерального резервного банка Нью-Йорка «Параметры обратного РЕПО с ФРС». URL: https://www.newyorkfed.org/markets/rrp_faq.html (дата обращения: 28.05.2025).

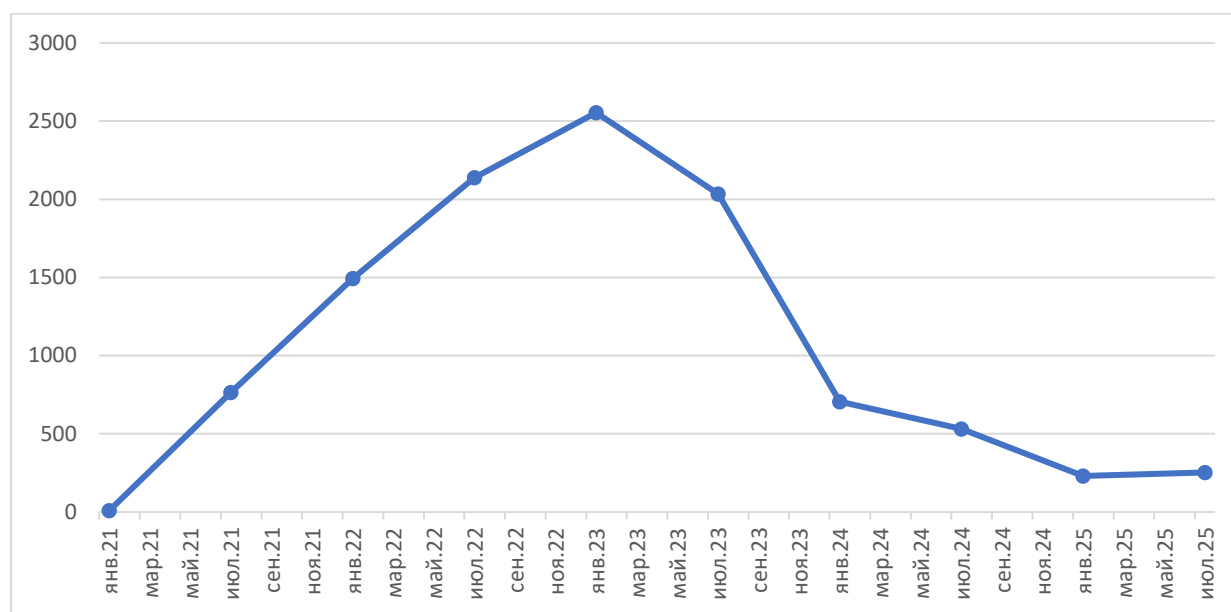


Рис. 7 / Fig. 7. Объем сделок обратного РЕПО с ФРС, млрд долл. США / Volume of Reverse Repo Transactions with the Federal Reserve, USD Billion

Источник / Source: составлено автором на основе данных сайта FRED / Author's calculations based on the database FRED. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/RRPONTSYD> (дата обращения: 05.09.2025) / (accessed on 05.09.2025).



Рис. 8 / Fig. 8. График изменения доходности по десятилетней UST / Chart of Yield Changes for Ten-Year UST. 10-Year Treasury Constant Maturity

Источник / Source: составлено автором на основе данных сайта FRED / Author's calculations based on the database FRED. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/T10Y 2Y> (дата обращения: 28.05.2025) / (accessed on 28.05.2025).

по UST в I квартале 2021 г. Таким образом, банки заняли UST по РЕПО и открыли короткую позицию по бумагам в преддверии мощного роста ставок, заблаговременно до начала цикла повышения уровня Fed Funds Rate со стороны ФРС. Как видим, стратегия себя оправдала сполна, поскольку рост ставок имеет отрицательную корреляцию с ценой облигаций. Иными словами, банки заняли бумагу,

чтобы продать ее дорого, и теперь пролонгируют эту сделку, ожидая, когда цена UST достигнет минимально возможного значения с учетом текущего цикла повышения ставок ФРС, чтобы затем откупить сильно подешевевшие облигации и закрыть РЕПО.

Второй фактор — непосредственно кредитование в рамках РЕПО. Чтобы заключить сделку обратного РЕПО, банку необходимо располагать достаточной

ликвидностью, проще говоря, иметь деньги на счете, за которые он по первой части РЕПО купит бумагу. Банк или финансовый институт не может себе позволить хранить деньги: каждый рубль, доллар или дирхам всегда должны быть проинвестированы. Отметим, что регулятору отдавали более 2,2 трлн долл. США на ежедневной основе. Это свидетельствует о том, что для банков и прочих финансовых институтов исчерпаны иные возможности инвестиций: либо они считают их слишком токсичными с точки зрения риска, либо просто не видят возможностей для вложения столь существенного объема ликвидности. То есть ФРС и новостные источники не обманывают, когда на фоне коллапса банков заявляют, что в финансовой системе США достаточно ликвидности. Вместе с тем существует один нюанс: к РЕПО с ФРС допущены далеко не все, а лишь две группы финансовых институтов — Fed Primary Dealers⁷ и RRP Counterparties⁸. Первая группа — это наиболее известные имена на глобальных рынках, плюс пара локальных игроков (JP Morgan, Goldman Sachs, Wells Fargo, BofA и т.д.). Вторая группа включает в себя крупнейшие управляющие компании, чьи имена тоже известны всем на рынке (Alliance Bernstein, Black Rock, Fidelity). Увеличение процентных ставок — это выгодная ситуация уже на протяжении четвертого года для крупнейших участников на финансовом рынке, которые заблаговременно, еще в 2021 г., до начала роста ставок ФРС и ЕЦБ знали об этом и начали совершать необходимые торговые операции.

Продажа SPR — стратегических нефтяных запасов — включена в список факторов, дестабилизирующих финансовую систему, поскольку стратегический запас нефти для США выступает своеобразным аналогом золотовалютных резервов развивающихся стран. При девальвации суверенной валюты центральные банки стран начинают продавать валютные резервы для стабилизации курса национальной валюты. США продают свои нефтяные запасы с той же целью — снижения инфляции — путем уравнивания курса доллара по отношению к энергоресурсам. Точка зрения ФРС на динамику инфляции заключается в том, что важны три компонента:

- тенденция, обусловленная долгосрочными инфляционными ожиданиями;

- цикл, соединяющий номинальные и реальные переменные факторы;
- цены на нефть.

Эконометрическая структурная модель инфляции, формализующая этот взгляд, указывает на стабильный тренд ожиданий, значительную и хорошо обозначенную кривую Филлипса и нефтяной цикл, который, вопреки стандартной модели рациональных ожиданий, влияет на инфляцию через ожидания, не отражаясь на разрывах предложения нефтепродуктов. Таким образом использование стратегического нефтяного резерва США направлено на избежание кризисов предложения нефтепродуктов, которые часто превосходят кривую Филлипса. «Фактически, совместная динамика цикла кривой Филлипса и нефтяных циклов объясняет инфляционные загадки последних десяти лет» [16].

УБЫТКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ И НЕРЕАЛИЗОВАННЫЕ УБЫТКИ ВО ВСЕЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

Таким образом, основная проблема, возникающая в условиях повышающейся инфляции и ужесточении денежно-кредитной политики центральными банками, — это уязвимость всей финансовой системы к высоким процентным ставкам. Если посмотреть структуру баланса ФРС по отчету Z1, то можно оценить нереализованный убыток по облигациям, т.е. величину расхождения между номинальной и реальной стоимостью. Нереализованный убыток в совокупности по государственным, муниципальным, ипотечным и корпоративным облигациям составит почти 5 трлн долл. США. В этой ситуации очевидно, что долговой рынок испытывает значительное давление со стороны процентных ставок, рост которых приводит к такому рекордному падению рыночной стоимости ценных бумаг. Если посмотреть долю каждого типа бумаг в общих убытках, то государственные облигации внесли 46% в общие убытки, корпоративные облигации — 30%, ипотечные бумаги — 21%, муниципальные бумаги — 3%. Однако на балансе коммерческих банков ценные бумаги в зависимости от типа оцениваются различными методами. И манипулирование переводом ценных бумаг в различные типы, в основном из ценных бумаг для перепродажи в ценные бумаги до удержания, позволяет банкам не отражать все нереализованные убытки.

Также в список факторов, провоцирующих предел нагрузки на финансовую систему, относятся убытки ФРС. Это исключительно редкое событие, произошедшее впервые в истории ФРС. Процентный доход центральных банков — основной источник доходов, позволяющий эффективно

⁷ Официальный сайт Федерального резервного банка Нью-Йорка. Первичные дилеры с ФРС. URL: <https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers> (дата обращения: 28.05.2023).

⁸ Официальный сайт Федерального резервного банка Нью-Йорка «Контрагенты по обратному РЕПО с ФРС». URL: https://www.newyorkfed.org/markets/rfp_counterparties#additions-and-removals (дата обращения: 28.05.2025).

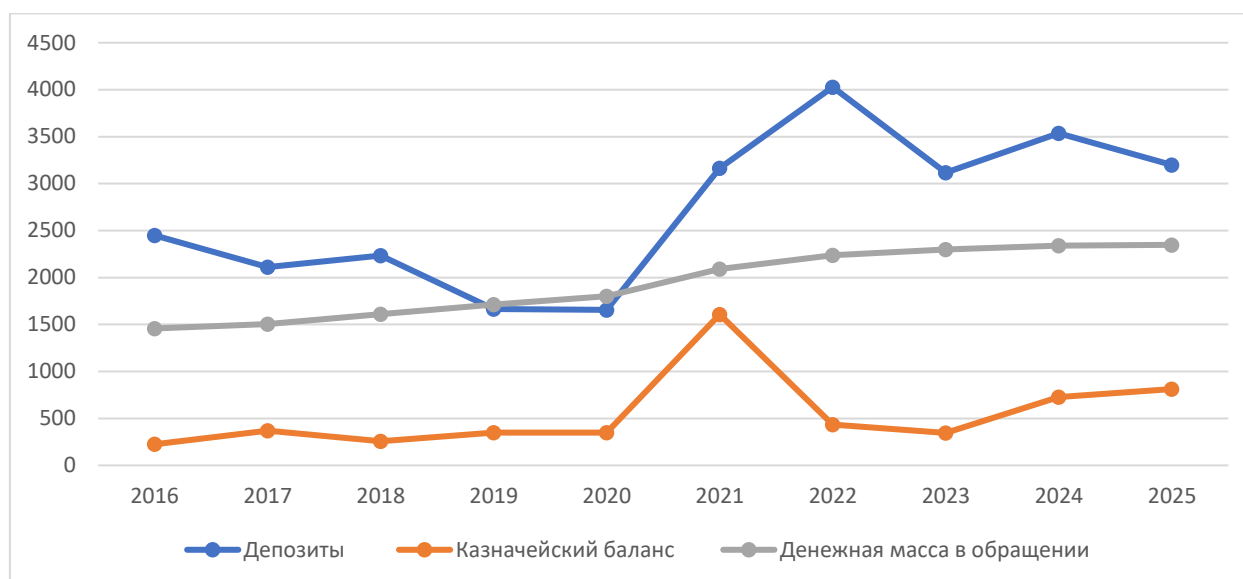


Рис. 9 / Fig. 9. Динамика изменение обязательств ФРС, млрд долл. / The Dynamics of the Change in the Fed's Liabilities, Billions of Dollars

Источник / Source: составлено автором на основе данных официального сайт Федеральной Резервной Системы США / Author's calculations based on the database FED. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm (дата обращения: 05.09.2025) / (accessed on 05.09.2025).

зарабатывать на разнице доходности кредитов, выданных коммерческим банкам, и ценных бумаг. Так, в 2021 г. ФРС заработала 122,5 млрд долл. США в виде процентных доходов и понесла 5,7 млрд долл. в виде процентных расходов⁹. Отметим, что на конец 2021 г. обязательства ФРС составляли 8,7 трлн долл. Очевидно, что разные типы обязательств имеют разные ставки к погашению. Но увеличение процентных ставок пропорционально увеличивает процентные расходы. Например, состоявшееся увеличение ставки до 5% привело к росту процентных расходов около 300 млрд долл. за 2022 г. Расчеты проведены с учетом снижения обязательств ФРС за 2022 г., которые представлены на рис. 9.

Используя простую модель общего равновесия, как утверждается в исследовании [17], центральному банку с большим балансом, состоящим из долгосрочных номинальных активов, было бы уместно иметь доступ к финансовому органу и быть готовым просить о поддержке своего баланса. В противном случае его способность контролировать инфляцию может оказаться под угрозой.

Практика денежно-кредитной политики значительно улучшилась за последние пару десятилетий; в результате гиперинфляции были чрезвычайно редким явлением. Глобальный финансовый кризис бросил вызов традиционной денежно-кредитной

политике, которая основывалась на подходе, включающем один инструмент (базовую процентную ставку) и одну цель (стабильность цен). Очевидно, что мировой экономике нужен новый подход к денежно-кредитной политике и необходима международная координация денежно-кредитной политики центральных банков [18]. Как указывается в работе [19], ни денежно-кредитная политика, ни программа фискальной поддержки не имеют необходимого эффекта во время кризисов бухгалтерских балансов. Как мы видим, ситуация с нереализованными убытками — яркая иллюстрация ситуации кризиса бухгалтерских балансов коммерческих банков, которая может привести к рецессии в мировой экономике. Следует отметить, что инструменты для сдерживания инфляции страны, эмитирующей мировую валюту, и страны — поставщика энергоресурсов не могут быть идентичны. То, что для ФРС США является лишь сдерживающим фактором роста экономики, но при этом снижающим уровень инфляции, для иной экономики может оказаться очень болезненным ударом по уровню жизни населения и доходности промышленного производства.

ВЫВОДЫ

Федеральная резервная система США проводит смешанную денежно-кредитную политику, которая включает в себя различные инструменты, такие как повышение ключевой ставки, сокращение баланса, рост обратного РЕПО. Эти меры приводят к кризису бухгалтерских балансов коммерческих

⁹ Официальный сайт Федеральной Резервной Системы США. Годовой отчет совета управляющих ФРС. URL: <https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report.htm> (дата обращения: 28.05.2023).

банков, к проблемам по рефинансированию государственного долга и вновь вынуждают ФРС увеличивать баланс. Увеличение баланса ФРС и рост государственного долга могут привести к дополнительным дисбалансам в системе в будущем, что подтвердил на последнем заседании Совета управляющих ФРС председатель ФРС Дж. Пауэлл, заявив, что не знает, как выходить из сложившейся ситуации. Более высокий уровень государственного долга означает более высокие процентные выплаты по кредитам, что увеличит расходы правительства и в конечном итоге приведет к повышению налогов. Таким образом, можно сделать нижеследующие выводы.

1. Монетарная политика ФРС представляется непоследовательной, поскольку включает в себя как решения, направленные на увеличение стоимости денег и, следовательно, снижение инфляции, так и решения, которые приводят к увеличению денежной массы, стимулированию экономики, и за счет этого — увеличению товарной массы. Стоит заметить, что обе эти группы действий происходят одновременно.

Какую денежно-кредитную политику проводит ФРС? С одной стороны, держит высокой ключевую ставку, с другой — активно вливает в систему ликвидность через обратное РЕПО. Такую денежно-кредитную политику можно назвать «ситуационной», т.е. это и не QE (количественное смягчение) и не QT (количественное сжатие).

2. Как долго можно сохранять ключевую ставку высокой? В краткосрочной перспективе максимальное влияние на снижение инфляции достигнуто. Но она все еще не соответствует своему таргету. В перспективе 2025 г. ФРС со своей ситуационной ДКП все делает правильно. Высокий уровень ставки позволит сохранить доверие к системе. Инфляционное таргетирование же остается действенным инструментом ценовой стабильности для всех исследуемых стран [20].

Но в перспективе 2026–2027 гг. накопленные дисбалансы в системе будут еще больше. Поскольку, во-первых, становится дороже обслуживать государственный долг. Во-вторых, начнется новый виток инфляции, связанный с увеличением баланса, поскольку объемы обратного РЕПО исчерпаны. Ставки не удастся значительно опустить ни в 2025 г., ни в 2026 г.

3. Текущая ситуация с повышением ставок — это «золотая жила» для крупнейших игроков на финансовом рынке США. С одной стороны, они получают более 4% годовых на кредитах «овернайт» за обратное РЕПО; с другой — зарабатывают на шорте UST, которые неумолимо снижаются в течение года. Заинтересованные банки и финансовые институты заблаговременно, до начала роста ставок ФРС начали совершать необходимые торговые операции. Но все это меры превентивного характера, которые не сумеют в долгосрочной перспективе преодолеть надвигающийся кризис финансовой системы США.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Сухарев О.С. Денежно-кредитная политика экономического роста в России: тормозящий накопительный эффект. *Общество и экономика*. 2023;(1):5–26. DOI: 10.31857/S 020736760023986–3
2. Кузнецова В.В., Ларина О.И. Проблемы и перспективы реализации денежно-кредитной политики в России. *ЭКО: всероссийский экономический журнал*. 2022;(12):72–89. DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2022–12–72–89
3. Jarociński M., Lenza M. An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2018;50(6):1189–1224. DOI: 10.1111/jmcb.12496
4. Nickel C., Koester G., Lis E. Inflation developments in the euro area since the onset of the pandemic. *Intereconomics*. 2022;57(2):69–75. DOI: 10.1007/s10272–022–1032-y
5. Morana C. Euro area inflation and a new measure of core inflation. *Research in Globalization*. 2023;7:100159. DOI: 10.1016/j.resglo.2023.100159
6. Roubini N. The stagflationary debt crisis is here. Project Syndicate. Oct. 03, 2022. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-debt-crisis-is-here-by-nouriel-roubini-2022-10?barrier=accesspaylog> (дата обращения: 28.05.2025).
7. Иванченко И.С., Ниворожкина И.Л. Оценка воздействия денежной массы на темпы прироста российского ВВП. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(1):34–44. DOI: 10.26794/2587–5671–2025–29–1–34–44
8. Иванченко И.С., Бондаренко Г.А., Павленко Г.В. Эмпирический анализ состоятельности инфляционного канала денежно-кредитной политики в Российской Федерации. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(2):36–46. DOI: 10.26794/2587–5671–2025–29–2–36–46
9. Лев М.Ю. Интегрированное таргетирование инфляции в контексте экономической безопасности: вопросы обеспечения ценовой и финансовой стабильности. *Банковские услуги*. 2025;(2):9–21. DOI: 10.36992/2075–1915_2025_2_9

10. Миленков А.В. Направления актуальных изменений денежно-кредитной политики Банка России на текущем этапе. *Банковские услуги*. 2024;(2):18–29.
11. Белозорова Э.Н., Султанова И.П. Цифровизация экономики и барьеры вхождения в высокотехнологичные отрасли. *Экономические науки*. 2019;(171):11–17. DOI: 10.14451/1.171.11
12. Borio C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance*. 2014;45:182–198. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.07.031
13. Астафьева О.В. Рассрочка как инструмент поддержания объемов продаж на российском рынке новостроек в условиях жесткой денежно-кредитной политики ЦБ. *Экономика строительства*. 2025;(6):366–368.
14. Мухаррамова Э.Р., Вайс М.Е. Дифференциация социально-экономического развития регионов Российской Федерации и пути ее снижения. *Экономика и предпринимательство*. 2025;(3):211–216. DOI: 10.34925/EIP.2025.176.3.036
15. Бурлачков В.К., Головин М.Ю., Тихонов А.О. Глобальная денежная ликвидность: теоретические основы, показатели, тенденции динамики. *Деньги и кредит*. 2017;(12):3–8.
16. Hasenzagl T., Pellegrino F., Reichlin L., Ricco G. A model of the Fed's view on inflation. *The Review of Economics and Statistics*. 2022;104(4):686–704. DOI: 10.1162/rest_a_00974
17. Del Negro M., Sims C.A. When does a central bank's balance sheet require fiscal support? *Journal of Monetary Economics*. 2015;73:1–19. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2015.05.001
18. Fabris N. Challenges for modern monetary policy. *Journal of Central Banking Theory and Practice*. 2018;7(2):5–24. DOI: 10.2478/jcbtp-2018-0010
19. Смит В. Переосмысление экономики: классическое понимание. *Экономика для любознательных. О чем размышляют Нобелевские лауреаты*. Пер. с англ. М.: Изд-во Института Гайдара; 2017:40–53.
20. Картаев Ф.С., Сазонов О.С. Влияние инфляционного таргетирования на инфляцию. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(1):45–52. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-1-45-52

REFERENCES

1. Suharev O.S. Monetary policy for economic growth in Russia: Accumulative slowing effect. *Obshchestvo i ekonomika = Society and Economy*. 2023;(1):5–26. (In Russ.). DOI: 10.31857/S 020736760023986-3
2. Kuznetsova V.V., Larina O.I. Problems and prospects of implementing monetary and credit policy in Russia. *EKO: vserossiiskii ekonomicheskii zhurnal = ECO Journal*. 2022;(12):72–89. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2022-12-72-89
3. Jarociński M., Lenza M. An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2018;50(6):1189–1224. DOI: 10.1111/jmcb.12496
4. Nickel C., Koester G., Lis E. Inflation developments in the euro area since the onset of the pandemic. *Intereconomics*. 2022;57(2):69–75. DOI: 10.1007/s10272-022-1032-y
5. Morana C. Euro area inflation and a new measure of core inflation. *Research in Globalization*. 2023;7:100159. DOI: 10.1016/j.resglo.2023.100159
6. Roubini N. The stagflationary debt crisis is here. Project Syndicate. Oct. 03, 2022. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-debt-crisis-is-here-by-nouriel-roubini-2022-10?barrier=accesspaylog> (accessed on 28.05.2025).
7. Ivanchenko I.S., Nivorozhkina I.L. Assessment of the impact of the money supply on Russian GDP growth rates. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(1):34–44. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-1-34-44
8. Ivanchenko I.S., Bondarenko G.A., Pavlenko G.V. Empirical analysis of the effectiveness of the inflation channel of monetary policy in the Russian Federation. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(2):36–46. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-2-36-46
9. Lev M. Yu. Integrated inflation targeting in the context of economic security: Issues of ensuring price and financial stability. *Bankovskie uslugi = Banking Services*. 2025;(2):9–21. (In Russ.). DOI: 10.36992/2075-1915_2025_2_9
10. Milenkov A.V. Directions of current changes in the monetary policy of the Bank of Russia at the current stage. *Bankovskie uslugi = Banking Services*. 2024;(2):18–29. (In Russ.).
11. Belozorova E.N., Sultanova I.P. Digitalization of the economy and barriers to entry into high-tech industries. *Ekonomicheskie nauki = Economic Sciences*. 2019;(171):11–17. (In Russ.). DOI: 10.14451/1.171.11
12. Borio C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance*. 2014;45:182–198. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.07.031

13. Astafeva O. V. Installments as a tool to maintain sales volumes in the Russian market of new buildings in the context of the tight monetary policy of the Central Bank. *Ekonomika stroitel'stva = Economics of Construction*. 2025;(6):366–368. (In Russ.).
14. Mukharramova E. R., Vais M. E. Differentiation of socio-economic development of the regions of the Russian Federation and ways to reduce it. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*. 2025;(3):211–216. (In Russ.). DOI: 10.34925/EIP.2025.176.3.036
15. Burlachkov V., Golovnin M., Tikhonov A. Global monetary liquidity: Theory, indicators, trends. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(12):3–8. (In Russ.).
16. Hasenzagl T., Pellegrino F., Reichlin L., Ricco G. A model of the Fed's view on inflation. *The Review of Economics and Statistics*. 2022;104(4):686–704. DOI: 10.1162/rest_a_00974
17. Del Negro M., Sims C. A. When does a central bank's balance sheet require fiscal support? *Journal of Monetary Economics*. 2015;73:1–19. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2015.05.001
18. Fabris N. Challenges for modern monetary policy. *Journal of Central Banking Theory and Practice*. 2018;7(2):5–24. DOI: 10.2478/jcbtp-2018-0010
19. Smith V. L. Rethinking economics: A classical perspective. In: Solow R. M., Murray J., eds. *Economy for the curious: Inside the minds of 12 Nobel laureates*. Basingstoke, New York: Palgrave Macmillan; 2014:19–32. (Russ. ed.: Smith V. Pereosmyslenie ekonomiki: klassicheskoe ponimanie. In: *Ekonomika dlya lyuboznatel'nykh. O chem razmyshlyayut Nobelevskie laureaty*. Moscow: Gaidar Institute Publishing; 2017:40–53).
20. Kartaev F. S., Sazonov O. S. The impact of inflation targeting on inflation. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(1):45–52. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-1-45-52

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Эльвира Наилевна Белозорова — кандидат экономических наук, доцент кафедры общего и проектного менеджмента, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

Elvira N. Belozorova — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. of the Department of General and Project Management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

<https://orcid.org/0009-0001-2355-858X>

enbelozorova@fa.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 26.04.2023; после рецензирования 16.01.2025; принята к публикации 22.02.2025.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 26.04.2023; revised on 16.01.2025 and accepted for publication on 22.02.2025.

The author read and approved the final version of the manuscript.