

УДК 330.1: 338.23: 336.74

Татьяна Кричевская

МОНЕТАРНОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ ЭКОНОМИКИ: СОВРЕМЕННЫЕ ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ДИСКУССИИ И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ

Раскрыты некоторые направления современных теоретических дискуссий относительно возможностей монетарного стимулирования экономики в условиях ослабления связей между инфляцией и безработицей, глубокого падения объёма производства, делевереджинга в частном секторе. Проанализированы современные подходы к монетарному стимулированию экономической активности центральных банков США, Великобритании, Японии, еврозоны: политику количественного смягчения, повышения эксплицитности целей стимулирования экономики, политику преодоления диспропорций кредитного рынка и инструменты, учитывающие усиление нелинейности связи монетарных и реальных переменных. Раскрыты особенности и проблемы монетарного стимулирования экономики в Украине.

Ключевые слова: монетарное стимулирование экономики, количественное смягчение, доверие, таргетирование номинального ВВП, инфляция, делевереджинг, кооперация монетарной и фискальной политики, кредитования.

JEL: E52.

Современные теоретические дискуссии о возможности монетарного стимулирования

Пересмотр целесообразности более эксплицитного нацеливания центральных банков на уровень экономической активности

Пересмотр этой, уже, казалось бы, окончательно решенной, проблемы предопределен не только продолжением кризисных явлений или недостаточным возобновлением ведущих экономик, но и изменением на современном этапе некоторых фундаментальных закономерностей, которые определяют выбор цели монетарной политики. В частности, произошли изменения во взаимосвязи между инфляцией и объёмом производства.

А) Ослабление связи между инфляцией и безработицей

Одним из аргументов в пользу сосредоточения центральных банков на инфляции было "чудесное совпадение" целей стабилизации инфляции на низком уровне и объёма производства на уровне, близком к потенциальному.

С началом кризиса связь между инфляцией и объёмом производства в развитых экономиках приобрела иной характер. В условиях значительного кумулятивного падения объёма производства относительно тренда и резкого роста безработицы экономисты преимущественно ожидали падения инфляции, возможно, даже дефляции. Однако в большинстве развитых экономик уровень инфляции остаётся близким к докризисным уровням. По логике, возможны три интерпретации этого феномена. *Первая* – потенциальный объём производства упал почти настолько, насколько и фактический, потому разрыв ВВП и соответственно дефляционное давление остаются незначительными. *Вторая* – объём производства до кризиса был выше потенциального – например, благодаря ценовым пузырям в определённых секторах экономики (но тогда трудно объ-

Кричевская Татьяна Александровна (forecast_tet@mail.ru), канд. экон. наук; ведущий научный сотрудник отдела экономической теории ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины".

яснить, почему произошёл такой стремительный рост безработицы и падение производительности). *Третья* – разрыв ВВП значительный, но изменилась связь между инфляцией и безработицей.

В отчёте МВФ "Перспективы мировой экономики" за апрель 2013 года¹ приведены результаты статистических и эконометрических тестирований этих трёх гипотез. Первая и вторая гипотезы не подтверждаются, поскольку оценки МВФ, ОЭСР и национальных органов ведущих экономик указывают на существование значительного отрицательного разрыва ВВП и на преимущественно циклический, а не структурный характер безработицы.

Остаётся гипотеза об изменении взаимосвязи между инфляцией и безработицей. МВФ связывает это изменение с действием двух факторов. *Первый* – это более стабильные инфляционные ожидания, которые частично отображают рост доверия к монетарной политике в течение последних двух-трёх десятилетий. Это, безусловно, позитивное явление. Эконометрический анализ, проведённый МВФ, показывает, что в развитых экономиках: Канаде, Швейцарии, Германии, Испании, Франции, Италии, Японии, Нидерландах, Норвегии, Швеции, Великобритании и США – *ожидаемая инфляция положительно, но очень слабо коррелирует с фактической инфляцией и приближается к инфляционным ориентирам, принятым в стране*. К таким же выводам и ранее приходили многие исследователи, которые оценивали эффективность режима таргетирования инфляции.

Второй возможный фактор изменения взаимосвязи между инфляцией и безработицей – это *ослабление связи между инфляцией и объёмом производства для определённого уровня ожидаемой инфляции*. Эконометрический анализ МВФ для 21 развитой экономики показал, что в течение последних нескольких десятилетий чувствительность инфляции к безработице постоянно снижалась, то есть кривая Филлипса становилась всё более пологой. Кривая Филлипса может оказаться и нелинейной. В целом эксперты МВФ делают вывод, что поведение инфляции (факторы, имеющие на неё влияние) изменилось и может изменяться и в дальнейшем.

Таким образом, в МВФ пришли к выводу, что причинами нынешней негибкости инфляции в развитых экономиках являются, *во-первых, более пологая кривая Филлипса и, во-вторых, лучше, чем раньше, закоренные инфляционные ожидания*. Из этого сделаны следующие выводы для политики:

- "пока инфляционные ожидания находятся под контролем, страх перед ростом инфляции не должен препятствовать монетарным органам проводить активную стимулирующую политику"²;

- "низкая инфляция – не повод для успокоения, она может совмещаться со значительными экономическими и финансовыми дисбалансами"³;

- "достаточно производительным может стать сочетание инфляционного целевого ориентира с эксплицитным мандатом центрального банка на стабилизацию производства"⁴.

Один из корреспондентов блога британского делового еженедельника *The economist* изложил гипотезу, что именно чрезмерная ориентация на низкую инфляцию является одной из причин медленного экономического восстановления в США. Во-первых, низкая инфляция накануне кризиса оправдывала сохранение низких ставок ФРС, что лишило её возможностей значительного снижения ставок во время кризиса. Во-вторых, низкая и стабильная инфляция уменьшает гибкость зарплат и цен даже в условиях значительного падения спроса и роста безработицы. За период с начала 1980-х годов, с тех пор как волатильность инфляции резко упала, фирмы

¹ The Dog That didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or was It just Sleeping? World Economic Outlook. April. 2013 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/c3.pdf>.

² The Dog That didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or was It just Sleeping? P. 14.

³ Ibid.

⁴ Ibid.

(и рабочие) привыкли не пересматривать цены и не индексировать зарплаты. Поэтому глубокий спад 2009 года не сопровождался дефляцией. Уровень инфляции стало невозможно использовать в качестве канарейки в шахте (которая первой чувствует присутствие метана или угарного газа), то есть как индикатор состояния совокупного спроса. Осознав это, центральные банки добавили в свои целевые функции показатели безработицы и другую информацию о состоянии совокупного спроса. И всё же, считает автор, революция в монетарной политике осталась незавершённой, поскольку центральные банки нацеливаются на повышение совокупного спроса при условии преданности инфляционной цели, что, по его мнению, и не даёт возможности полностью преодолеть последствия кризиса⁵.

Б) Возможность таргетирования номинального ВВП

Несмотря на использование целого ряда нетрадиционных инструментов монетарного стимулирования, таких как количественное смягчение, "операционный твист", вербальные интервенции, ни один центральный банк не объявлял об изменении монетарного режима. То есть целевой показатель инфляции, пусть и в среднесрочной перспективе, выступал в качестве определённого ограничения для политики стимулирования совокупного спроса. Поскольку во время кризиса в США состоялось резкое падение номинального ВВП, ряд влиятельных учёных, среди которых П.Кругман (Krugman, 2011), К.Ромер (Romer, 2011), С.Самнер (Sumner, 2011), М.Вудфорд (Woodford, 2012), начали высказываться в пользу перехода ФРС к таргетированию номинального ВВП.

Эти эксперты утверждают, что в течение посткризисного периода в США номинальный ВВП растёт слишком медленно, чтобы компенсировать предыдущий его спад. Поэтому не удивительно, что сохраняется высокий уровень безработицы. Рост реального ВВП соответствует тренду, но разрыв, образовавшийся в 2008–2009 г., не уменьшается. Как образно характеризует такую ситуацию С.Самнер, "мы провалились в глубокую яму и начали копать в сторону" (Sumner, 2011).

Недостатком стратегии инфляционного таргетирования С.Самнер считает то, что она разделяет макроэкономические функции фискальной и монетарной политики (монетарная политика контролирует инфляцию, а фискальная – стимулирует экономический рост). В действительности они обе стимулируют совокупный спрос (Sumner, 2011). Как на практике должно работать таргетирование номинального ВВП?

С.Самнер предлагает ФРС ввести "таргетирование уровня номинального ВВП". Оно не обязательно требует установления определённой целевой величины номинального ВВП, это может быть и целевая его траектория, например, ежегодный рост на 5% с обязательством компенсировать в последующие годы отклонения от этой траектории: если в текущем году номинальный ВВП рос на 4%, то в следующем центральному банку следует допустить большее монетарное стимулирование, чтобы этот показатель достиг 6%. Таргетирование номинального ВВП может оказаться особенно эффективным в условиях глубоких шоков. Если бы рынки были убеждены, что спад номинального ВВП будет быстро компенсирован, это могло бы смягчить падение цен активов.

С.Самнер находит контраргументы и на критику, что таргетирование номинального ВВП угрожает потерей контроля над инфляцией. Он указывает, что таргетирование номинального ВВП может уберечь от формирования пузырей цен активов. Одним из недостатков инфляционного таргетирования является то, что оно допускает образование пузырей на рынках активов. Таргетирование же номинального ВВП, хотя и не решает полностью эту проблему, будет побуждать к большему монетарному

⁵ Monetary policy. An unfinished revolution. 2013. – August, 9. The economist <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/08/monetary-policy-0> Aug 9th 2013.

ограничению в периоды динамического экономического роста, чем инфляционное таргетирование.

Обоснование более тесной кооперации монетарной и фискальной политики

Таргетирование инфляции появилось в 1989 году в Новой Зеландии в контексте реформы публичного сектора с целью более чёткого распределения сфер ответственности органов власти. Реформой предполагалось поставить менеджерам публичного сектора конкретные цели, чётко очертить их полномочия и обеспечить ответственность за выполнение целей на основе точной информации о результатах деятельности. В этот пакет реформ входило и разграничение целей и сфер ответственности центрального банка и министерства финансов. Инфляционное таргетирование передавало ответственность за инфляцию центральному банку (Argcher, 2000). Это обосновывалось следующим образом. Поскольку инфляция всегда и везде является монетарным феноменом и невозможна без соответствующего денежного обеспечения, то центральный банк способен вывести инфляцию на целевой уровень. Если же причинами инфляции стали ошибки в экономической и фискальной политике, то результатом монетарного ограничения инфляции станут экономические потери, за которые уже несёт ответственность правительство, что и стимулирует его своевременно принимать соответствующие меры.

Во время глобального финансово-экономического кризиса и на этапе преодоления его последствий антикризисные мероприятия реализовались совместно министерствами финансов и центральными банками. В 2008 году представитель Казначейства США в ответ на вопрос, почему он участвует в посвящённом монетарной политике международном симпозиуме в Джексон Хоуле, пожал плечами: "... фискальная политика, монетарная политика, какая разница?"⁶.

Не случайно в последние годы появился и ряд теоретических исследований, посвящённых вопросам кооперации фискальной и монетарной политики.

А) Одно из направлений таких исследований – *анализ механизмов кооперации монетарной и фискальной политики с целью снижения государственного долга (делевереджинга государственного сектора)*. Речь идёт об исследовании механизмов "финансовых репрессий" и их эффективности (Reinhart, Sbrancia, 2011). Политика, направленная на использование государством (как правило, по ставкам, более низким, чем рыночные) средств, которые в противном случае получали бы другие заёмщики, ещё в 1973 году в работах учёных из Стэнфордского университета Э.Шоу (Shaw, 1973) и Р.Маккиннона (McKinnon, 1973) получила название "финансовых репрессий" или сдерживание развития финансовой сферы.

К инструментам финансовых репрессий относят:

1) целевое кредитование государства связанными с ней внутренними инвесторами (такими как пенсионные фонды или государственные банки);

2) явные и неявные верхние границы процентных ставок. Ограничение процентных ставок по кредитам, суживая возможности вложения банками привлечённых средств, способствует увеличению спроса банков на государственные долговые обязательства. Если государство осуществляет прямые заимствования у банков, то установление потолков для ставок банков по кредитам становится прямым субсидированием правительства;

3) создание кэптивных (тесно связанных с государством) покупателей государственного долга (например, путём участия государства в капитале и управлении банками или принятия регулятивных норм, требующих от определённых финансовых институтов держать государственные

⁶ War footing [Электронный ресурс] // The Economist. 2010. September 2. Режим доступа: http://www.economist.com/node/16943569?story_id=16943569.

долговые ценные бумаги в своём портфеле (прежде всего это касается пенсионных фондов);

4) ограничения трансграничного движения капитала, что искусственно сужает сферу инвестирования финансовых институтов и других субъектов к внутреннему рынку;

5) мощное "моральное принуждение" (Reinhart, Sbrancia, 2011. С. 6; Рейнхарт, Кьеркегор, Сбрансиа. С. 22)⁷.

Как было показано в исследовании К.Рейнхарт и М.Сбрансиа, в течение 1945–1980 годов ограничения на движение капитала, потолки для процентных ставок по кредитам и депозитам банков и высокие уровни инфляции обусловили отрицательные значения реальных процентных ставок. Это не просто удешевляло обслуживание государственного долга, но и уменьшало его основную сумму, что получило название ликвидации долга (Reinhart, Sbrancia, 2011. С. 34).

К.Рейнхарт, Я.Кьеркегор и М.Сбрансиа утверждают, что элементы политики "финансовых репрессий" используются и на современном этапе. Они обращают внимание на рост роли центральных банков как покупателей государственных долговых обязательств: в 2010 году 50% ценных бумаг, эмитированных Казначейством США, находилось в портфеле Федеральной резервной системы, а это самый высокий показатель с начала 1970-х годов; Банку Англии принадлежало 30% государственных ценных бумаг, эмитированных Казначейством Соединенного Королевства (Рейнхарт, Кьеркегор, Сбрансиа, 2011. С. 24); Европейский центральный банк приобрёл на условиях "аутрайт" государственные ценные бумаги Греции, Португалии, Ирландии, Италии и Испании. Более того, не только центральные банки стали активными покупателями государственных ценных бумаг, но и внутренних частных инвесторов, как и в 1940-х–1980-х годах, побуждают покупать государственные долговые обязательства. Среди таких мероприятий К.Рейнхарт, Я.Кьеркегор и М.Сбрансиа называют новые международные банковские нормативы (Базель-III), которые поощряют спрос банков на государственные долговые обязательства, а также прямые методы увеличения спроса на государственные ценные бумаги: требование к банкам увеличить вложения в эти активы, которые в разгар кризиса применялись в Великобритании, ликвидация Пенсионного резервного фонда во Франции и использование его для погашения государственного долга, установление Министерством финансов Испании потолков для депозитных ставок. В конечном итоге, уже само поддержание процентных ставок центральными банками на крайне низком уровне увеличивает спрос на низкодоходные государственные долговые обязательства.

Б) *Второе направление современных исследований проблем кооперации монетарной и фискальной политики – её роль в условиях делевереджинга в частном секторе.* Здесь хотим обратить внимание на исследование П.Маккули и З.Позсара из Global Interdependence Center (McCulley, Pozsar, 2013). Авторы доказывают, что во время делевереджинга в частном секторе, который случается достаточно редко, и имеет место во многих странах на современном этапе, чистый частный спрос на кредит становится отрицательным – субъекты экономики начинают длительный процесс очистки своих балансов от долгов. Центральный банк снижает ставки до нуля, но даже это не помогает возобновить спрос на кредит. Теряя своего обычного партнёра для реагирования на стимулы, монетарная политика становится неэффективной. Экономика попадает в ликвидную ловушку. Эффект вытеснения не наблюдается: пока частный сектор выплачивает свои долги, правительство является единственным субъектом спроса на средства. Монетарная политика в фазе делевереджинга проходит такие "этапы нетрадиционности" (McCulley, Pozsar, 2013. С. 15–18):

⁷ Ibid.

- сначала используется обычная покупка активов. Цель этих операций – снизить доходность и повысить цену активов для ускорения частных заимствований. Это значит, что центральный банк всё ещё (ошибочно) верит, что частный сектор находится в состоянии леввереджинга (наращивания долгов);

- когда становится понятно, что нетрадиционная политика не работает, монетарная политика становится "радикальной". Этот шаг означает покупку активов, которая сопровождается изменением функции реакции центрального банка. (Такой поворот произошёл в США в сентябре 2012 года, когда там, наряду с целевым ориентиром инфляции, был объявлен ориентир по безработице, см. ниже.) Цель количественного смягчения остаётся неизменной, но центральный банк на этом этапе обещает продолжать количественное смягчение, пока не завершится посткризисное восстановление экономики. Это означает появление мандата экономического роста наряду с мандатом инфляции;

- когда становится очевидно, что радикальная политика не действует, монетарная политика становится, по высказыванию авторов, "исключительной" (nuclear). В отличие от нетрадиционной и радикальной монетарной политики, когда она всё ещё остаётся независимой от позиции фискальной политики, "исключительная" монетарная политика – это поддержка фискальной политики в увеличении совокупного спроса, а не стимулирование частного спроса. Это исключительное решение также известно как "вертолётные деньги" (helicopter money) или монетарное финансирование фискальных стимулов.

Делевереджинг делает неэффективной даже неортодоксальную монетарную политику, нацеленную на стимулирование частного кредита. Если фискальные власти не будут заимствовать растущие сбережения частного сектора, кредитование не возобновится. *Таким образом, фискальная политика во время фазы делевереджинга в частном секторе выполняет роль заёмщика и потребителя последней надежды.*

Как отмечают авторы исследования, такая модель взаимодействия монетарной и фискальной власти подходит лишь для крупных, относительно закрытых развитых экономик (США, Великобритания, Япония и страны-кредиторы еврозоны), которые эмитируют долговые обязательства в собственной валюте, имеют монетарный суверенитет (то есть возможность монетизировать долг) и пользуются преимуществами относительно стабильного спроса на свои долговые инструменты со стороны глобальных инвесторов (McCulley, Pozsar, 2013. С. 5-6). Предложенная схема не подходит для малых открытых экономик, которые действуют в условиях курсовой привязки, что не даёт им возможности печатать деньги по своему желанию, однако её общая логика не теряет своей актуальности и для других экономик.

Современные инструменты монетарного стимулирования в развитых экономиках

Естественно, что центральные банки как институты ввиду лежащей на них ответственности намного консервативнее, чем отдельные эксперты. Денежные регуляторы не объявили об изменении стратегии монетарной политики, но она без изменения ярлыков была откорректирована именно в направлении усиления нацеленности на стимулирование экономической активности.

Ниже мы рассмотрим инструменты монетарного стимулирования США, Японии, Великобритании и еврозоны. Среди них – не только количественное смягчение (quantitative easing), но и другие, более тонкие инструменты, свидетельствующие о признании центральными банками факта усиления нелинейности связи между монетарными и реальными переменными. К последним инструментам мы относим вербальные интервенции в

США и зоне евро и политику психологического шока в Японии. Ещё один новый тренд в монетарной политике – попытка использовать её для преодоления диспропорций и сегментированности кредитного рынка. К таким инструментам относится, в частности, Программа Банка Англии *Funding for Lending*, нацеленная на стимулирование кредитования населения и бизнеса, особенно малого и среднего.

С Ш А

1. Механизмы количественного (эмиссионного) стимулирования экономики (*quantitative easing*). Это механизмы вливания дополнительной ликвидности в экономику на достаточно длительный период. Федеральная резервная система (ФРС) США провела три раунда количественного смягчения.

Первый раунд количественного смягчения (QE1) был начат в ноябре 2008 и завершён в марте 2010 года. В ноябре 2008 года Федеральный комитет открытого рынка ФРС (ФКОР) объявил программу покупки обеспеченных ипотекой ценных бумаг на сумму 500 млрд долл. и долговых обязательств федеральных ипотечных агентств на сумму 100 млрд долл.⁸. В мае 2009 года ФКОР объявил о намерении приобрести обеспеченные ипотекой ценные бумаги федеральных ипотечных агентств ещё на 750 млрд долл., доведя общую сумму их покупок до 1,25 трлн долл., и 100 млрд долл. долговых обязательств федеральных ипотечных агентств, доведя общую сумму их покупок до 200 млрд долл., а также приобрести долгосрочные ценные бумаги Казначейства США ещё на сумму 300 млрд долл.⁹. До начала 2010 года ФРС осуществила эти покупки. После этого в условиях падения процентных ставок началась волна досрочного погашения ипотечных кредитов, и сумма обеспеченных ипотекой ценных бумаг в портфеле ФРС стала уменьшаться. Не желая допустить монетарного сжатия, ФРС приняла решение о замещении ипотечных ценных бумаг в своём портфеле долгосрочными ценными бумагами Казначейства США.

Второй раунд количественного смягчения (QE2) длился с 3 ноября 2010 по 30 июня 2011 года. В ноябре 2010 года ФРС объявила о намерении до середины 2011 года приобрести долгосрочные казначейские ценные бумаги ещё на сумму 600 млрд долл.¹⁰.

Третий раунд количественного смягчения (QE3) был начат 13 сентября 2012 года. Было принято решение "с целью поддержания мощного экономического роста и инфляции на уровне, который отвечает двойному мандату ФРС"¹¹, ввести ежемесячную покупку ФРС ценных бумаг федеральных ипотечных агентств, обеспеченных ипотеками, в сумме 40 млрд долл. в месяц. Если в предыдущих программах количественного смягчения Q1 и Q2 ФРС устанавливала сроки и общие объёмы покупки активов, то в Q3 она уже не ограничивает общий объём этой программы и срок её действия.

Когда в декабре 2012 года закончился срок действия программы *Operational Twist* (официальное название "Программа удлинения сроков погашения" (*maturity extension program MEP* – о ней см. ниже), ФРС приняла решение продолжить покупать долгосрочные ценные бумаги Казначейства на сумму 45 млрд долл. ежемесячно, но уже не за счёт продажи краткосрочных бумаг, а за счёт эмиссии. То есть с этого времени ФРС ежемесячно покупает долгосрочные ценные бумаги на сумму

⁸ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. November 25, 2008 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>.

⁹ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. March 18, 2009 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>.

¹⁰ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. November 3, 2010. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>.

¹¹ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. September 13, 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>.

85 млрд долл. – 40 млрд долл. ипотечных бумаг федеральных агентств и 45 млрд долл. долгосрочных бумаг Казначейства США.

2. Механизмы удлинения срочности инструментов количественного стимулирования. Их суть заключается в том, что центральный банк продает ценные бумаги с короткими сроками погашения и на вырученные средства покупает долгосрочные бумаги. Это увеличивает спрос, взвинчивает цены и снижает процентные ставки по ценным бумагам с длительными сроками погашения. Стимулирующий эффект этих операций заключается в том, что они влияют непосредственно на долгосрочные ставки, используемые для финансирования экономики.

В США эти мероприятия получили официальное название Программа удлинения сроков погашения (maturity extension program (MEP)) и неофициальное название "операционный твист" (поскольку они нацелены на то, чтобы "разгладить" или повернуть кривую доходности так, чтобы снизить долгосрочные ставки). В сентябре 2011 года ФРС приняла решение приобрести до конца июня 2012 года казначейские ценные бумаги с остаточным сроком погашения от 6 до 30 лет на общую сумму 400 млрд долл. за счёт продажи казначейских ценных бумаг с остаточным сроком погашения до 3 лет на соответствующую сумму. При этом в решении ФКОР чётко указывалось, что это мероприятие нацелено на поддержку экономического восстановления после кризиса и инфляции на соответствующем мандату ФРС уровне путём снижения долгосрочных ставок и улучшения финансового положения экономических субъектов¹². Своим решением от 20 июня 2012 года ФКОР продолжила проведение таких операций до конца 2012 года. В пресс-релизе ФКОР было сказано: "Комитет намеревается покупать казначейские ценные бумаги с остаточным сроком погашения от 6 до 30 лет с текущей скоростью"¹³ (составляющей около 45 млрд долл.), что до конца 2012 года будет означать их приобретение ещё на сумму 267 млрд долл. в обмен на продажу краткосрочных бумаг¹⁴.

3. Вербальные интервенции. После достижения краткосрочными ставками почти нулевого уровня в дальнейшем ФРС пыталась добиться трансмиссии их снижения в падение долгосрочных процентных ставок, убеждая участников рынка в том, что исключительно низкий уровень ставки по федеральным фондам будет сохраняться на протяжении длительного времени. Впервые положение о том, что "экономическая ситуация даёт основания предвидеть, что исключительно низкие уровни ставки по федеральным фондам будут сохраняться на протяжении некоторого времени", появилось в пресс-релизе Федерального комитета открытого рынка от 28 января 2009 года. Уже в следующем решении Комитета, от 18 марта 2009 года, указывалось, что целевой уровень ставки по федеральным фондам в диапазоне 0–0,25% будет сохраняться "на протяжении продолжительного периода". Такая формулировка содержалась и во всех дальнейших решениях Комитета открытого рынка вплоть до августа 2011 года, когда в условиях обострения ситуации на финансовых рынках стран зоны евро монетарный регулятор США объявил о минимальных временных рамках действия исключительно низких ставок по федеральным фондам, установив, что последние предусматривается сохранять до середины 2013 года. В январе 2012 года, учитывая "низкую степень использования ресурсов и низкую ожидаемую инфляцию в среднесрочной

¹² Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. September 21, 2011 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>.

¹³ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. June 20, 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120620a.htm>.

¹⁴ Официальный веб-сайт Федерального резервного банка Нью-Йорка. Statement Regarding Continuation of the Maturity Extension Program (Statement Regarding Continuation of the Maturity Extension Program. June 20, 2012. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_120620.html.

перспективе", ФРС объявила о продлении периода исключительно низких ставок по федеральным фондам "по меньшей мере до конца 2014 года"¹⁵. В конечном итоге, 13 сентября 2012 года ФРС объявила, что исключительно низкие уровни процентных ставок будут сохранены по меньшей мере до середины 2015 года¹⁶.

4. Усиление прозрачности стратегии монетарной политики ФРС и эксплицитности целей стимулирования экономики и повышения уровня занятости. Объясняя цель запуска QE3 на пресс-конференции, Б.Бернанке сказал: "Идея заключается в том, чтобы как можно более чётко и прозрачно показать обществу, что ФРС сделает всё, что нужно, для поддержки экономики. Мы надеемся, что это усилит уверенность общества, ... увеличит готовность людей инвестировать, нанимать рабочих и тратить. ... Если инфляция превысит целевой уровень, мы будем использовать сбалансированный подход: вернём её до целевого уровня, но принимая во внимание отклонения от желательных уровней как безработицы, так и инфляции"¹⁷.

Отметим, что в июле 2012 г. на Глобальной инвестиционной конференции в Лондоне Президент ЕЦБ М.Драги также прибег к подобной вербальной интервенции, заявив, что "в пределах своего мандата ЕЦБ готов сделать всё, чтобы сохранить евро. И, поверьте мне, этого будет достаточно"¹⁸. Правда, его целью не было стимулирование объёма производства, а стабилизация финансовых рынков и сохранение евро. И ему, действительно, на некоторое время это удалось.

25 января 2012 года Комитет открытого рынка ФРС впервые обнаружил документ "Относительно долгосрочных целей и стратегии монетарной политики". В соответствующем пресс-релизе отмечалось, что ФКОР ежегодно в январе будет подтверждать или пересматривать эту стратегию.

В документе эксплицитно установлен количественный целевой ориентир ФРС относительно инфляции. В частности указывается: "Уровень инфляции в долгосрочном периоде преимущественно определяется монетарной политикой, поэтому Комитет имеет возможность определить долгосрочную цель относительно инфляции. Комитет считает, что 2-процентное годовое изменение индекса цен личных потребительских расходов больше всего соответствует мандату ФРС в долгосрочном периоде. Чёткая коммуникация с общественностью относительно этой инфляционной цели даёт возможность закрепить долгосрочные процентные ставки и усилить возможность Комитета обеспечивать максимальную занятость в условиях значительных экономических потрясений"¹⁹.

Относительно уровня безработицы как второй части мандата ФРС в стратегии указано следующее: "Максимальный уровень занятости главным образом определяется немонетарными факторами, влияющими на структуру и динамику рынка труда. Эти факторы могут изменяться со временем и не всегда поддаются непосредственному измерению. Следовательно, нецелесообразно устанавливать фиксированный целевой ориентир для безработицы. Вместо этого решения Комитета будут опираться на долгосрочные прогнозы уровня безработицы, сделанные членами Со-

¹⁵ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. January 25, 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm>.

¹⁶ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. September 13, 2012. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913b.htm>.

¹⁷ The Federal Reserve launches QE3. The power of positive thinking [Электронный ресурс] // The economist. 2012. September 13. Режим доступа: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/09/federal-reserve-launches-qe3>.

¹⁸ Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London. 26 July 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: // <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

¹⁹ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. January 25, 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>.

вета ФРС и директорами федеральных резервных банков. Четыре раза в год такие оценки обобщаются и в усреднённом виде публикуются в документе "FOMC's Summary of Economic Projections"²⁰. Например, центральная тенденция (без трёх самых высоких и трёх самых низких показателей) прогноза относительно нормального долгосрочного уровня безработицы за январь 2013 года составляет 5,2–6%. "Формируя монетарную политику, Комитет будет стремиться уменьшить отклонение инфляции от долгосрочной цели и отклонение занятости от оценок Комитета относительно её максимального уровня. Эти цели являются в целом комплементарными. Однако в условиях, когда Комитет будет считать, что эти цели не являются комплементарными, он будет придерживаться сбалансированного подхода к их достижению, учитывая величину отклонения от желательных показателей и отличие временных горизонтов, в течение которых предполагается возратить занятость и инфляцию к уровням, соответствующим мандату ФРС. Эта стратегия монетарной политики была подтверждена в январе 2013 года²¹.

Следующий шаг по усилению экспликации целей монетарной политики ФРС был сделан в сентябре 2012 года во время принятия решения о запуске QE3.

В соответствующем заявлении ФКОР указывалась *конечная цель третьего раунда количественного смягчения и других стимулирующих мероприятий: "Комитет будет продолжать покупать обеспеченные ипотекой ценные бумаги федеральных ипотечных агентств, осуществлять покупку других активов и использовать другие необходимые инструменты политики, пока не будет достигнуто существенного улучшения ситуации на рынке труда при сохранении ценовой стабильности"*. Далее в Заявлении говорится: "Чтобы поддержать прогресс в достижении максимальной занятости и ценовой стабильности, Комитет планирует сохранять стимулирующий характер монетарной политики *в течение длительного времени после укрепления экономического восстановления*"²². За неделю до соответствующего решения ФРС, 6 сентября 2012 года, о запуске программы покупки ценных бумаг без ограничения объёма и срока её действия (монетарных трансакций "аутрайт" – Outright Monetary Transactions (OMTs)) объявил Европейский центральный банк. Правда, в случае еврозоны такой механизм был предназначен прежде всего для спасения евро, тогда как в США – именно на стимулирование экономической активности. В отличие от QE3 ФРС, которые реально проводятся ежемесячно, ОМТ ЕЦБ, требующие от страны-заёмщика выполнения условий программы общих европейских стабилизационных фондов (временного European Financial Stability Facility и его будущего преемника – постоянно-действующего European Stability Mechanism), пока что ни разу не были реализованы.

В декабре 2012 года ФРС предприняла очередной шаг в экспликации стимулирующей цели монетарной политики. В Заявлении ФКОР о монетарной политике от 12 декабря 2012 года говорится, что исключительно низкий целевой уровень ставки по федеральным фондам будет сохраняться до тех пор, *пока уровень безработицы не достигнет 6,5%, а инфляция на следующие год-два не будет превышать более чем на 0,5 п.п. долгосрочную цель 2%*.

²⁰ Ibid.

²¹ Официальный веб-сайт ФРС США. Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. As amended effective on January 29, 2013 [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf.

²² Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. September 13, 2012. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>.

Таким образом, ФРС перешла от объявления временного периода сохранения низких ставок к предельному значению уровня безработицы, после которого возможно сворачивание монетарного стимулирования²³.

Во время пресс-конференции после заседания ФКОР 20 марта 2013 года Президент ФРС Б.Бернанке впервые дал сигнал рынкам, что "Комитет может изменить темп покупок активов при условии достаточного прогресса в достижении экономических целей или в случае изменения эффективности и затрат программы покупки активов"²⁴. 1 мая 2013 года это положение появилось уже в официальном документе – решении ФКОР по монетарной политике: "Комитет готов увеличить или уменьшить темпы покупки активов в зависимости от ситуации на рынке труда и динамики инфляции. Определяя размеры, темпы и состав покупок активов, Комитет будет продолжать учитывать как ожидаемые эффективность и затраты, связанные с такими покупками, так и прогресс в достижении экономических целей"²⁵. Таким образом, основанием для уменьшения темпов монетарного стимулирования может стать как существенное улучшение макроэкономических показателей, так и рост по мере наращивания суммы ценных бумаг в портфеле ФРС возможных потерь экономики от их внезапного обесценивания в случае изменения настроений инвесторов, на чём акцентирует, в частности, Совет по надзору за финансовой стабильностью страны²⁶. В то же время на пресс-конференции 19 июня 2013 года Б.Бернанке отметил, что макроэкономическим ориентиром для прекращения покупки активов Федеральной резервной системой будет снижение уровня безработицы в стране до 7%²⁷.

С технической точки зрения, уменьшение ежемесячных объёмов покупки центральным банком ценных бумаг, и даже сохранение суммы таких активов в его портфеле, всё ещё означает стимулирующий характер денежно-кредитной политики. И ФРС пока что не даёт чётких сигналов относительно времени или условий, когда она перейдет к продаже активов – монетарному сжатию: "Чтобы поддержать приближение к полной занятости и ценовой стабильности, Комитет намеревается сохранять стимулирующий характер монетарной политики в течение длительного времени после завершения программы покупки активов и усиления экономического восстановления"²⁸. Такие же намерения относительно будущего программы покупки активов, как и ориентиры по сохранению низких процентных ставок (о которых шла речь выше), были подтверждены и в заявлениях ФКОР от 11 июня и 31 июля 2013 года. Хотя в официальных документах ФРС перешла от обусловливания времени до определения условий изменения политики, в других средствах коммуникации с общественностью, которые не предусматривают взятия жёстких обязательств, она предоставляет и возможные временные прогнозы. Так, на пресс-конференции 19 июня 2013 года Б.Бернанке отметил, что, по прогнозу большинства членов ФКОР, повышать официальную процентную ставку

²³ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. December 12, 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>.

²⁴ Официальный веб-сайт ФРС США. Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference March 20, 2013. P. 3. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130320.pdf>.

²⁵ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. 2013. May 1. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130501a.htm>.

²⁶ The Federal Reserve speaks. Fearful symmetry [Электронный ресурс] // The Economist. 2013. May 1. Режим доступа: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/05/federal-reserve-speaks>.

²⁷ Официальный веб-сайт ФРС США. Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference. June 19, 2013. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf>.

²⁸ Официальный веб-сайт ФРС США. FOMC Statement. Press Release. 2013. May 1. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130501a.htm>.

можно будет с 2015 года, уменьшать темпы покупки активов – в 2013 году и прекратить их покупку – в середине 2014 года²⁹.

Несмотря на то, что с технической точки зрения ФРС не объявляла о переходе к более жёсткой политике, рынки отреагировали на это именно как на перспективу монетарного сжатия. В США процентные ставки по десятилетним облигациям с момента объявления о возможном уменьшении темпов монетарного стимулирования с 1 мая 2013 по август 2013 года выросли на 90 базовых пунктов³⁰. Выросли и рыночные процентные ставки в Великобритании, несмотря на обязательство Банка Англии сохранять стимулирующий характер денежно-кредитной политики, пока не будет достигнут желательный уровень безработицы (см. ниже). Это – ещё одно подтверждение того, что *действие монетарной политики на современном этапе приобретает всё менее механистический характер, всё большее значение приобретает канал ожиданий, который не описывается механическими уравнениями*. Как отмечает еженедельник *The economist*, центральные банки осознают важность этого канала монетарной трансмиссии, которая проявляется в усилении коммуникации касательно их намерений, но в то же время не слишком на нём акцентируют, поскольку доминирование этого канала превращает монетарную политику "из инженерии или науки в психологию или покер"³¹. Канал ожиданий трансмиссионного механизма монетарной политики ведущих центральных банков мощно действует не только внутри этих стран, но и за их пределами. По оценкам хедж-фонда *SLJ Macro Partners*, с 2009 года из развитых экономик в результате падения процентных ставок в страны с формирующимися рынками было "вымыто" около 4 трлн долл. Если же в результате ожидания инвесторами более жёсткой монетарной политики ФРС процентные ставки в США будут расти, формирующиеся рынки могут испытать мощный отток капитала. И такой эффект уже наблюдается: обесцениваются национальные валюты Южной Африки, Мексики, Бразилии, Индии, Турции и др.³². Кроме того, иностранные инвесторы могут иметь не меньшие запасы соответствующих активов, чем центральные банки, и влиять на рынки не меньше, чем регуляторы. Почти половина ценных бумаг Казначейства США (около 5,6 трлн долл.) находится в собственности иностранных инвесторов; Китаю и Японии в сумме принадлежит больше таких активов, чем ФРС США. В Великобритании треть государственного долга, который составляет 1,4 трлн фунтов, принадлежит иностранцам³³. Таким образом, поведение внешних инвесторов может иметь не меньшее влияние на процентные ставки, чем операции центральных банков, что усложняет проведение монетарного стимулирования.

Я п о н и я

Политика количественного смягчения впервые была применена именно в Японии, где в условиях дефляции с 1999 года процентные ставки приблизились к нулю. Банк Японии начал количественное смягчение в марте 2001 года. Ввиду тесной связи японского бизнеса с государством,

²⁹ Ibid.

³⁰ The apprentices. If new monetary-policy tools are to work properly, bankers must sacrifice flexibility for certainty. [Электронный ресурс] // *The Economist*. 2013. August 24. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/leaders/21584028-if-new-monetary-policy-tools-are-work-properly-bankers-must-sacrifice-flexibility>.

³¹ "We are not tightening", says a tightening Fed. [Электронный ресурс] // *The Economist*. 2013. June 24. Режим доступа: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/06/monetary-policy-3>.

³² The Fed and emerging markets. The end of the affair. The prospect of less quantitative easing in America has rocked currency and bond markets in the emerging world. [Электронный ресурс] // *The Economist*. June 15. 2013. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21579461-prospect-less-quantitative-easing-america-has-rocked-currency-and-bond>.

³³ A new toolkit. Central banks must get used to pulling a new set of policy levers. [Электронный ресурс] // *The Economist*. 2013. August 24. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21583983-central-banks-must-get-used-pulling-new-set-policy-levers-new-toolkit>.

центральный банк покупал не только государственные облигации, но и другие ценные бумаги, обеспеченные активами, и даже акции и коммерческие бумаги. Впрочем, такой политики оказалось недостаточно, чтобы преодолеть дефляцию. Ряд учёных, среди которых и будущий Президент ФРС Б.Бернанке, критиковали Банк Японии за недостаточно активную политику количественного смягчения.

Новый этап монетарного стимулирования начался с возвращением к власти Либерально-демократической партии и избранием в декабре 2012 года нового Премьер-министра С.Абэ (который уже был Премьер-министром в 2006–2007 годах). Если во время предыдущего своего правления он делал акцент на националистической политике, то теперь сосредоточился прежде всего на экономических реформах, придя к выводу, что сильная экономика является более важным инструментом усиления нации, чем переоценка старых внешнеполитических конфликтов.

Программа реформ С.Абэ содержит три составляющих:

1) программа активного монетарного стимулирования (см. ниже). Уже само объявление этой программы вызвало рост японских фондовых индексов на 70% и падение курса иены с 77 иен за доллар осенью в 2012 году до 101,8 иен за доллар США в мае 2013 года, а ВВП в первом квартале 2013 года вырос на 3,5% в годовом измерении;

2) реализация масштабных общественных работ за счёт государственных расходов. 10 января 2013 года С.Абэ утвердил масштабный план государственных капитальных расходов в размере свыше 13 трлн иен (150 млрд долл.), то есть больше, чем на ликвидацию последствий землетрясения в 2011 году. Большинство этих средств пойдут на строительство тоннелей, железных дорог и другие инфраструктурные потребности. Подобную политику общественных работ Либерально-демократическая партия проводила в послевоенные годы. Правительство С.Абэ в течение следующих десяти лет планирует потратить на общественные работы 200 трлн иен. Частично эти расходы планируются профинансировать за счёт повышения с 5 до 10% так называемого потребительского налога (налога с продаж), дополнительные поступления от которого ожидаются в размере 12,5 трлн иен в год³⁴. Остальные расходы будут профинансированы за счёт государственного долга, учитывая, что основные покупатели государственных ценных бумаг не ненадёжные внешние инвесторы, а лояльные японские учреждения, и, в соответствии с новой программой монетарного смягчения от 4 апреля 2013 года (о ней см. ниже), Банк Японии, который ежегодно будет покупать около 70% эмиссии государственных ценных бумаг;

3) структурные реформы. Масштабные покупки Банком Японии государственных ценных бумаг и других активов могут привести к снижению процентных ставок по этим активами и стимулировать инвестиции в реальную экономику или за границу (что также окажет стимулирующий эффект при падении курса иены), так и вызвать повышение ставок по государственным облигациям, если у инвесторов возникнут сомнения в перспективах экономики. В любом случае, одного только стимулирования совокупного спроса недостаточно для преодоления стагнации. Поэтому третьим компонентом реформ являются структурные реформы, нацеленные на повышение конкуренции в японской экономике. Приоритетным целевым сектором этих реформ является сельское хозяйство. Эксперты указывают на заоблачные тарифы на рис и молочные продукты и законодательство, ограничивающее размер земель фермерских хозяйств. Реформы должны охватить также ме-

³⁴ Japan's economy. Keynes, trains and automobiles. Can a fiscal and monetary splurge reboot Japan's recessionary economy? [Электронный ресурс] // The economist. 2013. January 12. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21569435-can-fiscal-and-monetary-splurge-reboot-japans-recessionary-economy-keynes>.

дицину и энергетическую сферу³⁵. В феврале 2013 года С.Абэ подписал соглашение о вступлении Японии в Транс-Тихоокеанское партнёрство – региональное соглашение о свободной торговле, что вынудит Японию открыть свою экономику для внешней конкуренции³⁶.

С.Абэ также стал требовать от Банка Японии активной поддержки правительственной политики и более действенной борьбы с дефляцией, наблюдающейся с 1999 года (небольшая инфляция была только в 2006–2008 годах), в частности, повышения целевого ориентира для инфляции до 2% и более выразительных обязательств Банка Японии относительно его достижения. В случае отказа от кооперации Премьер-министр даже не исключал возможность пересмотра закона "О Банке Японии" в направлении ограничения независимости последнего. Правительство Абэ рассчитывало, что такое давление на Банк Японии и радикальность мер могут помочь преодолеть уже укоренившееся дефляционное поведение бизнеса.

Впервые количественная цель по инфляции появилась в политике Банка Японии 14 февраля 2012 года в документе "Цели ценовой стабильности в средне- и долгосрочной перспективе"³⁷. Банк Японии объявил о цели ценовой стабильности в средне- и долгосрочной перспективе, чтобы "более чётко прояснить свое намерение преодолеть дефляцию и достичь устойчивого роста с ценовой стабильностью". Банк определил цель ценовой стабильности как "положительный диапазон годовой инфляции ИПЦ в размере 2% или меньше в средне- и долгосрочной перспективе и 1% в краткосрочном периоде". Впрочем, в этом документе центральный банк не брал на себя обязательств по достижению установленной цели.

В конце концов 22 января 2013 года под давлением правительства Банк Японии согласился установить целевой ориентир инфляции в размере 2%. Но, опять же, Банк не брал на себя обязательств по достижению этого ориентира. Банк также запустил программу неограниченной покупки активов (покупку без указания даты прекращения программы)³⁸. В частности, Банк Японии постановил, что с января 2014 года он ежемесячно будет покупать финансовые активы на определённую сумму, не устанавливая дату завершения программы. В течение некоторого времени сумма ежемесячных покупок составит 13 трлн иен, из которых 2 трлн иен – государственные ценные бумаги³⁹. На самом деле это не было радикальное усиление монетарного стимулирования, так как за вычетом погашений чистый рост ценных бумаг в портфеле Банка Японии в 2013 г. составил бы только 10 трлн иен, что меньше, чем в 2011 и 2012 годах⁴⁰. В целом риторика документа больше акцентировала необходимость усилий правительства, чем центрального банка.

Для реализации радикального стимулирования экономики правительству С.Абэ было недостаточно такой степени кооперации централь-

³⁵ Japan and Abenomics. Once more with feeling [Электронный ресурс] // The economist. 2013. May 18. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/briefing/21578052-shinzo-abe-shaking-up-japans-economy-seems-different-man-one-whose-previous>.

³⁶ Japan. Abe's master plan Shinzo Abe has a vision of a prosperous and patriotic Japan. The economics looks better than the nationalism [Электронный ресурс] // The economist. 2013. May 18. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/leaders/21578044-shinzo-abe-has-vision-prosperous-and-patriotic-japan-economics-looks-better>.

³⁷ Официальный веб-сайт Банку Японії The Price Stability Goal in the Medium to Long Term February 14, 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2012/k120214b.pdf.

³⁸ Официальный веб-сайт Банку Японії/ Introduction of the "Price Stability Target" and the "Open-Ended Asset Purchasing Method" [Электронный ресурс]. January 22, 2013. Режим доступа: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122a.pdf.

³⁹ Ibid.

⁴⁰ Monetary policy in Japan. Win some, lose some. The Bank of Japan tests the limits of Shinzo Abe's economic power [Электронный ресурс] // The economist. 2013. January 26. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21570710-bank-japan-tests-limits-shinzo-abes-economic-power-win-some-lose>.

ного банка, и в апреле, когда закончился срок пребывания на посту Главы Банка Японии М.Ширакавы, вместо него был назначен Х.Куроду, под руководством которого центральный банк уже 4 апреля 2013 года начал новую программу "Количественного и качественного монетарного стимулирования". Она включает следующие положения⁴¹:

1. Установление цели по инфляции как ежегодного изменения ИПЦ в размере 2%. Впервые Банк Японии установил чёткий горизонт достижения этой цели: "В ближайшее возможное время, с временным горизонтом в два года".

2. Введение для достижения этой цели новой фазы монетарного стимулирования. Банк Японии обязался удвоить монетарную базу и количество государственных облигаций Японии и индексных ценных бумаг (Exchange Traded Fund, ETF – ценных бумаг индексных фондов, паи которых торгуются на бирже; структура ETF повторяет структуру определённого фондового индекса) в портфеле Банка в течение двух лет и более чем вдвое удлинить средний срок погашения государственных облигаций, которые он покупает. Банк Японии будет покупать государственные облигации Японии из расчёта, чтобы общая сумма их выпуска росла ежегодно на 50 трлн иен. Кроме того, государственные ценные бумаги всех сроков погашения, включая 40-летние облигации, объявляются приемлемыми для операций центрального банка. Средний срок погашения государственных ценных бумаг, покупаемых Банком Японии, будет увеличен с текущих менее трех лет до семи лет. Индексные ценные бумаги (ETFs) и ценные бумаги японских трастов, занимающихся инвестициями в недвижимость (J-REITs), центральный банк будет покупать с целью снижения премии за риск в цене активов.

3. Замена с целью реализации количественного монетарного стимулирования основного операционного целевого ориентира монетарной политики – процентной ставки по необеспеченным кредитам овернайт – монетарной базой. Операционным ориентиром Банка Японии стало ежегодное увеличение монетарной базы на 60–70 трлн иен.

4. Центральный банк обязуется продолжать количественное и качественное монетарное стимулирование, пока не будет достигнут целевой ориентир по инфляции в 2% и пока это будет необходимо для устойчивого поддержания этой цели.

Под руководством предыдущего Главы Банка Японии М.Ширакавы центральный банк избегал такого масштабного монетарного стимулирования ввиду следующих рисков:

1) рост инфляции может повысить процентные ставки и сделать непосильным бремя обслуживания государственного долга Японии, который в конце 2012 года составил почти 240% ВВП;

2) заработные платы могут не вырасти в соответствии с инфляцией, что приведет к падению потребительского спроса. Впрочем, не следует забывать о значительном влиянии в этой стране государства на бизнес. Сеть магазинов Lawson уже объявила о повышении заработной платы своим работникам. Вместе с тем связь государства с малым бизнесом (где занята значительная часть населения) и его готовность повышать расходы намного меньше;

3) интенсивное монетарное стимулирование может способствовать отсрочке необходимых структурных реформ⁴².

⁴¹ Официальный веб-сайт Банка Японии. Introduction of the "Quantitative and Qualitative Monetary Easing" [Электронный ресурс]. 2013. April 4. Режим доступа: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf.

⁴² Официальный веб-сайт Банка Японии. Monetary policy in Japan. Opening the floodgates. The country's central bank breaks with the past [Электронный ресурс] // The economist. Apr. 13th 2013. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21576145-countrys-central-bank-breaks-past-opening-floodgates>.

В е л и к о б р и т а н и я

Количественное смягчение

В марте 2009 года Комитет по монетарной политике Банка Англии снизил официальную ставку (ставку по резервам банков в Банке Англии) до исторического минимума в 0,5%. Достигнув почти нулевого порога процентных ставок, Банк Англии перешёл к количественному монетарному стимулированию экономики. Комитет по монетарной политике принял решение о приобретении за счёт эмиссии в марте-ноябре 2009 года активов, преимущественно государственных облигаций, на сумму 200 млрд фунтов. В октябре 2011 года было решено приобрести ценные бумаги ещё на 75 млрд фунтов, в феврале 2012 года – на 50 млрд фунтов, и в июле 2012 года – ещё на 50 млрд фунтов. Таким образом, общая сумма программы количественного монетарного смягчения в Великобритании по состоянию на июнь 2013 года достигла 375 млрд фунтов⁴³.

Стимулирование кредитования

12 июля 2012 года Банк Англии совместно с Казначейством запустили Программу стимулирования кредитования бизнеса и населения Funding for Lending Scheme⁴⁴.

Эта программа не связана с дополнительной эмиссией денег Банком Англии. Её операционный механизм похож на операционный механизм дисконтного окна. Последний предусматривает предоставление Банком Англии банкам с краткосрочными проблемами ликвидности кредита в форме высоколиквидных активов – государственных облигаций – в обмен на другие, менее ликвидные активы. Банк Англии чётко разделяет монетарные операции, с помощью которых он управляет параметрами денежного рынка, и поддержку отдельных учреждений в решении краткосрочных проблем ликвидности. Поэтому во втором случае он предоставляет в кредит не деньги, а государственные ценные бумаги, и такие операции не влияют на количество резервов в банковской системе и не требуют стерилизации Банком Англии этих операций на денежном рынке. Банкам-заёмщикам временный обмен менее ликвидных активов на высоколиквидные даёт возможность получить под залог последних нужные средства на денежном рынке⁴⁵.

В начале финансового кризиса по такому же принципу был построен антикризисный механизм Special Liquidity Scheme (SLS), который дал возможность разблокировать работу денежного рынка, участники которого отказывались принимать в залог обеспеченные ипотекой ценные бумаги и другие активы. SLS начал действовать в апреле 2008 года. Он давал возможность банкам и строительным обществам обменять ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, и другие ценные бумаги на казначейские векселя, но не на короткий срок, как в рамках механизма дисконтного окна, а на три года. Банки могли воспользоваться таким обменом залогов до 30 января 2009 года. Схема прекратила действовать соответственно через три года – 30 января 2012 года.

В июле 2012 года подобный операционный механизм был использован также для свопа залогов, но уже привязанного к величине и динамике кредитов населению и реальному сектору.

Согласно Программе финансирования кредитования (Funding for Lending Scheme, FLS) до конца января 2014 года Банк Англии будет одал-

⁴³ Официальный веб-сайт Банку Англиї. Quantitative Easing Explained [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/default.aspx>.

⁴⁴ Официальный веб-сайт Банку Англиї. News Release – Bank of England and HM Treasury announce launch of Funding for Lending Scheme [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/pages/news/2012/067.aspx>.

⁴⁵ Официальный веб-сайт Банку Англиї. The framework for the Bank of England Operations on the Sterling Money Markets. Updated June 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbookjune2012.pdf/>. – С. 7.

живать векселя Казначейства Британии банкам и строительным обществам сроком на четыре года за комиссионное вознаграждение. В обеспечение этих кредитов банки предоставляют Банку Англии залог в форме кредитов бизнесу (нефинансовым корпорациям) и домохозяйствам, а также другие активы. По завершении срока кредита происходит обратный обмен залогов. Поскольку эти операции являются кредитом в ценных бумагах, они не отражаются непосредственно в балансе Банка Англии.

Участник может досрочно погасить весь кредит или его часть. Залогом по операциям FLS могут быть все активы, принимаемые в обеспечение по операциям дисконтного окна. Участниками Схемы являются банки и строительные общества, принимающие участие в стандартном Стерлинговом монетарном механизме (Sterling Monetary Framework) Банка Англии и в частности механизме дисконтного окна (Discount Window Facility).

Участники FLS могут по-разному воспользоваться полученными казначейскими векселями с целью получения финансирования. Во-первых, они могут получить под их залог кредиты на денежном рынке. Во-вторых, они могут использовать их как залог для получения кредитов Банка Англии на открытом рынке. В-третьих, они могут хранить казначейские векселя как высоколиквидные резервы.

Банкам предоставляют казначейские векселя со сроком погашения 9 месяцев, выпущенные не ранее, чем за месяц до предоставления кредита. За 10–20 дней до погашения банк-заёмщик возвращает векселя Банка Англии в обмен на новые векселя с таким же сроком погашения. Казначейские ценные бумаги, используемые в операциях FLS, эмитируются специально для этой цели Учреждением Казначейства по управлению долгом. Банк Англии предоставляет их в кредит за комиссионную плату, которая идёт на покрытие административных расходов (Churm et al., 2012. С. 317).

Количество и цена кредитов в рамках FLS зависит от количества кредитов в национальной валюте, предоставленных банком резидентам-физическим лицам и нефинансовым частным корпорациям. Банк или строительное общество-участник схемы может получить кредит по такой схеме в размере 5% имеющегося у него на момент начала программы портфеля кредитов резидентам-физическим лицам и частным нефинансовым корпорациям плюс на сумму чистого расширения такого кредитования за базовый период (с конца июня 2012 по конец декабря 2013 года). Иными словами, на каждый фунт стерлингов, предоставленных в течение действия FLS кредитов населению и нефинансовым корпорациям, участник схемы может получить один фунт кредита в казначейских векселях. Верхний предел суммы таких кредитов на одного участника или общей суммы не устанавливался. Например, если банк на момент введения механизма FLS, в июне 2012 года, имеет портфель кредитов населению и нефинансовым корпорациям в размере 100 млрд ф. ст., а в течение базового периода, то есть до конца 2013 года предоставил ещё 7 млрд таких кредитов, то он сможет получить от Банка Англии казначейских векселей на сумму $100 \cdot 0,05 + 7 = 12$ млрд ф. ст.⁴⁶.

От активности банков в кредитовании резидентов-физических лиц и частных нефинансовых корпораций зависит не только сумма кредитов, которые он может получить по схеме FLS, но и комиссионные, которые он платит за обмен залогов Банку Англии. Если банк или строительное общество поддерживает или сохраняет размер таких кредитов в течение базового периода, он платит комиссионные в размере 0,25% от одолженной суммы казначейских векселей. Эти векселя он сможет использовать как залог

⁴⁶ Официальный веб-сайт Банку Англии. Market Notice: Funding for Lending Scheme [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/marketnotice120713.pdf>.

для получения кредита от других финансовых институтов на денежном рынке. Сумма стоимости такого кредита плюс комиссионные будет намного ниже, чем текущие ставки денежного рынка даже для самых надёжных заёмщиков. Таким образом, Банк Англии рассчитывает, что банкам и строительным обществам будет выгодно расширять кредитование населения и реального сектора, поскольку это значительно удешевит стоимость их кредитных ресурсов. Если же сумма кредитов населению и реальному сектору в течение базового периода упадёт на 5% или более, банк будет вынужден платить более высокие комиссионные Банку Англии, вплоть до 1,5%.

24 апреля 2013 года Банк Англии и Казначейство объявили о расширении Механизма финансирования кредитования (FLS). В частности, было принято решение⁴⁷:

- 1) продлить действие механизма до января 2015 года;
- 2) усилить стимулы для кредитования банками малого и среднего бизнеса;

- 3) расширить действие механизма на некоторые небанковские кредитные учреждения, которые играют важную роль в кредитовании реального сектора экономики.

Запуск механизма FLS в июне 2012 года помог нарастить жилищные кредиты, но мало способствовал восстановлению кредитования бизнеса, особенно малых и средних предприятий (МСП), поэтому условия механизма были скорректированы, чтобы усилить активность банков по их кредитованию. На каждый фунт чистого прироста кредитов МСП в 2014 году банки смогут получить кредит в казначейских векселях от Банка Англии на сумму 5 млрд ф. На каждый же фунт кредитов FLS, предоставленных в 2013 году с момента расширения FLS, участник механизма сможет получить 10 фунтов кредита в казначейских векселях от Банка Англии в 2014 году.

Также действие механизма FLS распространено на банковские группы, включающие корпорации финансового лизинга и факторинговые корпорации, которые являются важным источником кредитования МСП, и корпорации ипотечного и жилищного кредитования. Банки и строительные общества, являющиеся участниками FLS, смогут для расчёта суммы кредита Банка Англии учитывать кредиты населению и реальному сектору, предоставленные небанковскими участниками их банковских групп. Механизм расчёта комиссионных по операциям FLS оставлен без изменений.

Пока что механизм стимулирования кредитования позволил лишь замедлить сокращение кредитования. С июля 2012 по июнь 2013 года Банк Англии предоставил кредитов в рамках программы FLS на сумму 17,6 млрд ф. ст. Однако за этот период прирост кредитов населению и нефинансовым корпорациям был отрицательным – -2,3 млрд ф.ст. При этом две крупные банковские группы, спасённые государством во время кризиса – Royal Bank of Scotland и Lloyds Banking Group, снизили кредитование бизнеса и населения соответственно на 6,8 и 5,3 млрд ф.ст.⁴⁸. Активное монетарное и кредитное стимулирование пока что привело к значительному падению процентных ставок по жилищным ипотекам (которые для надёжных заёмщиков уже упали до 1,5% годовых). В июне 2013 года объём кредитов домохозяйствам был лишь на 0,3% меньше, чем в пиковом 2008 году. Наибольшей же проблемой остаётся кредитование предприятий, объём которого в июне 2013 года на 22% отстаёт от пикового. При этом темпы его падения растут: если в январе 2013 года кредитование бизнеса упало на 3% в годовом измерении, то в июне этого же года – уже на 7%. В то же время сокращается кредитование не

⁴⁷ Официальный веб-сайт Банку Англии. News Release. Bank of England and HM Treasury announce extension to the Funding for Lending Scheme [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/061.aspx>.

⁴⁸ Официальный веб-сайт Банку Англии. Funding for Lending Scheme – Usage and lending data [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/data.aspx>.

только в секторах, где до кризиса образовались кредитные пузыри, например коммерческого строительства, но и в других отраслях: предприятиях химической промышленности и электроники – на 30% по сравнению с пиковым значением, пищевой промышленности – на 39%. Не удивительно, что по показателю отношения инвестиций к ВВП Великобритании в 2012 году занимала 159 место в мире, а по объёму расходов на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы страна занимает одно из последних мест среди развитых экономик⁴⁹. Потеря промышленной базы приводит к падению спроса на рабочих со средним уровнем профессионализма и заработной платы. Как следствие – падение уровня жизни в стране. Одно из последних финансируемых правительством исследований показало, что 52% британцев испытывают трудности с оплатой традиционных счетов⁵⁰.

Руководство Банка Англии убеждено, что для достижения полного эффекта механизма FLS нужно больше времени. Но существуют и другие точки зрения – о необходимости мероприятий совсем иного характера. Среди таких предложений – концентрация программы FLS исключительно на стимулировании кредитования бизнеса; выкуп Банком Англии у банков их кредитов реальному сектору и, наконец, создание государственного инвестиционного банка. С последним предложением выступил генеральный секретарь Конгресса профсоюзов Ф.О'Гради (Treanor, 2013). Исследования, посвящённые обоснованию необходимости и разработке предложений по организации Британского инвестиционного банка, были, в частности, опубликованы Р.Скидельски из Центра глобальных исследований и Ф.Мартином с Темза Ривер Капитал (Skidelsky, Martin, 2013) и Т.Доплином и Д.Нешэм из Института исследования публичной политики (Dolphin, Nash, 2012). Авторы первого исследования предлагают использовать банк развития как инструмент антициклической политики, тогда как авторы второго – для финансирования развития инфраструктуры и малого бизнеса.

В августе 2013 года Комитет по монетарной политике Банка Англии под руководством нового Председателя М.Карни подобно ФРС США объявил ориентиры по продолжению монетарного стимулирования (*Forward Guidance*). "Банк намеревается не повышать ставку Банка Англии свыше 0,5%, по меньшей мере пока официальный показатель безработицы не упадет до отметки 7%, а также готов продолжать покупки активов (политику количественного смягчения), пока уровень безработицы не превысит 7%, если посчитает, что дополнительное монетарное стимулирование оправдано. До достижения порогового уровня безработицы Банк не будет уменьшать сумму активов, приобретённых Банком Англии за счёт резервов". Впрочем, жёсткость этого обязательства ограничивается тремя исключениями, каждое из которых может стать причиной его нарушения:

1) если по мнению Комитета по монетарной политике инфляция через 18–24 месяцев будет на 0,5 п.п. или больше превышать целевой ориентир по инфляции в размере 2%;

2) среднесрочные инфляционные ожидания не будут достаточно надёжно закреплены;

3) Комитет по финансовой политике сочтёт, что характер монетарной политики несёт существенную угрозу финансовой стабильности, ко-

⁴⁹ Britain's economy. How is it really doing? Encouraging numbers disguise deep problems. Mark Carney must take action to mitigate them. [Электронный ресурс] // The Economist. 2013. August 1. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/leaders/21583250-encouraging-numbers-disguise-deep-problems-mark-carney-must-take-action-mitigate-them-how>.

⁵⁰ Living standards. Squeezing the hourglass. Growth is back. But for many Britons, it does not feel like it. [Электронный ресурс] // The Economist. 2013. August 10. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/britain/21583307-growth-back-many-britons-it-does-not-feel-it-squeezing-hourglass>.

тору невозможно преодолеть с помощью инструментов, имеющихся в распоряжении органов финансового регулирования⁵¹.

Как и в США, в Великобритании это достаточно мягкое заявление было воспринято рынками как перспектива монетарного сжатия, приведя к росту процентных ставок. Такая "неправильная" реакция рынков объясняется ростом неопределённости относительно будущей монетарной политики, которую рынки, несмотря на усиление коммуникации со стороны центральных банков, прекрасно осознают. И ФРС, и Банк Англии, принимая обязательства в отношении политики, оставляют за собой достаточное пространство для маневра. ФРС стремится сохранить стимулирующую монетарную среду, но осознает угрозу появления новых пузырей на рынках активов. Банк Англии стремится закрепить ожидания относительно низких процентных ставок, но опасается роста инфляции⁵². Инфляция в Великобритании в 2010 году составляла 3,4% (декабрь к декабрю), а в 2011 – почти 4,7%. Такое длительное и существенное превышение целевого показателя в размере 2%, впрочем, не стало поводом для сворачивания или ограничения монетарного стимулирования в стране. В июле 2013 года инфляция в годовом измерении снизилась до 2,8%, что уже соответствует диапазону допустимых колебаний, а темп прироста ВВП во втором квартале 2013 года к соответствующему периоду предыдущего года составил лишь 0,6%.

Европейский центральный банк

Антикризисные инструменты Европейского центрального банка на первом этапе кризиса, как и в других странах, были нацелены на восстановление работы денежного рынка, а впоследствии – на повышение доверия к суверенным ценным бумагам проблемных стран и, в конце концов, на сохранение доверия к евро (в частности программа Монетарных операций "аутрайт" в 2012 году (Outright monetary Transaction), которая ещё ни разу не была реализована, но объявление о запуске которой стабилизировало финансы).

Что касается собственно стимулирования возобновления кредитования экономики, то для этого применялись как традиционный инструмент – снижение процентных ставок (основная ставка рефинансирования ЕЦБ была снижена с 4,75% в начале октября 2008 до 0,5% в мае 2013 года), так и инструменты количественного монетарного стимулирования – дополнительные Операции рефинансирования на более длительный период (longer-term refinancing operation – LTRO). Если до кризиса такие операции проводились ЕЦБ только на сроки один и три месяца, то в ходе развёртывания кризиса были введены операции рефинансирования сроком на 6, 12 и 36 месяцев:

1) в марте 2008 года Европейский центральный банк ввёл шестимесячные операции рефинансирования;

2) в июне 2009 года ЕЦБ начал проведение операций рефинансирования сроком на 1 год;

3) в декабре 2011 года был проведён первый тендер по предоставлению кредитов рефинансирования сроком на три года, во время которого 553-м банкам были предоставлены кредиты на 489 млрд евро под процентную ставку 1% годовых. В феврале 2012 года ЕЦБ провёл второй тендер по размещению трёхлетних кредитов рефинансирования, во время которого 523-м банкам были предоставлены кредиты на общую сумму 529,5 млрд евро. Таким образом, банковская система еврозоны получила более 1 трлн трёхлетних кредитов по ставке 1% годовых.

⁵¹ Официальный веб-сайт Банка Англии. Monetary Policy. Forward Guidance. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/forwardguidance.aspx>.

⁵² The apprentices. If new monetary-policy tools are to work properly, bankers must sacrifice flexibility for certainty. [Электронный ресурс] // The Economist. 2013. August 24. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/leaders/21584028-if-new-monetary-policy-tools-are-work-properly-bankers-must-sacrifice-flexibility>.

Но самой большой проблемой монетарного стимулирования, как и в Великобритании, стало возобновление кредитования малого и среднего бизнеса. Если в США в этом сегменте рынка заняты половина работников, то во Франции – 60%, в Испании – 67%, и в Италии – 80%. Поскольку малые предприятия не выпускают акции и облигации, они зависят от банковских кредитов. В то же время именно этот сегмент рынка банки считают наиболее рискованным, поэтому кредитование малого и среднего бизнеса сокращается. Кроме того, в проблемных странах, таких как Испания и Италия, ставки по кредитам бизнеса вдвое выше, чем у более успешных Франции и Германии⁵³. 2 мая 2013 года Президент ЕЦБ М. Драги заявил, что ЕЦБ проводит консультации с европейскими институтами на предмет использования ценных бумаг, обеспеченных кредитами малому и среднему бизнесу, для стимулирования кредитования этого сегмента. Одним из возможных механизмов может быть предоставление Европейским центральным банком кредитов Европейскому инвестиционному банку для приобретения таких ценных бумаг⁵⁴.

Проблемы монетарного стимулирования в Украине

С начала 2013 года Украине удавалось достаточно успешно осуществлять внешние заимствования – как государственные, так и частные. Это давало возможность в условиях сохранения отрицательного сальдо текущего счёта платёжного баланса избегать коррекции этого дисбаланса. Такую политику Украины аналитики Goldman Sachs характеризуют как "muddle through" – "кое-как сводить концы с концами". По их мнению, этот дисбаланс может быть скорректирован таким образом: 1) внешняя девальвация национальной валюты; 2) внутренняя коррекция – структурные реформы и 3) положительный шок условий торговли – существенное повышение цен на металл или же снижение цен на газ⁵⁵.

Продолжение рецессии и особенно падение темпов прироста потребления и резкое падение инвестиций подрывает популярность власти и увеличивает вероятность принятия ею более решительных структурных реформ.

Основными факторами, обусловившими рецессию, которая длится с третьего квартала 2012 года, стали: 1) спад в металлургии и производстве машин вследствие увеличения технологической конкуренции и падения мировых цен на металлы; 2) резкий спад производства кокса и продуктов нефтепереработки; 3) спад в других горнорудных секторах. Кроме того, рост оплаты труда в промышленности оставался достаточно динамичным, что обусловило укрепление эффективного курса гривны. По оценкам Goldman Sachs, в то время как по РЭОК, рассчитанном на основе взвешенных по объёму торговли дифференциалов ИПЦ, в течение последних двух лет произошла реальная девальвация в размере 6%, то по РЭОК, рассчитанном на основе дифференциалов дефляторов ВВП, произошла ревальвация на 7%, а по РЭОК, вычисленном по дифференциалам затрат труда на единицу продукции – ревальвация на 17%⁵⁶.

Именно динамичный рост потребления в 2012 г. был драйвером экономического роста в 2012 году. Если в 2002 году конечное потребление домашних хозяйств составило 55,1% ВВП, то в 2011 – 66,5%, а в 2012 году – 70%. (рис. 1).

⁵³ Europe's credit crunch. Mend the money machine. The woes of small businesses in Italy and Spain threaten to be the next twist in the euro saga (2013) [Электронный ресурс] // The economist. May 4th. Режим доступа: <http://www.economist.com/news/leaders/21577068-woes-small-businesses-italy-and-spain-threaten-be-next-twist-euro>.

⁵⁴ Lehman, PSI and the consequences of credit policy. The third lever of macroeconomics. (2013) [Электронный ресурс] // The economist. May 2nd. Режим доступа: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/05/lehman-psi-and-consequences-credit-policy>.

⁵⁵ Can Ukraine 'muddle through'? (2013) / Goldman Sachs. CEEMEA Economics Analyst. Issue No: 13/16. P. 2.

⁵⁶ Ibid. P. 7.

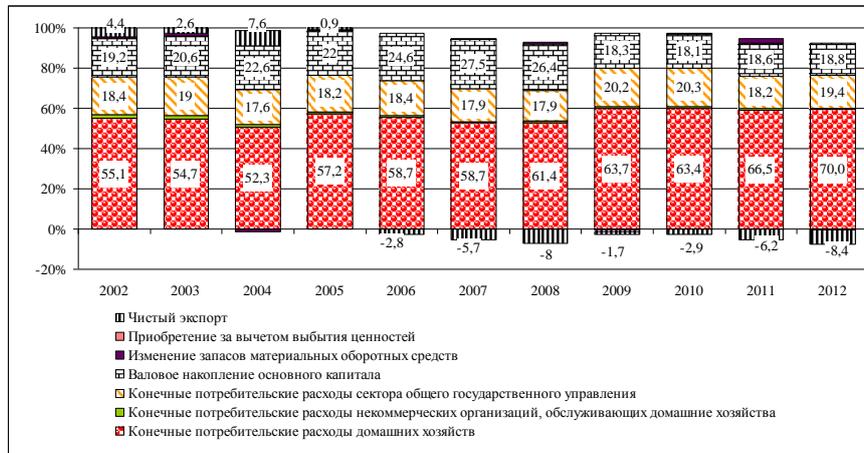


Рисунок 1. Структура ВВП Украины по категориям конечного использования

Источник: построено по данным Государственной службы статистики Украины и Национального банка Украины.

Двумя факторами, обусловившими рост потребления, стали, во-первых, рост зарплат и доходов, поддержанный ростом зарплат в государственном секторе и социальных выплат и 2) рост доли оплаты труда в валовой добавленной стоимости и снижение доли прибыли.

В частности, доля оплаты труда в ВВП в 2012 году была самой высокой с 2000 года. Если в 2000 году она составила 42,3%, то в 2012 году – 51%. Доля же валовой прибыли упала с 40,9% в 2000 до 34,8% в 2012 году (рис. 2).

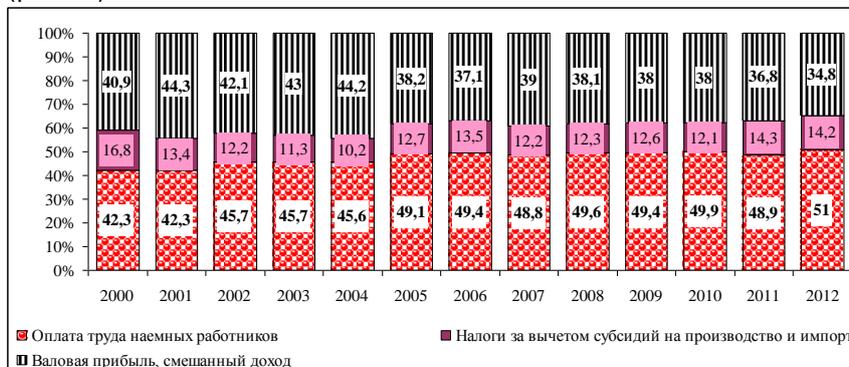


Рисунок 2. Структура ВВП по категориям дохода

Источник: построено по данным Государственной службы статистики Украины и Национального банка Украины.

Весомую роль в росте потребления сыграла стимулирующая фискальная политика накануне парламентских выборов. По оценкам аналитиков Goldman Sachs, такая политика в 2012 году прибавила 1,7% к росту ВВП, то есть если бы она была нейтральной, вместо прироста ВВП на 0,2% наблюдался бы спад на 1,5%. Именно стимулирующая фискальная политика способствовала росту потребления, ведь величина кредитов домохозяйств продолжала падать. Частично рост потребления также мог быть профинансирован за счёт расходования небанковских сбережений населения⁵⁷.

Впрочем, важную роль в этом стимулировании потребления сыграла и монетарная политика. Как видим, по данным Обзора депозитных корпора-

⁵⁷ Ibid. P. 4–5.

ций (включая Национальный банк), в 2012 году и первом полугодии 2013 года более половины прироста внутреннего кредита страны пришлось на кредитование центральных органов государственного управления (рис. 3).

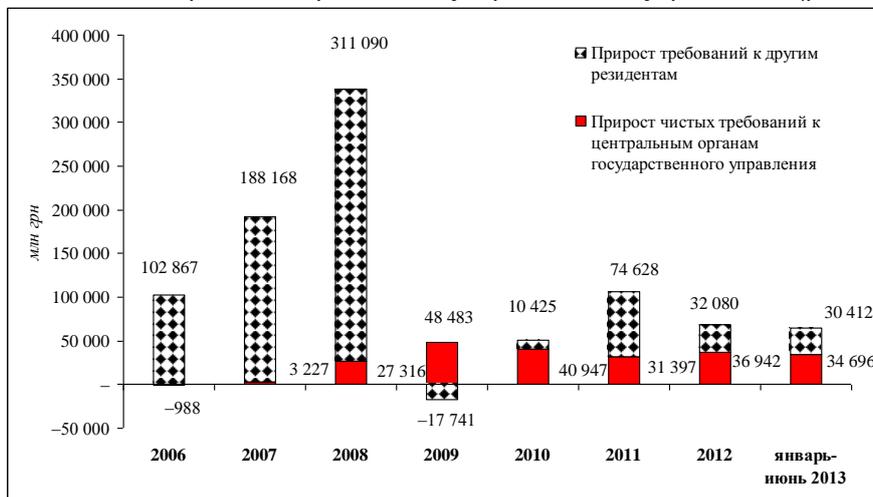


Рисунок 3. Динамика составляющих прироста внутреннего кредита в Украине

Источник: рассчитано по данным Обзора депозитных корпораций (включая Национальный банк).

Что касается кредитования нефинансового сектора, то наблюдается консервация отраслевой структуры кредитования: доля сельского хозяйства находится на уровне 6–7%; добывающей промышленности – 2–3%; транспорта и связи – 4–5%. Среди положительных сдвигов следует отметить рост доли строительства с 2,1% в 2000 до 9% в 2009 году. Самыми заметными негативными тенденциями за 2001–2012 годы стали падение доли в кредитах нефинансовым корпорациям перерабатывающей промышленности с 31,2% в 2000 до 20,8% в 2012 году при одновременном росте суммарной доли кредитования торговли и операций с недвижимым имуществом, аренды и инжиниринга с 45,2% в 2000 до 53,8% (рис. 4).

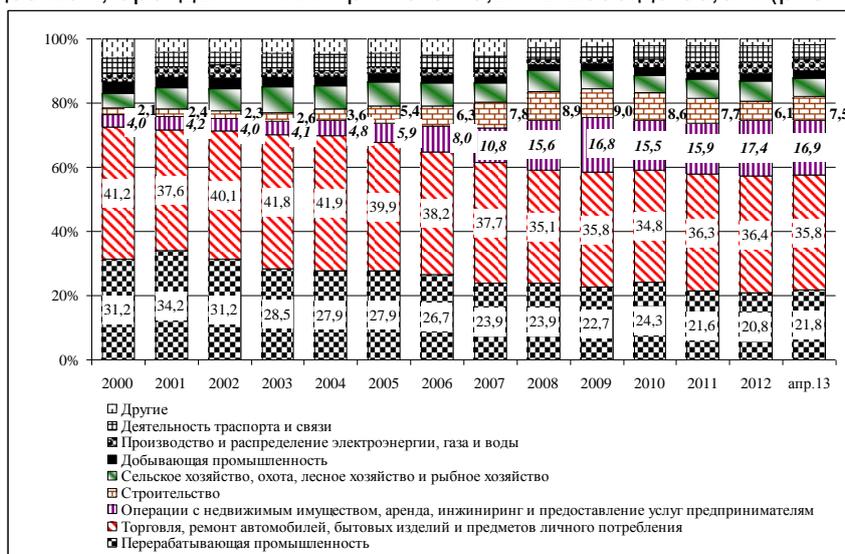


Рисунок 4. Структура кредитов нефинансовым корпорациям по видам экономической деятельности, доля от общего объема, %
 Источник: рассчитано по данным официального сайта Национального банка Украины.

В общем монетарное стимулирование экономики в Украине происходило сначала за счёт курсовой поддержки экспортно-ориентированных отраслей промышленности, затем толерантной политики в отношении валютного кредитования населения, а на современном этапе (когда эффективность курсовых механизмов стимулирования снизилась, а в случае кредитования населения их стало невозможно использовать) происходит стимулирование потребления, но уже через усиление кредитования правительства. Очевидно, что эту схему следует корректировать в направлении стимулирования кредитования бизнеса.

Выводы. Проведённый анализ говорит о формировании под давлением обстоятельств новой парадигмы монетарной политики. Она складывается исходя из поиска ответов на вызовы, возникающие из динамичных изменений реальности. Но существуют и теоретические подходы, которые дают возможность предвидеть будущие изменения ещё до того, как они заявили о себе на практике, порождая кризисные явления и дестабилизацию.

В Украине, исходя из теоретических подходов к обеспечению стабильности денежной единицы, ещё в первые годы XXI века было показано, что в будущем при возникновении нарушений в пропорциональности и сбалансированности экономического развития станут актуальными переход к совместно-разделённому (развёрнутому) таргетированию стабильности денежной единицы и необходимость координации монетарных и общеэкономических целей (Гриценко, 2003. С. 81–86). Такой подход позволяет учитывать всю сложность взаимосвязи монетарной, фискальной и других составляющих общеэкономической политики и гибко реагировать на особенности каждого этапа социально-экономической динамики.

В 2003 году, когда в Украине продолжались дискуссии о выборе между таргетированием обменного курса и инфляционным таргетированием, которое находилось на пике своей популярности и активно рекомендовалось международными организациями как "best practice", была предложена концепция таргетирования стабильности денежной единицы, включающая три составляющие: стабильность цен на товары и услуги, стабильность цен на кредитные ресурсы и стабильность курса национальной валюты, которая могла бы оптимизировать экономический эффект монетарной политики (Гриценко, 2003). На то время даже идея одновременного нацеливания на обменный курс и инфляцию противоречила мейнстриму, не говоря уже о параллельном таргетировании процентных ставок, которые использовались исключительно как операционные и промежуточные ориентиры денежно-кредитной политики.

Прошли годы, и уже в 2011 и 2013 годах ведущие эксперты исследовательского департамента МВФ заявляют: "Мы снова возвращаемся к вопросу: должен ли центральный банк одновременно нацеливаться на инфляцию и обменный курс? Ответ положительный для экономик с более негибкими и сегментированными финансовыми рынками. Эти страны могут применять расширенное инфляционное таргетирование, когда процентная ставка нацеливается на инфляцию, а валютные интервенции – на обменный курс. Этот режим подойдёт для стран, где процентная ставка не является основным фактором притоков и оттоков внешнего финансирования. Тогда не будет возникать противоречий между последствиями изменения процентной ставки центрального банка для инфляции и обменного курса. Применение валютных интервенций уместно тогда, когда движение капитала обусловлено временными колебаниями настроений инвесторов, и неуместно там, где в их основе лежит действие фундаментальных факторов" (Blanchard, Dell'Ariccia, Mauro 2013. С. 8).

Что касается процентной ставки как составляющей стабильности денежной единицы, то сегодня ведущие центральные банки, как было показано выше, вводят специальные меры, нацеленные непосредственно

на ставки для бизнеса и населения: американская программа Operational Twist, британская Funding for Lending Scheme, европейская программа долгосрочного рефинансирования.

В 2008 году в научном докладе "Институт таргетирования инфляции: зарубежный опыт и перспективы внедрения в Украине", посвящённом изучению особенностей этого монетарного режима, который дал возможность взять под контроль инфляционные ожидания во многих странах и помочь структурировать и организовать принятие решений в монетарной политике, авторы приходят к выводу: "То, что этот режим стал воплощением современной практики организации принятия решений в монетарной политике многих стран и даёт возможность влиять на инфляционные ожидания, свидетельствует о полезности шагов государства по подготовке к его внедрению в Украине. ...Вместе с тем следует иметь в виду, что *инфляционное таргетирование эволюционирует в направлении усиления его гибкости и монетарный режим, который придет на смену фактической курсовой привязке в Украине, может иметь особенности, которые будут отличать его от сегодняшних представлений об инфляционном таргетировании*" (Гриценко, Кричевская, Петрик, 2008. С. 271).

В работе (Гриценко, 2009) автор, развивая концепцию развёрнутой стабильности денежной единицы, приходит к выводу, что "в будущем, с развитием коммуникации центрального банка с субъектами хозяйствования и населением, а также системы инструментов обеспечения стабильности, *будет таргетироваться доверие к монетарной власти*" (Гриценко, 2009. С. 40). Опять же, тогда эта идея звучала по меньшей мере странно, но сегодня вербальные интервенции становятся одним из ключевых инструментов монетарной политики.

В исследовании "Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. Взгляд из Украины" указывается, что рождение новой монетарной парадигмы обуславливается усилением нелинейности связей между инструментами монетарной политики и экономическими переменными: "Тот способ мышления, который сегодня используется для рассмотрения монетарной сферы, в значительной степени носит механистический характер, поскольку соответствующий категориальный аппарат формировался преимущественно в индустриальную эпоху. Отсюда – такие категории, как масса, инструменты, рычаги, механизмы, каналы (например, денежная масса, монетарные инструменты, кредитные рычаги, каналы денежной эмиссии, трансмиссионный механизм) и др. Но действительность становится всё менее механистической. В современной реальности действие монетарной власти распространяется на экономических агентов не дискретно, а по способу континуума, – который можно определить как институционально-информационное поле" (Геец, Гриценко, 2012. С. 64). Размышляя над результатами конференции, посвящённой переосмыслению макроэкономической политики 16–17 апреля 2013 года, Директор исследовательского департамента О.Бланшар также приходит к выводу: "*...мы сегодня находимся очень далеко от механических эффектов монетарной политики, описанных в учебниках*" (Blanchard, 2013). Представ перед необходимостью структурных трансформаций, ведущие экономики, которые до кризиса были наиболее активными адептами и пропагандистами рыночно-либеральных подходов к монетарной политике, пришли к пониманию уместности в некоторых обстоятельствах, во-первых, монетарного регулирования экономической активности и, во-вторых, регулирования не только общих монетарных параметров, но и процессов кредитования. Повышению эффективности денежно-кредитного регулирования в Украине может способствовать расширенный мониторинг кредитной системы по следующим составляющим: 1) 5 групп банков в разрезе сфер интересов, которые они представляют: а) большие отечественные банки, контролируемые 30% активов банковской системы; б) банки с иностранным капита-

лом (кроме российского), которые пока что контролируют 20% активов, но стремительно сворачивают деятельность; в) государственные банки, которые кредитуют бюджет, государственные корпорации и населения; г) банки с российским капиталом, которые контролируют 12% активов, являющиеся проводниками интересов не только российского бизнеса, но и стратегических государственных интересов России; д) мелкие отечественные банки; 2) небанковские государственные финансовые учреждения (Государственное инновационное финансово-кредитное учреждение; Государственный фонд содействия молодежному жилищному строительству; Государственное ипотечное учреждение) и квазигосударственные финансовые учреждения (Агентство по рефинансированию жилищных кредитов, созданное государственными банками). Такой мониторинг не означает перехода к централизованному кредитному регулированию, он необходим для лучшего понимания мотивации различных финансовых посредников в Украине и целенаправленного институционального достраивания и коррекции кредитной системы. Коррекция, как показывает зарубежный опыт, может происходить как за счёт создания специальных публичных финансовых институтов (банки развития, публичные инвестиционные банки, учреждения кредитования малого и среднего бизнеса и т.п.), так и за счёт рыночных инструментов, стимулирующих кредитование определённых секторов и ограничивающих доходность других операций. Даже самые либеральные в экономическом и финансовом смысле страны прибегают на современном этапе к таким мерам, признавая, что трансмиссионный механизм монетарной политики не всегда способствует эффективному распределению кредитных ресурсов.

Литература

- Геец В.М., Гриценко А.А. (2012). Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. Кн. 2: Взгляд из Украины / НАН Украины, Ин-т экон. и прогнозир. К. 360 с.
- Гриценко А. (2009). Концептуальні засади переходу до нової парадигми монетарної політики // Економіка України. № 2. С. 31–41.
- Гриценко А.А. (2003). Стабільність грошової одиниці і шляхи її забезпечення / А.А.Гриценко // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування // зб. матеріалів міжнар. наук.-практ. конф. К. : Ін-т экон. прогноз. С. 81–86.
- Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І. (2008) Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : наук. доп. / Ін-т экон. та прогноз. К. 272 с.
- Рейнхарт К., Кьеркегор Я., Сбрансиа М. (2011) Новый период сдерживания развития финансовой сферы // Финансы и развитие. 2011. Июнь. С. 22–26.
- Archer D. (2000) Inflation Targeting in New Zealand [Электронный ресурс] / International Monetary Fund. A presentation to a seminar on inflation targeting, March 20–21, 2000. Доступный з: www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/Targets/archer.htm.
- Blanchard O. (2013). Rethinking Macroeconomic Policy [Электронный ресурс] / iMFDirect. Posted on April 29. Режим доступа: <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/>.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. (2013). Rethinking Macro Policy II: Getting Granular / IMF Staff Discussion Note. April 15. 25 p.
- Churm R. et al. (2012) / Churm R., Radia A., Leake J. The Funding for Lending Scheme // Bank of England Quarterly Bulletin. Q 4. P. 306–320.
- Dolphin T., Nash D. (2012) Investing for the future: Why we need a British Investment Bank Institute for Public Policy Research. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.ippr.org/images/media/files/publication/2012/09/investment-future-BIB_Sep2012_9635.pdf.
- Krugman P. (2011) Getting Nominal. The Conscience of a Liberal [Электронный ресурс] // The New York Times. The Opinion Pages. October 19, 2011. Режим доступа: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/19/getting-nominal>.
- McCulley P., Pozsar Z. (2013) Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation. Global Interdependence Center Global Society of Fellows, 2013. 37 p.
- McKinnon R. (1973) Money and Capital in Economic Development. Washington: The Brookings Institution. 189 p.

- Reinhart C., Sbrancia M.* (2011) The Liquidation of Government debt // NBER Working paper series. WP 16893. 64 p.
- Romer Ch. D.* (2011) Dear Ben: It's Time for Your Volcker Moment [Электронный ресурс] // The New York Times. October 29, 2011. Режим доступа: <http://www.nytimes.com/2011/10/30/business/economy/ben-bernanke-needs-a-volcker-moment.html>.
- Shaw E. S.* (1973) Financial deepening in economic development. – New York: Oxford University Press. 260 p.
- Skidelsky R., Martin F.* (2013) Blueprint for a British Investment Bank. The Centre for Global Studies [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://globalstudies.org.uk/wp-content/uploads/2013/01/Blueprint-for-a-British-Investment-Bank-ebook1.pdf>.
- Sumner S.* (2011) Re-Targeting the Fed [Электронный ресурс] // National Affairs. № 9. Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/re-targeting-the-fed>.
- Treanor J.* (2013) Drop in business loans raises doubts over funding for lending scheme [Электронный ресурс] // The Guardian. 3 June. Режим доступа: <http://www.guardian.co.uk/business/2013/jun/03/business-loans-funding-for-lending>.
- Woodford M.* (2012) Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound [Электронный ресурс] / Presented at the Jackson Hole symposium., August. Режим доступа: <http://kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/mw.pdf>.

MONETARY STIMULUS: CURRENT THEORETICAL DISCUSSIONS AND PRACTICAL APPROACHES

Tatyana Krychevskaya

Author affiliation: PhD in Economics, Leading Researcher, Department of Economic Theory State Institution "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine". *Email:* forecast_tet@mail.ru.

The article is concerned with some trends of modern theoretical discussions on the potential of monetary stimulus under weakening relationship between inflation and unemployment, a deep fall in output, and private deleveraging. The modern approaches to monetary stimulation of economic activity of central banks in the U.S., UK, Japan, and the euro area are examined, including a quantitative easing policy, increasing explicitness of their goals of stimulation of economic activity, policies to address credit market imbalances, and instruments taking into account the increased nonlinearity of the interrelationships between monetary and real variables. The features and problems of monetary stimulus in Ukraine are also analyzed.

Key words: monetary stimulus, quantitative easing, trust, nominal GDP targeting, inflation, deleveraging, monetary and fiscal policy cooperation, lending.

JEL: E52.