

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

КАВИЦКАЯ ИРИНА ЛЕОНИДОВНА,

кандидат экономических наук, доцент,

Национальный исследовательский университет — Высшая школа экономики,

e-mail: kavitskaya@yahoo.com

Целью данной работы является рассмотрение влияния мирового финансового кризиса на один из ключевых институтов финансового сектора — Центральный Банк. В работе рассматриваются основные изменения функционирования этого института в современных условиях, раскрывается механизм воздействия нетрадиционной монетарной политики в условиях ликвидной ловушки.

Ключевые слова: нетрадиционная монетарная политика; ликвидная ловушка; механизм воздействия нетрадиционной монетарной политики; «кредитная интервенция».

The purpose of this paper is to examine the impact of the global financial crisis on the Central Bank, the key institutions of the financial sector. This paper deals with the major changes the functioning of this institution in modern conditions, reveals mechanism of the unconventional monetary policy in the liquidity trap.

Keywords: unconventional monetary policy; liquidity trap; mechanism of the unconventional monetary policy; “credit intervention”.

Коды классификатора JEL: G01, E58, O23.

Недавний крах мировой финансовой системы наглядно показал хрупкость мировой экономики, усилил внимание к институтам экономики, способным противостоять разрушительному воздействию системного финансового кризиса. Особое внимание кризис привлек к одному из ключевых институтов экономики, осуществляющему регулирование и стабилизацию финансового сектора — Центральному Банку. Финансовый кризис существенным образом повлиял на Центральный Банк, изменив не только среду его функционирования, но и его поведение в экономике.

Особенности поведения Центрального банка в условиях современного финансового кризиса были обусловлены ключевой ролью ликвидности в развитии и распространении кризиса. В сложившихся в ходе кризиса условиях применение стандартных мер монетарной политики не оказывало эффекта. Для предотвращения коллапса Центральным Банкам различных стран и Федеральной Резервной Системе пришлось выполнить ряд «агрессивных и творческих мер политики» (Bernanke 2009). Их действия противоречили стандартному представлению о рамках вмешательства Центрального Банка в функционирование финансового рынка при проведении монетарной политики. Хотя предпринятые меры оказали положительное влияние на ситуацию: они открыли банкам широкий доступ к ликвидности и предоставили возможность избежать полного краха банковской системы, — они превратили ЦБ из наблюдателя и регулятора в активного участника рынка кредитов. И изменение самой политики ЦБ, и влияние этих изменений на роль и место Центрального Банка в экономической системе требуют теоретического анализа и осмысления.

Статья построена следующим образом. В первой части рассмотрено, что представляет собой нетрадиционная монетарная политика, представлена ее классификация, цели, инструменты. Во второй части проанализирован механизм воздействия на экономику нетрадиционной монетарной политики, показана на основе простейшей макроэкономической модели необходимость перехода Центрального Банка к активному вмешательству в функционирование финансового рынка в ситуации ликвидной ловушки.

НЕСТАНДАРТНАЯ МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

Переход Центральными Банками многих стран к несвойственным им мерам воздействия на экономику, трактуемым в экономической литературе как «меры нетрадиционной монетарной политики», был вызван объективными экономическими условиями, сложившимися после начала кризиса. Дело в том, что возможности Центральными Банками влиять на ликвидность путем снижения краткосрочных процентных ставок ограничиваются нулевой границей номинальной процентной ставки. Поэтому, оказавшись в ходе кризиса в ликвидной ловушке, в ситуации, когда номинальные процентные ставки были близки к нулю, Центральные Банки не смогли использовать сокращение краткосрочных процентных ставок для стимулирования экономики. Меры, которые они использовали в этой ситуации, были названы «нетрадиционными». Правда, устоявшегося понимания такого названия среди специалистов до сих пор не сложилось. С точки зрения одних исследователей такое название эти меры заслужили потому, что они отличаются от обычных мер монетарной политики, с точки зрения других — эти меры нетрадиционны, так как при их применении политика Центрального Банка действует на не свойственные ей ранее объекты (*Borio and Disyatat 2009*). В настоящее время также не существует устоявшейся методики классификации мер нетрадиционной монетарной политики. В данной работе разделим меры нетрадиционной монетарной политики на две основные группы: меры смягчения (меры количественного смягчения (*quantitative easing*), меры кредитного смягчения (*credit easing*)) и сигнальные меры. Подобная методология основана на идеях, изложенных в работе Борлио и Дисьюатат (*Borio and Disyatat 2009*), хотя в их работе представлена другая классификация.

Отличие мер первой группы и второй определяется принципом воздействия на экономику. Такое разделение представляется более разумным, чем разделение на три группы, так как и меры количественного смягчения, и меры кредитного смягчения отличаются общей чертой: они непосредственно воздействуют на экономику, а сигнальные меры воздействуют опосредованно через представления и ожидания экономических агентов. Тем не менее, количественное смягчение и кредитное смягчение существенно различаются по методам проведения политики.

Количественное смягчение было впервые применено Банком Японии в 2001–2006 гг. Исследователи (например, *Bernanke 2009*) определяют количественное смягчение как политику банковских резервов, направленную на увеличение банковских резервов на счетах Центрального Банка. Для осуществления этой политики Центральный Банк может использовать разнообразные методы смягчения национальных резервных требований, включая снижение норм обязательного резервирования, введение новых правил усреднения резервов, расширение перечня разрешенных исключений при расчете резервных требований и т.д.

Идея политики резервов основывается на *принципе разделения* (*decoupling principle*). Он существует, поскольку Центральный Банк имеет возможность устанавливать размер обязательных резервов коммерческих банков, хранящихся на его балансе, и условия содержания их избыточного количества, создавая тем самым альтернативную

стоимость резервов и величину ставки процента. При этом ставка процента может устанавливаться независимо от величины резервов ЦБ. Одна и та же сумма резервов может сосуществовать с абсолютно разными уровнями ставки процента. Верно и наоборот: одна и та же ставка процента может соответствовать различной величине резервов. Это и есть так называемый принцип разделения.

Результатом проведения политики резервов является увеличение количества денег в экономике на заранее определенную величину. В этой запланированности и кроется основное отличие количественного смягчения от прежних вариантов монетарной политики, затрагивающее баланс Центрального Банка. Целью количественного смягчения является не изменение ставки процента, а увеличение предложения денег в экономике. При этом, в отличие от политики монетаризации дефицита государственного бюджета, полученные в результате количественного смягчения дополнительные деньги идут на покупку государственных облигаций или других видов активов, а не на финансирование дефицита госбюджета или госдолга. Они улучшают ликвидность экономики, а не прикрывают бреши государственной политики.

Термин «*кредитное смягчение*» был предложен для новых мер, отличных от количественного смягчения, применяемых ФРС для преодоления современного финансового кризиса. Бернанке (Bernanke 2009) определил эти меры как «новые инструменты, которые были созданы и используются для поддержки кредитных рынков и восстановления их функционирования». По действию эти новые инструменты принципиально отличны от количественного смягчения. При их использовании Центральный Банк изменяет структуру портфеля своих финансовых активов для стимулирования проблемных рынков в экономике, а не количество резервов банков, как при количественном смягчении. Выделяют три направления кредитного смягчения: кредитование финансовых институтов, предоставление ликвидности ключевым кредитным рынкам и приобретение долгосрочных ценных бумаг. Применение этих мер позволяет Центральному Банку по-новому реализовывать одну из своих функций — кредитора последней инстанции. Переход к ним был жизненно необходим для обеспечения доступа финансовым учреждениям к краткосрочным кредитам в новых условиях. Обычно доступ финансовых институтов к краткосрочным кредитам регулировался Центральным Банком на основе дисконтного окна и требовал обеспечения залогом очень высокого качества. В результате кризиса положение большинства банков ухудшилось, они все неохотней прибегали к этому источнику ликвидности.

В противоположность инструментам первой группы *сигнальные меры* не являются нестандартным инструментом для монетарной политики. Но поскольку они стали действовать неординарно в новых условиях, Бернанке и Рейнхард (Bernanke and Reinhart 2004) предложили рассматривать эти меры как нестандартную монетарную политику. В своей работе, написанной еще до наступления современного финансового кризиса, они относят к таким инструментам меры по формированию ожиданий будущей ставки политики, более современные исследования называют эти меры политикой обязательств (*policy commitment*), или политикой объявления, анонсирования (*policy announcements*).

Необходимость применения таких мер обосновывается Бернанке и Рейнхардом (Bernanke and Reinhart 2004) теорией финансов, которая доказала, что для определения временной структуры процентных ставок необходимы два, а лучше три фактора (например, некоторые выделяют уровень, наклон и кривизну кривой доходности). Это означает, что установление краткосрочной ставки политики не является гарантией формирования требуемой временной структуры процентных ставок, тем более обеспечения других желаемых в будущем финансовых условий. Выход состоит в том,

что и цены, и доходность долгосрочных активов, играющие важную роль в трансмиссионном механизме монетарной политики, в значительной мере зависят от ожиданий участников финансового рынка от будущей траектории краткосрочной политической ставки. Коммуникация является неотъемлемой частью механизма трансмиссии. В данном случае операции Центрального Банка или сообщения об этих операциях влияют на ожидания общества от ключевых факторов, поддерживающих оценку рынка активов. Подобные факторы включают в себя ожидания от будущего курса политики, относительной нехватки различных активов и их риски. Формируя эти ожидания, ЦБ может контролировать и временную структуру процентных ставок.

Анализ мер нетрадиционной политики, используемых Центральными Банками и ФРС для преодоления кризиса, позволяет сделать вывод об отсутствии общего рецепта по применению этой политики.

Так анализ развитых стран (*Borio and Disyatat 2009*) показал, что наиболее часто монетарные власти этих стран использовали меры, воздействующие на экономику через кредитный рынок. Причем первая серия мер была проведена еще до коллапса, вызванного крушением *Lehman Brothers*. Их задачей в этот период являлось снижение напряженности на межбанковских рынках. Меры, последовавшие после банкротства *Lehman Brothers*, были нацелены на облегчение условий кредитования в небанковском секторе. После банкротства *Lehman Brothers* некоторые Центральные Банки применили смесь долговой и управленческой политики, представляющую собой полный выкуп государственных ценных бумаг с целью воздействия на базовую доходность. Банк Англии был единственным, кто в кризис использовал политику банковских резервов в чистом виде. Их программа по выкупу активов была направлена на увеличение совокупной денежной массы через действия, увеличивающие банковские резервы. Как отмечают исследователи, в других центральных банках (к примеру, ФРС, ЕЦБ и Швейцарском национальном банке) величина резервов банков также увеличилась, однако это проявилось скорее как побочный результат проведения операций с активами, и не имело целью увеличения денежной массы в экономике.

Различия в политиках, проводимых Центральными Банками, определялись и тем, на какие рынки (на банковские или небанковские кредитные рынки) были направлены их действия, а также на какие активы: частного или государственного сектора. Так ФРС сфокусировалась на небанковских кредитных рынках и операциях, включающих большей частью облигации частного сектора. Банк Англии, наоборот, в основном сконцентрировал свою программу выкупа активов на покупке государственных облигаций.

АНАЛИЗ ВОЗДЕЙСТВИЯ НА ЭКОНОМИКУ НЕТРАДИЦИОННОЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

В настоящее время теория воздействия монетарной политики на экономику достаточно хорошо разработана. Определены инструменты монетарной политики и принципы их действия. Выделены основные трансмиссионные каналы монетарной политики: канал процентной ставки; канал валютного курса; канал стоимости активов; монетаристский канал; канал кредитования, делящийся на два: широкий канал кредитования (балансовый канал, канал финансового акселератора) и узкий канал кредитования (канал издержек привлечения капитала). Проведены эмпирические исследования эффективности монетарной политики, воздействия трансмиссионных каналов для конкретных экономик и т.д.

Однако макроэкономический эффект нестандартной монетарной политики, каналы передачи ее воздействия на экономику, отличия их действия от действия каналов стандартной монетарной политики еще мало изучены.

Для понимания причин появления нетрадиционной монетарной политики и теоретического анализа механизма ее воздействия используем простейшую макроэкономическую модель IS-LM, с нестандартной трактовкой функционирования финансового рынка в экономике. Предположим, что на финансовом рынке функционируют только три вида финансовых активов: деньги, государственные облигации и частные облигации. А также, что государственные облигации и частные облигации являются взаимозаменяемыми активами. Доходность облигаций равна доходности государственных облигаций (i) и превышает доходность более ликвидных активов — денег (i_m). Спрос на деньги будет определяться доходом и альтернативными издержками владения деньгами, которые в этом случае составят $(i - i_m)$, а поскольку $i = r + \pi^e$, $i_m = r_m + \pi^e$, где r и r_m — реальная доходность государственных облигаций и денег соответственно, π^e — инфляционные ожидания, спрос на деньги можно представить:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d \left(Y, \begin{matrix} r \\ + \\ r_m \end{matrix} \right).$$

Несмотря на свою простоту, данная модель позволяет проиллюстрировать разное поведение Центрального Банка в ликвидной ловушке.

Во-первых, она хорошо объясняет бесполезность применения традиционной монетарной политики в ликвидной ловушке. В ликвидной ловушке, домохозяйству абсолютно безразлично, в каких активах держать доход, поскольку реальная доходность государственных облигаций и реальная доходность денег одинаковы. Формально это означает, что спрос на деньги, а, следовательно, и состояние равновесия денежного и финансового рынков становятся абсолютно нечувствительными к ставке процента. Это и объясняет, почему процентный канал, традиционно используемый Центральным Банком для стимулирования экономики, не работает в ликвидной ловушке.

Во-вторых, данная модель способна показать и объяснить, что должен делать Центральный Банк в ликвидной ловушке для преодоления своего бессилия. Для того, чтобы перестать быть беспомощным в ликвидной ловушке, Центральный Банк должен нарушить равенство реальной ставки процента и реальной доходности денег, не трогая при этом номинальную ставку процента¹. Согласно данной модели, у него такая возможность есть, так как спрос на деньги в данном случае определяется не только ставкой процента, но также номинальной доходностью денег и инфляционными ожиданиями, на которые ЦБ может повлиять.

Продемонстрируем, как действия Центрального Банка могут изменить положение, если экономика находится в ликвидной ловушке. Для этого рассмотрим две ситуации: в первой ситуации ЦБ применяет стандартную монетарную политику (см. рис. 1а), во второй — нестандартную монетарную политику (см. рис. 1б)².

Как видно из иллюстрации с использованием простейшей макроэкономической модели IS-LM, Центральный Банк может в ликвидной ловушке влиять на равновесное состояние экономики. Для этого ему необходимо принять меры, способствующие уменьшению реальной доходности денег: либо уменьшить номинальную доходность денег, либо увеличить инфляционные ожидания. Воздействие на инфляционные ожидания не является новым методом воздействия на экономику. Другое

¹ Он не может в этом случае использовать стратегию уменьшения процентной ставки, так как номинальная процентная ставка в экономике не может быть меньше доходности денег.

² На рис. 1 изображена ситуация ликвидной ловушки: $i = i_m$ и $i_m = 0$, $r_m = -\pi^e$.

дело уменьшение номинальной доходности денег без изменения ставки политики в экономике. Для решения поставленной задачи Центральному Банку, при невозможности косвенного воздействия на рыночные процентные ставки, надо перейти к прямому вмешательству в функционирование кредитных рынков, т.е. предпринять «кредитную интервенцию».

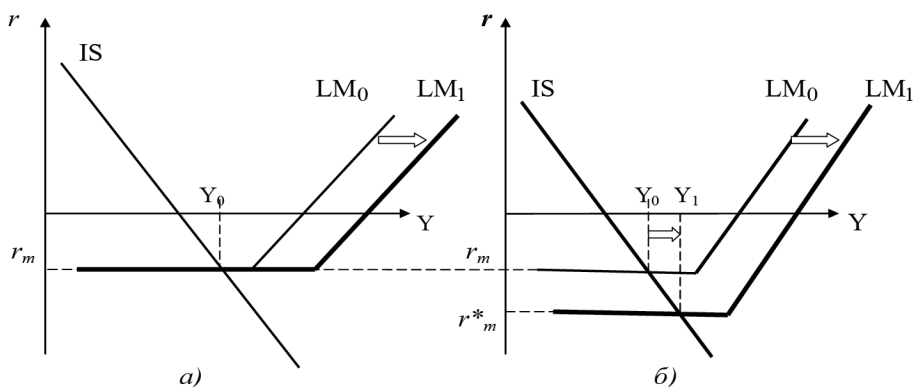


Рис. 1. Воздействие традиционной и нетрадиционной монетарной политики в рамках модели IS-LM.

Применяемые Центральными Банками нетрадиционные меры монетарной политики успешно вписываются в предлагаемую иллюстрацию. Так, воздействие на инфляционные ожидания нетрадиционная монетарная политика оказывает при применении сигнальных мер. Вторую задачу, уменьшение номинальной доходности денежных активов (например, ставки процента по текущим депозитам), Центральные Банки решают на основе мер смягчения: количественного или кредитного смягчения.

Остановимся на воздействии на экономику мер смягчения более подробно. Дело в том, что, хотя эти меры действуют одинаково, на первый взгляд, на экономику: и количественное, и кредитное смягчение приводят к расширению баланса Центрального Банка, — цели этих мер, а тем более их трансмиссионные механизмы, существенно различаются.

Политика количественного смягчения направлена на увеличение банковских резервов, которые являются обязательствами Центрального Банка. Изменение состава активов ЦБ является побочным фактором. Для кредитного смягчения, проводимого через изменение структуры активов, увеличение баланса является побочным фактором.

Главная разница количественного и кредитного смягчения заключена в разном трансмиссионном механизме воздействия на кредитный рынок. Проводя количественное смягчение и увеличивая банковские резервы, Центральный Банк увеличивает количество государственных облигаций в своем портфеле. Стоимость облигаций растет, вследствие чего их доходность падает. Это приводит к уменьшению процентных ставок, что стимулирует потребительский и инвестиционный спрос в экономике — совокупный спрос растет. Кредитное ослабление действует либо через прямое снижение премии за риск, либо через трансмиссионный канал, основанные на эффекте портфельного баланса — портфельный канал (Borio and Disyatat 2009). Этот канал работает через воздействие операций центрального банка на состав портфелей частного сектора. При выкупе активов Центральный Банк снижает свое предложение частному сектору. Образовавшийся избыток спроса на актив ведет к увеличению его цены и снижению доходности. Как и при количественном смягчении это приводит к увеличению потребительского и инвестиционного спроса, в результате чего и происходит рост совокупного спроса в экономике.

Важно отметить, что при реализации мер кредитного смягчения Центральному Банку пришлось изменить метод воздействия на финансовый рынок. Если раньше Центральный Банк регулировал финансовый рынок либо косвенным образом, либо через законы и постановления, то теперь он должен был выступить на кредитном рынке как активный его участник, т.е. вмешаться в его деятельность напрямую.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ показал, что кардинальное отличие традиционных и нетрадиционных мер воздействия ЦБ на экономику состоит в изменении принципа вмешательства в функционирование экономики.

Проведение нетрадиционной монетарной политики превращает ЦБ из наблюдателя и регулятора в активного участника рынка кредитов. Фактически ЦБ берет на себя функции финансового посредника, трансформируя финансы общественного сектора в ресурсы частных финансовых институтов. Такое поведение ЦБ не является для него чуждым. По своей сути оно аналогично поведению ЦБ при проведении валютной интервенции, когда ЦБ, являясь участником валютного рынка, формирует предложение валюты посредством изменения количества официальных резервов. Схожесть процессов дает основание рассматривать нетрадиционные меры монетарной политики как новый вид интервенции ЦБ.

ЛИТЕРАТУРА

- Adrian, T. and Shin, H. (2008). Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles // Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance. 14 (1).*
- Bauer, M. and Rudebusch, G. (2011). The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases // Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper. 21.*
- Bernanke, B. (2009). The Crisis and the Policy Response. Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, 13 January.*
- Bernanke, B. and Reinhart, V. (2004). Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates // American Economic Review. 94(2). 85–90.*
- Borio, C. and Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: an appraisal // BIS Working Papers. No 292. 36 p.*