

Нетрадиционная монетарная политика стран-лидеров в условиях глобального финансово-экономического кризиса и посткризисного восстановления экономики

© 2013 Д.В. Миренский

Российский государственный гуманитарный университет, г. Москва

E-mail: oet2004@yandex.ru

Рассмотрены вопросы влияния кризиса на экономику и меры преодоления его последствий, в частности применявшиеся методы и инструменты государственного регулирования.

Ключевые слова: мировой финансовый кризис, монетарная политика, антикризисное регулирование, количественное смягчение, межбанковское кредитование, учетная ставка, центральные банки, расширение баланса, выкуп активов, казначейские облигации.

Тема кризисов в экономике не перестает быть актуальной. Мировой финансовый кризис 2007-2009 гг. показал, что государства не были готовы к его наступлению. Несмотря на многочисленные концепции о циклах и кризисах, которые выработаны в экономической науке, несмотря на множество публикаций об особенностях современного финансового кризиса¹, отдельные вопросы влияния кризиса на экономику и меры преодоления его последствий, в частности применявшиеся методы и инструменты государственного регулирования, требуют более глубокого изучения.

Существует принципиально два разных подхода к вопросу антикризисного регулирования. Ключевые разногласия касаются в основном степени “государственного вмешательства” в экономику и объекта регулирования.

Так, “кейнсианская” теория в вопросах государственного регулирования экономики в период кризисов предполагает активное “прямое” вмешательство государства как экономического агента на рынке и, соответственно, ведущую роль в регулировании отводит бюджетно-налоговой политике (денежно-кредитная политика играет подчиненную бюджетным интересам роль). При этом главный объект государственного воздействия - стимулирование совокупного спроса, в основном за счет прямого участия государства в экономике.

Рекомендации Д. Кейнса в бюджетно-финансовой сфере касались увеличения государственных расходов на поддержку терпящих бедствие при кризисе предприятий за счет соответствующего увеличения налоговых ставок и доходов государственного бюджета. Эта мера позволяет сохранить текущий уровень занятости и тем самым предотвратить рост безработицы, сопутствующей кризису. Одновременно Кейнс предлагал увеличить количество денег в обра-

нии, так как подобная денежно-кредитная политика может стимулировать инвестиционный спрос и рост потребления².

Отличительными чертами “кейнсианской” модели являются: высокая доля национального дохода, перераспределяемая через государственный бюджет, и значительное расширение сектора государственного предпринимательства на основе образования государственных и смешанных предприятий. Методы стимулирования экономики, основанные на этой концепции, широко применялись президентом США Франклином Рузвельтом для восстановления экономики после Великой депрессии.

Основным недостатком такой политики, как считают оппоненты “прямого” вмешательства в экономику, является высокий уровень непредвиденной инфляции³.

В неоконсервативной теории, основанной на идеях неоклассической теории и монетаризма, предпочтение и главенствующая роль отдаются стимулированию предложения денег и, соответственно, инструментам денежно-кредитной политики. Прямое вмешательство государства в экономику ограничивается. Роль государства видится, главным образом, в косвенном регулировании экономики: создании условий для действия рыночного механизма “невидимой руки”, свободного предпринимательства и накопления капитала.

Рассмотрим современные инструменты государственного регулирования в период глобального финансово-экономического кризиса и послекризисного восстановления. Следует отметить, что приоритетные меры по поддержке экономики в странах - мировых лидерах носили, в основном, монетарный характер.

В целях финансовой стабилизации в условиях рецессии, восстановления экономики и сохранения стабильности в последующий период

национальными банками государств проведена совокупность конкретных мероприятий на финансовом рынке, направленных на изменение денежной массы в обращении, объема кредитов, уровня процентных ставок и других показателей денежного обращения и рынка ссудных капиталов.

При традиционной монетарной политике центробанки стремятся поддерживать рыночные ставки межбанковского кредитования на определенном целевом уровне, поднимая или снижая учетную процентную ставку. Также центральный банк может достигать своей целевой процентной ставки путем проведения операций на рынке ссудных капиталов, за счет купли или продажи государственных облигаций у банков и других финансовых организаций. Покупая или продавая облигации, центральные банки изменяют количество денег в обращении и ставки доходности по государственным облигациям, тем самым влияя на краткосрочную кредитную ставку процента.

В марте 2009 г. свою ключевую ставку до минимума понижает Великобритания - до 0,5 % (самого низкого уровня за всю историю существования банка с 1694 г.). К середине 2009 г. ЕЦБ понизил ставку до 1 %, а в США тем временем эта ставка уже дрейфует у нулевой отметки (0-0,25 % самого низкого уровня с 1954 г.), как это видно на рис. 1.

Другими словами, возможности оперировать ставкой процента для дальнейшего снижения курса национальной валюты и повышения денежной массы у США были исчерпаны. На пике финансового кризиса, после установления ставки по федеральным фондам на уровнях, близких к нулевым, осенью 2008 г., ФРС США приняла решение о запуске нескольких целевых программ по выкупу активов (Large-Scale Asset Purchase Program, LSAP), расширяя балансовый счет (баланс активов) через увеличение избыточных резервов в финансовой системе⁴.

Вливание ликвидности на рынок через расширение баланса ФРС и выкуп у банков раз-

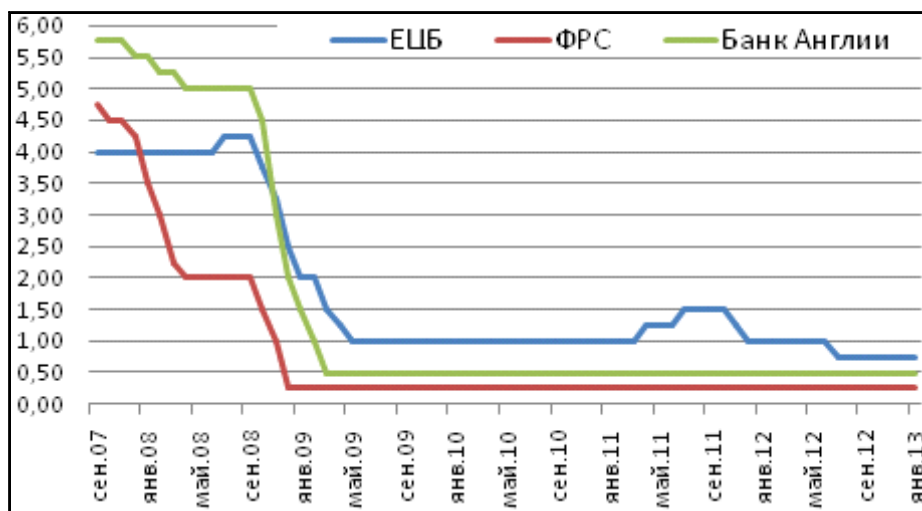


Рис. 1. Динамика ключевых ставок центробанков лидирующих экономик

Источник. Расчеты автора по данным РБК (URL <http://quote.rbc.ru>).

В период финансового кризиса 2008–2009 гг. ряд центробанков развитых экономик прибегнул к политике нулевой процентной ставки. При данной политике, устанавливая нулевую номинальную процентную ставку, центральные банки более не имели возможности дальше влиять на увеличение денежного предложения и на стимулирование заимствований.

Осенью 2008 г., в разгар глобального финансового кризиса, ФРС США начинает резко понижать процентную ставку по федеральным фондам (Fed Funds Rate). В декабре того же года последовало решение о снижении ставок центральными банками европейских стран-лидеров.

личных активов, прежде всего, неликвидных и ставших такими в результате кризиса доверия, стало альтернативой снижению ставки процента. Решение о принятии таких мер означало изменение стратегии, а сами меры впоследствии стали программой, которая получила название “количественное смягчение” (Quantitative easing, QE)⁵.

Следует отметить, что подобную политику активно применял Банк Японии после японского кризиса на финансовом рынке в 1990-е гг., известные как “потерянное десятилетие”⁶. Чтобы удерживать процентные ставки близко к нулю, Банк Японии покупал больше государственных

облигаций, чем обычно. С 1999 г. Банк Японии поддерживал краткосрочную процентную ставку, близкую к нулю. Рынки были обеспечены избыточной ликвидностью за счет избыточных резервов банков для стимулирования кредитования. К подобной политике количественного смягчения Центробанк Японии прибегал также в 2000-х гг. в целях борьбы с дефляцией. В рамках проводимых мероприятий краткосрочные процентные ставки уменьшились до нуля, а денежная база выросла почти на 30 % к марту 2002 г. Вопреки этому номинальный рост ВВП оставался отрицательным и экономическая активность стагнировала. Официально политика количественного смягчения в Японии завершилась в 2006 г., и до сих пор нет единого мнения, оказалась ли она эффективной в борьбе против дефляции и оказала ли она реальное воздействие на темпы инфляции в Японии. Потребительские цены в 2006 г. стали расти, однако является ли это заслугой Банка Японии или нет - на этот вопрос нет точного ответа. Минимальный уровень роста японской экономики, который наблюдался, когда инфляция начала постепенно расти, скорее, по мнению аналитиков, произошел за счет роста цен на сырьевые активы, общего подъема мировой экономики и увеличения объема японского экспорта⁷.

Вернемся к периоду развертывания финансового кризиса в 2008 г.

Первым шагом в спасении экономики США был Акт 2008 г. о чрезвычайной экономической стабилизации, известный больше под названием "План Полсона" (имя разработчика плана министра финансов США Генри Полсона)⁸.

В связи с разразившимся кризисом на рынке ипотечного кредитования после серии банкротств крупных финансовых компаний США, таких как ипотечные агентства Fannie Mae, Freddie Mac, банка Lehman Brothers и пр., казначейство США получило право на покупку ипотечных долговых бумаг и предоставление банкам ликвидности в объеме 700 млрд долл.

Вливания в финансовую систему страны фактически означали частичную национализацию банков и расширение государственного вмешательства в экономику, которая, по нашему мнению, больше соответствует "кейнсианской" доктрине, чем неоклассической идее саморегулирования рынка. Но для оживления экономики такая мера стала необходимой.

В то же время ФРС пришлось прибегнуть к мерам нетрадиционной монетарной политики количественного смягчения.

Первую программу количественного смягчения (QE1) ФРС применила в период с ноября

2008 до марта 2010 г. с целью покупки ипотечных долговых ценных бумаг (MBS) вместе с задолженностью объемом 1,25 трлн долл., а также краткосрочных казначейских облигаций (Treasury) со сроком погашения менее года или один год⁹.

Одновременно в 2008 г. лидеры 15 стран Евросоюза договорились о введении системы государственных гарантий для кредитов, привлекаемых банками, а для системообразующих банков, столкнувшихся с трудностями, предусматривалась рекапитализация за счет бюджетных средств¹⁰.

В апреле 2009 г. на саммите большой двадцатки в Лондоне был принят План действий по выходу из глобального финансового кризиса. В частности, одной из наиболее серьезных мер стало решение о значительном увеличении ресурсов МВФ - до 750 млрд долл., поддержка новых ассигнований СПЗ (специальные права заимствования) в размере 250 млрд долл. Правительства развивающихся стран также принимали программы поддержки финансовых рынков. МВФ полностью поддержал меры правительств, предпринимаемые с целью борьбы с экономическим кризисом.

В целом, усилия государств в целях смягчения последствий кризиса были главным образом сконцентрированы на четырех основных направлениях:

1. Повышение уровня текущей ликвидности в национальной банковской системе за счет существенного снижения ставок рефинансирования и значительного увеличения лимитов рефинансирования коммерческих банков.

2. Выкуп у финансовых институтов проблемных активов с низкой текущей ликвидностью для улучшения состояния их балансов и расширения возможностей кредитования экономики.

3. Осуществление государственных инвестиций в капитал системообразующих финансовых институтов, понесших значительные потери от кризиса с целью предотвращения их банкротства и обеспечения возможностей для нормального функционирования.

4. Предоставление государственной гарантиейно-страховой поддержки операций финансовых институтов с целью преодоления кризиса доверия и активизации рынков капитала¹¹.

Программа QE1 была завершена в марте 2010 г., с общим объемом 1,75 трлн долл., когда ФРС обновила оживление экономики в начале 2010 г.

Но уже в середине года, когда стало ясно, что возможности экономического восстановления были переоценены, США прибегли ко второй программе количественного смягчения (QE2) в ноябре того же года, которая состояла уже из

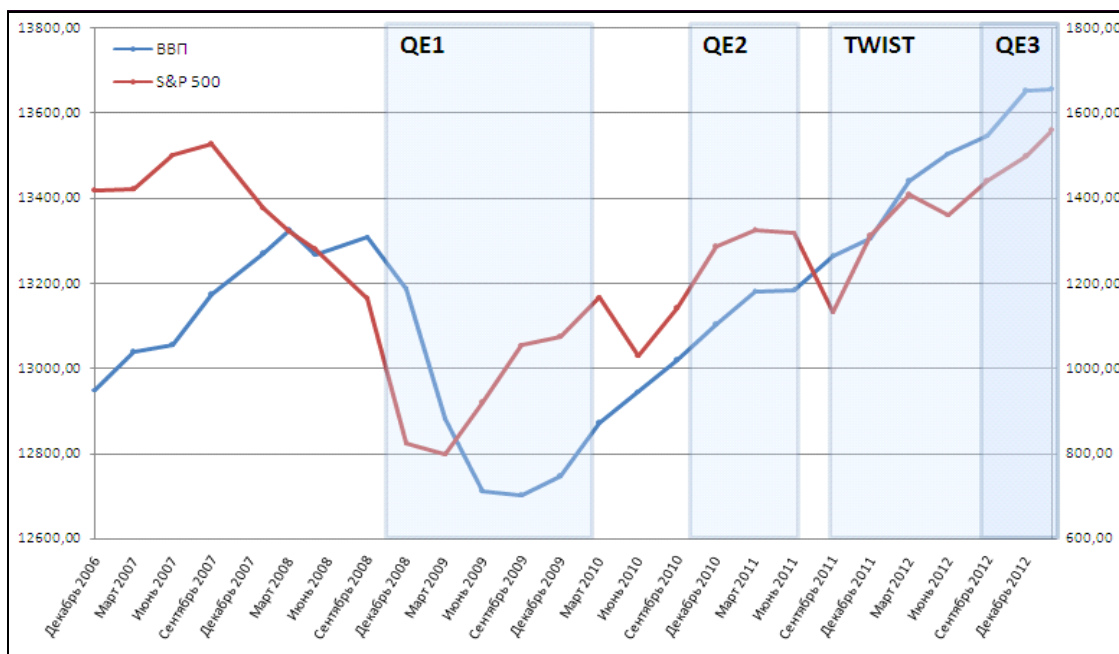


Рис. 2. Динамика ВВП США в абсолютном выражении, млрд долл. (левая шкала, синий) и фондового индекса S&P 500 в пунктах (правая шкала, красный) на фоне проводимой монетарной политики ФРС США

Источник. Расчеты автора по данным РБК.

покупок долгосрочных казначейских облигаций в объеме 600 млрд долл. до июня 2011 г. (по 75 млрд долл. в месяц). QE2 следовала такой же модели, как и QE1, хотя с акцентом на покупку больше долгосрочных казначейских облигаций, чем MBS. Таким образом, регулятор продолжал оказывать поддержку ипотечному сектору, сделав упор на снижении долгосрочных ставок финансового рынка¹².

В сентябре 2011 г. ФРС провела операции по продаже краткосрочных казначейских облигаций и покупке долгосрочных казначейских облигаций с целью дальнейшего выравнивания и понижения долгосрочных ставок. Эта программа увеличения дюрации ценных бумаг в портфеле ФРС (Maturity Extension Program, MEP), получившая название операции TWIST суммарным объемом к концу 2012 г. более 650 млрд долл., включала покупки долгосрочных облигаций "Treasury" и продажи на аналогичную сумму краткосрочных. Эта программа не предполагает расширения баланса, т.е. фактически проводится без дополнительной денежной эмиссии. В июне 2012 г. ФРС объявляет о расширении программы в течение всего 2012 г.¹³

А уже в сентябре 2012 г. принят третий раунд количественного смягчения (QE3). Новая программа предусматривала покупку (выкуп) активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами (MBS) в объеме 40 млрд долл. в месяц, и

возможность сохранения исключительно низких ставок по федеральным фондам до того момента, пока не будут отмечены существенные улучшения на рынке труда.

Нетрадиционная монетарная политика способствовала не только восстановлению экономики США, но и в значительной степени оказала влияние на мировые финансовые рынки. Динамика роста ВВП США и изменения индекса S&P представлена на рис. 2. Как видно из графика, на фоне проводимых мероприятий по насыщению рынков ликвидностью с марта 2009 г. на финансовом рынке нисходящий тренд сменился восходящим, и уже в августе-сентябре 2009 г. наблюдалась положительная динамика роста ВВП.

В январе 2013 г. ФРС продлевает программу (QE3) посредством дополнительного выкупа "Treasury" в объеме 45 млрд долл. в месяц после окончания программы TWIST. Кроме того, регулятор объявляет о продолжении политики ультра-низких процентных ставок до тех пор, пока уровень безработицы будет оставаться выше 6,5 %¹⁴.

¹ См., например: *Панфилов А.С.* Теоретические подходы к трактовке эффективности инструментов бюджетно-налоговой политики в странах мира по итогам кризиса 2008-2009 гг. // *Экономические науки.* 2010. □ 6; *Пилипенко З.А.* Особенности реструктуризации мировой экономики на стадии кризисного развития // *Экономические науки.* 2010. □ 2.

² Васильев В.С. Франклин Д. Рузвельт и Джон М. Кейнс: экономическая политика в годы Великой депрессии (начало) // США. 2001. □ 10-11.

³ Friedman M., Schwartz A.J. A monetary history of the United States, 1867-1960. Princeton University Press, 1971.

⁴ Официальный сайт Federal Reserve Bank of New York. URL: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr441.pdf.

⁵ Официальный сайт ФРС США. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130130a.htm>.

⁶ Fumio Hayashi, University of Tokyo, The 1990s in Japan: A Lost Decade. URL: http://fhayashi.fc2web.com/Prescott1/Postscript_2003/hayashi-prescott.pdf.

⁷ По данным сайта U.S Government Printing Office (GPO). URL: <http://www.gpo.gov>.

⁸ См.: Journal The economist, Unconventional monetary policy, Loose thinking, Japan's sobering experience of quantitative easing. Tokyo, 2009. Oct 15th. URL: <http://www.economist.com/node/14649284>; Journal Editorial express, New Evidence on the Effectiveness of "Quantitative Easing" in Japan"/ Konstantinos Voutsinas and Richard A. Werner. URL: https://editorialexpress.com/cgi_in/conference.

⁹ Официальный сайт Bank of England. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb090201.pdf>.

¹⁰ Journal Los Angeles Times. URL: <http://articles.latimes.com/2008/oct/13>.

¹¹ Официальный сайт Президента Российской Федерации. URL: <http://archive.kremlin.ru/events/articles/2008/11/209291/209303.shtml>.

¹² Официальный сайт ФРС США.

¹³ Там же.

¹⁴ Там же.

Поступила в редакцию 03.01.2013 г.