

Потенциал для паники никогда не может быть полностью ликвидирован. Мир будет сталкиваться с угрозой финансовых кризисов до тех пор, пока люди остаются людьми.

Бен Бернанке

Проблема количественного смягчения в том, что оно работает на практике, но не работает в теории.

Бен Бернанке

Баженов Г.А.

Проблема традиционных инструментов монетарной политики

Как обычно проводят стимулирующую монетарную политику? Центробанки влияют на краткосрочную ставку путём снижения ключевой ставки. Задача ЦБ заключается в том, чтобы посредством ключевой ставки повлиять на краткосрочную ставку денежного рынка. Происходит это по аналогии с теплообменом: снижение или повышение ключевой ставки нагревает или охлаждает денежный рынок, ликвидность становится доступнее или, напротив, ограниченнее, в результате кредитование увеличивается или снижается, а совокупный спрос растёт или падает.

На ставку межбанка - то есть ту, по которой банки занимают друг у друга и у центробанка - можно также влиять, покупая или продавая краткосрочные облигации у банков. Если задача увеличить ликвидность, ЦБ покупает облигации у банков. Если ограничить, напротив, продает. Воздействие происходит не сразу же, а постепенно, тем не менее, указанные меры работают.

Современные Центробанки активно коммуницируют с экономическими агентами, полагая, что явные и прозрачные сигналы должны сформировать соответствующие инфляционные ожидания. Если люди будут считать, что цены будут расти, они увеличат свои расходы, что должно повысить уровень инфляции. Верно и обратное: если люди начинают считать, что цены будут падать, они снижают свои расходы, что или замедляет инфляцию, или же вовсе приводит к дефляции.

Однако, когда краткосрочные ставки близки к нулю, их дальнейшее снижение не приводит к существенному росту кредитования, следовательно, воздействие на совокупный спрос ограничено, если вообще имеется. В таких случаях на помощь Центробанку приходят нетрадиционные инструменты монетарной политики. Одним из таких инструментов как раз и является количественное смягчение.

Количественное смягчение

ЦБ может влиять не только на краткосрочные ставки, но и на долгосрочные. В частности, Центробанк может использовать количественное смягчение (QE – Quantitative easing) для дальнейшего стимулирования экономики с помощью покупок долгосрочных финансовых активов, а не только краткосрочных гособлигаций, понижая таким образом долгосрочные ставки процента. То есть: ЦБ покупает или берёт в обеспечение финансовые активы для впрыска определённого количества денег в экономику, тем самым расширяя денежную базу и резервы коммерческих банков, а это увеличивает их возможности кредитования экономики. При этом QE влияет на долгосрочные ставки. А если не только краткосрочные, но и долгосрочные ставки снижаются, то становится выгодно кредитовать долгосрочные проекты. В итоге даже при околонулевых

краткосрочных ставках появляется возможность стимулировать совокупный спрос, проводя контрциклическую политику.

В качестве эталонного примера практики количественного смягчения обычно приводят действия ФРС в Великую рецессию. Тогда ставка Федеральных фондов (аналог ключевой ставки в США) упала почти до нуля. При этом значимым образом повлиять на объемы кредитования при помощи ставок не вышло (банки заняли выжидательную позицию в условиях паники инвесторов и не стремились активно кредитовать экономику).

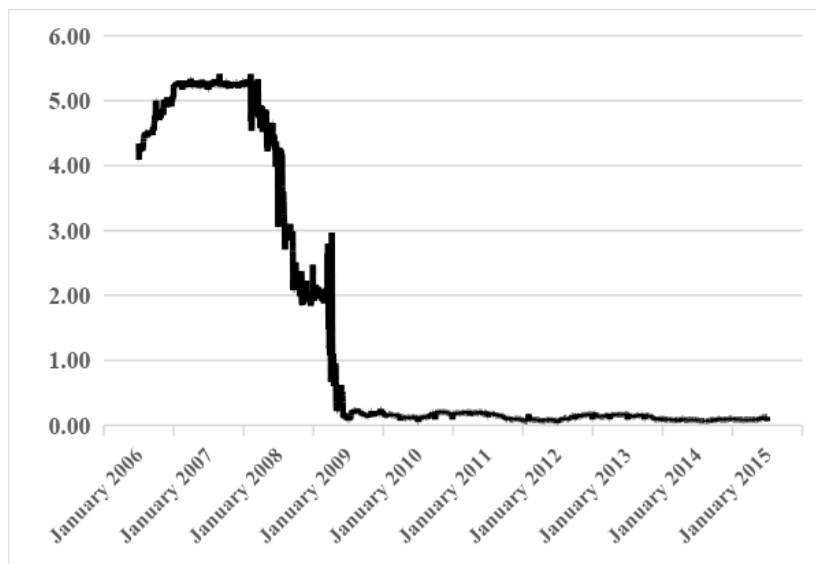


Рисунок 1. – Динамика ставки Федеральных фондов (2006-2014)

Источник: База данных FRED. URL: <https://fred.stlouisfed.org/>

Решением являлось значительное увеличение денежной базы путем покупки облигаций у банков, что сильно увеличивало ликвидность на денежном рынке. Денежная база в период с 2008 по 2014 выросла почти в 5 раз, в то время как денежная масса увеличилась чуть более, чем в 1,5 раза. Тем не менее сжатия денежной массы не произошло, а экономике США удалось избежать дефляции, которая бы только усугубила кризис. Фактически, практика количественного смягчения позволила сохранить прежний уровень кредитования реального сектора и не допустить коллапса банковского сектора. В противном случае, вполне вероятным было бы повторение Великой депрессии.

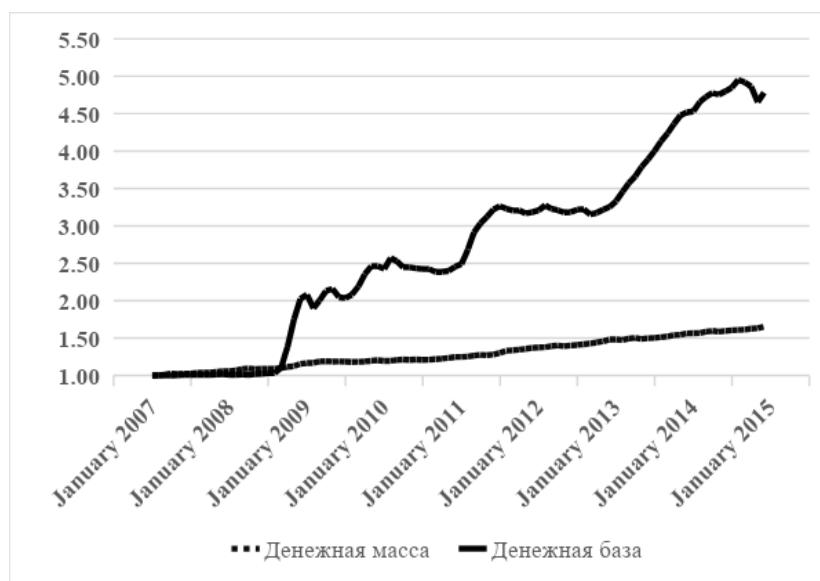


Рисунок 2. – Темпы роста денежной базы и денежной массы в США (2007-2014)

Источник: База данных FRED. URL: <https://fred.stlouisfed.org/>

Практика количественного смягчения: кейс Японии

Период с 1992 по 2012 год (в некоторых случаях и по 2020) в экономике Японии принято называть потерянными десятилетиями. В 2012 году Синдзо Абэ второй раз в своей политической карьере возглавил кабинет министров страны восходящего солнца. Перед собой Абэ ставил две ключевые цели: победить дефляцию и стагнацию. Дефляция приводила к тому, что японцы снижали потребление, а японские фирмы мало инвестировали. На фоне низких инвестиций и отсутствующего роста увеличилась безработица. Если ранее она колебалась вокруг 2%, то, начав свой рост в 90-е, в нулевые её значение превысило 4%. Сильнее всего пострадали те, кому было от 15 до 24 лет. В середине нулевых уровень безработицы среди этой категории превысил 10%. Этому способствовала система пожизненного найма, которая была распространена в Японии, а также функционирование зомби-компаний, которые в действительности не вели полезной деятельности, но оставались на плаву благодаря неэффективной банковской системе. Производительность экономики в целом падала, население старело. Кроме того, Япония попала в ловушку ликвидности - традиционные меры денежно-кредитной политики не работали. А еще страна испытывала проблемы с дефицитом бюджета и ростом государственного долга, при этом программы бюджетной помощи также не работали. Страдал и экспортоориентированный сектор Японии. В общем, налицо как проблемы на стороне спроса, так и предложения.

Как известно, лечить спрос можно посредством стимулирующей монетарной политики, т.е. путем увеличения банковской ликвидности и посредством работы с разными нетрадиционными каналами, повышающими потребление, инвестиции и экспорт. А еще при помощи фискальной политики - путем снижения налогов или повышения государственных расходов. Лечить предложение нужно структурными реформами, направленными на повышение эффективности производства и преодоление склеротичности устоявшихся рыночных структур. Поэтому неудивительно, что политика реформ Абэ, получившая названия «Абэномика», была направлена как на спрос, так и на предложение.

Абэномика состояла из трех важных элементов, которые часто называют «тремя стрелами». *Первой стрелой* была «смелая денежно-кредитная политика», направленная на еще большую монетарную экспансию. Банк Японии под руководством Харухико Куроды ввел количественное и качественное смягчение (QQE – Quantitative & Qualitative easing) в апреле 2013 года. Центробанк объявил, что он нацелен на уровень инфляции в 2% и будет пытаться достичь этой цели за два года.

Вторая стрела - гибкая фискальная политика — рост государственных расходов в краткосрочном периоде, чтобы простимулировать спрос, затем переход к фискальной консолидации в среднесрочном - задача была в устранении бюджетного дефицита к 2020 году, а после поддержание бездефицитного бюджета в долгосрочном. Речь идет о первичном дефиците, то есть о сальдо государственного бюджета до выплаты процентов по госдолгу.

И, наконец, *третья стрела* - структурные реформы — реформирование государственного сектора и экономики в целом с целью привлечения частных инвестиций и роста потребления. Здесь реформы фокусировались во многом на рынке труда.

Нас интересует именно первая стрела. Разберём её подробнее.

Когда Либерально-демократическая партия (*Дзю Минсюто*) победила на выборах, её председатель, Синдзо Абэ, возглавил кабинет министров. Премьер заявил о необходимости реформирования Банка Японии, утверждая, что следует принять таргетирование инфляции с целью на уровне 2% и что инструментом для достижения этой цели должно стать агрессивное количественное смягчение. Правительство и Банк Японии согласились подписать документ, в котором говорилось, что 25 января 2013 года Центробанк примет 2-процентный уровень инфляции в качестве таргета.

Некоторые критики утверждали, что давление правительства на Банк Японии в части перехода на режим таргетирования инфляции нарушает независимость центрального банка. В свою очередь именно независимость центрального банка считается важным фактором для проведения успешной денежно-кредитной политики. Когда мы говорим о независимости ЦБ, мы имеем в виду кадровую, финансовую и операционную независимость как от правительства, так и от банковской системы в целом. Кадровая независимость — это про возможность вести автономную кадровую политику. Финансовая — о том, что ЦБ живет на свои операционные доходы, а не на средства из бюджета. Операционная — о независимости в выборе средств и инструментов в процессе проведения монетарной политики.

У правительства и Центробанка может быть общая цель. Критически важно, чтобы в других вопросах ЦБ сохранял независимость. Более того, ЦБ в долгосрочном периоде не имеет контроля над инфляцией, если его не поддерживают фискальные органы.

Когда был принят целевой показатель инфляции в 2%, иена обесценилась на 11%, а фондовый индекс Nikkei 225 вырос на 24%. Примечательно, что только разговоры произвели такие изменения в ожиданиях. Иена обесценилась без каких-либо валютных интервенций и масштабного расширения баланса Банка Японии.

Почему это важно? Дело в том, что для экспорта хорошо, когда валюта страны слабеет. Ваши товары становятся дешевле иностранных, что увеличивает экспорт. Рост стоимости акций приводит к эффекту богатства и побочному эффекту. Эффект богатства ведет к тому, что люди, обладая большим объемом финансовых активов, начинают увеличивать расходы. Побочный эффект обеспечивает компаниям легкий доступ к капиталу. Возникает возможность получать ликвидность под залог выросших в цене акций, как следствие, расширять производство.

Главой Банка Японии был выбран президент Азиатского банка развития Харуки Курода. Свой пост он занял 20 марта 2013 года. Первое заседание Совета по денежно-кредитной политике состоялось в самом начале апреля. Новая монетарная политика была объявлена 4 апреля. Курода объяснил новую политику QQE на пресс-конференции с использованием диаграмм. И как бы это не звучало просто с позиций сегодняшней практики Центробанков — это было новшество в процессе коммуникации с рынком. Когда краткосрочная процентная ставка равна нулю, нетрадиционные каналы монетарной политики, такие как валютный курс, цены акций, инфляционные ожидания, становятся особенно важными. Впечатленные решениями Банка Японии, инвесторы продали иену, но купили японские акции. 4 апреля индекс Nikkei 225 закрылся на отметке 12 635, что примерно на 43% больше, чем до победы Либерально-демократической партии; а обменный курс составлял 96 иен за доллар, что на 16% меньше того же периода. 9 мая курс перешагнул отметку в 100 иен за доллар. Цены на акции продолжали расти, а иена обесцениваться.

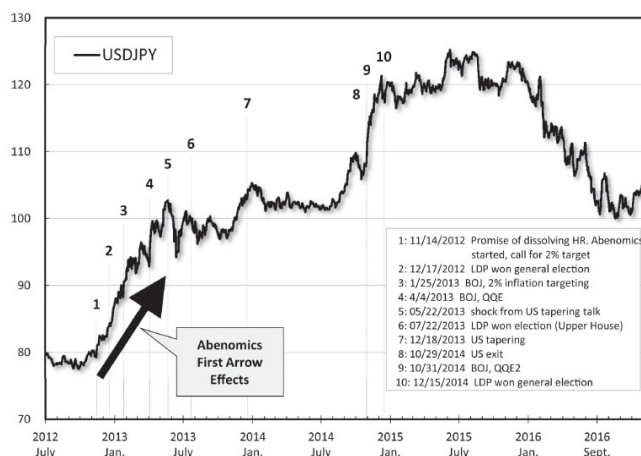


Рисунок 3. — Воздействие первой стрелы Абэномики на курс йены.

Источник: Takatoshi Ito, Takeo Hoshi. The Japanese Economy.

И избрание Абэ премьер-министром, и введение дабл ку е, и коммуникация Банка Японии, обесценили иену и резко повысили курсы акций. С начала правления Абэ и вплоть до сегодняшнего дня йена обесценивалась, достигнув в итоге уровня, предшествовавшего потерянному десятилетием. Акции японских компаний дорожают и теперь находятся на достаточно устойчивых значениях.



Рисунок 4. – Воздействие первой стрелы Абэномики на динамику Nikkei-225.

Источник: Takatoshi Ito, Takeo Hoshi. The Japanese Economy.

Но помогло ли это побороть инфляцию и дало ли импульс потреблению и инвестициям?

Мы можем посмотреть на три показателя инфляции:

- общий,
- без учета свежих продуктов питания,
- без учета свежих продуктов питания и энергии.

Данные с октября 2009 года - наихудшего месяца дефляции - по август 2020 - последний полный месяц периода премьерства Абэ. Все индикаторы инфляции показывали отрицательные значения, однако вышли на положительную траекторию в период Абэномики. К середине 2014 года общий уровень инфляции достиг 1,5%, В 2015 и 2016 годах общий уровень инфляции резко снизился, однако индекс без свежих продуктов питания и энергии находился выше 0,5%. Расхождение было вызвано падением цен на нефть. Затем, инфляция без свежих продуктов питания и энергии упала с пикового значения в 1,2% в ноябре-декабре 2015 года до чуть ниже нуля в начале 2017 года. Однако общий уровень инфляции вырос до половины процента и оставался выше нуля до тех пор, пока не наступил коронакризис. Можно заключить, что первая стрела Абэномики успешно подняла экономику из дефляции, хоть и не достигла во время премьерства Абэ таргета в 2%.

Какие же каналы монетарной политики работали? Во-первых, инфляционные ожидания. Когда дефляция длится так долго, изменить ожидания непросто. Да, их не удалось поднять до целевого уровня Банка Японии, однако, исследования показывают [Takatoshi Ito, 2021], что они, наконец, вышли на положительную траекторию.

Во-вторых, долгосрочная ставка. Политика QQE привела к тому, что её удалось снизить, а это сделало выгодными долгосрочные инвестиции. С самого начала потерянных десятилетий инвестиции в основной капитал в процентах ВВП снижались, достигнув минимума к исходу нулевых. Абэномике удалось развернуть тренд.

В-третьих, валютный курс. Низкая долгосрочная ставка относительно ставки США приводила к обесцениванию йены. Это с одной стороны повышало экспорт и увеличивало

производство, с другой - цены на импортные товары росли, что оказывало влияние на инфляцию благодаря эффекту переноса. Наконец, рост цен акций и политика QQE способствовали увеличению ликвидности банковского сектора, что повышало кредитование и стимулировало спрос. Правда в первую очередь инвестиционный. Потребительский спрос в процентах ВВП, напротив, падал.

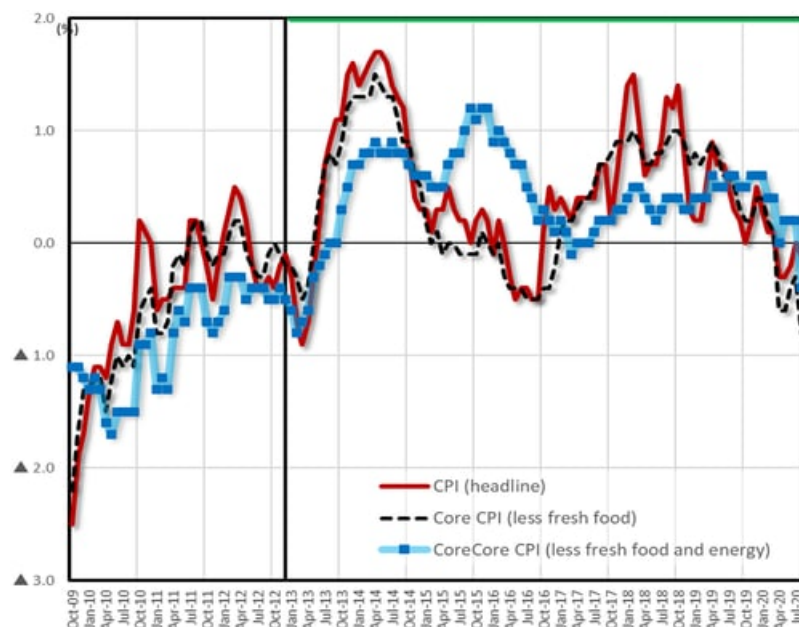


Рисунок 5. Динамика темпов инфляции (октябрь 2009 – август 2020).

Источник: Takatoshi Ito. An Assessment of Abenomics: Evolution and Achievements. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/aepr.12353>

Несмотря на то, что целевое значение по инфляции не было достигнуто в период премьерства Абэ, разворот тренда инфляционных ожиданий и выход на ценовой рост позволил преодолеть многолетнюю дефляцию в Японии. Во многом это произошло благодаря применению нетрадиционных методов денежно-кредитной политики.

Литература

Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, Henry M. Paulson Jr. (2019) Firefighting: The Financial Crisis and Its Lessons.

Joseph E. Gagnon (2016) Quantitative Easing: An Underappreciated Success.

T. Ito, T. Hoshi (2020) The Japanese Economy.

T. Ito (2021) An Assessment of Abenomics: Evolution and Achievements.