

Александр Хандруев

**«Нестандартная» денежно-кредитная  
политика и её эффекты  
(институт центрального банка  
в условиях "новой нормальности")**

**Москва  
21 марта 2017**

# Структура презентации

**Часть 1.** Предпосылки для перехода к «нестандартной» денежно-кредитной политике и её отличительные черты

**Часть 2.** Институт центрального банка в эпоху «новой нормальности»

**Часть 3.** Эффекты «нестандартной» денежно-кредитной политики

**Часть 4.** Сохранятся ли сверхнизкие процентные ставки в обозримой перспективе?

## **Часть 1**

**Предпосылки для перехода к «нестандартной»  
денежно-кредитной политике  
и её отличительные черты**

## «Новая нормальность» (New Normal, New Normalcy): аномалия или устойчивая тенденция?

Ситуация, при которой экономика не восстанавливается после кризиса в привычной (нормальной) циклической последовательности и рискует оказаться в дефляционно-инвестиционной ловушке («ловушке ликвидности»)

### Характерные признаки:

- ✓ *Соединение хронически низких темпов прироста ВВП, высокой (реже - умеренной) безработицы, низкой инфляции (даже дефляции) на товары и услуги, разбухания цен на финансовые активы (asset price inflation)*

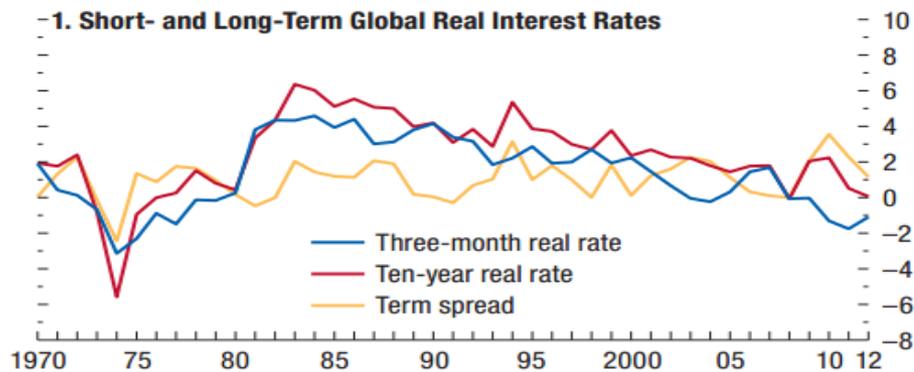
В новейшей истории этот термин официально использован в коммюнике саммита G-20 в Питсбурге в сентябре 2009 г.

## **Отличительные черты нестандартной денежно-кредитной политики**

- **Практика «множественных» целей (мандатов)**
- **Смещение коридора процентных ставок центральных банков в сторону околонулевых и даже отрицательных значений;**
- **Реализация программ «количественного смягчения» и разбухание балансов центральных банков;**
- **Использование широкого набора инструментов управления ликвидностью и избыточными резервами**
- **Поддержание доходностей государственных ценных бумаг на исторических минимумах;**
- **Усиление роли канала ожиданий в механизме денежной трансмиссии**

# Предпосылки для перехода к нестандартной денежно-кредитной политике

- С конца 80-х годов XX века обнаружилась долговременная тенденция снижения реальных процентных ставок на мировых кредитных рынках
- Целевые ориентиры по инфляции в промышленно развитых странах начали смещаться в сторону минимальных значений
- Эмпирически наблюдалось снижение жесткости связи предложения денег и динамики индекса цен



«Банк Англии уже долгое время подчеркивает, что политика центральных банков не является причиной низких процентных ставок, а выступает ответной реакцией на них. **Мы актеры в пьесе, написанной другими**» (The Bank of England has long stressed that central bank policies are not the cause of low rates, but responses to them. **We are actors in a play written by others**)

**/М.Карни, Управляющий Банком Англии,  
сентябрь 2016 г./**

## **Ключевые причины перехода к нестандартной денежно-кредитной политике**

- **Необходимость принятия безотлагательных антикризисных мер с целью поддержания финансовой стабильности**
- **Кризисный спад, высокая безработица, а затем стагнация в экономике промышленно развитых стран**
- **Ограниченные возможности стимулирования экономики в условиях роста бюджетных дефицитов и государственного долга**
- **Противодействие дальнейшему дефляционному сжатию экономики**
- **Сбои в работе механизмов денежной трансмиссии**

## Вопросы, вокруг которых ведутся споры

- **Вопрос 1.** Могла ли быть иная альтернатива проведению «нестандартной» денежно-кредитной политики на начальном этапе глобального финансового кризиса, а затем и дефляционного сжатия экономики в промышленно развитых странах?
  
- **Вопрос 2.** «Нестандартная» денежно-кредитная политика вынужденная и временная мера или новый формат ?
  
- **Вопрос 3.** «Нестандартная» (non-standard), или «нетрадиционная» (non-conventional) денежно-кредитная политика имеет специфику:
  - по целям?
  - по инструментам?
  - и по целям, и по инструментам?

## **Часть 2**

# **Институт центрального банка в эпоху «новой нормальности»**

## Гипотезы генезиса института ЦБ

### Гипотеза «снизу-вверх»

- ЦБ исторически выросли из потребностей, практики и обычаев делового оборота: **вексель, тратта, вексель на банкира (банкнота)**

/см. J.M. Keynes "Treatise on money", L., 1930

### Гипотеза «сверху-вниз»

- ❖ ЦБ исторически выросли из **фискальных и экономических потребностей государства, которое закрепило за ними монополию на эмиссию банкнот.**

«Центральный банк не является естественным порождением развития банковского бизнеса. Напротив, центральные банки насаждались извне волей государства. Именно этот факт стал причиной разительных отклонений в развитии общей структуры денег и кредита, которые проявились в условиях централизации, по сравнению с тем, что произошло бы при свободной системе в отсутствие государственного протекционизма»

/Вера Смит «Происхождение центральных банков» М. Институт национальной модели экономики, 1996, с.162/

Исторический процесс институциональной мутации привел к сращиванию этих гипотез генезиса института ЦБ

**Институт центрального банка – упорядоченная форма управления предложением фидуциарных денег в рамках исторически сложившейся совокупности формальных правил и неформальных ограничений.**

**Основу института ЦБ образует особая разновидность социального контракта между экономическими агентами и государством, предметом которого выступает делегирование этому институту полномочий по поддержанию устойчивости денег.**

**Вся история ЦБ – это история поиска **компромисса** интересов государства, гражданского общества и различных групп экономических агентов относительно уровня приоритетности устойчивости денег.**

- Институт ЦБ – сравнительно молодой институт в сфере финансового посредничества, хотя первые ЦБ возникли еще в последней четверти XVII века (Швеция –1668 и Англия - 1694 гг.)
- Формирование института ЦБ в его классическом понимании завершилось только во второй половине XX века.

***«По своей сути вся финансовая история есть продукт институциональной мутации и естественного отбора»***

***Н. Фергюсон «Восхождение денег. Финансовая история мира», м. Изд-во АКТ, 2013, с. 371)***

## Ключевые формальные правила и неформальные ограничения деятельности центральных банков

- Статус некоммерческой организации (прибыль не является целью деятельности)
- Цели, функции и объем полномочий регламентируются специальным законодательством
- Подотчётность законодательной ветви власти
- Ограниченная независимость от исполнительной ветви власти
- Казначей правительства без права (в подавляющем большинстве стран) прямого кредитования органов государственной власти
- Табу на привлечение средств предприятий нефинансового сектора и домашних хозяйств
- Табу на кредитование предприятий нефинансового сектора и домашних хозяйств
- Кредитор последней инстанции для кредитных организаций
- Организационно-правовая форма не имеет значения
- Политический нейтралитет (насколько это возможно)

# Режимы денежно-кредитной политики

## Стандартный подход:

**Выбор по принципу условного  
«либо-либо»**

- Таргетирование валютного курса
- Таргетирование денежной массы
- Таргетирование ВВП
- Стандартное инфляционное таргетирование

## Нестандартный подход:

Объединение различных целей  
(политика «двойных мандатов»)

**ОБЯЗАТЕЛЬНОЕ УСЛОВИЕ:  
ТАРГЕТИРОВАНИЕ  
ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ,**

**НО ОДНОВРЕМЕННО ДОПУСКАЕТСЯ:**

- ✓ **ТАРГЕТИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК**
- ✓ **ТАРГЕТИРОВАНИЕ ЗАНЯТОСТИ И ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК (АНГЛ.FORWARD GUIDANCE POLICY)**
- ✓ **ПОДДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ**

# Виды инфляционного таргетирования

## **СТАНДАРТНЫЙ ПОДХОД:**

**1. УПРОЩЕННОЕ ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ**  
(АНГЛ. INFLATION TARGETING LIGHT — ITL)

**2. ВЫБОРОЧНОЕ ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ**  
(АНГЛ. ECLECTIC INFLATION TARGETING — EIT);

**3. ПОЛНОФУНКЦИОНАЛЬНОЕ ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ**  
(АНГЛ. FULL-FLEDGED INFLATION TARGETING — FFIT);

## **НЕСТАНДАРТНЫЙ ПОДХОД:**

**ГИБКОЕ ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ (АНГЛ. FLEXIBLE INFLATION TARGETING), ВКЛЮЧАЮЩЕЕ КОМБИНАЦИЮ НЕСКОЛЬКИХ МАНДАТОВ**

# «Ловушки» в практике денежно-кредитного регулирования: случай 1

«Стагфляционная ловушка»  
(стагнация + инфляция)

С начала 70-х годов  
XX века в неё попадали многие страны.

## Пример США

В 1976 -1982 гг. безработица **более 8%**, стагнация ВВП и среднегодовые темпы инфляции **выше 10%**

### Ставка по федеральным фондам:

январь 1977 - апрель 1980 - с 4,6 до **17,6%**

апрель 1980 –июль 1980 – с 17,6 до 9,0%

август 1980 – июнь 1981 – с 9,0 до **19,1%**

## **«Ловушки» в практике денежно-кредитного регулирования: случай 2**

**«Ловушка ликвидности», или дефляционно-инвестиционная ловушка**



**В классическом понимании возникает по причине низкой эластичности инвестиционного спроса по процентной ставке**

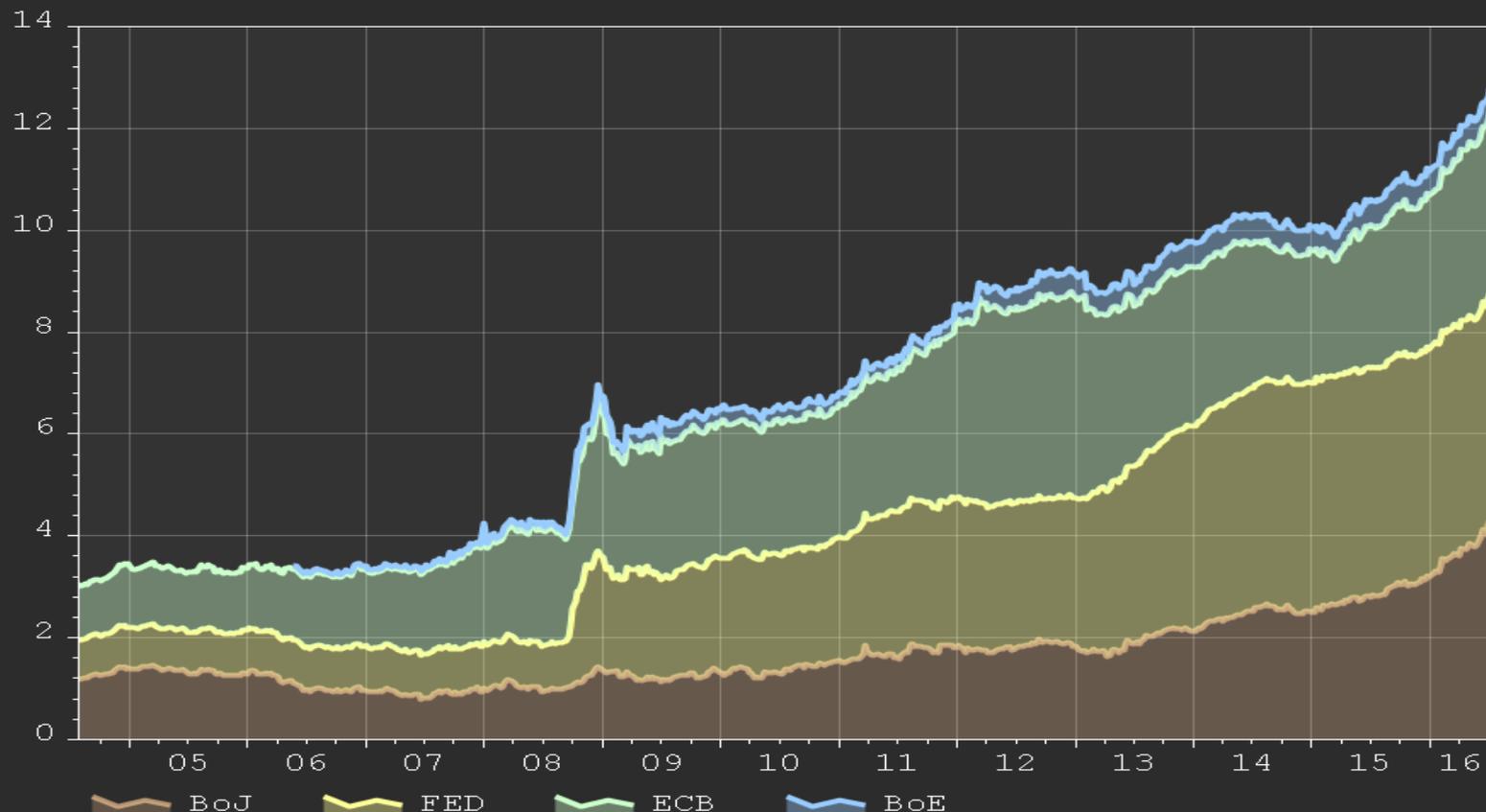


**В современных условиях обусловлена также усилением неприятия риска со стороны инвесторов и дефляционными ожиданиями**

## **Часть 3**

# **Эффекты «нестандартной» денежно-кредитной политики**

## Балансы ЦБ, в млрд долл

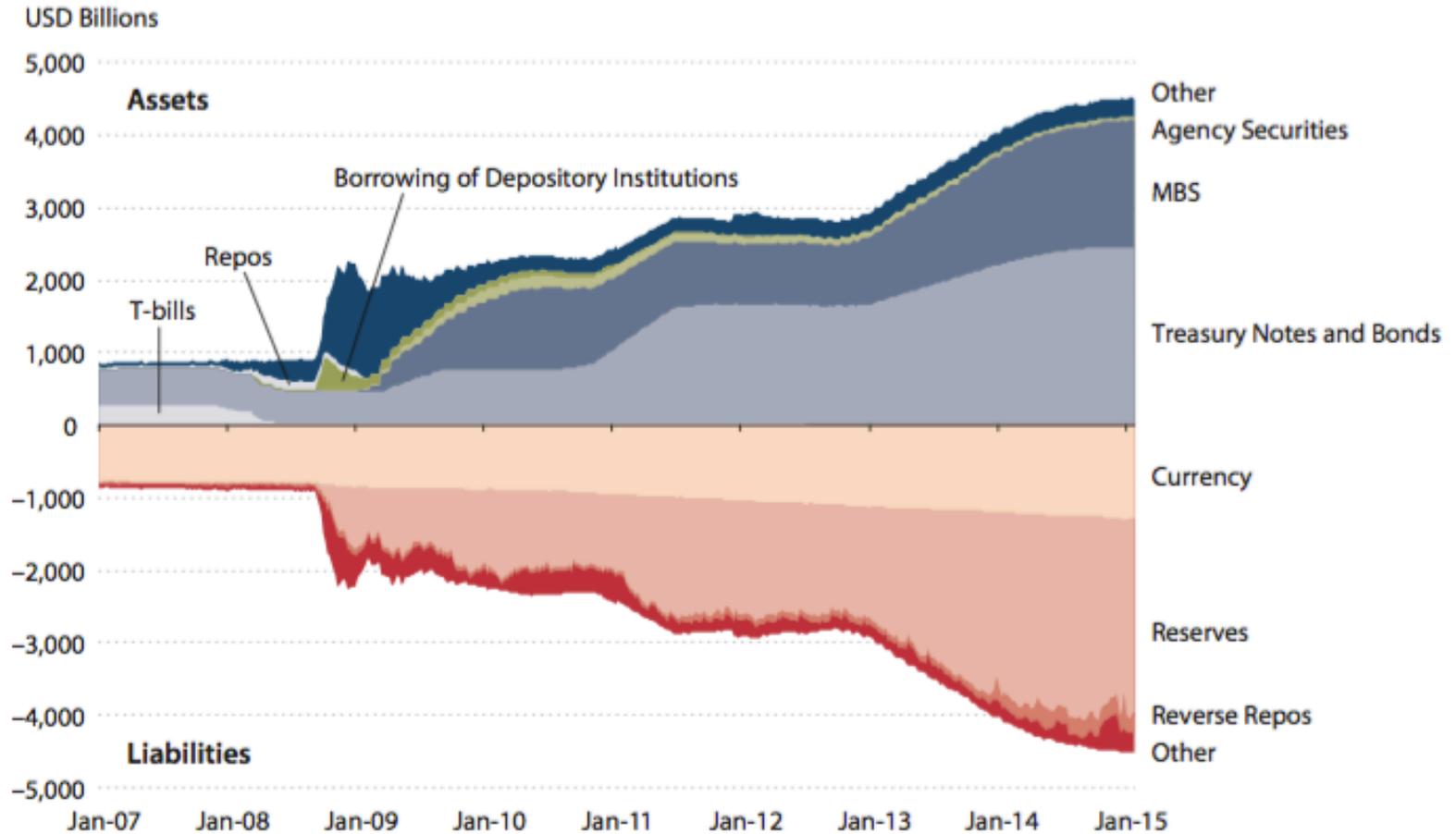


Source: Thomson Reuters Datastream

Центральные банки всё больше выступают в качестве суррогатных казначейств и институтов развития, балансы которых обременены государственными ценными бумагами и ипотечными облигациями.

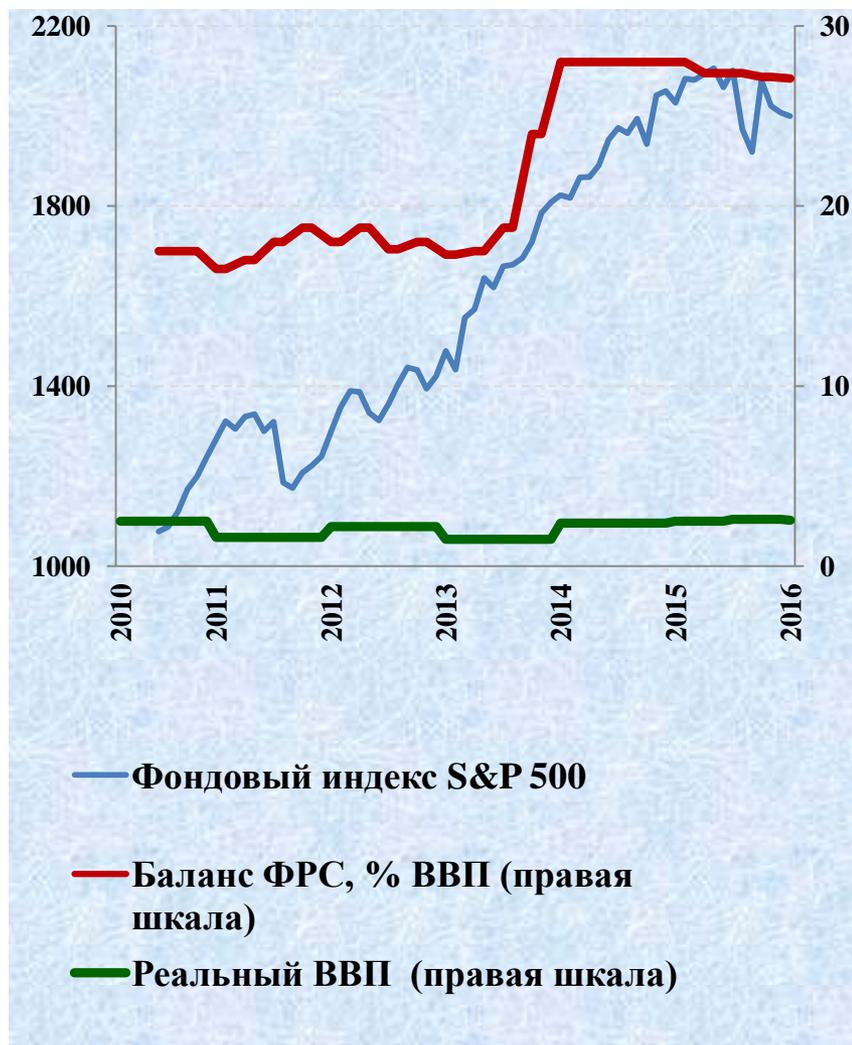


# Баланс ФРС США



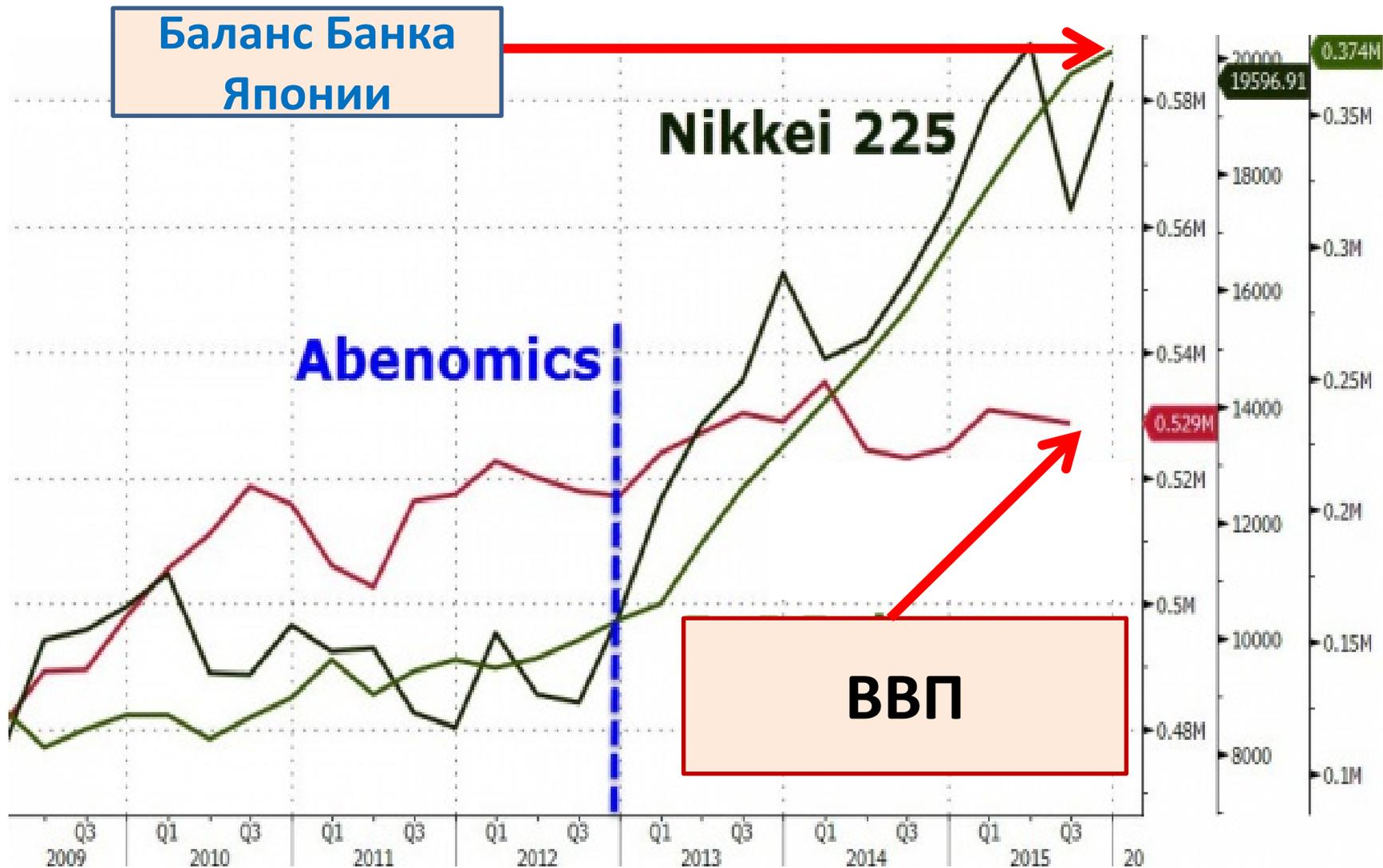
SOURCE: Federal Reserve Board/Haver Analytics.

## Денежная политика США в 2008-2016 гг.



- В результате проведения трёх программ «количественного смягчения» (QE) с 2008 по 2014 гг. баланс ФРС вырос более чем в 5 раз и на начало 2017 г. достигал примерно 4,5 трлн долл.
- ФРС превратилась в одного из крупнейших держателей госдолга США: на государственные ценные бумаги и ипотечные облигации приходится более 90% её совокупных активов.
- После 2008 года кредитный мультипликатор упал с 8 до 2 при исторической норме около 6.

# Денежная политика Банка Японии в условиях абэномики (Abe+economics)

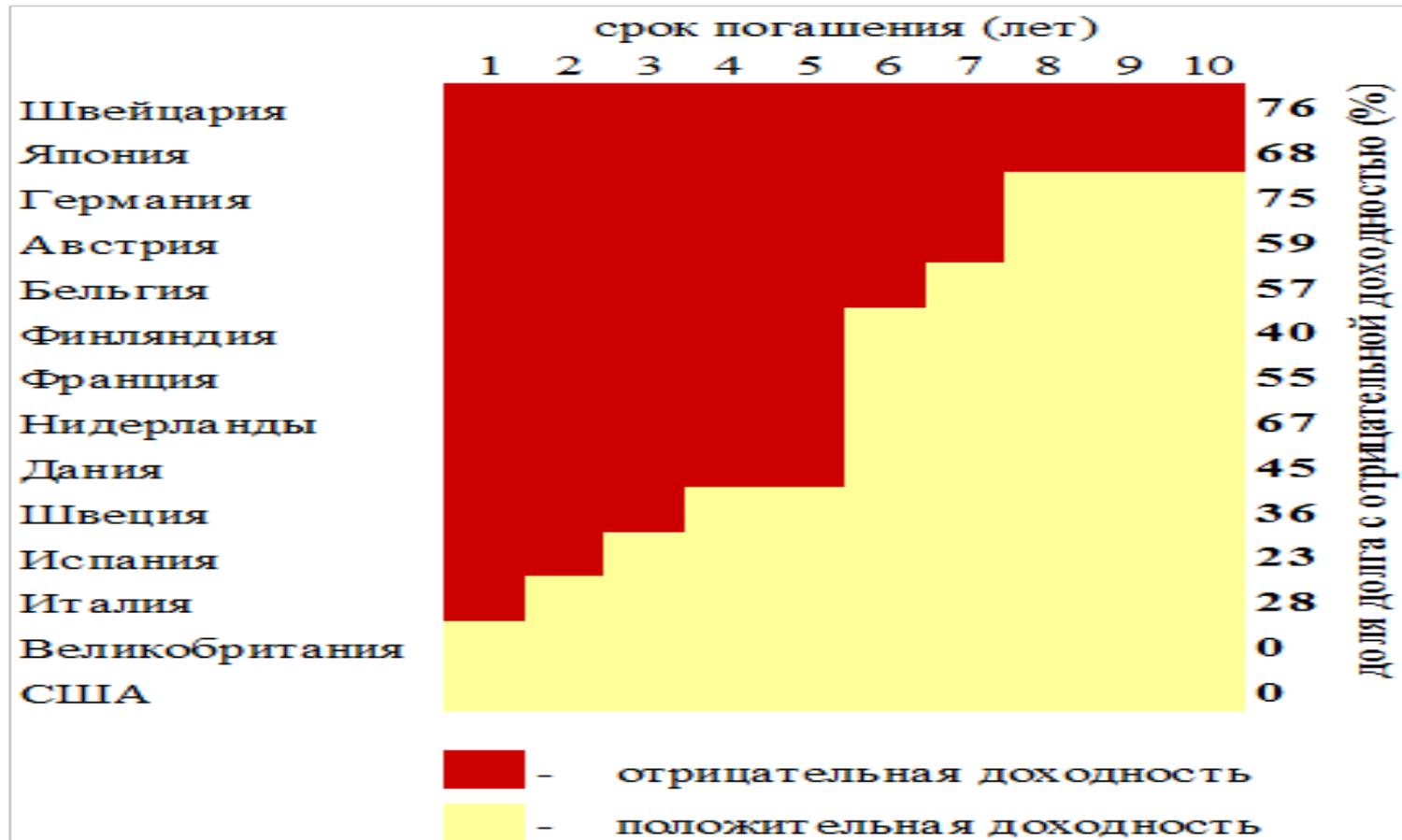


**«Центральные банки продолжают то, что, без сомнения, является крупнейшим в истории экспериментом в денежной политике. Поэтому сейчас мы находимся в неизведанных водах и невозможно прогнозировать, какими будут непреднамеренные последствия сверхнизких процентных ставок с учетом того, что сегодня примерно 30% от мировых государственных облигаций имеет отрицательную доходность, а также с учетом масштабных программ количественного смягчения»**

**Лорд Джейкоб Ротшильд ,  
Глава фонда RIT Capital Partners**

**Август 2016 года**

# Доли рынка суверенного долга с отрицательной доходностью



**Источник:** IMF, Fiscal Monitor, April 2016, Bloomberg

## Макроэкономические показатели и базовые процентные ставки в отдельных странах (по состоянию на 20 марта 2017)

	Инфляция в годовом выражении	Темпы роста ВВП (г/г)	Базовая процентная ставка	Доходность 10- летних гособлигаций
США	2,7	1,9	0,75-1,0	2,5
Япония	0,4	1,6	- 0,1	0,08
Страны зоны Евро	2,0	1,7	0	-0,38
Бразилия	4,8	-2,5	12,25	10,2
Россия	4,6	-0,2	10,0	7,98
Индия	3,7	7,0	6,25	6,9

Источник: [Tradingeconomics.com](http://Tradingeconomics.com); данные национальной статистики

## Темпы прироста ВВП США, Японии и стран зоны евро в условиях «новой нормальности»



## **Сверхнизкие процентные ставки в экономике: аргументы «За»**

- **Кредитование экономики - низкие процентные ставки удешевляют стоимость заимствований и увеличивают спрос на кредиты, а введение штрафных ставок по остаткам на корреспондентских счетах стимулируют банки смягчать условия выдачи новых ссуд, что оказывает стимулирующее влияние на экономический рост и занятость.**
- **Стимулирование экспорта – отрицательные или близкие к нулевым процентные ставки приводят к падению курса национальной валюты, что в свою очередь положительно влияет на объемы экспорта и поддерживает деловую активность.**
- **Уменьшение бремени обслуживания долга – особенно это касается госдолга.**
- **Удешевление ликвидности - поддерживает межбанковский рынок, снижает риски неплатежеспособности и реализации «эффекта домино»**

## **Сверхнизкие процентные ставки в экономике: аргументы «Против»**

- **Низкие процентные ставки со временем приводят к чрезмерному росту долговой нагрузки, а затем и к снижению качества ссудной задолженности**

### **Парадоксы высоких и низких процентных ставок:**

- при высоких ставках уходят добросовестные заёмщики
- при низких ставках приходят безответственные заёмщики

- **Низкие процентные ставки вызывают «погоню за доходностью», что подрывает финансовую стабильность: невозможность инвесторов прогнозировать инфляцию и реальную доходность толкает их в выбору рискованных инвестиций.**

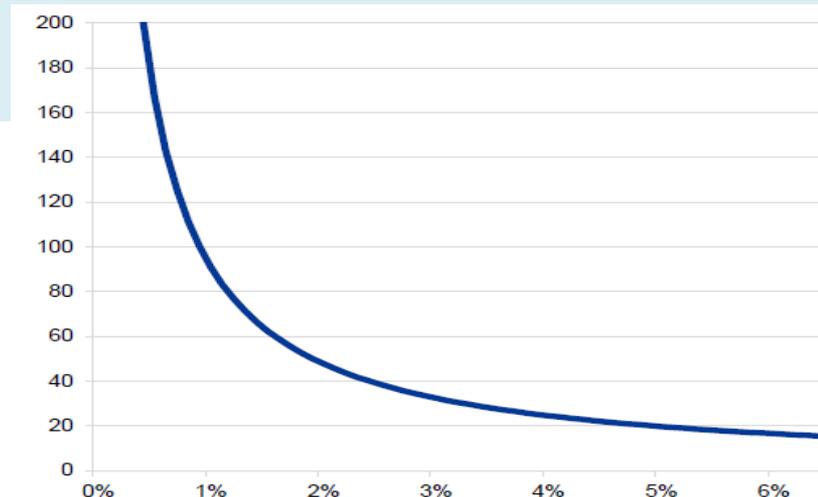
# Сверхнизкие процентные ставки в экономике: аргументы «Против»

Содействуют образованию финансовых «пузырей», аккумуляции рыночных и системных рисков :

- При сверхнизких процентных ставках искажается стоимость денег и соотношение «риск-доходность» приобретает иррациональный характер, становится затруднительно принимать инвестиционные решения

*Для бессрочной облигации:*

$$NPV = \frac{C}{i}$$



## **РЕЗЮМЕ: двойственные эффекты сверхнизких процентных ставок**

- ✓ **Позволили быстро выйти из глубокого кризисного спада;**
- ✓ **Частично содействовали снижению безработицы;**
- ✓ **Облегчают бремя обслуживания государственного долга;**
- ✓ **Снижают процентные расходы финансового и нефинансового секторов экономики;**
- ✓ **Удешевляют ликвидность и делают цену денег символической;**
- ✓ **Потенциально увеличивают доступность кредита;**

- ❑ **Содействуют ухудшению качества кредитных портфелей;**
- ❑ **Ведут к образованию «финансовых пузырей»;**
- ❑ **Повышают риски при принятии инвестиционных решений**
- ❑ **Снижают потенциал процентной маржи кредитных организаций;**
- ❑ **Уменьшают доходность банковских вкладов и фондов коллективных инвестиций; снижают доходы институциональных инвесторов**

## **Часть 4**

**Сохранятся ли сверхнизкие процентные ставки в обозримой перспективе?**

## Макроэкономические показатели и базовые процентные ставки в отдельных странах (по состоянию на 20 марта 2017)

	Инфляция в годовом выражении	Темпы роста ВВП (г/г)	Базовая процентная ставка	Доходность 10- летних гособлигаций
США	2,7	1,9	0,75-1,0	2,5
Япония	0,4	1,6	- 0,1	0,08
Страны зоны Евро	2,0	1,7	0	-0,38
Бразилия	4,8	-2,5	12,25	10,2
Россия	4,6	-0,2	10,0	7,98
Индия	3,7	7,0	6,25	6,9

Источник: [Tradingeconomics.com](http://Tradingeconomics.com); данные национальной статистики

# Границы использования сверхнизких процентных ставок: возможные сценарии

## Сценарий 1

- ❖ В поисках выхода из **«ловушки ликвидности»** и недопущения разбухания до критических отметок финансовых «пузырей» центральные банки промышленно развитых стран уже в обозримой перспективе начнут вслед за ФРС переходить к ползучему повышению ключевых процентных ставок.

## Сценарий 2

- ❖ В случае повышения темпов инфляции по мере оживления экономики и приближения фактического выпуска к потенциальному или же возникновения угрозы попадания **в стагфляционную ловушку** можно ожидать форсированного перенесения акцента в проводимой денежно-кредитной политике на поддержание ценовой стабильности, а значит и повышение ключевых процентных ставок.

**«Для поддержания экономического роста в мире необходим более мощный пакет мер политики, основанный на сочетании трех взаимодополняющих рычагов, включающих:**

- 1) структурные реформы,**
- 2) налогово-бюджетную политику с поддерживающей экономический рост структурой поступлений и расходов;**
- 3) меры денежно-кредитной политики»**



**БЛАГОДАРЮ  
ЗА ВНИМАНИЕ**