

Джурабаев Ж.Ш.,

младший научный сотрудник Института
прогнозирования и макроэкономических
исследований при Кабинете Министров
Республики Узбекистан

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ВЕДУЩИХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В ПРЕОДОЛЕНИИ ПОСЛЕДСТВИЙ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

**ДЖУРАБАЕВ Ж.Ш. ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ ИНҚИРОЗИНИНГ ОҚИБАТЛАРИНИ
ЕНГИШДА ЕТАКЧИ МАРКАЗИЙ БАНКЛАРНИНГ ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ**

Мақолада етакчи марказий банкларнинг жаҳон молиявий инқирози бошидан инқирозга қарши чора-тадбирлари ва унинг оқибатлари билан давом этаётган курашга доир пул-кредит сиёсатларининг асосий йуналишлари кўриб чиқилган. Шунингдек, инқирознинг биринчи йилларида АҚШ, Англия ва Японияда жуда машҳур бўлган миқдорий энгилликка катта аҳамият берилган. Шунингдек, монетар сиёсатнинг бошқа ноанъанавий методларининг қўлланилиши ҳақида маълумот берилган.

Таянч иборалар: пул-кредит сиёсати, миқдорий энгиллик, жаҳон молиявий инқирози, пул-кредит сиёсати инструментлари.

**ДЖУРАБАЕВ Ж.Ш. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ВЕДУЩИХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ
БАНКОВ В ПРЕОДОЛЕНИИ ПОСЛЕДСТВИЙ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА**

В статье рассмотрены основные направления денежно-кредитной политики ведущих центральных банков мира с начала мирового финансового кризиса в части принятия антикризисных мер и продолжающейся борьбы с его последствиями. При этом большое внимание уделено количественному смягчению (QE), которое стало очень популярным в США, Англии и Японии в первые годы кризиса. Также дается информация об использовании других нетрадиционных методах монетарной политики.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, количественное смягчение, мировой финансовый кризис, инструменты монетарной политики.

DJURABAYEV J.SH. LEADING CENTRAL BANKS MONETARY POLICY IN OVERCOMING CONSEQUENCES OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

The article describes the main directions of the monetary policy of the world leading central banks since the beginning of the global financial crisis in terms of adoption of anti-crisis measures and the ongoing struggle with its consequences. At the same time there is paid a lot of attention to the Quantitative Easing (QE), which has become very popular in the United States, UK and Japan of the crisis' first years. The article provides information about other non-traditional methods of monetary policy.

Keywords: monetary policy, quantitative easing, word financial crisis, monetary policy tools.

В последнее время мировым сообществом наиболее часто обсуждается, в основном, денежно-кредитная политика Федеральной Резервной Системы США (ФРС) и Европейского Центрального Банка (ЕЦБ). Хотя денежно-кредитная политика Центральных банков Китая, Японии, Индии, Англии и Швейцарии в последнее время также остаётся в центре внимания мирового сообщества, особенно финансовых институтов и инвесторов.

Как известно, в разгар мирового финансового кризиса (2008 г.) ФРС США и Банк Англии, по сравнению с центральными банками других стран, довольно быстро и легко решились на нестандартный шаг по стимулированию экономики – количественному смягчению (QE), которое предусматривает покупку, главным образом, государственных облигаций на специально напечатанные деньги, т.е. путем специальной эмиссии денег осуществляется дополнительное вливание средств в экономику.

Одной из основных причин выбора данной политики стимулирования было то, что процентные ставки уже были близки к нулевым (в США 0,25% и в Великобритании 0,5%), а рецессия при этом не преодолевалась и оживление экономик в этих странах не наблюдалось.

При этом, если учесть, что вливание в экономику не обеспеченными средствами может повлечь инфляцию, уровень которой возможно будет выше прогнозируемой либо инфляция примет форму неуправляемой, похоже, что инфляцией на тот момент

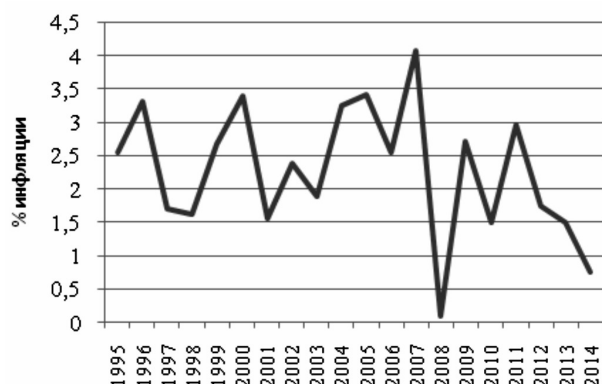
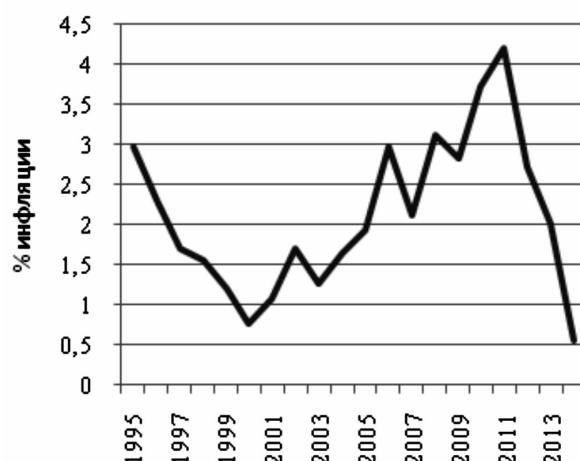
не очень были обеспокоены монетарные власти США и Великобритании.

В итоге, на сегодняшний день выбранный ими путь оказался успешным: так инфляция в обеих странах остается ниже целевого уровня 2%, и при этом США в 2008 году удалось избежать риск дефляции (рис. 1 и 2).

В целях более детального изучения опыта ведущих центральных банков в борьбе с последствиями преодоления мирового финансового кризиса отдельно рассмотрим основные аспекты и направления денежно-кредитной политики ФРС США, Банка Великобритании, Европейского Центрального Банка, Банка Японии и Народного банка Китая.

ФРС США

С начала мирового финансового кризиса по настоящее время ФРС США основное внимание в денежно-кредитной политике уделяла, как уже было сказано выше, нетрадиционным мерам и инструментам регулирования финансового рынка – проведению политики количественного смяг-

Рисунок 1. График уровня инфляции в США¹Рисунок 2. График уровня инфляции в Великобритании²

чения, в рамках которой были реализованы три программы.

Первая программа QE 1 (Quantitative Easing) была запущена в ноябре 2008 года³, в самый разгар мирового финансового кризиса, и продолжалась вплоть до 2010 года. Программа предусматривала выкуп ипотечных и долговых облигаций крупных корпораций, банков и частных предприятий с целью их спасения. К концу завершения программы ФРС приобрела долговые ипотечные бумаги (mortgage-backed securities) на сумму 1,25 триллионов долларов США, казначейских бумаг (Трежерис) – 300 миллиардов и долговые бумаги Федеральных ипотечных агентств на 175 миллиардов. Общая сумма программы составила более 1,7 триллионов долларов.

Вторая программа QE 2, запущенная в ноябре 2010 г.⁴ закончилась в июне 2011 года. В рамках второй программы необходимо было ежемесячно осуществлять покупку казначейских облигаций на сумму

75 миллиардов долларов в течение восьми месяцев, что в итоге составила 600 миллиардов долларов, а также реинвестировать 300 миллиардов долларов возвращаемых согласно первой программе количественного смягчения (QE 1). Общий объем QE 2 составил около 900 миллиардов долларов.

Третья программа QE 3 была запущена в сентябре 2012 г.⁵ и продолжалась до октября 2014 года, когда Комитет по открытым рынкам (FOMC) ФРС США принял решение завершить ее. Изначально выкупались казначейские облигации в объеме 45 миллиардов и ипотечные облигации – 40 миллиардов ежемесячно. Позже объем покупки ценных бумаг поэтапно снижался вплоть до 15 миллиардов долларов США в месяц.

В результате программы QE 3 с конца 2012 г. ФРС приобрела государственных облигаций (Трежерис) и ценные бумаги, обеспеченные ипотечными активами (mortgage-backed securities, MBS) на сумму порядка 1,6 триллионов долларов.

В итоге трех программ количественного смягчения Q1, Q2 и Q3 с 2008 года по 2014 год общий объем активов на балансе ФРС

¹ Источник: график составлен автором по данным сайта <http://www.global-rates.com/economic-indicators/inflation/consumer-prices/cpi/united-states.aspx>

² Там же.

³ Minutes of the Federal Open Market Committee, October 28-29, 2008 и March 17-18, 2009// <http://www.federalreserve.gov/>

⁴ Minutes of the Federal Open Market Committee, November 2-3, 2010 и June 21-22, 2011.

⁵ Minutes of the Federal Open Market Committee, September 12-13, 2012 и October 28-29, 2014.

Рисунок 3. График Индекса S&P500 с 1994 по 2015 годы¹

Примечание: стрелка на графике показывает начало политики количественного смягчения.

вырос с 914,7 миллиардов до 4497,7 миллиардов долларов², т.е. почти в 5 раз.

Касательно успешности данной программы, ФРС США в своих последних отчетах указывает, что ряд макроэкономических индикаторов, таких как безработица снизилась с 8,1% в середине 2012 года до 5,9% в сентябре 2014 года³, инфляция хоть и не достигла желаемых 2%, но динамика

роста потребительских цен более или менее позитивная.

В отношении финансовой системы и фондовых рынков, из рисунка 3 можно увидеть положительные темпы роста индекса S&P500 после запуска программы, тоже можно сказать по другим американским индексам как NASDAQ и Dow Jones.

На сегодняшний день самым актуальным вопросом монетарной политики ФРС США это уровень процентных ставок, который долгое время (с 2008 г.) сохраняется на уровне 0–0,25%. Вопрос о повышении процентных ставок обсуждается в течении почти всего 2014 г. и 2015 г. На сегодняшний день Федеральный Комитет по операциям на открытом рынке (FOMC) ФРС оставил вопрос рассмотрения изменения процентных ставок до конца 2015 года.

Как известно, к изменению процентных ставок ФРС США очень чувствительны мировые денежные рынки, рынки капитала, и драгметаллов (золота и серебра) и

¹ Источник: [http://marketdatalab.com/marketstream/rthcharts/rthcharts.php?period=1&interval=5&frequency=0&type=5&color=1&level=1&prices=1&legend=1&symbol=\\$SPX](http://marketdatalab.com/marketstream/rthcharts/rthcharts.php?period=1&interval=5&frequency=0&type=5&color=1&level=1&prices=1&legend=1&symbol=$SPX)

² Годовые отчеты ФРС США за 2008, 2009, 2013 и 2014 года. / The Federal Reserve Banks Combined Financial Statements as of and for the Years Ended December 31, 2009 and 2008 and Independent Auditors' Report и The Federal Reserve Banks Combined Financial Statements as of and for the Years Ended December 31, 2014 and 2013 and Independent Auditors' Report. http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm.

³ Прим. Согласно официальных статистических данных в начале 2008 года безработица в США составляла 4,9 %, которая к концу 2009 года стала превышать 10% и до 2012 года была на уровне выше 9%. К марту 2015 года уровень безработицы снизилась и составила 5,5%.

Рисунок 4. График Индекса FTSE с 1994 по 2015 годы



т.д. Ожидается, что в результате повышения процентной ставки финансовые потоки могут изменить направления движения с других рынков в сторону США. Но, с другой стороны, повышение процентных ставок может также негативно отразиться на темпах роста экономики США и более того может увеличить уровень безработицы в стране.

Банк Англии

С момента начала мирового финансового кризиса Банк Англии в рамках своей антикризисной политики несколько раз снизил процентную ставку банка доведя её уровень с 5,2% до 0,5%. Дальнейшее снижение, по мнению специалистов банка, не могло иметь какого либо практического значения. Поэтому Банк, учитывая положительный опыт ФРС, в марте 2009 г. принял решение начала закупа активов¹ и начала программы политики количественного смягчения.

Банком предусматривалось, что количественное смягчение в Великобритании

должно было, как и в США, уменьшить уровень безработицы в стране путем стимулирования экономики и увеличения потребительского спроса домохозяйств.

Объем программы количественного смягчения с 2009 года по сегодняшний день пересматривался несколько раз и увеличивался с 75 миллиардов фунтов стерлингов² до 375 миллиардов³. В соответствии с программой, большое количество приобретенных банком активов относилось к государственным британским правительственным ценным бумагам, а некоторое количество активов – частным инвестициям.

В результате программы, снижение индекса потребительских цен не было достигнуто критических (дефляционных) размеров, тем самым банку удалось взять на контроль уровень инфляции, а также снизить уровень безработицы по состоянию на

² Minutes of the monetary policy committee meeting 4 and 5 march 2009, Publication date: 18 March 2009// <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/Documents/mpc/pdf/2009/mpc0903.pdf>

³ Minutes of the monetary policy committee meeting 4 and 5 July 2012, Publication date: 18 July 2012 // <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/Documents/mpc/pdf/2012/mpc1207.pdf>

¹ http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/qe_faqs.aspx

конец 2014 до уровня 5,7%. Вместе с этим, с началом реализации программы смягчения денежно-кредитной политики средняя доходность индекса FTSE 100 с 2009 года возросла до 7,2% (рис. 4).

На графике видно, как индекс FTSE показывает рост после запуска Банком Великобритании количественного смягчения в 2009 году.

Хотя по состоянию на декабрь 2014 года уровень инфляции находится в районе 0,5%, по мнению специалистов Банка, это связано, главным образом, с падением цен на нефть. Они уверены, что данный эффект в дальнейшем будет ослабевать и приблизительно, через 3 года инфляция будет выше таргетируемых им 2% и составит порядка 2,2%.

Европейский Центральный Банк

В отличие от ФРС США Европейский центральный банк очень долго и упорно отказывался проводить политику количественного смягчения на территории еврозоны. ЕЦБ старался регулировать рынок, опираясь на коммерческие банки путем предоставления им ликвидности и перехода к политике кредитного смягчения. Причина разногласий между ФРС и ЕЦБ в антикризисной политике, возможно, заключается в различии доминирования методов финансирования и кредитования в США и странах Еврозоны. Если в США основная доля кредитов и займов приходится на фондовые рынки, то в Европе – банковская система.

Так, в период с октября 2008 г. по май 2009 г., в рамках политики кредитного смягчения и поддержки банковского сектора ставка рефинансирования была резко снижена с 4,25% до 1%, т.е. на 3,25 %, что является существенным для короткого промежутка времени.

Также с октября 2008 г. ЕЦБ начал предоставлять банковскому сектору неограниченное количество ликвидных средств с фиксированной процентной ставкой. При этом сроки погашения были значительно

увеличены и список активов, принимаемых в качестве обеспечения, расширен.

Хотя вышеуказанные действия временно способствовали стабилизации финансовой ситуации, в дальнейшем угроза дефляции вынудила ЕЦБ перейти к нестандартным мерам денежно-кредитной политики как установление отрицательных процентных ставок и покупка активов.

Ранее руководство ЕЦБ было уверено, что путем снижения процентных ставок можно будет влиять на финансовый рынок и инфляционные процессы. Но получилось так, что даже снижение процентных ставок ниже нулевой отметки оказалось малоэффективным в сложившейся ситуации в Еврозоне.

Важным этапом антикризисной программы ЕЦБ является начало реализации с 9 марта 2015 года, совместно с центральными банками стран Еврозоны, масштабной программы количественного смягчения, согласно которой общий объем выкупаемых активов будет составлять около 1,1 триллионов евро (на уровне 60 миллиардов в месяц)¹.

Как предполагают экономисты Royal Bank of Scotland, механизм выкупа ЕЦБ облигаций построен таким образом, что большая часть ценных бумаг будет куплена крупнейшими Центробанками Еврозоны. Доля каждого конкретного ЦБ будет совпадать с его долей в уставном капитале ЕЦБ². Исходя из этого можно предположить, что большую часть закупок будет осуществлять Бундесбанк.

¹ Из выступления Президента ЕЦБ М.Драги на пресс-конференции от 22 января 2015 г. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>

² Активы ЕЦБ в настоящее время составляют около 2,2 триллионов евро (2,5 триллионов долларов). С учетом программы QE и предстоящего погашения банками антикризисных долгосрочных кредитов на 200 миллиардов евро баланс ЕЦБ к сентябрю 2016 года может вырасти до 3,2 триллионов евро (около 3,7 триллионов долларов), тогда как баланс ФРС сейчас составляет 4,5 триллионов долларов.

Рисунок 5. График инфляции в Еврозоне с 1999 по 2015 гг.¹

При этом, ЕЦБ дает гарантии только на 20% приобретенных ценных бумаг и остальная часть ответственности, в случае дефолта эмитентов, чьи облигации будут приобретены, ляжет на национальные центробанки.

Основной причиной, которая заставила ЕЦБ покупать активы явилось отсутствие экономического роста и проблема дефляции на территории Евросоюза. Количественное смягчение по идее должна расширить денежную базу и этим стимулировать инфляцию и рост ВВП в Еврозоне.

Согласно заявлениям главы ЕЦБ Марио Драги, действия Европейского центрального банка должны ускорить рост потребительских цен до таргетируемого уровня 2%. По его мнению, целевой показатель инфляции находится на уровне ниже таргети-

руемых 2% годовых (рис. 5), а темпы роста потребительских цен отклоняются от него с начала 2012 г. Однако, ЕЦБ ожидает, что уровень инфляции в 2015 году будет нулевой², в 2016 г. – 1,5% и в 2017 г. – 1,8%, т.е. на уровне целевых ориентиров.

Вместе с этим, несмотря на начало реализации программы количественного смягчения ЕЦБ продолжил удерживать базовую процентную ставку по кредитам на рекордно низком уровне в 0,05% годовых, ставку по депозитам ЕЦБ – на уровне минус 0,2%, ставку по маржинальным кредитам – на уровне 0,3%.

С другой стороны, из-за расхождений политик ФРС и ЕЦБ, на начало 2015 года динамика валютной пары доллар евро оказался ближе к паритетной. **Сильный доллар и слабый евро** – становится самой популярной ставкой 2015 года.

¹ Источник: график составлен автором по статистическим данным ЕЦБ, http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?ICP_SUFFIX=ANR&DATASET=0&REF_AREA=308&node=2120778&FREQ=M&ICP_ITEM=000000&SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.ANR

² По состоянию на 1 квартал 2015 года инфляция в Еврозоне составила (-)0,08%.

Рисунок 6. График обменного курса евро к доллару США с марта 2014 года по апрель 2015 года¹

Если в начале 2014 года евро к доллару торговался на уровне 1,40 долларов, то на начало марта 2015 пара евро доллар уже торговался на уровне 1,05–1,08². Т.е. за данный промежуток времени было снижение курса более чем на 25 % и тенденция снижения, вплоть до паритета, все еще сохраняется. На рисунке 6 показан график снижения курса евро по отношению к американскому доллару за последние 12 месяцев.

Как известно, ослабление обменного курса национальной валюты по отношению к другим валютам позволяет иметь преи-

мущественные условия торговли. Поэтому в ситуации «сильный доллар – слабый евро» в не выгодном положении оказывается США. Так, по данным МВФ, в 2015 году в США дефицит торгового баланса может составить 484 миллиардов долларов, тогда как в Еврозоне будет профицит в 262 миллиардов.

Существующая тенденция снижения курса евро может не только еще больше увеличить торговый дисбаланс между США и Евросоюзом, но и позволит росту экономической активности за счет наращивания объемов экспорта. Поэтому ЕЦБ будет всячески стараться удерживать низкий курс евро, хотя официально он этого не признает, а США, со своей стороны, будет принимать меры по снижению роста курса доллара, так как рост и укрепление обменного курса доллара могут негативно влиять на экономическую активность и инфляцию в стране³.

¹ Источник: <http://marketdatalab.com/marketstream/rtcharts/rtcharts.php?period=1&interval=5&frequency=0&type=5&color=1&level=1&prices=1&legend=1&symbol=EUR.FX>

² На протяжении последних нескольких лет евро был дорогим по отношению к другим валютам. В частности, его стоимость была выше доллара США. Это делало товары и услуги, произведенные в Европе, менее конкурентоспособными на мировом рынке. Начало количественного смягчения должно поддерживать стоимость евро на более низком уровне, что в реальности и происходит. Эксперты предполагают, что несмотря на заявления главы ЕЦБ Драги об отсутствии у ЕЦБ целей по занижению курса евро, количественное смягчение в Еврозоне может стать началом валютных войн между США и ЕС.

³ Продолжение статьи смотрите в следующем номере журнала.

Литература:

1. Годовые отчеты ФРС США (Annual Reports) за 2008–2013 годы.
2. Сайт Банка Великобритании (Bank of England): <http://www.bankofengland.co.uk/>
3. Сайт Банка Японии (Bank of Japan): <https://www.boj.or.jp/en/>
4. Сайт Народного банка Китая (The People's Bank of China): <http://www.pbc.gov.cn/>
5. Сайт Европейского центрального банка (European Central Bank): <https://www.ecb.europa.eu/>
6. Сайт Федеральной Резервной Системы США (Board of the Governors of the Federal Reserve System) <http://federalreserve.gov/>
7. Сайт Global-rates.com: www.global-rates.com
8. Сайт The Statistics Portal: www.statista.com
9. Сайт Stocknavigator: <http://www.stocknavigator.ru>
10. Minutes of the Federal Open Market Committee October 28-29, 2008, March 17-18, 2009, November 2-3, 2010, June 21-22, 2011, September 12-13, 2012 и October 28-29, 2014//ФРС США// <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy>
11. Minutes of the monetary policy committee meeting 4 and 5 march 2009, Publication date: 18 March 2009, от 4 and 5 July 2012, Publication date: 18 July 2012// Банк Великобритании//<http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/Documents/mpc/pdf/2009/mpc0903.pdf> и <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/Documents/mpc/pdf/2012/mpc1207.pdf>.
12. National Bureau of Statistics of China// <http://www.stats.gov.cn/english/>