

## ОСОБЕННОСТИ МЕР НЕСТАНДАРТНОЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В ЭКОНОМИКАХ С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

САПУНКОВА НАТАЛИЯ АЛЕКСАНДРОВНА,

*преподаватель кафедры Макроэкономического анализа  
Национального исследовательского университета - Высшей школы  
экономики,  
e-mail: n.sapunkova@gmail.com*

В статье анализируются специфические особенности использования мер нестандартной монетарной политики в странах с развивающимися рынками (ЕМЕ) в период мирового финансового и экономического кризисов 2007-2010 годов. Рассматриваются институциональные и макроэкономические особенности, обусловившие различия в выборе и применении нестандартных монетарных мер в странах с развивающимися рынками по сравнению с развитыми странами, а также исследуются причины отличий в стабилизационной политике центральных банков в разных странах ЕМЕ.

**Ключевые слова:** нестандартная монетарная политика; страны с развивающимися рынками; количественное смягчение; кредитное смягчение; меры по смягчению проблемы ликвидности; валютные интервенции; механизм денежной трансмиссии.

The author examines the specific features of the unconventional monetary policy measures undertaken in the emerging market economies (EME) during the world financial and economic crises of 2007-2010. It deals with the institutional and macroeconomic peculiarities that determined the differences in the choice and in the usage of unconventional monetary instruments in the emerging market economies compared to the advanced economies, as well as the causes of the distinctions in the central banks' stabilization policies in different EME countries.

**Keywords:** unconventional monetary policy; emerging market economies; quantitative easing; credit easing; liquidity easing; foreign exchange interventions; transmission mechanism.

**Коды классификатора JEL:** B22, E52, E58.

Одной из важных проблем, которая в последние годы бурно обсуждается как в политических кругах, так и в научной экономической литературе, является проблема выбора мер монетарной политики, которые должны использоваться в разных странах, особенно в условиях макроэкономической и финансовой нестабильности. Такой интерес связан с недавним мировым финансовым и последовавшим за ним экономическим кризисом 2007-2010 годов, обусловившими замедление темпов роста мировой экономики с 3,9% в 2007 году до 1,3% в 2008 году и послужившими причиной отрицательных (-2,2%) темпов роста мирового ВВП в 2009 году<sup>1</sup>.

© Н.А. Сапункова, 2012

<sup>1</sup> По данным Всемирного банка. (<http://www.worldbank.org>).

Особенность этого кризиса состояла в том, что стандартные меры монетарной политики оказались не способны быстро вывести экономики развитых стран из кризиса. В обычных условиях предполагается, что монетарная политика воздействует на экономику через два канала: *канал процентной ставки (interest rate channel)* и *канал банковского кредитования (bank lending channel)*. Это означает, что монетарные власти таргетируют политическую процентную ставку (как правило, ставку процента по кредитам овернайт), влияющую через межбанковскую ставку процента (по которой коммерческие банки предоставляют кредиты друг другу)<sup>2</sup> на уровень ставки процента по кредитам домохозяйствам и бизнесу. Изменение ставки процента по кредитам частному сектору воздействует на величину совокупных потребительских и инвестиционных расходов, а, следовательно, на уровень совокупного выпуска и уровень инфляции. Однако в период недавнего кризиса оказалось, что оба эти канала не работают. Так, в целях стимулирования деловой активности центральные банки развитых стран снизили учетную ставку процента почти до нулевого уровня, тем не менее, это не привело к оживлению деловой активности. Что касается воздействия монетарной политики на экономику через канал банковского кредитования, то банки являются адекватными проводниками монетарного импульса на реальный сектор экономики только в случае, если финансовые рынки функционируют нормально и на них отсутствуют несовершенства. Между тем, именно крах финансовой системы послужил основной причиной экономического кризиса, а его острота в большой степени была обусловлена несовершенствами финансовыми рынков. В условиях постепенно ухудшающейся макроэкономической ситуации в мире, ограничений кредитования и резкого падения индексов фондовых рынков, когда перестал функционировать трансмиссионный механизм стандартной монетарной политики, центральные банки развитых стран (Федеральная резервная система в США, Европейский центральный банк, Банк Англии, Банк Канады, Банк Японии и др.) были вынуждены искать новые способы воздействия на экономику с целью обеспечения не только макроэкономической, но и финансовой стабилизации.

Страны с развивающимися рынками (*emerging market economies, EME*) также столкнулись с тяжелейшими последствиями финансового и экономического кризисов. Кризис на финансовых рынках в развитых странах, начавшийся в 2007 году и переросший в сильнейший со времен Великой депрессии экономический спад, в течение 2008 года перекинулся на страны EME, привел к «внезапной остановке» (*sudden stop*) притока капитала в эти страны и спровоцировал резкое обесценение большинства национальных валют

<sup>2</sup> В США это ставка процента по федеральным фондам (federal funds rate).

стран с развивающимися рынками. В результате в среднем страны ЕМЕ испытали более глубокое падение совокупного выпуска по сравнению с развитыми странами: в странах с развивающимися рынками в среднем ВВП упал на 4,9%, в то время как в развитых странах это падение составило 4,5%. Центральные банки стран ЕМЕ, подобно банкам развитых стран, столкнулись с необходимостью применения масштабных мер воздействия на экономику, которые, с одной стороны, были направлены на стимулирование экономической активности и на восстановление финансовой стабильности, а с другой стороны, не приводили бы к еще большему обесценению национальных валют, усилению оттока капитала и росту уровня инфляции.

Меры, использованные центральными банками развитых стран и стран с развивающимися рынками для борьбы с последствиями финансового и экономического кризиса, получили название *нестандартной монетарной политики (unconventional monetary policy)*. Эти меры считаются «нестандартными», потому что либо они раньше не применялись центральными банками для воздействия на экономику, либо не использовались столь часто и в таких объемах.

Новая волна интереса к мерам нестандартной монетарной политики и оценке их эффективности появилась в середине 2012 года в связи с нарастающими опасениями наступления второй волны мирового экономического кризиса<sup>3</sup>. Во втором квартале 2012 года мировая экономика начала демонстрировать замедление темпов роста. Снижение деловой активности наблюдалось как в развитых странах (что было вызвано, прежде всего, кризисами суверенных долгов ряда стран Еврозоны (Греция, Испания, Португалия), сокращением темпов создания рабочих мест в США и т.п.), так и в странах с развивающимися рынками (что было обусловлено ухудшением конъюнктуры на мировых товарных и особенно финансовых рынках, сохранением на высоком уровне государственного долга в ряде стран ЕМЕ, падением инвестиционной активности, сокращением совокупного спроса, усилением оттока капитала и др., в том числе в таких крупнейших странах ЕМЕ, как Китай и Индия). Дальнейшее замедление роста мировой экономики в течение 2012 года прогнозировалось аналитиками как ООН, так и МВФ. В третьем квартале 2012 года был пересмотрен в сторону ухудшения прогноз развития мировой экономики на 2013 год (в июле 2012 года прогнозный уровень роста мирового ВВП был понижен на 0,7% по сравнению с прогнозом, сделанным в сентябре 2011 года). Новая волна экономического кризиса, по мнению аналитиков, может «накрыть» мировую экономику уже в конце 2012 года – начале 2013 года<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> По мнению многих экспертов, кризис 2007-2010 годов так и не был до конца преодолен.

<sup>4</sup> По данным ООН (<http://www.un.com>) и прогнозам МВФ (<http://www.imf.org>).

Меры нестандартной монетарной политики, которые в целом доказали свою эффективность во многих странах, с большой вероятностью будут применяться центральными банками для сглаживания воздействия новых негативных шоков на экономику. Более того, некоторые страны уже начали применять нестандартные монетарные меры. Например, на фоне замедления темпов роста экономики США в течение второго и третьего квартала 2012 года глава Федеральной резервной системы Бен Бернанке объявил в конце сентября 2012 года об очередном раунде количественного смягчения при сохранении учетной ставки процента на минимальном уровне, равном 0,25%. Все это свидетельствует о том, что анализ мер нестандартной монетарной политики и каналов их воздействия на экономику сохраняет свою актуальность и важность.

В научной экономической литературе в настоящее время можно найти достаточное количество статей, опубликованных центральными банками отдельных стран, в которых теоретически и эмпирически анализируются меры монетарных властей по поддержке национальных экономик. Кроме того, имеется несколько межстрановых исследований, рассматривающих нестандартные меры отдельно в развитых странах (*Klyuev 2009; Lenza 2010; Borio and Disyatat 2010; Szczerbowicz 2011*) и в странах с развивающимися рынками (*Ishi 2009; Moreno 2011*). Подробный обзор мер нестандартной монетарной политики, которые применяли центральные банки обеих групп стран, начиная с 2007 года, представлен в работе Stone, Fujita, Ishi (2011). Интересное эмпирическое исследование по влиянию разных институциональных факторов на выбор типа монетарной политики в развивающихся странах в период недавнего кризиса содержится в работе Coulibaly (2012).

Последствия мирового финансового и экономического кризисов для России оказались крайне неблагоприятными (падение темпа роста ВВП на 7,9% было одним из самых серьезных среди больших экономик мира) и обусловили необходимость применения Банком России наряду со стандартными мерами также мер нестандартной монетарной политики (таких как резкое увеличение ликвидности, огромная финансовая помощь фондовому рынку, погашение долгов частного капитала иностранным банкам, плавная девальвация рубля, снижение нормы обязательного резервирования, постепенное снижение ставки рефинансирования и т.п.), которые в большой степени были схожими с мерами, использованными центральными банками некоторых развитых стран и стран с развивающимися рынками. Выбор и эффективность применения этих мер является до сих пор предметом дискуссий в научной экономической литературе, и в прессе. Поэтому более детальный анализ опыта других стран и эффективности нестандартных мер интересен и с точки зрения их

применимости для России, и с точки зрения возможного их использования для того, чтобы избежать столь серьезных экономических спадов в будущем. Поскольку экономика России относится к экономикам с развивающимися рынками, подробный анализ отличительных особенностей мер нестандартной политики в странах ЕМЕ, причин и факторов (прежде всего институциональных), обусловивших различия в применении этих мер среди разных стран ЕМЕ, представляет большой теоретический и практический интерес.

В развитых странах стандартно для поддержания макроэкономической стабильности в периоды экономических кризисов используется политика процентных ставок (*interest rate policy*), которая проводится через операции на открытом рынке, через регулирование учетной ставки процента и изменение нормы обязательных резервов. В отличие от развитых стран, важной специфической чертой стабилизационной политики, проводимой центральными банками в странах с развивающимися рынками в силу открытости их экономик и большой зависимости от мировой конъюнктуры, является широкое использование мер валютной политики (политики регулирования валютных курсов - *foreign exchange policy*), которая направлена на поддержку курса национальной валюты и сглаживание воздействия краткосрочных шоков валютного курса на экономику через валютные интервенции центральных банков (*Stone 2009a*). Как правило, эти операции стерилизуются, т.е. дополняются соответствующими операциями центрального банка на открытом рынке по покупке или продаже государственных облигаций для того, чтобы они не оказывали воздействия на таргетируемый уровень процентной ставки. Особенностью стандартной монетарной политики является то, что она практически не воздействует на размер баланса центрального банка.

В условиях кризиса, когда стандартный трансмиссионный механизм монетарной политики перестает работать, у центрального банка возникает необходимость использовать нестандартные меры воздействия на экономику. Поскольку применение этих мер сопровождается либо значительным увеличением баланса центрального банка, либо серьезным изменением структуры его баланса, то такие меры называются балансовой политикой (*balance sheet policy*)<sup>5</sup>. Классификаций нестандартных мер балансовой политики была предложена в работах Bernanke, Reinhart (2004), Bini Smaghi (2009), Borio, Disyatat (2009) и Ishi et al. (2009)<sup>6</sup>.

Впервые классификация мер нестандартной монетарной политики появилась в статье Bernanke et al. (2004) (т.е. еще до

<sup>5</sup> См., например: (*Borio and Disyatat 2009*).

<sup>6</sup> Кроме балансовой политики, в развитых странах использовались также прямые операции по спасению финансовой системы. Так называемые «rescue operations». Примером может служить покупка Федеральной резервной системой прямых обязательств и ценных бумаг агентств, которые должны были поддерживать рынок ипотечных ценных бумаг, Fannie Mae и Freddie Mac.

мирового экономического кризиса 2007-2010 гг.) и относилась к мерам, которые применял Банк Японии для стимулирования экономики в условиях практически нулевых процентных ставок. Авторы выделили три группы мер: *количественное смягчение, кредитное смягчение и политику обязательств (commitment effect)*<sup>7</sup>. Borio and Disyatat (2009) в свою классификацию не включают меры политики обязательств, однако выделяют в отдельную категорию *расширенную кредитную поддержку (enhanced credit support)*, которая в классификации мер Bernanke and Reinhart попадает в меры кредитного смягчения. В 2009 году в IMF была разработана более подробная классификация мер (*Ishi 2009*), в которой представлена следующая типология мер: *количественное смягчение, кредитное смягчение и меры по увеличению ликвидности в национальной и иностранной валюте*. Особенностью этой классификации выступало то, что некоторые меры, которые ранее было принято относить к количественному и кредитному смягчению, были выделены авторами в качестве отдельной подкатегории мер в рамках мер по увеличению ликвидности в национальной валюте. Рассмотрим каждый из типов мер нестандартной монетарной политики более подробно.

Меры количественного смягчения (*quantitative easing*) направлены на увеличение денежной базы (обязательств центрального банка) и предполагают увеличение размера баланса центрального банка сверх уровня, необходимого для поддержания краткосрочной политической ставки на нулевом уровне. Обычно эта мера означает проведение операций на открытом рынке и предусматривает покупку центральным банком краткосрочных государственных ценных бумаг (что является стандартной мерой), однако в гораздо больших объемах, чем в нормальных некризисных условиях, что делает ее мерой нестандартной. Кроме того, нестандартность мер количественного смягчения состоит в том, что центральный банк покупает не только краткосрочные, но и долгосрочные государственные ценные бумаги (гособлигации с длительными сроками погашения). Наиболее важным положительным эффектом этой меры является то, что центральный банк, даже в условиях близости к нулю ставок по краткосрочным

<sup>7</sup> Меры политики обязательств предполагают предоставление гарантий центральным банком, что краткосрочная процентная ставка будет удерживаться на ключевом, как правило, очень низком уровне на протяжении длительного периода времени. Целью данной меры выступает воздействие на ожидания макроэкономических агентов относительно уровней краткосрочных процентных ставок. При высокой степени доверия агентов политикам меры могут привести к снижению и долгосрочных и краткосрочных процентных ставок, кроме того только лишь объявление о том, что центральный банк будет придерживаться определенной политики в течение длительного периода времени в будущем, может позволить экономике достичь таргетируемый уровень процентной ставки даже без реального изменения каких-либо политических переменных. В период недавнего кризиса такая мера была применена, например, ФРС США: в марте 2009 года ФРС сделал официальное заявление о том, что он будет поддерживать ставку процента на уровне 1% «в течение длительного периода времени».

ценным бумагам, имеет возможность воздействовать на долгосрочные процентные ставки. Покупая государственные облигации с длительным сроком погашения, центральный банк увеличивает стоимость и снижает ставки по долгосрочным безрисковым активам, на основе которых формируются ставки по всем остальным ценным бумагам.

Кроме того, вырученные от продажи облигаций средства коммерческие банки могут использовать для кредитования экономики, что ведет к постепенному восстановлению нормального функционирования финансового рынка.

Меры кредитного смягчения (*credit easing*) также направлены на насыщение экономики дополнительной ликвидности путем прямого (через кредиты) или косвенного (через покупку агентского долга и ценных бумаг, обеспеченных залоговыми, т.е. ценных бумаг частных фирм и частных агентов) предоставления кредитов центральным банком институтам финансового и реального секторов экономики, которые нуждаются в дополнительной ликвидности в условиях сокращения объемов кредитования на финансовых рынках. Таким образом, эта мера предполагает не только поддержку финансового сектора экономики, но и прямое воздействие на реальный сектор экономики.

*Меры по увеличению ликвидности (liquidity easing measures)* предполагают применение мер нестандартной монетарной политики по увеличению национальной валюты (*domestic liquidity easing, DLE*) и иностранной валюты (*foreign exchange liquidity easing, FELE*). Основной целью таких мер выступает предоставление ликвидности большому числу контрагентов и на большем количестве финансовых рынках для восстановления действия трансмиссионного механизма и как следствие для поддержки финансовой и макроэкономической стабильности. Особенностью мер по смягчению проблемы ликвидности в странах с развивающимися рынками было не только проведение центральным банком операций на открытом рынке, но, прежде всего, использование центральным банком своей функции как кредитора последней инстанции.

К таким мерам в отношении национальной валюты относятся:

- меры по *систематическому предоставлению ликвидности в национальной валюте (systemic domestic liquidity arrangements)*, предполагающие увеличение количества участников финансового рынка, которым доступны займы у центрального банка; ослабление требований по залогу; увеличение срока использования центральным банком инструментов по предоставлению ликвидности и т.п. (в классификациях других авторов такие меры относятся к количественному смягчению);

- меры по *предоставлению ликвидности через операции с ценными бумагами (securities liquidity provision)*, предусматривающие обмен неликвидных ценных бумаг частных компаний, которыми

владеют коммерческие банки, на ликвидные государственные облигации, которыми владеет центральный банк. Изменение относительного предложения ценных бумаг на рынке, вызванное таким изменением структуры баланса центрального банка, направленно и на снижение процентных ставок по долгосрочным ценным бумагам, через снижение процентных ставок по безрисковым государственным ценным бумагам, и на дополнительную поддержку банковского сектора экономики и компаний частного сектора (в классификациях других авторов такие меры относятся к кредитному смягчению);

- использование *инструментов прямого воздействия на денежный рынок (direct instruments in money markets)*, например, изменение нормы обязательных резервов или коэффициента ликвидности. Хотя эти меры представляет собой стандартные меры монетарной политики, однако в современных условиях они крайне редко используются центральными банками, поэтому их активное применение в период кризиса рассматривается как мера нетрадиционная.

Меры по смягчению проблемы ликвидности в отношении иностранной валюты включают:

- меры по *увеличению ликвидности в иностранной валюте (foreign exchange liquidity injection)*, предполагающие как проведение центральным банком валютных интервенций для ослабления давления на валютный курс, так и прямое предоставление ликвидности в иностранной валюте институтам, играющим важную роль в экономике (например, системообразующим банкам и компаниям реального сектора). Причем, интервенции на валютном рынке в этом случае используются не только для предоставления иностранной валюты с целью сглаживания колебаний валютного курса, но и для того, чтобы в случаях резкого роста спроса на иностранную валюту она через рыночные механизмы предоставлялась бы институтам, испытывающим в ней наибольшую потребность;

- *межбанковские валютные свопы (cross-central bank currency swap arrangements)*, представляющие собой своп-соглашения между центральными банками двух или более стран, в соответствии с которыми центральные банки стран, чья валюта относится к мировым резервным валютам, предоставляют ликвидность центральным банкам стран, валюта которых не является резервной. Впоследствии полученную иностранную валюту центральные банки предоставляют внутренним экономическим агентам<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Заметим, что центральные банки развитых стран, чьи валюты являются резервными, также использовали своп-соглашения в период кризиса, однако в отличие от развивающихся стран эти соглашения касались операций только с резервными валютами.



Представленная классификация является общей (теоретической) классификацией мер нестандартной монетарной политики, однако на практике монетарная политика в развитых странах и странах с развивающимися рынками имела свои специфические особенности. В целом, развитые страны более активно использовали *меры балансовой политики* (меры количественного и кредитного смягчения, и меры по предоставлению ликвидности через операции с ценными бумагами), в то время как страны с развивающимися рынками использовали *меры прямого воздействия* на финансовый сектор (например, изменение нормы обязательных резервов) или *валютную политику*. Также варьировалась *степень смягчения* монетарной политики в период кризиса и *время начала применения мер*, причем не только при сравнении проводимой политики в развитых странах и странах с развивающимися рынками, но и среди самих стран ЕМЕ.

Различия в применяемых мерах мягкой монетарной политики можно проследить на основе изменения величины и структуры баланса центральных банков разных стран. Более того, изменение баланса центрального банка может также быть использовано и как показатель степени смягчения политики, и как показатель, демонстрирующий, какие именно меры использовались наиболее активно развитыми странами, а какие – развивающимися странами.

Согласно статистическим данным, балансы центральных банков развитых стран начали быстро увеличиваться с сентября 2008 года, что было обусловлено *активным применением мер количественного и кредитного смягчения*, в результате чего происходило резкое увеличение резервов центральных банков за счет роста количества покупаемых ими государственных и частных ценных бумаг. Объемы предоставленной в итоге ликвидности в национальной валюте носили беспрецедентный характер, что свидетельствует о значительно более высокой степени смягчения монетарной политики в развитых странах, по сравнению со странами ЕМЕ<sup>9</sup>.

Размер балансов центральных банков стран ЕМЕ увеличивался медленнее и в значительно меньшей степени. Изменение балансов было связано с *активным проведением интервенций на валютном рынке* в условиях чрезмерного давления на валютные курсы этих стран (что приводило к сокращению золотовалютных резервов, и при отсутствии стерилизации сокращало балансы центральных банков), а также с увеличением предоставления дополнительной ликвидности в иностранной валюте. Помимо этого, во многих странах ЕМЕ центральные банки меняли норму обязательных резервов, а в некоторых странах политика центрального банка сопровождалась активными действиями фискальных властей по предо-

<sup>9</sup> Описание особенностей и классификация мер нестандартной монетарной политики см. в работах: (Disyatat 2008; Stella 2009; Borio and Disyatat 2009; Klyev 2009; Friedman and Kuttner 2010; Cecioni, Ferrero and Secchi 2011; Szczerbowicz 2011) и др.

ставлению ликвидности финансовым рынкам и, кроме того, по прямому и косвенному кредитованию реального сектора (Венгрия, Бразилия, Россия). Степень смягчения в национальной валюте была существенно ниже, а в иностранной валюте – выше, чем в развитых странах. Так, согласно исследованию Ishi, Stone и Yehoue (2009), собравших эпизоды нестандартных мер монетарной политики, проводившейся в 40 странах ЕМЕ, в течение первого полугодия с момента начала применения нестандартной монетарной политики (с сентября 2008 по май 2009 года) в 28 странах были сделаны вливания национальной валюты и в 20 странах – вливания иностранной валюты. Однако, в отличие от развитых стран, в странах с развивающимися рынками для этого практически не применялись меры по покупке государственных ценных бумаг, а в основном использовались инструменты прямого воздействия на денежный рынок<sup>10</sup>.

Столь ощутимые различия в типах, масштабах и во времени применения мер нестандартной монетарной политики в разных странах связаны с условиями, в которых оказались страны, вступая в кризис; с первостепенными проблемами, с которыми столкнулись центральные банки этих стран во время кризиса; и со степенью воздействия кризисов на ситуацию в финансовом и реальном секторах экономики, что обусловлено институциональными различиями развитых стран и стран ЕМЕ.

Рассмотрим особенности нестандартной монетарной политики в странах с развивающимися рынками более подробно.

• В отличие от развитых стран, центральные банки которых были вынуждены применить нестандартные меры монетарной политики, оказавшись в условиях «ловушки ликвидности» (практически нулевых процентных ставок), когда меры стандартной мягкой монетарной политики не только оказались слабо эффективны, но и вызывали опасения возникновения дефляции, которая, в свою очередь, могла оказать еще большее негативное воздействие на величину инвестиционных и потребительских расходов<sup>11</sup>, в развивающихся странах меры нестандартной монетарной политики применялись в условиях положительных процентных ставок. Процентные ставки лишь в нескольких экономиках ЕМЕ оказались близки к нулю (Гонконг, Сингапур, Чехия) – в большинстве стран номинальная процентная ставка составляла 5-11%<sup>12</sup>. Высокий уровень процентных ставок поддерживался центральными банками этих стран по нескольким причинам. Во-первых, сокращение ликвидности на финансовых рынках, связанное с распространением финансового кризиса среди всё большего количества стран,

<sup>10</sup> Странами ЕМЕ, которые использовали меры количественного смягчения в форме покупки центральным банком государственных ценных бумаг, были только Израиль и Южная Корея.

<sup>11</sup> В соответствии, с уравнением Фишера, даже в случае нулевых номинальных процентных ставок, при дефляции, реальная ставка процента оказывается положительной, а, следовательно, чувствительные к уровню ставки процента инвестиционные и потребительские расходы могут снизиться еще сильнее.

<sup>12</sup> По данным Всемирного банка. (<http://www.worldbank.org>).

привело к росту кредитных спрэдов по основной массе финансовых активов. В результате большинство валют стран ЕМЕ начали обесцениваться, поэтому высокий уровень процентной ставки выступал некой компенсацией инвесторам за высокий валютный риск. Во-вторых, монетарные власти не стремились переходить к политике смягчения, поскольку в условиях снижения уверенности инвесторов в будущем, значительное увеличение ликвидности в экономике повышало риск внезапной остановки притоков капитала и началу сильного оттока капитала, что усилило бы давление на валютные курсы и привело к еще большему снижению деловой активности в стране. И, наконец, высокие процентные ставки являлись следствием более высокого и волатильного уровня инфляции в странах ЕМЕ (в среднем он составил 5%)<sup>13</sup>. Центральные банки в странах с сохраняющейся высокой инфляцией на момент начала глобального кризиса в сентябре 2008 года испытывали большое опасение относительно усиления инфляционных процессов в национальных экономиках и усугубления ситуации в финансовом и реальном секторе экономики, и поэтому не торопились проводить политику по сокращению процентных ставок. Более того, в некоторых странах ЕМЕ с достаточно высокой инфляцией центральные банки даже повышали политическую ставку процента, проводя жесткую (т.е. проциклическую) монетарную политику, несмотря на явные признаки серьезного экономического спада. В итоге, центральные банки Азиатских стран, в которых уровень инфляции был изначально ниже и падал быстрее<sup>14</sup>, начали применять меры смягчения (т.е. перешли к контрциклической монетарной политике) раньше (с сентября 2008 года) и закончили их использовать также раньше (в первой половине 2009 года), в то время как меры мягкой монетарной политики в Латиноамериканских странах и других странах ЕМЕ с высокой инфляцией применялись лишь с конца 2008-начала 2009 года и вплоть до конца 2009 года.

В итоге в ряде стран ЕМЕ процентные ставки сохранялись на высоком уровне (а в некоторых странах даже росли вплоть до сентября 2008 года) до тех пор, пока не появились признаки сокращения инфляционного давления, вызванного снижением темпов роста мировой экономики и падением цен на товары. Вместо этого политики многих стран с развивающимися рынками использовали другие меры поддержки финансового и реального секторов экономики (в первую очередь, меры валютной политики). Таким образом, во многих странах с развивающимися рынками нестандартные меры монетарной политики по предоставлению ликвидности в иностранной валюте были применены раньше, чем были изменены политические процентные ставки (изменения произошли лишь в ноябре 2008), т.е. применение мер нестандартной монетарной политики предшествовало применению

<sup>13</sup> По данным Всемирного банка (<http://www.worldbank.org>).

<sup>14</sup> Например, в Китае уровень инфляции упал с 7,8% в 2008 году до -0,6% в 2009 году, в Индонезии – с 18,1% до 8,3%, в Малайзии – с 10,3% до -6,9%.

мер стандартной монетарной политики.

Развитые страны, напротив, начали использовать меры стандартной политики процентных ставок при первых признаках ухудшения ситуации на финансовых рынках и в реальном секторе экономики (а именно начиная с 2007 года и вплоть до осени 2008 года). Однако по мере приближения процентных ставок к нулю, усугубления финансового кризиса и началу глобальной рецессии, центральные банки развитых стран перешли к использованию нестандартной политики по предоставлению ликвидности (активное использование мер связано с крахом компании Lehman Brothers в сентябре 2008 года, которое считается точкой отсчета для мирового экономического кризиса).

Кроме того, в условиях положительных процентных ставок центральные банки стран с развивающимися рынками не нуждались в использовании именно мер кредитного и количественного смягчения (а часто и не имели возможности) для восстановления макроэкономической стабильности. Более того, поскольку страны с развивающимися рынками являются малыми открытыми экономиками, то первоочередной задачей центральных банков стран ЕМЕ в начале кризиса стало не допустить сильного обесценения национальной валюты (и как следствие избежать краха национальной финансовой системы), а не восстановить механизм денежной трансмиссии, как в развитых странах. Поэтому центральные банки этих стран использовали в большем объеме меры стандартной и нестандартной валютной политики.

Таким образом, в начале кризиса меры, применяемые в развитых странах, были направлены на поддержку внутреннего финансового сектора и на борьбу с несовершенствами на финансовых рынках, а также на поиск способов воздействия на экономику в обход каналу процентной ставки в условиях близости ставки процента к нулю. Применение кредитного и количественного смягчения позволяет решить именно эти проблемы. Также развитые страны, имеющие в среднем очень низкий уровень инфляции, могли не опасаться усиления инфляционных процессов во внутренних экономиках, а, следовательно, начали использовать нестандартные меры раньше и могли проводить смягчение в национальной валюте в большем объеме, чем страны ЕМЕ. Страны с развивающимися рынками, в условиях сокращения объемов ликвидности (в том числе долларовой) и усиления давления на валютные курсы, заботились о поддержке национальной валюты, поэтому активней использовали меры по предоставлению дополнительной ликвидности в иностранной валюте как на валютном рынке, так и на и финансовых рынках. И наконец, применение стандартных мер монетарной политики предшествовало применению мер нестандартной монетарной в развитых странах, в то время как в странах ЕМЕ стандартная и нестандартная «мягкая» монетарная политика применялась одновременно или нестандартные меры использовались раньше, чем меры политики процентных ставок.

- Причиной менее активного использования мер балансовой по-

литики в странах с развивающимися рынками по сравнению с развитыми странами стал такой важный институциональный фактор как разная степень развитости финансового и банковского секторов экономики. Применение мер кредитного и количественного смягчения оказывается более эффективным в странах с хорошо развитыми и хорошо функционирующими финансовыми рынками. (Отметим, что кредитное смягчение более эффективно в экономиках, где инвестиционные расходы финансируются через финансовые рынки, т.е. через покупку ценных бумаг компаний частного сектора, а количественное – в тех странах, где большая доля инвестиций финансируется через займы у банковского сектора). Поэтому развитые страны, в которых финансовый сектор чаще всего имеет сложную, однако хорошо развитую структуру могли использовать такие меры для воздействия на экономику в условиях кризиса.

Несмотря на то, что страны ЕМЕ все больше интегрируются в мировую торговлю и мировые финансовые отношения, экономики большинства стран ЕМЕ обычно имеют менее развитые финансовые рынки. Во-первых, недостаточно развит рынок ценных бумаг; как правило, он является небольшим, что существенно ограничивает возможности для проведения кредитного смягчения и использования мер по предоставлению ликвидности через операции с ценными бумагами. Во-вторых, в этих странах недостаточно развита банковская система, которая характеризуется низким уровнем конкуренции, большой долей государственного участия и высокой зависимостью от внешних источников кредитования, высокими издержками обработки информации, оценки проектов и мониторинга заемщиков, что заставляет банки сохранять высокие уровни банковских резервов (т.е. рынок внутреннего кредитования не велик). Во многих странах также велика доля неформального финансового сектора (например, в Индии и Китае). Все эти институциональные особенности финансовой сферы в странах ЕМЕ снижают скорость, с которой даже стандартная политика процентных ставок воздействует на финансовый и реальный сектор экономики. Что касается проведения политики через меры количественного и кредитного смягчения, в таких условиях она окажется не только слабо эффективной, но и в принципе могут появиться проблемы с возможностью её применения для стимулирования экономической активности.

Таким образом, страны с развивающимися рынками имеют недостаточно развитую банковскую систему и небольшие рынки ценных бумаг, по сравнению с развитыми странами, поэтому меры количественного и кредитного смягчения, а также меры по предоставлению ликвидности через операции с ценными бумагами, которые широко использовались в развитых странах, сложнее применить в этих странах на практике.

•Важную роль при выборе мер воздействия на экономику в период кризиса сыграла разная степень доверия к монетарным институтам

и прежде всего к центральному банку со стороны макроэкономических агентов. Во многих странах ЕМЕ уровень доверия к фискальным и монетарным властям существенно ниже, чем в развитых странах. Обычно это связано с неблагоприятной историей применения мер макроэкономической политики как в нормальной макроэкономической ситуации (например, применение «несогласованной во времени монетарной политики»<sup>15</sup>), так и в период предыдущих финансовых и экономических кризисов (например, во время Азиатских кризисов 1997-1998, экономического кризиса в России 1998 г, Аргентинского кризиса 1999-2002 года и т.д.).

Ожидания, а точнее опасения экономических агентов относительно воздействия монетарных властей на долгосрочный уровень инфляции в таких странах существенно ограничивает возможность применения мер балансовой монетарной политики. Это связано с тем, что по сравнению с мерами традиционной монетарной политики, некоторые нестандартные меры менее прозрачны, а их эффективность не столь очевидна. В результате и национальные, и иностранные агенты могут рассматривать нестандартные меры, особенно количественное смягчение как признак монетизации (накачивания экономики избыточной ликвидностью), что усиливает недоверие к монетарной политике из-за снижения покупательной способности национальной валюты и, более того, приводит к росту инфляционных ожиданий, и как следствие – к дополнительному усилению инфляции.

Второй аспект проблемы недоверия состоит в том, что в странах ЕМЕ цели кредитной политики значительно лучше могут достигаться фискальными властями, а не центральным банком. Во-первых, проведение даже стандартной монетарной политики в странах ЕМЕ является крайне сложной задачей, поскольку вынуждает центральные банки находить оптимальный баланс между стабильным уровнем цен, устойчивым ростом экономики и стабильностью национальной валюты (особенно сложно одновременно достичь этих целей при режиме фиксированного валютного курса или валютного «коридора»). Кроме того, центральные банки некоторых стран ЕМЕ уже имели не очень успешный опыт использования квазифискальных мер<sup>16</sup> в период предыдущих кризисов, что часто ассоциировалось с частичной потерей независимости центрального банка, а, следовательно, снижало уровень доверия макроэкономических агентов к его политике. Поскольку меры кредитной политики и меры по предоставлению ликвидности через операции с частными ценными бумагами в большой степени носят квазифискальный характер, то целесообразность их активного применения центральными банками в странах ЕМЕ с невысокой степенью

<sup>15</sup> Термин «несогласованная во времени монетарная политика» (time inconsistent monetary policy) применяется к ситуации нарушения обещаний со стороны монетарных властей, что в теории представлено моделью Кидланда-Прескотта.

<sup>16</sup> Под квазифискальными мерами понимаются меры, которые проводит центральный банк по указанию правительства и которые носят фискальный характер, например, прямое кредитование компаний частного сектора.

доверия населения к политическим деятелям является спорной. Именно поэтому в некоторых странах ЕМЕ проводимая монетарная политика в период кризиса сопровождалась применением мер кредитного смягчения со стороны фискальных властей, например, прямым кредитованием или покупкой контрольного пакета акций (т.е. по сути национализация) крупнейших компаний, находящихся на грани банкротства, частного сектора и банковского секторов.

Таким образом, монетарные власти в странах с низкой степенью доверия макроэкономических агентов к политическим институтам имеют ограниченные возможности по применению мер количественного и кредитного смягчения.

•Различия в типах мер нестандартной монетарной политики, их масштабах и времени проведения в развитых странах и странах с развивающимися рынками были обусловлены разной степенью воздействия финансового и экономического кризисов на эти группы стран. Так, финансовый кризис оказал более глубокое воздействие на развитые страны, так как они имеют большие и сложно функционирующие финансовые рынки, поэтому меры по финансовой стабилизации были для них гораздо более важными и имели первоочередное значение как основа для обеспечения макроэкономической стабильности.

При этом, в странах ЕМЕ негативное воздействие экономического кризиса оказалось более сильным, чем в развитых странах, поэтому основной целью стабилизационной политики в этих странах было обеспечение макроэкономической стабильности. Финансовая стабилизация в странах ЕМЕ зависела главным образом от внешних факторов, прежде всего, состояния мировых финансовых рынков и решения финансовых проблем развитыми странами, а единственное, что могли сделать центральные банки этих стран для предотвращения краха внутренней финансовой системы, было недопущение резкого обесценения национальной денежной единицы и большого оттока капитала. Именно этим обстоятельством объясняется столь значительная роль мер валютной политики в этих странах (валютных интервенций и увеличения предоставления иностранной валюты), что является важным отличием в нестандартных мерах, применявшихся в развитых странах и странах ЕМЕ. Среди развитых стран политику валютных интервенций применяла только Швейцарский национальный банк<sup>17</sup>, а центральные банки остальных развитых стран использовали лишь валютные своп-соглашения. В итоге, в большинстве стран ЕМЕ центральные банки предоставляли гораздо большее количество ликвидности в иностранной валюте, чем развитые страны. При этом, масштабы валютных интервенций центральных банков на рынках иностранной валюты в разных странах ЕМЕ определялись глубиной финансового и экономического кризисов, которая обуславливала степень обесценения национальной валюты.

<sup>17</sup> Швейцарский национальный банк проводил валютные интервенции для недопущения чрезмерного удорожания швейцарского франка.

• Несмотря на то, что все страны с развивающимися рынками испытали кризисные явления, степень воздействия кризиса на состояние национальных экономик значительно варьировалась. Среди стран с развивающимися рынками наиболее сильный спад наблюдался в Европейских странах (падение темпов роста ВВП в 2009 году составило соответственно в Эстонии -14,3%, Латвии -18%, Литве -14,7%, Румынии -8,5%, Словении -8%, Венгрии -6,8%), в странах Латинской Америке темпы роста также оказались отрицательными (в Мексике -6,2%, в Чили -1% и в Бразилия -0,3%), в то время как многие Азиатские страны демонстрировали достаточно высокие темпы роста, хотя эти темпы несколько замедлились по сравнению с докризисным периодом (например, темп роста экономики Китая в 2009 году составил 9,2% по сравнению с 9,6% в 2008 году, Индии 3,9% и 8,2%, Индонезии 4,6% и 6,0%).

Разная глубина экономического кризиса в странах с развивающимися рынками может быть объяснена целым рядом институциональных и макроэкономических особенностей этих стран, среди которых: размер экономики, степень зависимости от конъюнктуры мирового рынка, состояние торгового баланса, доля экспорта в ВВП, уровень внутреннего спроса и степень его падения в период кризиса, объемы иностранных заимствований финансового (прежде всего банковского) сектора, докризисный уровень международных резервов, величина оттока капитала, степень обесценения национальной валюты и др. Важность многих из этих факторов при принятии решения о применении нестандартных мер подтверждается эмпирическим анализом систематических мер по предоставлению ликвидности в странах ЕМЕ в период с сентября 2008 года по март 2009 года, проведенным Yehoue (2009)<sup>18</sup>.

Падение цен на сырье и энергоносители спровоцировало более серьезные спады в странах-экспортерах природных ресурсов (Россия, Чили). Страны с меньшей долей экспорта в ВВП (Филиппины, Пакистан) или с более сильным внутренним спросом (Китай, Индонезия) были менее подвержены ухудшению конъюнктуры на мировых рынках и сокращению спроса со стороны стран - основных торговых партнеров.

Большое отношение иностранного долга банковского сектора к ВВП также провоцировало более серьезные спады в некоторых странах ЕМЕ. Действительно, страны с высокой зависимостью от иностранных заимствований (т.е. те, в которых кризису предшествовал кредитный бум, финансируемый иностранными банками, и в которые поэтому до кризиса происходил большой приток капитала) испытали более резкое падение ВВП во время кризиса, хотя и меньшее по сравнению с предыдущими кризисами. Такое падение совокупного выпус-

<sup>18</sup> Этот анализ показал, что наиболее важными факторами в принятии такого решения являются: размер экономики, доступность международных рынков кредитования, спреда по CDS spreads, степень обесценения валюты, состояние торгового баланса.



ка было обусловлено значительным оттоком капитала из-за сокращения ликвидности на финансовых рынках развитых стран, что привело к резкой нехватке ликвидности на национальных кредитных рынках и к обесценению национальных валют, что, в свою очередь в еще большей степени усугубило ситуацию в реальном секторе экономики.

Уровень резервов иностранной валюты также влиял на степень воздействия кризиса на экономику (в первую очередь это было актуально для стран, поддерживающих режим фиксированного или близкого к фиксированному валютному курсу). Страны, которые до кризиса обладали более высоким уровнем международных резервов (по отношению к денежной массе  $M2$ ), обычно испытывали меньшее отклонение в спредах суверенного долга и меньшее снижение выпуска в период кризиса, так как большой объем резервов иностранной валюты помогал сгладить колебания валютных курсов. Страны с более низким отношением величины резервов иностранной валюты к величине денежной массы, согласно исследованию Obstfeld, Shambaugh and Taylor (2009), испытали большее обесценение национальной валюты, что усиливало негативное воздействие кризисов на внутреннюю экономику. Однако, страны, которые обладали международными резервами, превышавшими величину краткосрочного государственного долга и текущего дефицита торгового баланса, не имели существенных преимуществ в сглаживании колебаний национальных валют. Например, Банк России, несмотря на использование почти трети запасов международных резервов иностранной валюты (резервы сократили с 596,6 млрд. долл. в сентябре 2008 года до 383,8 млрд. долл. к маю 2009 года) для поддержания национальной валюты, был вынужден провести плавную девальвацию рубля, итогом которой стало обесценение рубля более чем на 40% к февралю 2009 года (36,2 руб./долл.) по сравнению с сентябрем 2008 года (24,9 руб./долл.).

Таким образом, в странах с развивающимися рынками, чьи экономики в силу своих институциональных особенностей оказались менее уязвимы, наблюдалось меньшее падение ВВП в период кризиса, в то время как в странах с более тесными международными связями и большей зависимостью от спроса со стороны развитых стран или с большим объемом внешнего долга, спад был гораздо более сильным.

Более высокая подверженность внешним шокам существенно ограничивает возможность центрального банка по проведению стандартной и тем более нестандартной монетарной политики, поскольку любое вливание дополнительной ликвидности (например, через меры количественного смягчения) может спровоцировать усиление оттоков капитала, усугубляя ситуацию в стране. Действительно, согласно эмпирическим исследованиям Coulibaly (2012), степень смягчения монетарной политики в странах ЕМЕ обратно зависит от степени подверженности экономики внешним шоком, которая выражается в спредах по кредитным дефолтным свопам (CDS spreads). Поэтому объем предоставленной ликвидности в национальной валюте в этих странах в

среднем оказался ниже, чем в развитых.

И, наконец, степень воздействия кризиса предопределила разницу во времени применения нестандартных мер. Страны, экономики которых были менее подверженные воздействию кризиса, в целом вступили в фазу кризиса позже и вышли из него раньше, чем болееязвимые к внешним шокам страны, поэтому и меры нестандартной монетарной политики в этих странах были применены позже и свернуты раньше, чем в странах, пострадавших сильнее.

Итак, проведенный анализ показал, что, хотя все страны – и развитые и с развивающимися рынками – использовали нестандартную монетарную политику в период мирового финансового и экономического кризиса 2007-2010 годов, имеются существенные различия и в выборе таких мер, и в степени и масштабах их применения, и во времени проведения, и даже в своеобразии использования одной и той же меры. Такие различия обусловлены институциональными особенностями экономик этих стран, которые не только предопределили специфические черты проявления кризиса в странах ЕМЕ, но и условия его протекания, и способы борьбы с ним, и специфику нестандартных монетарных мер. При этом, поскольку страны ЕМЕ весьма неоднородны, серьезные различия в проведении нестандартной монетарной политики были характерны и для самих стран, входящих в эту группу.

#### ЛИТЕРАТУРА

Бюллетень прогнозов МВФ «Перспективы развития мировой экономики» за 2011 и 2012 гг.

*Bernanke, B., Reinhart, V. and Sack, B. (2004). "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment" // *Brooking Papers on Economic Activity*. Vol. 35(2).1-100.*

*Bernanke, B.S. (2009). "The Crises and the Policy Response", Stamp Lecture at the London School of Economics. 13 January 2009. London, England.*

*Bini Smaghi, L. (2009). "Conventional and Unconventional Monetary Policy", Keynote Lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB). Geneva. April, 28.*

*Borio, C. and Disyatat, P. (2009). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal // *BIS Working Paper*. No 292.*

*Coulibaly, B. (2012). Monetary Policy in Emerging Market Economies: What Lessons from the Global Financial Crisis? Board of Governors of the Federal Reserve System // *International Finance Discussion Papers*. №1042.*

*Ishi, K., Stone M., and Yehoue E. (2009). Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies // *IMF Working Papers*. WP/09/226.*

*Kozicki, S., Santor, E. and Suchanek, L. (2011). "Unconventional Monetary Policy, Central Bank Balance Sheets and Long-Term Forward Rates." In *Lessons for Monetary Policy from the Financial Crisis*. Cam-*

bridge University Press.

*Klyuev, V., De Imus, P. and Srinivasan, K. (2009). "Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies" // IMF Working Papers. SPN 09/27.*

*Lenza, M., Pill, H. and Reichlin, L. (2010). Monetary Policy in Exceptional Times // ECB Working Paper. No. 1253.*

*Llaudes, R., Salman, F. and Chivakul, (2010). "The Impact of the Great Recession on Emerging Markets" // IMF Working Papers. WP/10/237.*

*Moreno, R. (2011). Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies // BIS Working Paper. №54.*

*Stone, M., Fujita, K. and Ishi, K. (2011). Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far // IMF Working Paper. No 145.*

*Szczerbowicz, U. (2011). Are Unconventional Monetary Policies Effective? // Working Papers CELEG. No 1107.*

*Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses // Monetary and Economic Studies. No 25 (1). 1-48.*

*Yehoue, E. (2009). Emerging Economy Responses to the Global Financial Crisis of 2007–09: An Empirical Analysis of the Liquidity Easing Measures // IMF Working Papers. WP/09/265.*