

Неисследованная территория

Когда наступательная денежно-кредитная политика оказывает противодействие кризису

ТЕКУЩИЙ спад в мировой экономике, вероятно, не будет столь же суровым, как Великая депрессия, отчасти благодаря энергичной ответной реакции директивных органов всего мира. Восемьдесят лет назад директивные органы изначально даже не были убеждены в необходимости либерализации денежно-кредитных условий, и они несут основную ответственность за последовавшую депрессию. Приводимый ниже график показывает, насколько радикально изменились представления экономической политики с того времени.

В середине 2007 года, когда начался кризис, Федеральная резервная система США (ФРС) отреагировала на него резким снижением целевого показателя процентной ставки, определяемой политикой, — ставки по федеральным фондам, по которой банки предоставляют друг другу кредиты «овернайт», — и введением специальных механизмов, обеспечивающих доступ к ликвидности всем участникам финансовой системы. В то же время, слишком большой объем денежной массы в системе заставил бы ставку по федеральным фондам опуститься ниже целевого показателя и, возможно, вызвал бы инфляцию, поэтому ФРС стала продавать ценные бумаги Казначейства США в целях поглощения ликвидности.

После краха фирмы Lehman Brothers в сентябре 2008 года финансовые и экономические условия резко ухудшились. ФРС вновь понизила ставку по федеральным фондам, ввела еще больше новых механизмов и, теперь уже, допустила увеличение размера своего баланса более чем вдвое всего за несколько месяцев, расширив банковские резервы и, как следствие, денежную базу. Однако более широкие агрегаты повысились лишь ненамного, ввиду осторожного поведения банков.

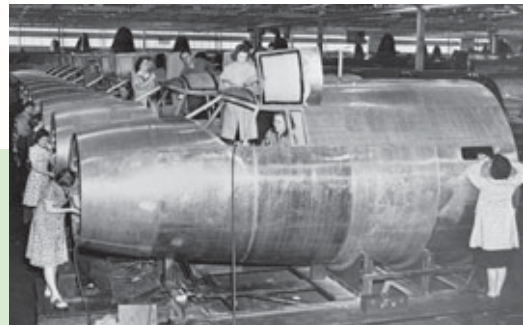
В результате увеличения баланса ФРС стало трудно поддерживать ставку по федеральным фондам вблизи целевого показателя, определяемого политикой, и в декабре 2008 года ФРС снизила эту ставку до целевого диапазона с 0 до 0,25 базисных пунктов. Хотя возможностей для дальнейшего снижения процентной ставки больше нет, ФРС по-прежнему в состоянии проводить денежно-кредитную политику путем изменения структуры и размера своего баланса. И эта возможность имеет решающее значение, учитывая нарастающую угрозу дефляции.

Великая депрессия, великое переосмысление

В 1930 году ФРС ужесточила политику, что способствовало началу Великой депрессии, а в 1937 году слишком рано стала сдерживать экономический рост, затормозив возобновление подъема и столкнув экономику в рецессию. В промежутке она действительно увеличила денежную массу, но значительно менее решительно, чем это сделала ФРС на этот раз.

Финансы для ведения войны

Федеральная резервная система покупала казначейские долговые обязательства во время Второй мировой войны, когда правительству приходилось заимствовать средства в крупных масштабах для финансирования его существенно возросших расходов на оборону. Поскольку ФРС помогала финансировать рекордно высокий дефицит бюджета, денежная база резко колебалась в 1940-е годы, но эти колебания не могут сравниться с приростом осенью 2008 года.



Скорректированная денежная база США, годовое изменение в процентах



Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса.

Подготовили Коши Матай и Саймон Уилсон, Международный Валютный Фонд.



За пределами графика

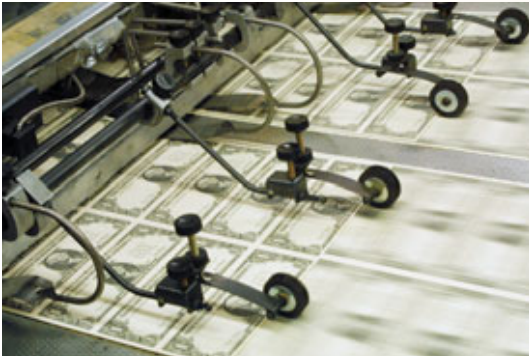
Уже удвоив размер своего баланса, ФРС в настоящее время готова увеличить его еще больше, выведя траекторию денежной базы (отмеченную синей линией) далеко за верхний край этой страницы. В марте 2009 года ФРС объявила, что она существенно увеличит объем закупок ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, и долговых обязательств, выпущенных агентствами по жилищному финансированию США Fannie Mae и Freddie Mac. Кроме того, она сообщила, что начнет покупать долгосрочные облигации Казначейства США, вместо краткосрочных казначейских ценных бумаг, с которыми она обычно проводила операции.

Выход на эту сторону

Несомненно, предпринятое ФРС резкое расширение денежной базы было обоснованным, учитывая резкий экономический спад и риск дефляции. Но стратегия выхода может оказаться сложной.

После того, как начнется возобновление экономического роста и банки перестанут испытывать нежелание предоставлять в кредит свои резервы, ФРС потребуется быстро сократить денежную базу, чтобы предотвратить инфляцию. Разумеется, определить правильный момент для этого непрост.

Но даже если будет ясно, когда следует начинать сокращать денежную массу, как именно это сделать может быть менее очевидным, поскольку на балансе ФРС в настоящее время имеется ряд активов, которые являются относительно долгосрочными и неликвидными, и потому быстро продать их будет нелегко. Недавно ФРС упомянула о возможности выпускать свои собственные долговые обязательства как еще один способ сократить банковские резервы.



В основном наличные

Жирная синяя черта на графике показывает годовой темп роста скорректированной денежной базы США, то есть суммы фактических наличных денег в экономике и банковских резервов, которые потенциально также могут быть предоставлены в кредит и израсходованы. Помимо резкого прироста при наступлении 2000 года, когда люди боялись, что компьютерные системы откажут и поэтому запасались наличностью, рост денежной базы США был относительно стабильным со времен Второй мировой войны до конца 2008 года.

Более тонкая красная линия на графике показывает, почему нависшей угрозы инфляции не существует, несмотря на взрывное увеличение денежной базы. Все эти денежные средства, закачанные в банковские резервы, там же и остались — они хранятся в кассах банков. Тонкая красная линия показывает тенденцию изменения показателя M2, который представляет собой денежную базу, показанную синей линией, плюс средства на личных и корпоративных чековых и сберегательных счетах. Этот более широкий показатель денежной массы увеличивался лишь в незначительной степени.



Следите за снижающимися ценами

Потребители любят низкие цены на товары, которые они покупают. Но если цены упадут в целом и будут продолжать падать (тенденция, известная как дефляция), существует риск того, что экономика войдет в опасную нисходящую спираль. Почему? Потому что из-за дефляции заимствование выглядит дорогостоящим даже при очень низких процентных ставках, что ведет к сокращению инвестиций, снижению роста и, как следствие, еще более низким ценам. А также потому, что из-за дефляции выплата потребительского кредита представляется более дорогостоящей, что заставляет людей считать себя беднее и тратить меньше денег, что, в свою очередь, способствует дальнейшему сниже-

нию цен. И, наконец, потому, что из-за дефляции потребители могут откладывать покупки в надежде на то, что потом за них можно будет заплатить меньше. Но если все покупатели займут выжидательную позицию, цены еще больше снизятся и экономика может вступить в порочный круг. Не допустить такого исхода чрезвычайно важно, и это помогает объяснить, почему ФРС расширила денежную базу в таких масштабах, как показано на графике. Это также является одной из главных причин, почему правительства во всем мире задействовали крупные пакеты налогово-бюджетных стимулов.

