



Что такое денежно-кредитная политика?

Коши Матай

ДЕНЕЖНО-кредитная политика выступает во множестве облиций. Но, как бы это ни выглядело внешне, как правило, она сводится к корректировке денежной массы в экономике для достижения определенного сочетания стабилизации инфляции и объема производства.

Большинство экономистов согласилось бы с тем, что в *долгосрочном плане* объем производства фиксирован, поэтому любые изменения в денежной массе приводят лишь к изменению цен. Но в *краткосрочном плане*, поскольку цены и заработная плата не корректируются мгновенно, изменения в денежной массе могут влиять на фактическое производство товаров и услуг. Именно поэтому денежно-кредитная политика, обычно проводимая центральными банками, такими как Федеральная резервная система США (ФРС) или Европейский центральный банк (ЕЦБ), является значимым инструментом политики для достижения целей в области инфляции и экономического роста.

Во время рецессии, к примеру, потребители перестают тратить столько же денег, сколько они тратили раньше; объем производства предприятий сокращается, заставляя фирмы увольнять работников и прекращать инвестировать средства в новые производственные мощности; и могут также снизиться внешние потребности в экспорте из данной страны. Коротко говоря, имеет место *сокращение совокупного спроса*, на которое правительство может отреагировать, проводя политику, противодействующую тому направлению, по которому движется экономика. Этим предпочтительным *контрциклическим* инструментом часто служит денежно-кредитная политика.

Такая контрциклическая политика должна приводить к желаемому расширению объема производства (и занятости). Но, поскольку она влечет за собой увеличение денежной массы, она вызывает также повышение цен. Когда производство в стране приближается к полной загрузке мощностей, растущий спрос оказывает давление на себестоимость производства, включая заработную плату. Затем работники используют свои возросшие доходы для покупки большего количества товаров и услуг, что приводит к еще большему росту цен и вызывает повышение общего уровня инфляции — результат, которого директивные органы обычно стремятся избежать.

Двойная цель

Таким образом, денежно-кредитные органы должны обеспечивать равновесие между целями в отношении цен и объема производства. Действительно, даже те центральные банки, которые, подобно ЕЦБ, устанавливают целевые показатели только по инфляции, признают, что они также уделяют внимание стабилизации объема производства и поддержанию почти полной занятости в экономике. А для ФРС, которая имеет четкий двойной мандат от Конгресса США, цель по обеспечению занятости официально признана и приравнена по значимости к цели по инфляции.

Денежно-кредитная политика не является единственным инструментом регулирования совокупного спроса на товары и услуги. Другим инструментом является налогово-бюджетная политика — налогообложение и расходы, — и правительства широко используют ее в ходе текущего кризиса. Однако для законодательного закрепления изменений налогов и расходов обычно требуется время, и когда такие изменения вступают в силу как закон, их бывает политически трудно отменить. К тому же существует проблема того, что потребители могут не отреагировать на бюджетные стимулы так, как предполагалось (например, они могут сберегать, а не тратить средства, полученные в результате снижения налога), и легко понять, почему денежно-кредитная политика обычно рассматривается как первая линия защиты при стабилизации экономики во время спада. (Исключение составляют страны с фиксированным валютным курсом, где денежно-кредитная политика полностью увязана с целевым уровнем валютного курса.)

Независимая политика

Хотя денежно-кредитная политика является одним из наиболее важных экономических инструментов правительства, большинство экономистов считает, что в оптимальном случае она должна проводиться центральным банком (или аналогичным ведомством), который независим от избранного правительства. Это убеждение сложилось вследствие проведенного примерно 30 лет назад научного исследования, в котором выделялась проблема временного несоответствия. Денежно-кредитные органы, которые были менее независимы от правительства, полагали, что в их интересах обещать низкую инфляцию, с тем чтобы удерживать инфляционные ожидания потребителей и предприятий на низком уровне. Однако затем, в ответ на последующие события, им могло оказаться трудно противодействовать расширению денежной массы, что приводило к неожиданной инфляции. Такая неожиданность вначале вызывала рост объема производства благодаря более дешевой рабочей силе (заработная плата меняется медленно), а также приводила к сокращению реальной, или скорректированной по инфляции, стоимости государственного долга. Но люди вскоре начинали осознавать это инфляционное смещение и резко повышали свои ожидания в отношении роста цен, что затрудняло директивным органам задачу когда-либо достичь низкой инфляции.

Для того чтобы преодолеть проблему временного несоответствия, некоторые экономисты предлагали, чтобы директивные органы придерживались правила, которое лишало их полной свободы действий по корректировке денежно-кредитной политики. Однако на практике вызывающая доверие приверженность какому-либо правилу (возможно, сложному) оказалась трудным делом. Альтернативное решение, которое, тем не менее, позволяло бы защитить этот процесс от политического влияния и укрепить доверие населения к твердому намерению

властей поддерживать низкую инфляцию, заключалось в передаче полномочий по проведению денежно-кредитной политики *независимому* центральному банку, в значительной степени огражденному от политического процесса — ситуация, которая уже существовала в ряде стран. Имеющиеся данные показывают, что независимость центрального банка действительно ассоциируется с более низкой и более стабильной инфляцией.

Проведение денежно-кредитной политики

Каким образом центральный банк меняет денежно-кредитную политику? Основной подход заключается в том, чтобы попросту корректировать размер денежной массы. Обычно это делается при помощи операций на открытом рынке, в ходе которых производится обмен краткосрочными государственными долговыми обязательствами с частным сектором. Например, если ФРС покупает или занимает казначейские векселя у коммерческих банков, центральный банк вносит денежные средства на соответствующие счета, называемые резервами, которые банки обязаны поддерживать. Это увеличивает денежную массу. Наоборот, если ФРС продает или ссужает казначейские векселя банкам, платеж, который она получает взамен, сокращает денежную массу.

Хотя многие центральные банки в течение ряда лет делали попытки использовать явные целевые показатели роста денежной массы, такие целевые показатели стали гораздо менее распространенными, так как оценить корреляцию между денежной массой и ценами стало труднее, чем раньше. Многие центральные банки перешли к использованию инфляции в качестве целевого показателя — либо единственного, либо в сочетании с возможной неявной целью в отношении экономического роста и/или занятости.

Когда центральный банк выступает с публичными сообщениями о денежно-кредитной политике, он обычно сосредоточивает внимание на процентных ставках, к которым он стремится, а не на какой-либо конкретной сумме денег (хотя для достижения желаемых процентных ставок могут потребоваться изменения в денежной массе). Как правило, внимание центрального банка направлено на одну ставку интервенции — обычно краткосрочную, и нередко суточную ставку, по которой банки занимают средства друг у друга. Когда центральный банк вливает деньги в систему, покупая или занимая ценные бумаги, что в обиходе называется *ослаблением* политики, эта ставка снижается. Обычно она повышается, когда центральный банк *ужесточает* политику, поглощая резервы. Центральный банк ожидает, что изменение ставки интервенции будет передаваться на все другие процентные ставки, имеющие значение в экономике.

Механизмы передачи воздействия

Изменение денежно-кредитной политики оказывает значимое влияние на совокупный спрос и, следовательно, на объем производства и цены. Существует ряд способов, при помощи которых воздействие мер политики передается на реальную экономику (Ireland, 2008).

Способ, которому традиционно уделяется внимание, — это *механизм процентной ставки*. Например, если центральный банк ужесточает политику, стоимость заимствования возрастает, потребители реже покупают вещи, для которых они в обычных условиях использовали бы финансирование (такие как дома или автомобили), а предприятия меньше инвестируют в новое оборудование, программное обеспечение или здания. Этот пониженный уровень экономической активности должен соответствовать более низкой инфляции, так как более низкий спрос обычно означает более низкие цены.

Но это еще не все. Повышение процентных ставок также, как правило, снижает чистую стоимость собственного капитала предприятий и физических лиц (так называемый *балансовый механизм*), в связи с чем им становится труднее удовлетворять

требованиям для получения кредитов по любой процентной ставке, что сокращает расходы и ценовое давление. Кроме того, повышение ставок делает банки в целом менее прибыльными и потому снижает их готовность предоставлять кредиты — *механизм банковского кредитования*. Как правило, высокие ставки ведут к повышению валютного курса, так как иностранные инвесторы стремятся получить более высокую прибыль и увеличивают спрос на данную валюту. Под действием *механизма валютного курса* экспорт сокращается, так как он становится более дорогим, а импорт возрастает, так как он становится более дешевым. Это, в свою очередь, приводит к сокращению ВВП.

Денежно-кредитная политика оказывает еще одно важное воздействие через ожидания — самосбывающийся компонент инфляции. Многие контракты о заработной плате и ценах заключаются заранее на основе прогнозов инфляции. Если директивные органы повышают процентные ставки и сообщают о предстоящих дальнейших повышениях, это может убедить население в том, что директивные органы всерьез намерены держать инфляцию под контролем. Тогда долгосрочные контракты со временем будут обеспечивать более умеренные повышения заработной платы и цен, что, в свою очередь, позволит удерживать инфляцию на низком уровне.

Когда ставкам больше некуда снижаться

За последние два года центральные банки во всем мире резко понизили ставки интервенции (в некоторых случаях до нуля), исчерпав возможности для их снижения. Тем не менее, они находят нетрадиционные пути, чтобы продолжать либерализовать политику.

Один из подходов заключался в покупке финансовых инструментов в больших объемах на рынке. Эта так называемая *количественная либерализация* увеличивает размеры баланса центрального банка и вливает новые денежные средства в экономику. Банки получают дополнительные резервы (депозиты, которые они хранят в центральном банке), и денежная масса возрастает.

Тесно связанный с предыдущим вариант, *кредитная либерализация*, также может увеличить размеры баланса центрального банка, но в нем больший упор делается на *структуру* этого баланса, то есть виды приобретаемых активов. В ходе текущего кризиса многие конкретные кредитные рынки оказались блокированными, и результатом было то, что механизм процентной ставки не работал. Центральные банки отреагировали на это при помощи мер, напрямую нацеленных на эти проблемные рынки. Например, ФРС создала специальный механизм для покупки коммерческих ценных бумаг (корпоративных долговых обязательств с очень короткими сроками), с тем чтобы обеспечить предприятиям непрерывный доступ к оборотному капиталу. Она также закупила ценные бумаги, обеспеченные ипотеками, для поддержки финансирования жилья.

Некоторые утверждают, что кредитная либерализация слишком приближает денежно-кредитную политику к промышленной политике, поскольку центральные банки обеспечивают поток финансирования в различные части рынка. Но количественная либерализация носит не менее противоречивый характер. Она связана с покупкой более нейтральных активов, таких как государственный долг, но смещает операции центрального банка в направлении финансирования дефицита государственного бюджета, возможно, ставя под сомнение его независимость.

В настоящее время, когда глобальная экономика, как представляется, восстанавливается, основное внимание переключается на разработку стратегии выхода: каким образом центральные банки могут свернуть свои чрезвычайные операции по интервенции и ужесточить политику, с тем чтобы инфляция не превратилась в проблему в будущем? ■

Коши Матай — постоянный представитель МВФ в Шри-Ланке.