



УРАВНЕНИЕ НЕРАВЕНСТВА



Центральным банкам следует лучше распространять информацию о распределительных эффектах денежно-кредитной политики

Нина Будина, Кьяра Фратто, Дениз Иган
и Элен Пуарсон

Центральные банки во всем мире реагируют на экономические последствия пандемии COVID-19 путем значительного смягчения денежно-кредитной политики, включая сокращение процентных ставок и покупку активов. Такие адаптивные меры политики сыграли свою роль в ограничении последствий пандемии. Но приводят ли эти меры в то же время к росту неравенства — вопрос спорный. Считается, что денежно-кредитная политика отчасти ответственна за рост рынков акций с низких пандемийных уровней, что в первую очередь является хорошей новостью в основном для богатых. Однако смягчение денежно-кредитной политики способно и сокращать неравенство; например, потому, что низкие процентные ставки могут побуждать малые предприятия брать кредиты и нанимать рабочую силу.

Итак, в целом, мягкая денежно-кредитная политика увеличивает или сокращает неравенство?

Познакомьтесь с Сэмсонами

Обсуждение денежно-кредитной политики часто бывает довольно абстрактным, так что давайте порассуждаем о ней на более личном уровне. Что это значит для вас, когда ваш центральный банк смягчает денежно-кредитную политику? Хорошо это или плохо для ваших финансов, и как обстоят у вас дела по сравнению с другими? На базовом уровне это зависит от ваших доходов, богатства, сбережений и долгов.

В качестве иллюстрации давайте познакомимся с Сэмсонами — гипотетической семьей в составе Лизы, молодой женщины двадцати с небольшим лет; ее родителей Маргариты и Гомеро; и ее дяди Артуро, бухгалтера на шестом десятке. Как смягчение денежно-кредитной политики затрагивает их?

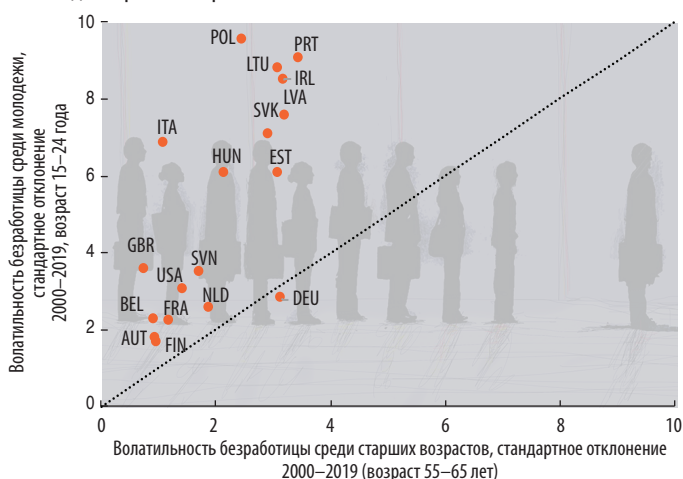
Начнем с Лизы, которая работает официанткой, чтобы оплачивать свое заочное обучение на медсестру. Сейчас она низкоквалифицированный работник и зарабатывает меньше, чем старшие, более квалифицированные и более опытные работники, такие как ее дядя Артуро. В ходе рецессии Лиза также с большей вероятностью может лишиться работы и стать безработной (см. рис. 1).

К счастью для Лизы, смягчение денежно-кредитной политики смягчает влияние рецессий на безработицу. Действуя через этот канал трудового дохода, смягчение денежно-кредитной политики стимулирует экономическую активность и сокращает безработицу, принося непропорционально большие выгоды более молодым, менее опытным и ниже оплачиваемым работникам, которые часто первыми теряют работу при наступлении рецессии. В отсутствие смягчения денежно-кредитной политики Лиза с большей вероятностью потеряла бы работу, а разрыв в трудовых доходах между ней

Рисунок 1

Молодо-зелено

Молодые могут стать безработными с большей вероятностью, чем люди старшего возраста.



Источники: Организация экономического сотрудничества и развития; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Молодые люди, которые обычно зарабатывают меньше, сталкиваются с повышенным риском безработицы, поскольку безработица среди молодежи более чувствительна к экономическим циклам. Данные помечены кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

и ее дядей стал бы еще больше. Даже если бы Лиза нашла новую работу, такая работа могла бы быть нестабильной — например, на краткосрочном трудовом договоре и с минимальным соцпакетом.

Теперь посмотрим на Артуро, который получает зарплату, имеет доход от капитала — инвестиций в облигации и акции — и владеет собственным домом. Сниженные процентные ставки увеличат его доход от капитала; поэтому Артуро выиграет через канал состава дохода, равно как и от роста стоимости своих инвестиций в облигации, акции и недвижимость через канал бухгалтерского баланса. Лиза же не выиграет напрямую ни от повышения дохода от капитала, ни от роста цен на активы, поскольку никаких активов у нее нет.

Наконец, рассмотрим случай Маргариты и Гомеро — пенсионеров, всю свою жизнь откладывавших сбережения, которые живут на свой пенсионный доход и проценты с банковских вкладов. Их накопления превышают их расходы. Лиза, с ее кредитами на обучение и на автомобиль, — чистый заемщик. При снижении процентных ставок Лиза должна будет банку меньше процентных выплат — либо потому, что ее ставка снизится (если кредит выдан по плавающей



ставке), либо потому, что она сможет рефинансировать его по более низкой ставке. Но Маргарита и Гомеро проигрывают, так как их процентный доход в результате сокращения процентных ставок упадет (причем возможно, что упадет он и в реальном выражении, так как смягчение денежно-кредитной политики может разогнать инфляцию). А их пенсионный доход может снизиться в реальном выражении.

При прочих равных условиях смягчение денежно-кредитной политики в общем случае невыгодно для владельцев сбережений с небольшими долгами и большими банковскими вкладами, но приносит пользу чистым заемщикам (Auclert, 2019; Tzamougrani, 2021). Иными словами, оно перераспределяет средства от тех, кто делает сбережения, к заемщикам: этот канал известен как «перераспределение сбережений».

Победителем объявляется...

Чистый эффект для Лизы, ее родителей и ее дяди будет зависеть от комбинированного воздействия мер денежно-кредитной политики по различным каналам, поскольку по некоторым каналам они выиграют, а по другим — проигрывают.

Лиза, например, выиграет от смягчения денежно-кредитной политики через свои трудовые доходы и за счет снижения стоимости обслуживания долга, хотя и не получит непосредственных выгод от роста цен на активы.

Артуру в результате смягчения денежно-кредитной политики выиграет и от повышения своих трудовых доходов, и от роста дохода от капитала, но, если он чистый «сберегатель», он понесет потери, так как его процентный доход сократится. Потери Маргариты и Гомеро от снижения процентного дохода от их сбережений могут компенсироваться

повышением стоимости их дома — а также тем, что им больше не придется помогать своей в прошлом испытывавшей финансовые затруднения дочери, если денежно-кредитные меры помогут ей получить работу.

Различные каналы

Как мы видим на примере Сэмпсонов, масштаб распределительных эффектов от смягчения денежно-кредитной политики зависит от относительной важности различных каналов, которая также может варьироваться в зависимости от характеристик различных стран.

Например, в странах с более широким доступом к финансовым услугам бедным домашним хозяйствам легче получить доступ к кредиту, и они с большей вероятностью могут быть в состоянии брать ипотеку на покупку жилья — а значит, они выигрывают от снижения процентных ставок. В других странах люди, в основном покупающие дома за собственные средства, выгоды от более низких ставок не получают. В странах с основанными на банках финансовыми системами люди, держащие свои сбережения на банковских вкладах и не имеющие долгов, в результате смягчения денежно-кредитной политики могут оказаться в проигрыше из-за воздействия канала перераспределения сбережений. В странах с более развитыми системами социальной защиты снижение риска безработицы для работников с понизившимися доходами в результате смягчения денежно-кредитной политики может ощущаться в меньшей степени, чем в странах с менее развитой системой социальной защиты.

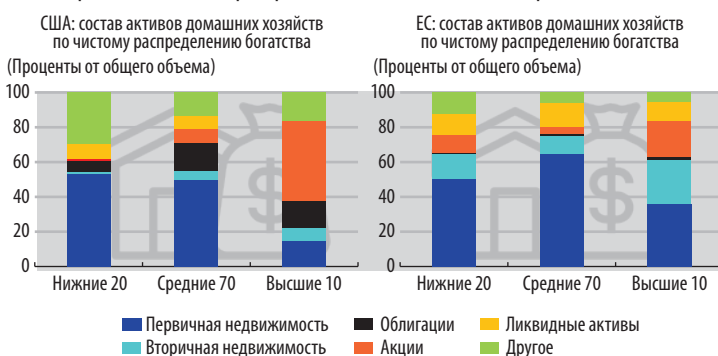
В Европейском союзе и США воздействие балансового канала на неравенство может различаться в зависимости от видов активов, которыми владеют люди. Доход от капитала в основном имеет наибольшее значение для самых богатых домашних хозяйств, потому что у них больше финансовых активов. Это особенно верно в случае США, где почти две трети активов самых состоятельных 10 процентов населения составляют облигации (16 процентов) и акции (46 процентов — см. рис. 2). За исключением этой группы, недвижимость является основным активом большинства домашних хозяйств и в ЕС, и в США. Это означает, что воздействие смягчения денежно-кредитной политики может иметь большие уравнивающие эффекты через цены на жилье, чем через доход от капитала, а люди с ипотекой выигрывают и от снижения платежей в погашение долга.

Исследования (проведенные до COVID-19), которые сочетают несколько из вышеуказанных каналов, демонстрируют в целом смешанные и зачастую экономически незначительные чистые распределительные эффекты от временного смягчения денежно-кредитной политики с определенной вариативностью между странами и традиционными (процентные ставки) и нетрадиционными (покупка активов) мерами денежно-кредитной политики. В США, например, в результате смягчения денежно-кредитной политики неравенство доходов возрастает,

Рисунок 2

Вид собственности имеет значение

Люди в разных сегментах распределения богатства владеют разными активами.



Источники: Обзор финансов и потребления домашних хозяйств (2016) для ЕС; Обзор потребительских финансов (2016) для США; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Группа ЕС включает в себя Австрию, Бельгию, Венгрию, Германию, Грецию, Испанию, Кипр, Ирландию, Италию, Латвию, Литву, Мальту, Нидерланды, Польшу, Португалию, Словакию, Словению, Финляндию, Францию и Эстонию.

а неравенство потребления падает, но эти эффекты незначительны и имеют временный характер (Kaplan, Moll, and Violante, 2018).

Главный вопрос

С учетом растущих разрывов в доходах и богатстве и при ограниченности бюджетов многих стран должна ли денежно-кредитная политика делать больше для сокращения неравенства?

Проблема заключается в том, что денежно-кредитная политика — тупой инструмент, плохо приспособленный для решения проблем, стоящих перед конкретными демографическими и социально-экономическими группами. Кроме того, добавление центральным банкам еще одной задачи может подорвать эффективность денежно-кредитной политики, поскольку стремление к сокращению неравенства может противоречить их мандату на поддержание стабильности цен и объема производства. Другие действующие лица, в первую очередь правительства, способны лучше заниматься проблемами, связанными с ростом неравенства, с учетом того, что эти долгосрочные тенденции зависят в основном от структурных факторов и требуют более тонких инструментов для целевой работы с теми или иными группами.

Если центральные банки останутся сфокусированными на своей основной функции, у них будут развязаны руки, для того чтобы заниматься тем, что у них получается лучше всего: предпринимать необходимые меры для противодействия экономическим спадам и защиты рабочих мест при поддержании стабильности цен. При этом центральным банкам следует лучше понимать и учитывать в своих основах политики различия между домашними хозяйствами, в том числе путем моделирования и анализа распределения доходов и богатства, что влияет на передачу воздействия денежно-кредитной политики.

В то же время поддерживающая налогово-бюджетная политика и структурные реформы в сочетании со смягчением денежно-кредитной политики могут улучшить как макроэкономические, так и распределительные результаты. Целевая налогово-бюджетная поддержка в сочетании с тщательно спланированными структурными реформами (такими как активные меры политики на рынке труда, включая содействие в поиске работы и переподготовку) особенно хорошо подходит для работы с растущим неравенством и помощи тем, кто остался за бортом экономической трансформации.

Ключевая роль центральных банков в дебатах о неравенстве (в том числе во время COVID-19) состоит в четкой коммуникации через различные каналы, включая выступления официальных лиц центральных банков, официальные отчеты и мероприятия по налаживанию связей с общественностью, распределительных эффектов от мер денежно-кредитной политики, как положительных, так и отрицательных. Они должны разъяснять, как предпринимаемые ими действия могут увеличивать совокупное благосостояние путем расширения воз-

можностей занятости для самых бедных и сокращения неравенства потребления. Четкая коммуникация крайне важна для сохранения общественного доверия и разъяснения возможностей, предоставляемых центробанкам их мандатами.

Крупные центральные банки уже начинают явным образом обсуждать распределительные эффекты от своих действий (Carney, 2016; Lane, 2019). Федеральная резервная система также недавно пересмотрела свой мандат, в том числе путем выделения максимальной занятости как инклюзивной цели общего характера и акцента на преимуществах денежно-кредитного стимулирования для бедных.

После COVID-19

Пандемия приводит к значительным распределительным эффектам, и дебаты о неравенстве продолжаются, в том числе в контексте центральных банков. Относительная важность различных каналов, через которые денежно-кредитная политика влияет на неравенство, может измениться, если пандемия надолго изменит распределение доходов и богатства.

Хотя макроэкономическая стабильность остается основной целью центральных банков, они все же должны играть определенную роль путем коммуникации, мониторинга и анализа распределительных эффектов денежно-кредитной политики. Центральным банкам также следует подчеркивать альтернативные факты — общий рост благосостояния благодаря предпринимаемым мерам денежно-кредитной политики, несмотря на возможные распределительные эффекты. Наконец, центральные банки должны разъяснять, что устойчивый рост неравенства и долгосрочное сокращение процентных ставок в основном приводятся в действие структурными факторами, совладать с которыми можно только с помощью других мер государственной политики. **ФР**

НИНА БУДИНА — старший экономист, а **ЭЛЕН ПУАРСОН** — заместитель начальника управления Департамента МВФ по вопросам стратегии, политики и анализа. **КЬЯРА ФРАТТО** — экономист Департамента стран Западного полушария МВФ. **ДЕНИЗ ИГАН** — начальник отдела Исследовательского департамента МВФ.

Эта статья основана на недавнем Рабочем документе МВФ («Распределительные эффекты денежно-кредитной политики») авторов статьи, а также Валентины Бонифачио, Луиса Брандао-Мареса, Балаша Чонто, Филиппа Энглера, Давиде Фурчери, Руи Мано, Мачико Нарита, Мурада Омоева и Гурнаина Пасричи.

Литература

- Audert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.
- Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism." Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, UK, December 5.
- Kaplan, G., B. Moll, and G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 108 (3): 697–743.
- Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy." Speech at the Central Bank of Ireland/ECB Conference on Household Finance and Consumption, Dublin, December 16.
- Tzamourani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households." *European Economic Review* 132 (February): 103643.