

## Глобальные исчисления нетрадиционных мер денежно-кредитной политики

Кристин Лагард  
директор-распорядитель Международного Валютного Фонда  
Джексон-Хоул, 23 августа 2013 года

Добрый день. Позвольте мне поблагодарить Эстер Джордж за приглашение на симпозиум этого года. Мне, как всегда, очень приятно присутствовать здесь. Федеральная резервная система и, в частности, это мероприятие широко известны своими ведущими позициями в области исследований и анализа денежно-кредитной политики. Состоявшиеся сегодня утром обсуждения, несомненно, оправдывают эту репутацию.

Перед нынешним поколением разработчиков политики стоит задача пересмотреть и переосмыслить свои подходы для того, чтобы экономика их стран снова заработала. Одним из наиболее примечательных аспектов в этом отношении является готовность центральных банков в странах с развитой экономикой сразу «нырнуть в глубокую часть бассейна» экономической политики.

Центральные банки во многом были героями в борьбе с глобальным финансовым кризисом. В сравнении с традиционной денежно-кредитной политикой, нетрадиционные меры денежно-кредитной политики последних нескольких лет отличаются большей смелостью и масштабностью. Эти исключительные меры помогли миру отодвинуться от пропасти новой Великой депрессии.

Кризис также дал нам повод вновь задуматься над тем, насколько мир взаимосвязан. Банкротство банка в США в 2008 году обрушило мировую экономику. Позднее глобальную экономику вновь потрясли проблемы еврозоны. Сегодня беспокоит также риск того, что замедление темпов роста в странах с формирующимся рынком ослабит рост во всем мире.

Нетрадиционная денежно-кредитная политика вносит еще один поворот в этот сюжет. Конечно, мы много об этом думаем, наблюдая за развитием событий на этой неделе. Это напоминает нам о том, что эффект мер политики в одной точке может распространяться по всему миру, и задача МВФ в том, чтобы проливать свет на происходящее во всех уголках мира.

В целом, нетрадиционная денежно-кредитная политика требует ориентации в новом, неизведанном мире. В каком-то смысле, это так же, как входить в темную комнату. Заимствуя цитату у Джона Ф. Кеннеди: «Нам нужно не проклинать тьму, а зажечь свечу, которая проведет нас сквозь тьму в безопасное и разумное будущее». Наша общая задача — зажечь свечу в этой темной комнате.

Итак, вот главный вывод моего сегодняшнего выступления: нам нужно лучше работать вместе, чтобы более полно разобраться в последствиях этих нетрадиционных мер политики — на местном и глобальном уровнях — и в том, как они влияют на пути

«выхода» из этой политики. И, в первую очередь, мы должны разумно использовать время и не растратить впустую возможности, предоставленные нетрадиционными мерами. Глобальные директивные органы, причем *все*, как *внутри* стран, так и на *международном* уровне, обязаны предпринять необходимые действия для восстановления стабильности и роста и уменьшения дисбалансов.

Памятуя об этом, хочу поделиться некоторыми соображениями Фонда в трех основных областях:

- 1) Во-первых, как нетрадиционная денежно-кредитная политика в США и других странах сказывается на мировой экономике до настоящего времени?
- 2) Во-вторых, как она будет влиять на ситуацию в мире в дальнейшем, особенно в период подготовки к выходу?
- 3) И, в-третьих, существует ли глобальный набор мер политики, в большей мере способный обеспечить долговременный рост?

### **1. Достижения НДП на сегодняшний день**

Логично начать с вопроса: оглядываясь на пройденный путь, нужны ли были нетрадиционные меры денежно-кредитной политики, и улучшили ли они ситуацию? Я знаю, что для некоторых этот вопрос все еще остается открытым. Однако, по оценке Фонда, результаты на сегодняшний день, несомненно, положительные.

Почему я так говорю? На раннем этапе кризиса НДП помогли предотвратить крах финансовой системы и обвал активности. Так было в случае количественного смягчения в США и программы крупномасштабных покупок активов в Соединенном Королевстве. Позднее долгосрочные операции рефинансирования и прямые монетарные операции ЕЦБ значительно снизили хвостовой риск распада зоны евро.

В условиях финансовых потрясений НДП помогли поддержать уровни экономической активности и финансовой стабильности, как внутренней, так и глобальной. Эта оценка, несомненно, справедлива в отношении начального этапа НДП, когда эти цели находились в тесной связи друг с другом.

Фонд уделяет намного больше внимания более широким последствиям этих мер политики в нашей реорганизованной системе надзора. Мы прослеживаем взаимосвязи внутри стран, скажем, между финансовым сектором и реальной экономикой, и между странами.

Трудно сколько-нибудь точно определить последствия этих мер политики. Имеется слишком много движущихся частей, и, конечно, много различных мнений в разных странах. Как я уже сказала, мы вступаем в неизведанную область. И все же мы пытаемся это выяснить и намерены прилагать к этому еще больше усилий.

Мы проанализировали вторичные эффекты НДП в докладе, который мы выпустили в этом месяце. Согласно оценкам, предпринятое ФРС количественное смягчение,

вероятно, снизило доходность по долгосрочным облигациям США более чем на 100 базисных пунктов (пока ранее в этом году на рынках не произошла коррекция), повысив мировой объем производства более чем на 1 процент. Я понимаю, что имеются разные оценки. Тем не менее, можно с определенной уверенностью сказать, что НДП укрепили активность на фоне угрозы глобальной депрессии.

Похожую картину рисуют и показатели рыночного риска, согласно которым удалось снизить неопределенность на рынках в периоды повышенного финансового стресса. Так, вероятность чрезвычайно больших изменений цен на различных рынках снизилась сразу после принятия мер НДП ФРС.

Разумеется, наибольший эффект имел место на ранних этапах, когда условия были наиболее тяжелыми. Однако и в последующем НДП применяются с успехом. В целом, они принесли пользу всем странам, сначала за счет устранения самых серьезных рисков финансовых потрясений, затем в результате стимулирования роста.

В дальнейшем ситуация может измениться.

## **2. Текущие глобальные исчисления НДП**

Это подводит меня к следующему из основных вопросов моего выступления: как обстоят дела с НДП сегодня?

Скажу сразу, я не выступаю за поспешный выход. НДП все еще необходимы там, где они применяются, хотя в некоторых странах дольше, чем в других. В Европе, например, НДП еще могут принести много пользы. Японии тоже еще, наверное, требуется некоторое время до свертывания НДП.

Настанет день, когда этот период исключительно либеральных мер денежно-кредитной политики, как традиционных, так и нетрадиционных, должен будет закончиться, с учетом темпов подъема и воздействия этой политики на инфляцию. Нам нужно готовиться к этому дню, особенно потому, что мы не знаем, когда он наступит.

Одно мы можем сказать без сомнений: путь к выходу будет и должен зависеть от темпов подъема, которые будут смягчать потенциальные негативные последствия такого выхода.

Однако эти исчисления будут непростыми. Нам нужно сообща отслеживать угрозы как для финансовой стабильности, так и для роста. Нужно сообща следить за тем, не убывает ли отдача от НДП. Нужно сообща анализировать, не усугубляются ли со временем финансовые побочные эффекты.

Как и на этапе введения таких мер, в случае выхода мы оказываемся на незнакомой территории. Но я по-прежнему смотрю в будущее с оптимизмом. Центральные банки успешно справились с введением мер, и мы не видим оснований для сомнений в их способности столь же успешно осуществить выход.

Таким образом, Фонду и директивным органам необходимо начинать думать о том, что будет представлять собой последующий выход. При этом нужно учесть последствия для *глобальной* экономической и финансовой стабильности: всей системы, а не только одной ее части. Этот вопрос Фонд пристально отслеживает и будет продолжать отслеживать. Ведь в этом сам смысл существования МВФ.

Пока отмечу несколько аспектов наших представлений об этих каналах и связях.

***Во-первых, баланс между стабильностью и принятием риска.***

Взаимосвязь между этими двумя элементами не является прямолинейной. Очевидно, что длительные периоды очень либеральной денежно-кредитной политики и сверхнизких ставок в сочетании со стремлением к большей доходности могут породить нездоровую склонность к рискованным действиям. В то же время, без НДП последствия для роста вполне могло бы оказаться хуже, с еще большим риском финансовой напряженности.

Как всегда, со временем мы узнаем намного больше. В частности, была ли коррекция на мировых рынках ранее в этом году полезным напоминанием о том, что эйфория может завести нас слишком далеко, или же эта коррекция положила начало новому периоду волнений и регулярных потрясений. Все мы надеемся на первый вариант, но будет благоразумным иметь планы и на второй случай.

Некоторые формы НДП влияют на долгосрочный компонент кривой доходности, возможно, в большей степени, чем традиционная денежно-кредитная политика. Это может затрагивать более широкий круг активов и классов активов, чем обычно в случае традиционной политики, и тем самым создавать стимулы для принятия риска, которые могут быть поводом для беспокойства.

Взвесив эти факторы, приходим к выводу, что на сегодня итог исчисления выгод НДП все еще явно положителен для стран, применяющих такие меры.

***Во-вторых, нам нужно более тщательно анализировать вторичные эффекты.***

Надо признать, что воздействие НДП трудно отделить от других факторов, влияющих на результаты экономического развития. Тем не менее, в прошлом циклы ужесточения вызывали обеспокоенность или создавали вторичные эффекты, и нужно учиться на уроках истории.

До настоящего времени страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком в целом успешно справляются с последствиями НДП для экономической политики.

Мы работаем над серией исследований конкретных примеров, включающих 13 из крупнейших стран, не применяющих НДП, которые в совокупности производят около 40 процентов мирового выпуска.

После введения НДП мы наблюдаем случаи повышения цен активов и увеличения потоков капитала (по одному показателю, с 2008 года совокупные чистые потоки в страны с формирующимся рынком возросли на 1,1 триллиона долларов США, намного превысив долгосрочный структурный тренд — примерно на 470 млрд долларов США). В ряде случаев также повысились доли заемных средств корпораций и открытые валютные позиции. Цены на недвижимость динамично растут, например, в Бразилии, Канаде, Китае, Корее и Таиланде. Курсы акций значительное время повышались в Китае, Мексике и России. Происходит быстрый рост кредита в Бразилии, Китае, Корее и Турции. В последние месяцы некоторые из этих изменений частично обратились вспять.

Конечно, этих позитивных тенденций следовало ожидать даже при традиционной политике. Причина, опять же, в низких процентных ставках и погоне за доходностью: инвесторы изыскивают другие возможности, капитал идет в страны с формирующимся рынком, с обычными потенциальными последствиями для укрепления валют и роста кредита.

В целом, страны правильно осуществляют макроэкономическое управление, принимая меры для повышения надежности своих финансовых систем, включая макропруденциальные меры и меры регулирования потоков капитала.

Общий вывод из всего этого заключается в том, что на сегодня итоги НДП все еще в целом положительны и для стран, не применяющих НДП. По крайней мере, до настоящего времени.

Все мы знаем, что ситуация может быстро измениться, как мы видели в последние дни в некоторых странах с формирующимся рынком. Эти риски требуют постоянного контроля и переоценки.

***В-третьих, более тщательный анализ закономерностей выхода поможет лучше оценить баланс рисков и вторичные эффекты.***

Рассмотрим основной вопрос. Что мы понимаем под «выходом из НДП»? Ответ не всегда ясен. Мы наблюдаем многочисленные инновации. Однако традиционные и нетрадиционные меры часто смешивают. Сегодня меры денежно-кредитной политики многогранны, включая «указания относительно направления политики» на будущее, покупки частных активов для поддержания стабильности на отдельных рынках и менее адресные покупки в рамках «количественного смягчения», призванные поднять общий уровень активности.

В долгосрочной перспективе ясно, что для выхода из НДП потребуется поэтапно свернуть все эти меры политики и в конечном итоге устранить их последствия. Это не значит, что все это будет сделано одновременно.

Более того, представляется вероятным, что некоторые из более «традиционных» аспектов НДП, такие как указания относительно будущей динамики директивных процентных ставок или темпов будущих покупок активов, будут скорректированы задолго до продажи каких-либо активов. Это означает, что выход из НДП, вероятно, будет происходить медленнее и займет больше времени, чем часто утверждают и опасаются.

Можно также с уверенностью предположить, что выход будет зависеть от осуществления других мер политики и от устойчивости подъема.

Более того, чтобы рынки как можно лучше поняли такой выход и без сбоев адаптировались к нему, необходимо поставить его в зависимость от укрепления экономики.

### **3. Более совершенный набор глобальных мер политики**

Перейду к третьему и заключительному вопросу: более общие будущие направления политики.

Денежно-кредитная политика, хотя и считается очень правильной, все же не всесильна, не в состоянии ответить на все вопросы, не может решить все экономические проблемы. В этом мне нет нужды убеждать присутствующих!

По существу, НДП необходимо дополнить более широким набором мер политики, способным двигать мировую экономику вперед.

Позвольте мне сделать одно отступление.

Некоторые, несомненно, считают, что МВФ избегает давать рекомендации странам, применяющим НДП, — или, осмелюсь сказать, даже проявляет снисходительность к таким странам. Я с этим не согласна. Мы неизменно, уже несколько лет, подчеркиваем, что набор мер политики необходимо дополнить большим числом налогово-бюджетных, финансовых и структурных реформ. Но даже без этих других рекомендуемых мер результаты с НДП лучше, чем без нее.

Боюсь, что вся упорная работа центральных банков может пропасть впустую, если недостаточно будет сделано в других областях — в принятии, безусловно, более трудных мер, необходимых для сбалансированного, прочного и всеобъемлющего роста. Здесь я имею в виду все страны, а не только страны с НДП.

Хотя мы не знаем точно, что произошло бы без принятия НДП, могу сказать: эти меры создают возможности для более широких реформ. Нужно разумно распорядиться

этими возможностями. Нельзя допустить, чтобы НДП расшифровывалось как *«Не более чем Дальнейшее Промедление»!*

***Для стран с НДП правильный выбор сочетания мер политики означает две вещи.***

*Во-первых, нужно настойчиво проводить более глубокие реформы, чтобы заложить основы для прочного и долговременного роста. Не упустите возможности, предоставляемые НДП.*

Этот более широкий спектр мер необходим нам, чтобы поддерживать рост в более долгосрочной перспективе, обеспечить устойчивость бюджета и оздоровить ослабленные банковские системы.

Конкретные сочетания мер политики различаются между странами. МВФ подробно освещал эти вопросы в других документах, последний раз в наших ежегодных экономических оценках по ряду ведущих стран, поэтому не буду на них задерживаться.

Большее продвижение по более широкому фронту экономической политики может сделать НДП более эффективной сегодня, обуздав потенциальные риски. Это может также помочь открыть путь для плавного выхода из НДП.

Приведу один пример. Некоторым странам, особенно в зоне евро, все еще необходимо заниматься восстановлением финансовой системы, устранять финансовые заторы и добиваться возобновления потоков кредита, снижать фрагментацию финансового сектора и повышать действенность денежно-кредитной политики.

В более общем плане, прогресс в реформах регулирования может помочь сделать систему более безопасной. Поскольку меры НДП помогли спасти финансовый сектор, есть все основания просить в качестве ответного шага ускорить завершение реформы финансового сектора.

***Во-вторых, необходимо, чтобы центральные банки управляли рисками, связанными с выходом.***

Все здесь присутствующие понимают насущную важность четкого информирования. Директивные органы должны ясно и открыто сообщать обо всех соображениях, влияющих на решения по НДП, в отношении *как* экономической активности, *так и* финансовой стабильности.

Важно также сообщать о рисках в обеих частях уравнения — рисках для подъема от преждевременного выхода и рисках для финансовой стабильности от запоздалого выхода.

Да, есть обоснованные опасения, что распространение информации о финансовых условиях может подорвать стабильность на рынках. Но предоставлять недостаточно

информации, вполне возможно, еще хуже, поскольку это может приводить к непредсказуемой реакции рынка.

Даже при надлежащем управлении выход из НДП вполне может поставить другие страны (не применяющие НДП) перед необходимостью преодолевать трудную полосу препятствий.

***В чем же должны заключаться подготовка и ответные меры стран, не использующих НДП?***

Они в основном уже предвосхищают развитие потенциальных рисков. Им следует продолжать «следовать собственному примеру». Конкретные меры политики различаются в зависимости от обстоятельств стран.

Странам, не применяющим НДП, необходимо энергично проводить более глубокие меры политики, которые были определены в наших докладах, для достижения продолжительного роста в среднесрочной перспективе. Причем обеспокоенность в последнее время относительно снижения потенциальных темпов роста в странах с формирующимся рынком лишь подтверждает этот тезис.

Однако не менее важен вопрос о том, что делать при возобновлении финансовой нестабильности. В этом случае возникнут серьезные риски для экономики стран, не применяющих НДП. Хорошая новость в том, что они располагают инструментами для преодоления этих рисков.

Было бы полезно обеспечить гибкость обменного курса, но не любой ценой. Некоторый уровень интервенций на рынке может помочь ограничить изменчивость обменного курса или облегчить краткосрочные трудности с ликвидностью.

До настоящего времени как страны с развитой экономикой, так страны с формирующимся рынком используют макро- и микропруденциальные меры, чтобы сдержать финансовые эксцессы — в случаях бурного роста кредита или потенциальных факторов уязвимости финансового сектора. В некоторых случаях были полезны меры по регулированию потоков капитала.

Но, несмотря на все усилия, нельзя исключить, что плотина может дать течь. Поэтому нам нужны дополнительные защитные рубежи, отражающие нашу взаимозависимость, нашу общую цель и нашу взаимную ответственность за глобальную экономику.

В этом могут помочь своповые линии, подобные тем, что предоставлялись основными центральными банками в начале кризиса. Что касается Фонда, мы готовы предоставлять рекомендации по экономической политике и финансовую поддержку, в том числе на превентивной основе посредством наших различных инструментов.

Прежде всего, всем нам нужно действовать сообща, причем *более эффективно*.

## **Заключение**

Вот этой нотой будет уместно связать воедино все сказанное.

У нас есть потенциал для международной координации и сотрудничества в экономической политике, чтобы достичь лучших результатов в глобальном масштабе. Ни одна страна не существует сама по себе. Как я сказала в начале выступления, в сегодняшнем взаимосвязанном мире вторичные эффекты внутренней политики, включая НДС, вполне могут рикошетом вернуться к своему источнику. Учет более широкого воздействия принимаемых мер отвечает вашим собственным интересам. Это в наших общих интересах.

Я не утверждаю, что это легко. Координацию трудно осуществить на практике.

Нет полного единства мнений о размере или даже направлении вторичных эффектов. Преодоление или хотя бы уменьшение этих различий является важным шагом к определению будущего курса политики.

Эти задачи лучше всего решать, работая вместе на основе открытости. Наша сегодняшняя дискуссия может помочь нам двигаться в правильном направлении.

Фонд как форум международного сотрудничества в экономической политике может внести свой вклад в эту работу. Мы также обязаны использовать наш надзор для действенной поддержки государств-членов в принятии необходимых решений в области политики. Мы можем глубже изучать взаимосвязи в политике и вторичные эффекты между нашими государствами-членами. Мы можем проводить четкий анализ выгод от совместной работы. Мы также можем побуждать директивные органы оценивать, как их действия вписываются в глобальную программу мер экономической политики.

Меры политики и их координация еще не достигли должного уровня. Если не будут предприняты действия на глобальном уровне с участием каждой страны, глобальный подъем может оказаться под угрозой. Однако наши действия могут вывести мировую экономику на путь уверенного, устойчивого и сбалансированного роста.

Миру более не достаточно просто держаться на плаву. Пора уже директивным органам плыть к берегу. Прислушайтесь к опыту человека, в прошлом занимавшегося синхронным плаванием!

Благодарю за внимание!