



Котировки акций, Таймс-сквер, Нью-Йорк, США

ВТОРИЧНЫЕ ЭФФЕКТЫ

Цзяцян Чень, Томаззо Манчини-Гриффоли и Ратна Сахаи

По-видимому, нетрадиционные меры денежно-кредитной политики, предпринятые недавно Федеральной резервной системой, оказали большее влияние на страны с формирующимся рынком, чем традиционные меры

КОГДА Соединенные Штаты чихают, остальной мир начинает лихорадить. Эта поговорка — не просто фольклор. Недавний мировой финансовый кризис наглядно продемонстрировал значение США для мировой экономики — как в хорошем, так и в плохом отношении.

В положительном плане кризис помог продемонстрировать действенность денежно-кредитной политики США в предотвращении наступления мировой экономической депрессии. Но те же самые меры политики вызвали значительные побочные эффекты, в частности рост цен на активы и масштабный приток капитала в страны с формирующимся рынком. Директивные органы этих стран высказывали опасения относительно возможного появления так называемых вторичных эффектов политики США, вызывающих повышение уровня волатильности рынка и усугубление связанных с этим рисков для финансовой стабильности.

Мы проведем анализ этих вторичных эффектов для определения таких мер политики, которые могут наилучшим образом способствовать смягчению рисков, связанных с дестабилизирующими вторичными эффектами.

Потребность в нетрадиционных мерах политики

Мировая экономика, скорее всего, пострадала бы в еще большей степени, если бы центральные банки не прибегли к так называемым нетрадиционным мерам денежно-кредитной политики, в основе которых лежали такие инновационные решения, как покупка негосу-

дарственных облигаций (повсеместно называемая «количественным смягчением»), для поддержания экономики в тех случаях, когда традиционные меры политики, такие как снижение процентных ставок, больше не работали. На начальных этапах рецессии мировой экономики номинальные процентные ставки были доведены почти до нуля и до сих пор удерживаются на этом минимальном уровне (так называемая нулевая граница). Будучи не в состоянии опускать ставки ниже, центральные банки начали реализацию программ по покупке активов, что привело к масштабному увеличению балансов центральных банков.

По мере продолжения действия адаптивной денежно-кредитной политики директивные органы в странах с формирующимся рынком стали выражать опасения. Они утверждали, что денежно-кредитная экспансия в развитых странах привела к распространению вторичных эффектов на их страны и вызвала стремительный рост объемов притока капитала, в особенности в долговые инструменты, такие как облигации (см. рис. 1). Валюты этих стран укрепились, а цены на активы стремительно возросли. Разработчики экономической политики в странах с формирующимся рынком забили тревогу по поводу болезненных корректировок, с которыми столкнулись экспортеры и предприятия, конкурирующие с импортом, в результате значительных изменений валютных курсов. Их обеспокоенность была связана с ростом обязательств, выраженных в подешевевших на какое-то время иностранных валютах, которые совершенно неожиданно могли резко подорожать

(феномен, называемый несоответствием валют активов и пассивов баланса). Возникновение факторов уязвимости для финансовых систем также было обусловлено стремительным ростом цен на активы, образованием кредитных пузырей, а также наличием значительного и растущего объема корпоративного долга. Многие разработчики экономической политики вспомнили о прежних всплесках притока капитала, когда попытки, направленные на уменьшение пузырей путем увеличения стоимости заимствования через повышение процентных ставок, оказались безрезультатными, поскольку более высокие ставки стимулировали приток капитала и способствовали повышению валютных курсов.

Еще большая волна критики со стороны директивных органов стран с формирующимся рынком поднялась после того, как представители Федеральной резервной системы (ФРС), центрального банка США, намекнули на то, что они рассматривают возможность снижения темпов покупки активов (или, используя специальную терминологию, «сокращение программы»). Когда бывший председатель ФРС Бен Бернанке упомянул о такой возможности в мае 2013 года, это вызвало резкое усиление рыночной волатильности в странах с формирующимся рынком (см. рис. 2), поскольку цены на активы стремительно падали.

Ключевые вопросы

Ниже приводятся три важных вопроса, которые связаны непосредственно со вторичными эффектами и мерами политики, направленными на их сдерживание и преодоление.

- Влияют ли неожиданные изменения в денежно-кредитной политике США на приток капитала и цены на активы в странах с формирующимся рынком и в какой мере?
- Различаются ли эти эффекты в зависимости от фазы, в которой находится денежно-кредитная политика США, то есть изменялись ли меры политики процентных ставок в традиционной фазе, предшествующей мировому финансовому кризису, или масштабная покупка активов производилась в нетрадиционной фазе (называемой количественным смягчением) уже после наступления кризиса? До начала мирового финансового кризиса произошло несколько смягчений денежно-кредитной политики, не вызвавших столь острой реакции. По этой причине важно проводить различие между этими двумя фазами для лучшего понимания обеспокоенности стран с формирующимся рынком.
- Различались ли последствия неожиданных изменений денежно-кредитной политики США в зависимости от внутрен-

него экономического положения стран с формирующимся рынком? То есть определяли ли характеристики стран-получателей и проводимая ими экономическая политика степень воздействия изменений в денежно-кредитной политике США на экономику этих стран?

Выверенные инструменты

Для поиска ответов на эти вопросы чрезвычайно важно «уловить» компонент *неожиданности* (или непредвиденности) заявлений о денежно-кредитной политике США. В конечном счете, именно эти заявления и являются причиной вторичных эффектов.

Не все заявления похожи друг на друга. Некоторые из них полностью вписываются в ожидания участников рынка, другие — совсем нет. Если заявление в полной мере отвечает ожиданиям рынка, оно не должно иметь каких-либо последствий для цен на активы или структуры распределения активов в портфеле, поскольку эти факторы уже были учтены заранее, исходя из ожидаемого заявления. Это, однако, не означает, что денежно-кредитная политика неэффективна, а означает только то, что для определения уровня ее эффективности нам не хватает информации. Также возможны и другие примеры. Если центральный банк делает заявление о повышении процентных ставок (скажем, на $\frac{1}{4}$ от 1 процента), которое оказывается ниже уровня, ожидаемого рынками (допустим, $\frac{1}{2}$ от 1 процента), то цены на активы должны возрасти. Однако на основании одной только наблюдаемой меры экономической политики не всегда можно делать вывод о том, что ужесточение экономической политики (в том смысле, что ставки были повышены на $\frac{1}{4}$ от 1 процента) благоприятствовало росту цен на активы. Правильной является следующая интерпретация: поскольку мера экономической политики оказалась менее жесткой, чем ожидалось (более мягкой относительно ожиданий), цены на активы повысились. Далее, чрезвычайно важно отразить (или, как говорят экономисты, «контролировать») компонент неожиданности заявлений о денежно-кредитной политике, то есть степень расхождения заявления с ожиданиями рынка. Только тогда мы сможем сравнить последствия заявлений о денежно-кредитной политике объективным образом, выразив их, если можно так сказать, в «единицах неожиданности».

Другим аспектом заявлений, также имеющим значение, является их информационная насыщенность. В заявлениях может

Рисунок 1

Рост притока капитала

Объемы иностранных инвестиций в акции и облигации стран с формирующимся рынком резко увеличились в результате смягчения денежно-кредитной политики ФРС США после наступления мирового финансового кризиса. (Млрд долларов США, нарастающим итогом)



Источник: МВФ, «Международная финансовая статистика».

Рисунок 2

Американские горки

Цены на акции и облигации в странах с формирующимся рынком подверглись резким колебаниям после того, как в 2013 году ФРС США намекнула на то, что она может свернуть свою масштабную программу покупки активов. (Волатильность индексов акций и облигаций)



Источник: Bloomberg.

Примечание. Курсы акций отражаются в индексе стран с формирующимся рынком MSCI, а курсы облигаций — в индексе облигаций стран с формирующимся рынком J.P. Morgan (EMBI). Колебания индексов измеряются как 30-дневные стандартные отклонения.

содержаться информация о намерениях центрального банка относительно определения будущей денежно-кредитной политики, касающейся директивных ставок. Это называют *сигнальным* компонентом заявлений. Этот компонент играет ключевую роль для денежно-кредитной политики; на самом деле он является основным механизмом, посредством которого денежно-кредитная политика способна на что-то влиять. Разовое повышение или понижение директивной ставки не окажет существенного воздействия на экономику. Только посредством подачи сигналов об изменениях директивных ставок в будущем центральный банк способен повлиять на долгосрочные ставки, определяющие такие экономические решения, как инвестирование, наем персонала и потребление.

В то же время в заявлениях о направлении денежно-кредитной политики также может содержаться другая информация, которую мы называем *рыночным* компонентом заявлений. Посредством своих заявлений центральные банки могут доносить информацию о доступности облигаций для частных инвесторов (по причине меняющегося размера баланса центрального банка) и рисках для (или факторах неопределенности в отношении) темпов роста и инфляции, а также об изменениях в предпочтениях (например, о том, насколько быстро темпы инфляции будут приведены в соответствие с целевыми показателями) и целях ЦБ.

Оба аспекта заявлений (неожиданность и информационная насыщенность) можно проанализировать на примере динамики цен на облигации сразу же после заявлений о направлении денежно-кредитной политики (в данном исследовании использовался однодневный горизонт). С одной стороны, эффект неожиданности, связанный с сигнальным компонентом заявлений, должен повлиять на краткосрочные облигации. Это объясняется тем, что центральные банки могут брать на себя обязательства относительно направления проводимой ими политики только на срок, примерно равный трем годам, — такой временной горизонт, в пределах которого они могут обоснованно прогнозировать экономическое развитие. Все, что будет выходить за эти пределы, будет восприниматься рынками как пустая болтовня. С другой стороны, эффект неожиданности, связанный с рыночным компонентом заявлений, должен повлиять на премии по долгосрочным облигациям. Так называемый

статистический метод главных компонентов используется для вычленения колебаний доходностей по краткосрочным и долгосрочным облигациям в дни заявлений: первые используются для демонстрации сигнального компонента эффекта неожиданности, а вторые — рыночного.

Последним шагом будет измерение изменений цен на активы и финансовых потоков в странах с формирующимся рынком в ответ на эффект неожиданности денежно-кредитной политики США. Это делается с помощью так называемой методологии изучения событий, которая исследует непосредственную реакцию в странах с формирующимся рынком на заявления о курсе денежно-кредитной политики США. Этот метод особенно удобен для выявления причинно-следственных связей, поскольку доминантный шок, случающийся в дни заявлений, скорее всего, является результатом заявлений о курсе денежно-кредитной политики. Кроме того, делается допущение о том, что воздействие на финансовые рынки в странах с формирующимся рынком ощущается незамедлительно или, по крайней мере, в течение двух дней. Таким образом, в среднем изменения цен на активы и потоков капитала в этих временных рамках могут быть отнесены на счет шоков со стороны денежно-кредитной политики США.

Вторичные эффекты стали более масштабными

Мы изучили реакцию 21 страны с формирующимся рынком (Бразилия, Венгрия, Китай, Колумбия, Израиль, Индия, Индонезия, Корея, Малайзия, Мексика, Перу, Польша, Румыния, Россия, Сингапур, Тайвань, провинция Китая, Таиланд, Турция, Филиппины, Чили и Южная Африка) на 125 заявлений о мерах денежно-кредитной политики США в период с января 2000 года по март 2014 года и обнаружили, что эффект неожиданности денежно-кредитной политики США незамедлительно (по крайней мере, в пределах двухдневного горизонта) воздействует на приток капитала и колебания цен на активы в странах с формирующимся рынком.

Однако когда мы изучили периоды до кризиса по отдельности (в традиционной фазе денежно-кредитной политики) и после ноября 2008 года (когда началась крупномасштабная покупка активов), мы обнаружили, что вторичные эффекты на «единицу неожиданности» денежно-кредитной политики США были разными и более сильными в нетрадиционной фазе. В отношении многих активов вторичные эффекты оказались даже более ярко выраженными в тот момент, когда Соединенные Штаты начали обсуждать сокращение программы по покупке активов (с мая 2013 года по март 2014 года). В целом во всех фазах денежно-кредитной политики вторичные эффекты достигали наибольшей силы в тот момент, когда в заявлениях содержалась неожиданная для рынков информация о будущей динамике директивных ставок (сигнальный компонент неожиданности), тогда как рыночный компонент неожиданности влиял на доходность по долгосрочным облигациям США (см. рис. 3).

Мы полагаем, что более значительные вторичные эффекты, возникавшие в нетрадиционной фазе, вероятно, носили по большей части структурный характер, будучи результатом покупок облигаций, начатых в нетрадиционную фазу денежно-кредитной политики, и появившейся благодаря этому ликвидности. Вторичные эффекты на единицу неожиданности, по всей вероятности, не зависят от масштаба шоков, от их ассоциации со смягчением или ужесточением политики или от их появления в момент смены курса денежно-кредитной политики (например, первая попытка ужесточения политики после непрерывной череды решений о снижении ставок).

Но мы также обнаружили, что вторичные эффекты зависели от экономического положения в стране. В странах с более прочными экономическими детерминантами вторичные эффекты были менее выраженными. То есть более высокие темпы роста ВВП и более прочная позиция по счету текущих операций, а также более низкие темпы инфляции и меньшая доля внутреннего

Рисунок 3

Эффект неожиданности

Неожиданные заявления ФРС США имели гораздо более сильное воздействие в период нетрадиционной денежно-кредитной политики, чем до 2008 года.

(Реакция на увеличение фактора неожиданности на одну единицу)



Источник: расчеты авторов.

Примечание. На рисунке показана оценка воздействия гипотетического неожиданного ужесточения денежно-кредитной политики на курсы акций, доходность облигаций и валютные курсы в трех фазах денежно-кредитной политики США: традиционной, нетрадиционной и в период, когда ФРС США наметила на возможное сокращение своей программы покупки облигаций. Эффект рыночного фактора неожиданности изображен светлым цветом. Эффект сигнального фактора неожиданности изображен более темным цветом. Положительные величины валютных курсов означают снижение курса валюты по отношению к доллару США.

Рисунок 4

Экономические детерминанты имеют значение

Темпы роста реального ВВП, сальдо счета текущих операций, инфляция и доля внутреннего долга на руках у иностранцев в большой мере определяют силу воздействия вторичных эффектов, вызываемых денежно-кредитной политикой США, на рынки акций, облигаций и иностранной валюты.

	Акции		Доходность облигаций		Валютные курсы	
	Рыночный фактор	Сигнальный фактор	Рыночный фактор	Сигнальный фактор	Рыночный фактор	Сигнальный фактор
Темпы роста ВВП						
Инфляция						
Счет текущих операций						
Доля внутреннего долга у иностранцев						

Источник: расчеты авторов.

Примечание. Зеленые ячейки обозначают факторы, способствующие смягчению последствий шоков от нетрадиционной денежно-кредитной политики США; красные ячейки обозначают факторы, усиливающие их. Более темный цвет означает более сильные последствия. Сигнальный фактор означает вызвавшую шок информацию о направлении денежно-кредитной политики в будущем. Рыночный фактор означает вызвавшую шок информацию о доступности облигаций для частных инвесторов, рисках для темпов роста и инфляции, а также изменениях в предпочтениях и целях центрального банка. Счет текущих операций представляет собой сальдо чистого объема торговли, чистого дохода и чистых трансфертов страны.

долга на руках у иностранцев существенно смягчали вторичные эффекты, особенно в периоды нетрадиционной денежно-кредитной политики. Некоторые утверждали, что эффект экономических детерминант стал более заметен со временем, поскольку инвесторы начали проводить различие между странами. Однако настоящее исследование показывает, что экономические детерминанты имели значение даже при первых реакциях на заявления о денежно-кредитной политике США. Зеленые ячейки на рис. 4 показывают внутренние факторы, способствующие смягчению шоков, а красные — факторы, усиливающие их.

Мы также изучили возможную взаимосвязь между более крупным размером и/или более высокой ликвидностью рынков (рынки с большим числом покупателей и продавцов) и более сильными вторичными эффектами. Теоретически влияние отдельного взятого фактора размера рынка неоднозначно. Это объясняется действием двух противоположных сил. Более крупные рынки привлекают большее число инвесторов, что ведет к усилению волатильности, однако в то же время эти рынки, как правило, более ликвидные, что должно снижать уровень волатильности. Разумеется, на практике размер рынка сам по себе не является серьезным фактором смягчения или усугубления вторичных эффектов. Однако если «контролировать» ликвидность рынка, появляются определенные доказательства того, что более крупные страны сталкиваются с более масштабными вторичными эффектами. Фактор ликвидности рынка имеет более однозначное влияние — как и ожидалось, более ликвидные рынки смягчают последствия вторичных эффектов. Таким образом, до тех пор, пока в своем развитии рынки будут сохранять свою ликвидность, риски вторичных эффектов должны оставаться под контролем.

Выводы для экономической политики

Учитывая доминирующее положение США на мировых рынках, неудивительно, что вторичные эффекты, вызываемые денежно-кредитной политикой этой страны, распространяются на остальные страны мира. Однако мы установили, что особенно значительные вторичные эффекты в основном являются недавним феноменом, возникшим с начала мирового финансового кризиса.

То, что вторичные эффекты кажутся более масштабными в фазе нетрадиционной денежно-кредитной политики, подчеркивает издержки от снижения процентных ставок до нулевого уровня. Следовательно, если мы хотим избежать появления сильных вторичных эффектов, соответствующие меры денежно-кредитной политики должны приниматься в благополучные

времена, для того чтобы минимизировать риски, связанные со снижением процентных ставок до нулевой нижней границы в неблагоприятные времена. Эти меры политики могли бы включать другие области макроэкономики, такие как расходы и налогообложение, для придания стабильности отношениям между долгом и ВВП и сохранения бюджетного пространства для оказания поддержки экономике в периоды спада. Даже структурные реформы, скажем, рынков труда или системы образования, нацеленные на поддержание экономического роста и занятости, могли бы сыграть здесь свою роль. Для поддержания финансовой стабильности также следует применять меры пруденциальной политики. Такие меры могли бы включать введение требований по капиталу или ликвидности в отношении кредиторов, а также лимитов на отношение суммы кредита к стоимости залога или отношение суммы обслуживания долга к размеру дохода в отношении заемщиков.

Страны с формирующимся рынком также могли бы извлечь из этого урок. Поскольку негативные последствия вторичных эффектов, вызываемых денежно-кредитной политикой США, связаны с экономическими условиями принимающей страны (то есть более высокие основные экономические показатели и более ликвидные рынки способствуют смягчению последствий шоков со стороны денежно-кредитной политики США), странам с формирующимся рынком следует как можно успешнее укреплять экономические детерминанты. Другие меры политики, такие как валютные интервенции или даже управление потоками капитала, могут применяться в периоды потрясений или кризисов для решения проблемы избытка ликвидности и дезорганизации рынков, но они не должны подменять собой надлежащие общие меры политики.

Вторичные эффекты более распространены и масштабны в тех случаях, когда они являются результатом *сигнального* фактора неожиданности. Это хорошая новость, поскольку канал передачи сигналов лучше понимается центральными банками и может контролироваться более эффективно посредством четкого информирования о намерениях в области денежно-кредитной политики на ближайшую и отдаленную перспективу. Следовательно, ФРС и другие влиятельные центральные банки должны быть в состоянии контролировать источники потрясений, приводящих к мировым вторичным эффектам.

В то же время хотя *рыночный* фактор неожиданности не вызывает столь сильных вторичных эффектов, его последствия отличаются меньшей дифференцированностью по странам и большей непредсказуемостью. Для воздействия *рыночного* фактора неожиданности центральные банки развитых стран должны заострить внимание на минимизации шоков для доходности долгосрочных облигаций в периоды, когда центральные банки ограничивают применение нетрадиционных мер денежно-кредитной политики или полностью от него отказываются. Они могут этого добиться, если, например, решат не продавать накопленные ими активы, а оставят их до наступления срока погашения. Если же они все-таки решат их продать, делать это следует чрезвычайно предсказуемым образом. ■

Цзяцзынь Чень — экономист в Европейском департаменте МВФ. Томаццо Манчини-Гриффоли — старший эксперт по вопросам финансового сектора, а Ратна Сахаи — заместитель директора Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.