

**Александр Хандруев,  
вице-президент Ассоциации региональных банков России**

# **Политика «количественного смягчения: условия её проведения и эффекты**

**Заседание Совета по денежно-кредитной политике и финансовому  
регулированию, 15 мая 2017 года**

# Структура презентации

**Часть 1.** Отличительные черты политики «количественного смягчения»

**Часть 2.** Условия проведения «нестандартной» («нетрадиционной») денежно-кредитной политики

**Часть 3.** Эффекты «нестандартной» денежно-кредитной политики

**Часть 4.** Сохранятся ли сверхнизкие процентные ставки в обозримой перспективе?

## Часть 1

# Отличительные черты политики «количественного смягчения»

# Политика количественного смягчения (quantitative easing–QE) – это основная форма режима современной «нестандартной» денежно-кредитной политики

## ОСНОВНЫЕ ПРИЗНАКИ

УСТАНОВЛЕНИЕ КРАЙНЕ НИЗКИХ  
ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК НА  
СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ

РЕАЛИЗАЦИЯ ПРОГРАММЫ ПОКУПОК  
ЦЕНТРАЛЬНЫМИ БАНКАМИ  
ГОСУДАРСТВЕННЫХ, А В РЯДЕ СЛУЧАЕВ  
ТАКЖЕ ИПОТЕЧНЫХ И КОРПОРАТИВНЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ

РЕЗКОЕ УВЕЛИЧЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ БАЗЫ И  
РАЗБУХАНИЕ БАЛАНСОВ ЦЕНТРАЛЬНЫХ  
БАНКОВ

ПОДДЕРЖАНИЕ ЦЕНОВОЙ  
СТАБИЛЬНОСТИ **КАК БЫ** УХОДИТ НА  
ЗАДНИЙ ПЛАН

❑ **ВПЕРВЫЕ ТЕРМИН QE  
ИСПОЛЬЗОВАЛ БРИТАНСКИЙ  
ЭКОНОМИСТ НЕМЕЦКОГО  
ПРОИСХОЖДЕНИЯ РИЧАРД  
БРАУН В 1991 ГОДУ.**

❑ **ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ  
ОБОСНОВАНИЕ ДАНО В  
ПУБЛИКАЦИЯХ Б. БЕРНАКЕ**

❑ **НА ПРАКТИКЕ НАЧАЛА  
ПРОВОДИТЬСЯ В ЯПОНИИ С  
2001 ГОДА**

❑ **КЛАССИЧЕСКИЙ ПРИМЕР  
ПРИМЕНЕНИЯ: США В 2012-  
2014 ГОДАХ**

# Режимы денежно-кредитной политики

## Стандартный подход

### Условный выбор по принципу «либо-либо»

- **Таргетирование валютного курса**
- **Таргетирование денежной массы**
- **Таргетирование ВВП**
- **Стандартное инфляционное таргетирование**

## Нестандартный подход

Объединение различных целей (политика «двойных мандатов»)

**ОБЯЗАТЕЛЬНОЕ УСЛОВИЕ:**

**ТАРГЕТИРОВАНИЕ**

**ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ,**

**НО ОДНОВРЕМЕННО ДОПУСКАЕТСЯ:**

- ✓ **ТАРГЕТИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК**
- ✓ **ТАРГЕТИРОВАНИЕ ЗАНЯТОСТИ И ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК (АНГЛ.FORWARD GUIDANCE POLICY)**
- ✓ **ТАРГЕТИРОВАНИЕ ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ГОСБУМАГ**
- ✓ **ПОДДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ**
- ✓ **СКРЫТОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ ОБМЕННОГО КУРСА**

**Гибкое инфляционное таргетирование**

# Хронология применения стандартных режимов денежно-кредитной политики

Таргетирование инфляции



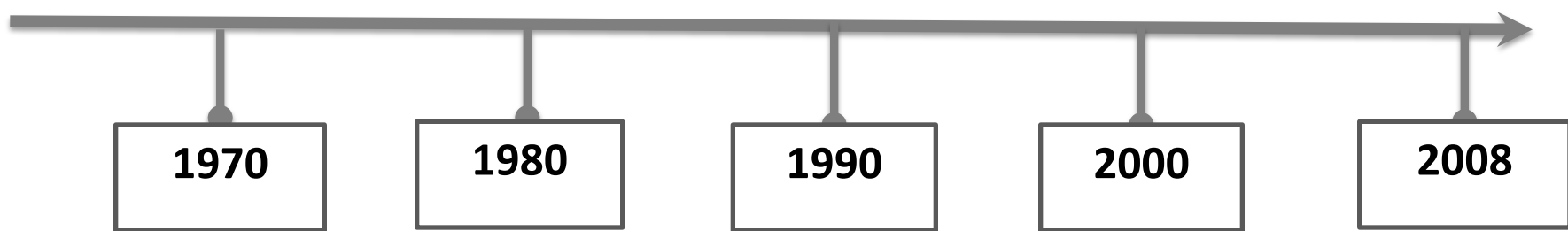
Таргетирование ВВП



Таргетирование денежного предложения



Таргетирование валютного курса

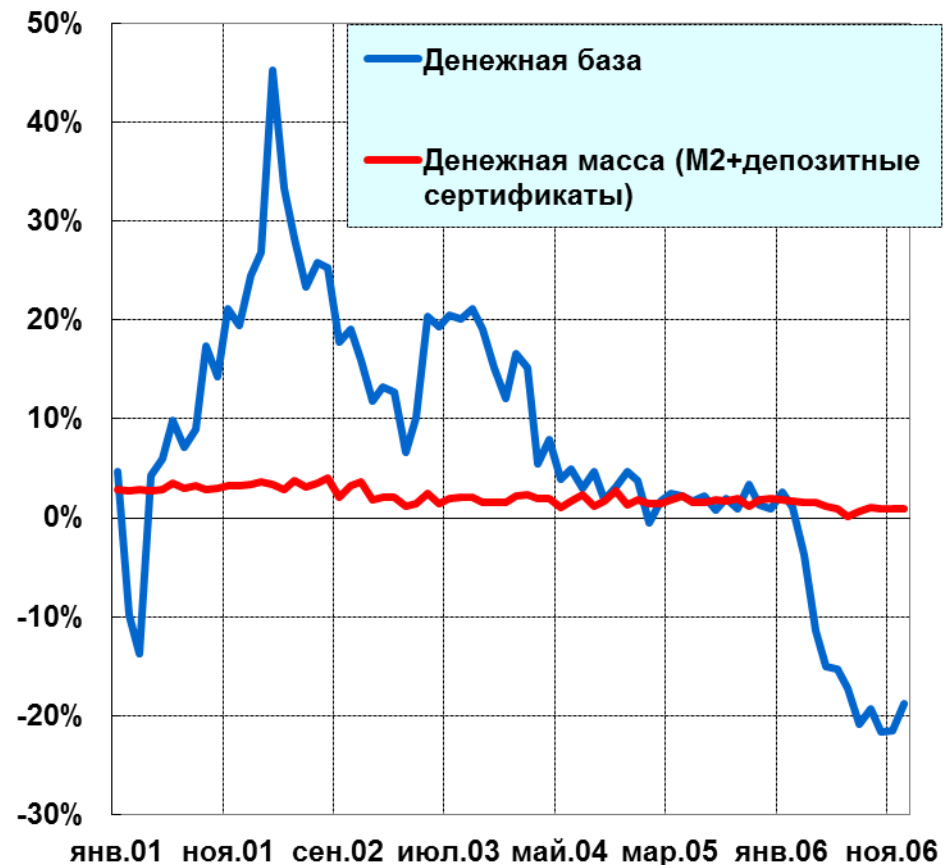


## Количественное (кредитное) смягчение: начальный этап

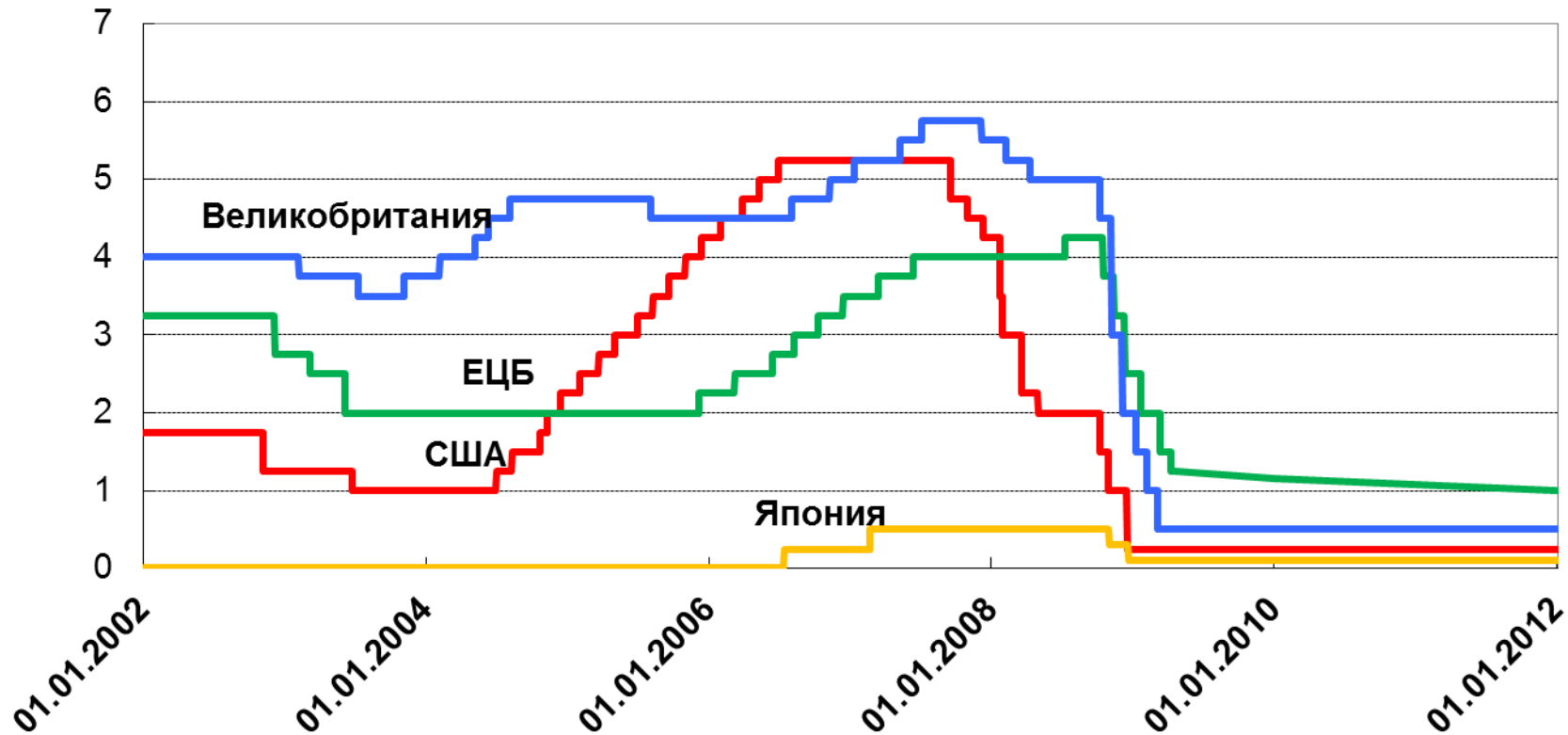
- Наиболее богатый опыт проведения политики количественного (кредитного) смягчения имеет Япония (2001-2006) и США (2008-2014)

- На практике способствовала в Японии значительному увеличению денежной базы, но влияние на темпы прироста денежной массы нельзя назвать существенным.
- Политика кредитного смягчения фактически проводилась ФРС с октября 2008 года, когда были запущены программы, нацеленные на сужение процентных спредов на отдельных сегментах финансового рынка: Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (ABCP MMLF), Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF)

Темпы прироста денежных агрегатов в Японии 2001-2006 гг.



# Ставки денежной политики развитых стран





# Отличительные черты нестандартной денежно-кредитной политики: Резюме

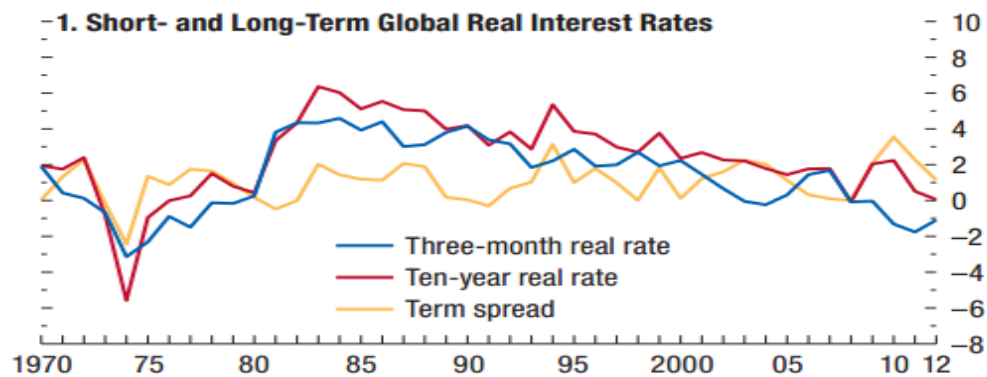
- Реализация программ «количественного смягчения» и разбухание балансов центральных банков;
- Смещение коридора процентных ставок центральных банков в сторону нулевых и даже отрицательных значений;
- Использование широкого набора инструментов управления ликвидностью и избыточными резервами
- Поддержание доходностей государственных ценных бумаг на исторических минимумах;
- Усиление роли канала ожиданий в механизме денежной трансмиссии
- Повышенное внимание центральных банков к проводимой ими коммуникационной политике

## **Часть 2**

**Условия проведения «нестандартной» («нетрадиционной»)  
денежно-кредитной политики**

# Условия для перехода к нестандартной денежно-кредитной политике

- С конца 80-х годов XX века обнаружилась долговременная тенденция снижения реальных процентных ставок на мировых кредитных рынках
- Целевые ориентиры по инфляции в промышленно развитых странах начали смещаться в сторону минимальных значений
- Эмпирически наблюдалось снижение жесткости связи предложения денег и динамики индекса цен



«Банк Англии уже долгое время подчеркивает, что политика центральных банков не является причиной низких процентных ставок, а выступает ответной реакцией на них. **Мы актеры в пьесе, написанной другими**» (The Bank of England has long stressed that central bank policies are not the cause of low rates, but responses to them. **We are actors in a play written by others**)

**/М.Карни, Управляющий Банком Англии,  
сентябрь 2016 г./**

## **Ключевые причины перехода к нестандартной денежно-кредитной политике**

- **Необходимость принятия безотлагательных антикризисных мер с целью поддержания финансовой стабильности**
- **Кризисный спад, высокая безработица, а затем стагнация в экономике промышленно развитых стран**
- **Ограниченные возможности стимулирования экономики в условиях роста бюджетных дефицитов и государственного долга**
- **Противодействие дальнейшему дефляционному сжатию экономики**
- **Сбои в работе механизмов денежной трансмиссии**

## «Новая нормальность» (New Normal, New Normalcy): заминка в пути или новый маршрут?

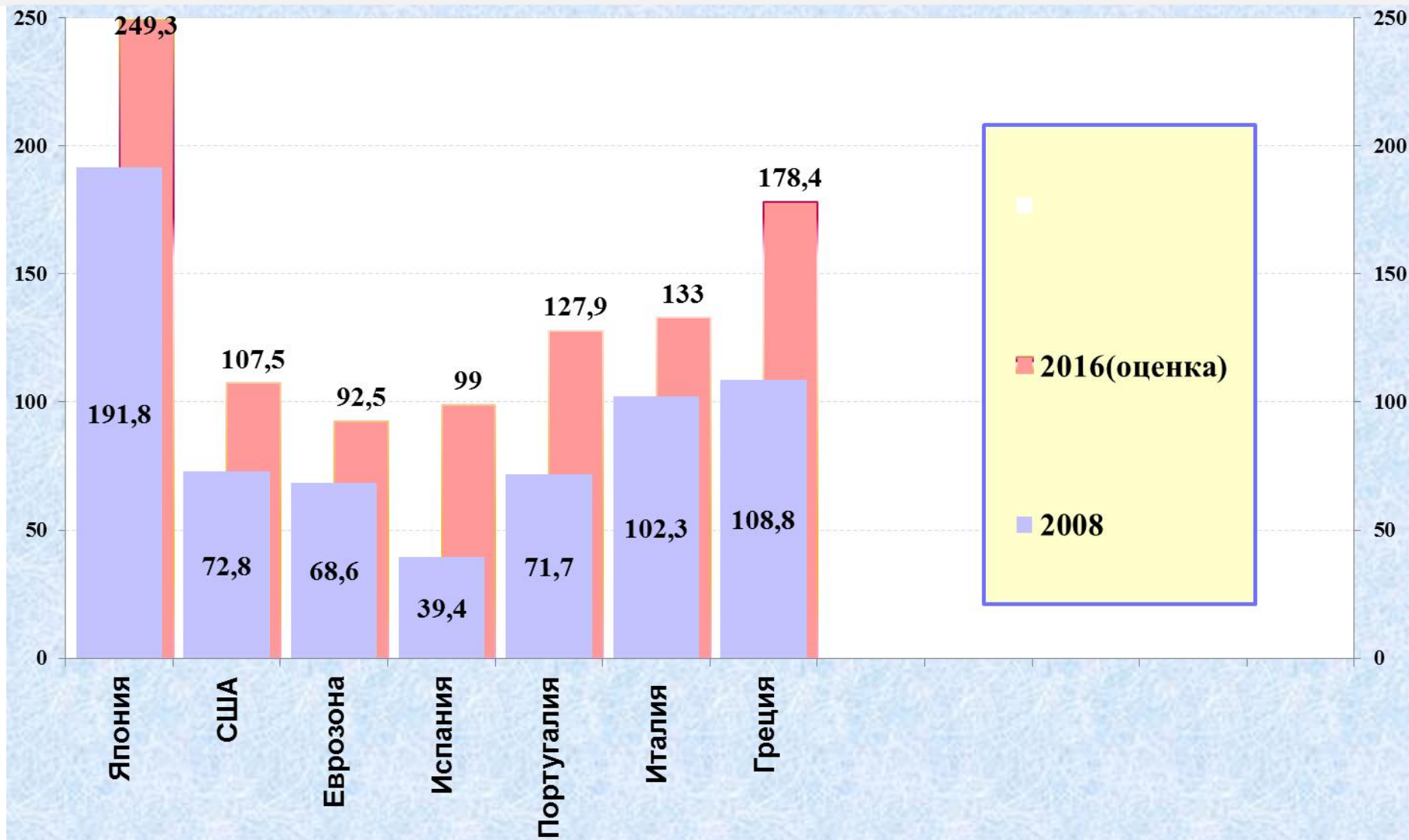
Ситуация, при которой экономика не восстанавливается после кризиса в привычной (нормальной) циклической последовательности и рискует оказаться в дефляционно-инвестиционной ловушке («ловушке ликвидности»)

### Характерные признаки:

- ✓ *Соединение хронически низких темпов прироста ВВП, высокой (реже - умеренной) безработицы, низкой инфляции (даже дефляции) на товары и услуги, разбухания цен на финансовые активы (asset price inflation)*

В новейшей истории этот термин официально использован в коммюнике саммита G-20 в Питсбурге в сентябре 2009 г.

## Валовый государственный долг в отдельных развитых странах (% к ВВП)



## Вопросы, вокруг которых ведутся споры

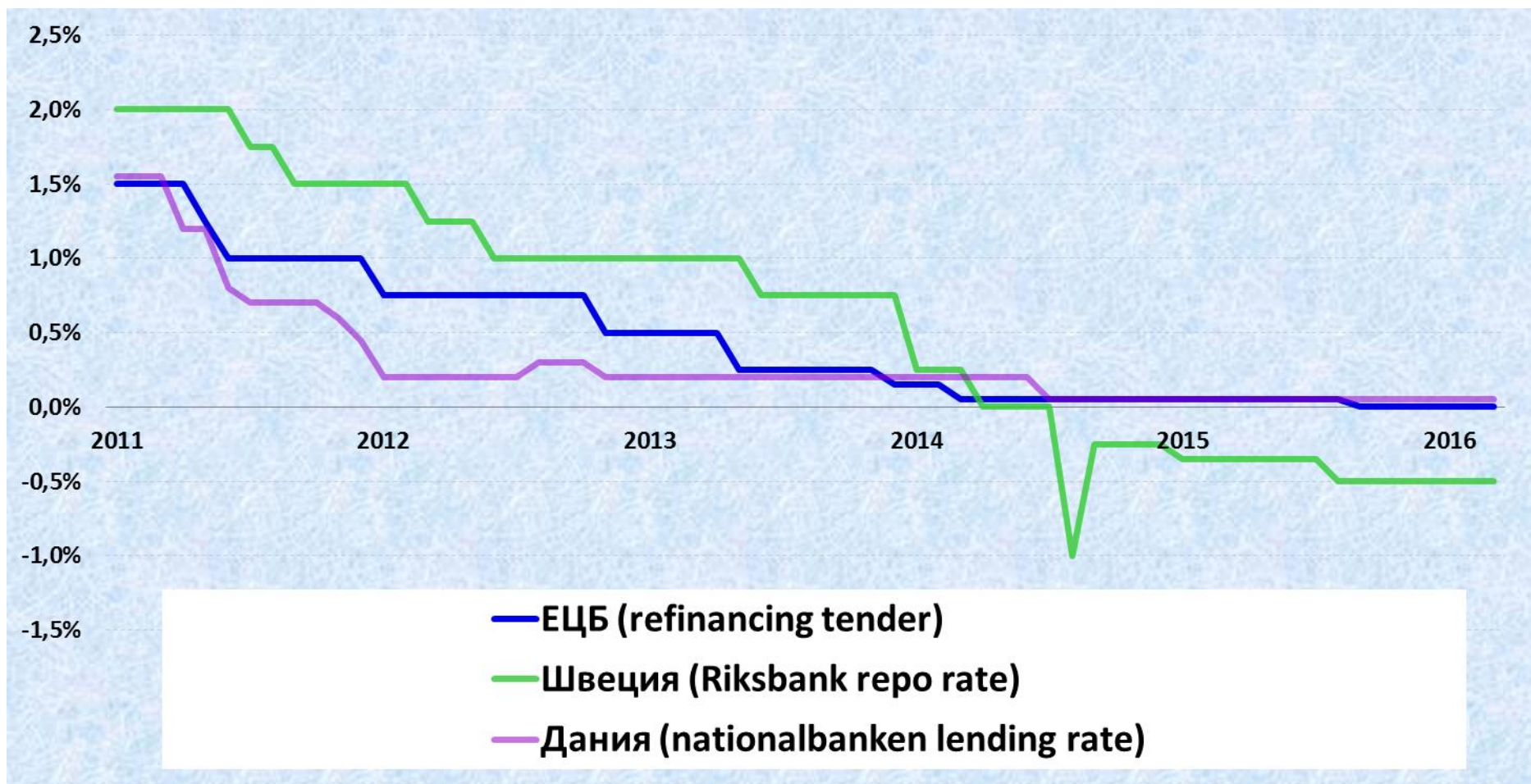
- **Вопрос 1.** Могла ли быть иная альтернатива проведению «нестандартной» денежно-кредитной политики на начальном этапе глобального финансового кризиса, а затем и дефляционного сжатия экономики в промышленно развитых странах?
- **Вопрос 2.** Как оценить эффекты применения «нестандартной» денежно-кредитной политики ?
- **Вопрос 3.** «Нестандартная» денежно-кредитная политика вынужденная и временная мера или новый формат ?

## **Часть 3**

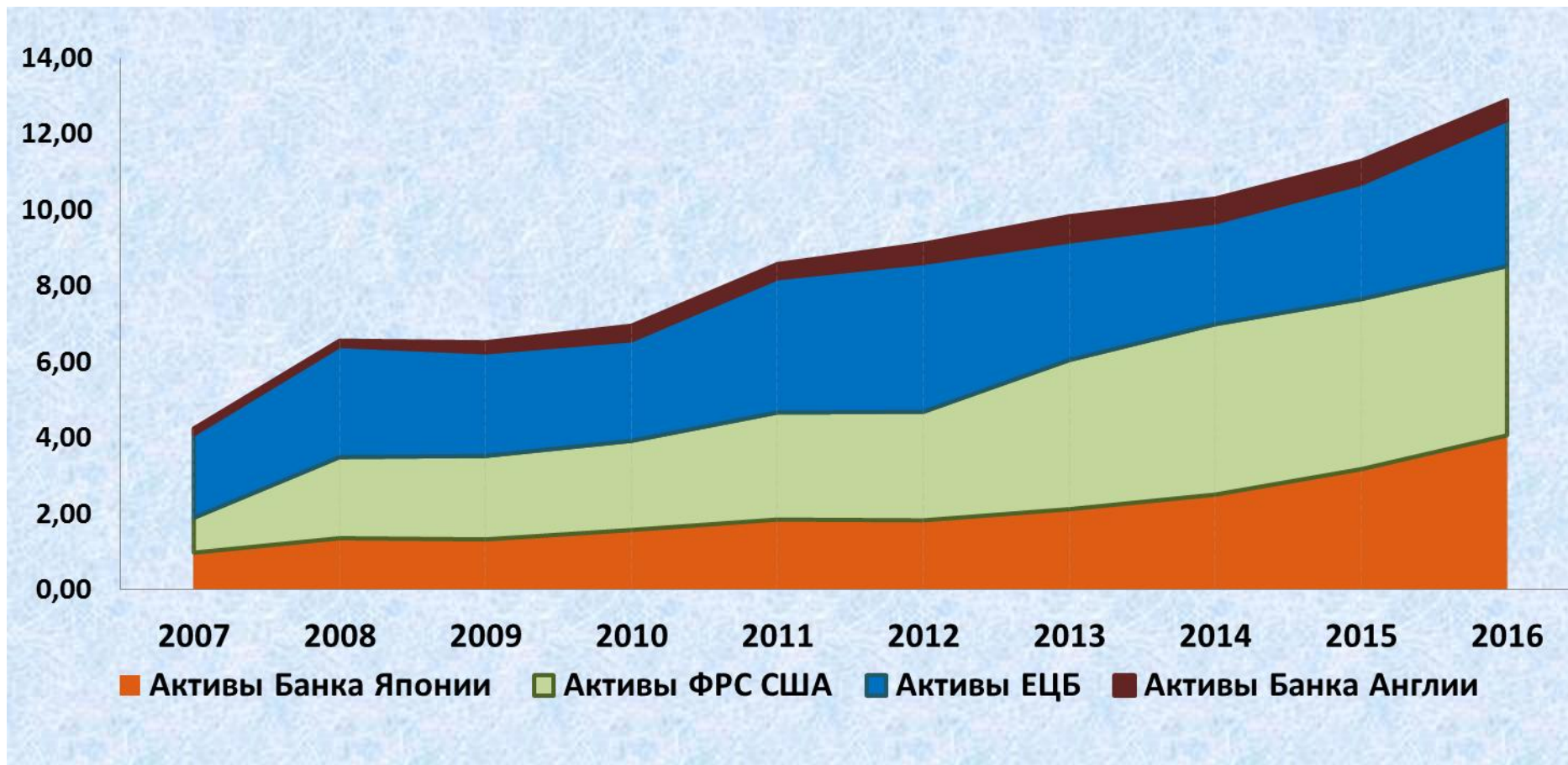
# **Эффекты «нестандартной» денежно-кредитной политики**



## Динамика изменений процентных ставок в европейских странах



## Объем активов на балансах основных центральных банков ( в трлн долл.)

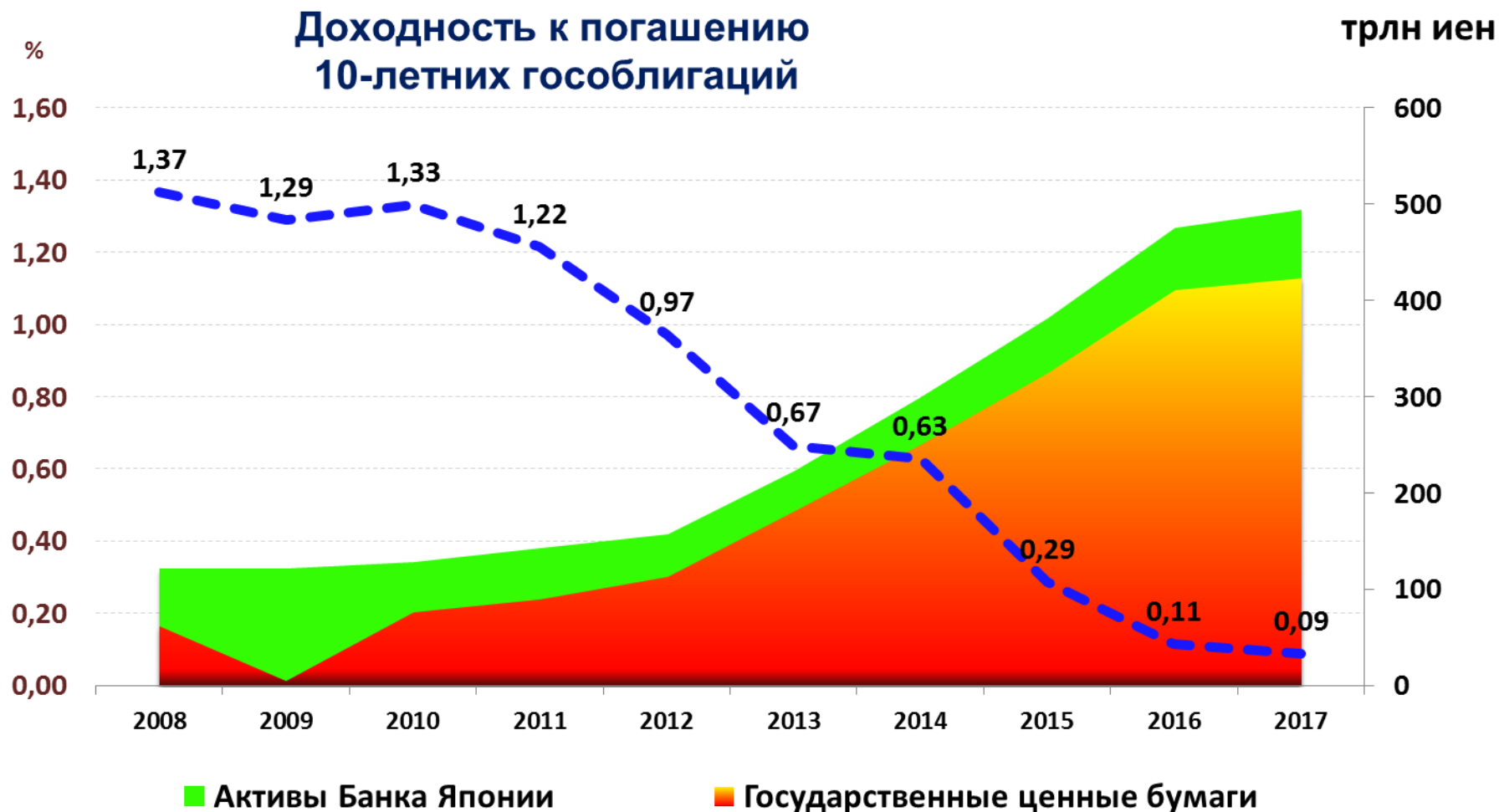


Центральные банки начали выступать в качестве суррогатных казначейств и институтов развития, балансы которых обременены государственными ценными бумагами и ипотечными облигациями.

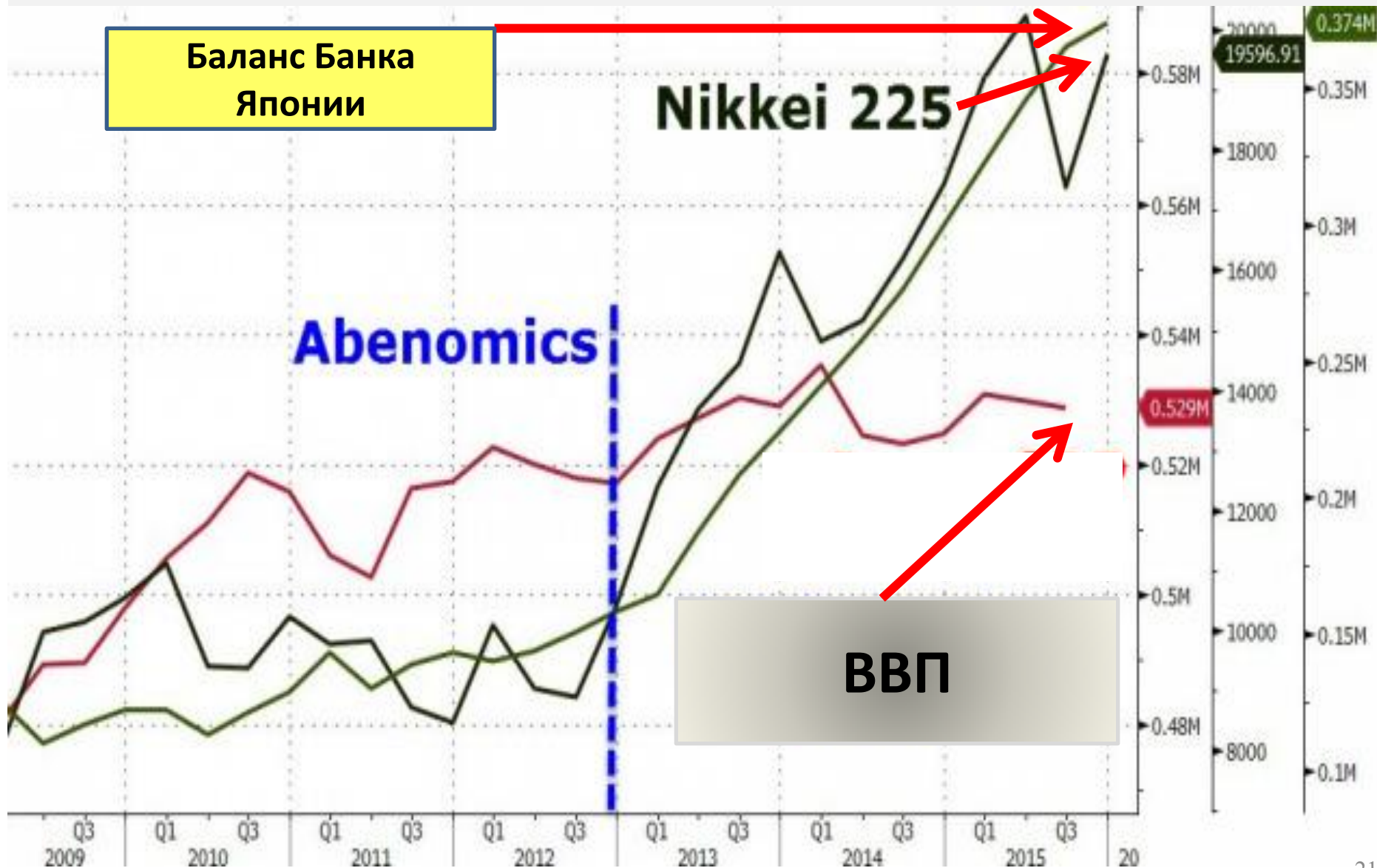
**Баланс Банка Японии,  
млрд иен**



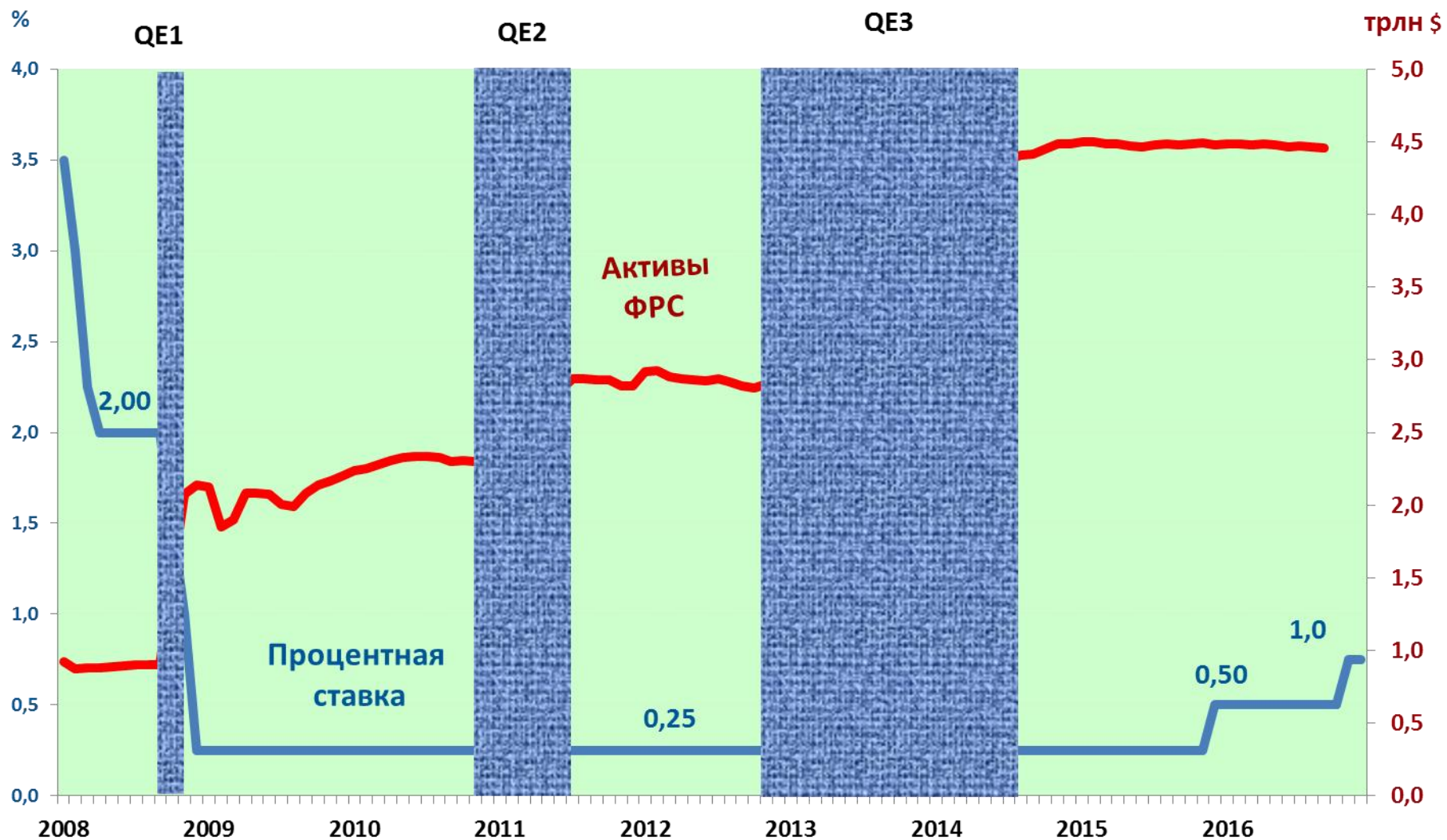
# Структура активов Банка Японии и динамика изменений доходности 10-летних гособлигаций



# Денежная политика Банка Японии в условиях абэномики (Abenomics)

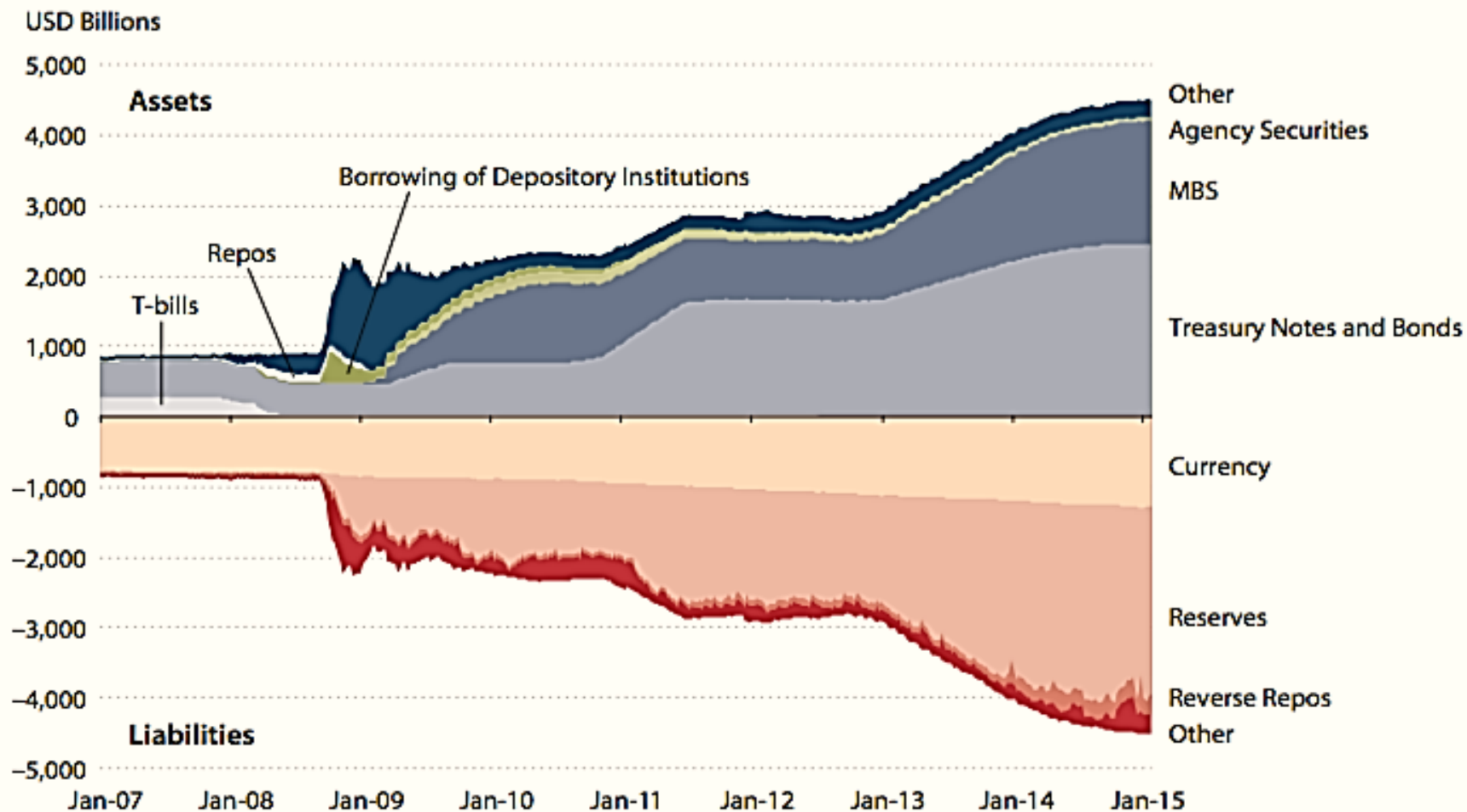


# Политика количественного смягчения в США



# «Вздутие» баланса ФРС США в 2009-2014 годах

The Fed's Balance Sheet (January 2007–January 2015)



SOURCE: Federal Reserve Board/Haver Analytics.

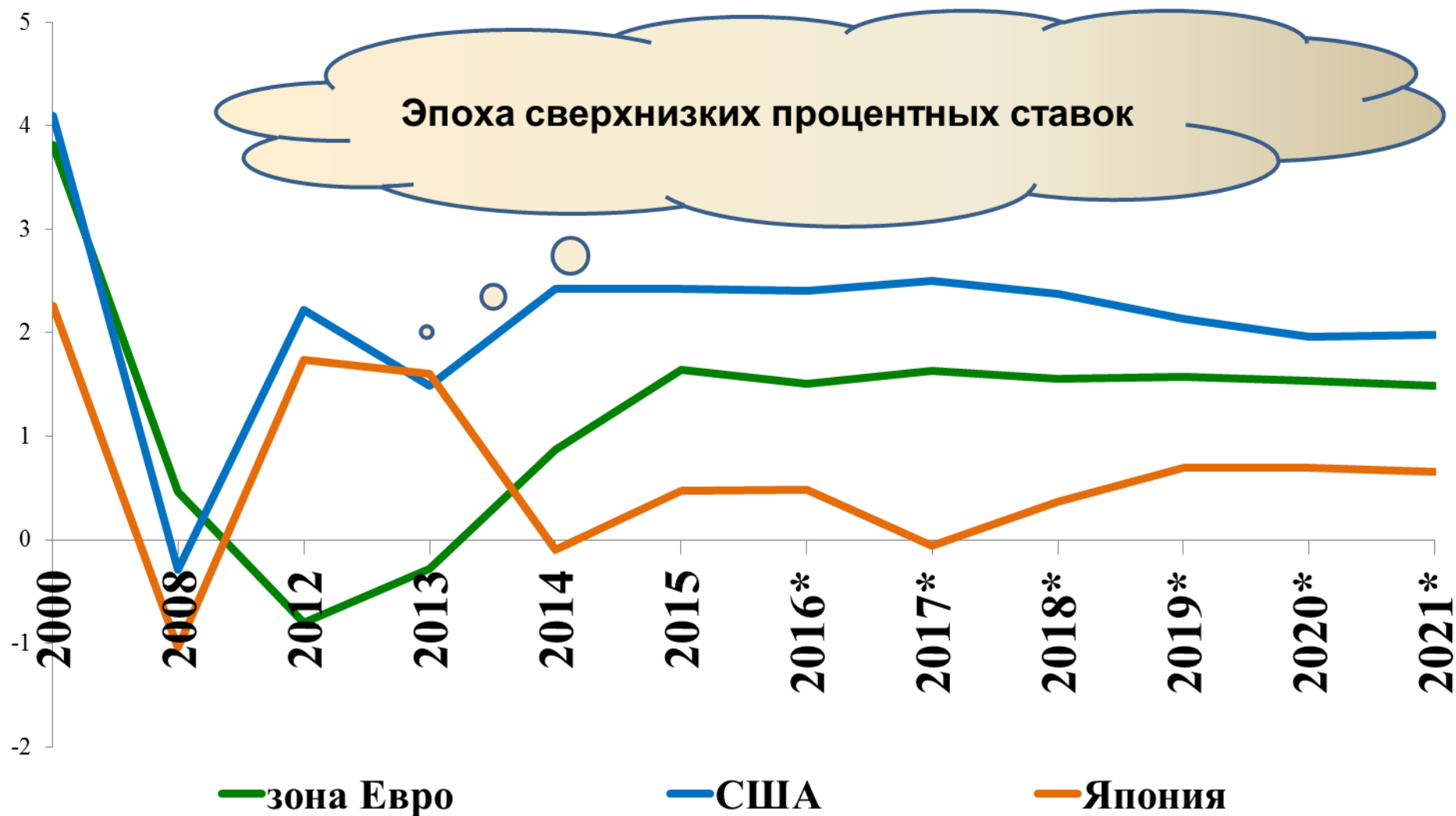
## Трендовая динамика ВВП США, баланса ФРС и фондовых индексов в 2010-2016 гг.



- В результате проведения трёх программ «количественного смягчения» (QE) с 2007 по 2014 гг. баланс ФРС вырос более чем в 5 раз и на начало 2016 г. достигал примерно 4,4 трлн долл.
- ФРС превратилась в одного из крупнейших держателей госдолга США: на государственные ценные бумаги и ипотечные облигации приходится более 90% её совокупных активов.
- После 2008 года кредитный мультипликатор упал с 8 до 2 при исторической норме около 6.



# Фактическая и прогнозная динамика ВВП в США, Японии и зоне Евро в 2000-2021 годах



**«Центральные банки продолжают то, что, без сомнения, является крупнейшим в истории экспериментом в денежной политике. Поэтому сейчас мы находимся в неизведанных водах и невозможно прогнозировать, какими будут непреднамеренные последствия сверхнизких процентных ставок с учетом того, что сегодня примерно 30% от мировых государственных облигаций имеет отрицательную доходность, а также с учетом масштабных программ количественного смягчения»**

**Лорд Джейкоб Ротшильд ,  
Глава фонда RIT Capital Partners**

**Август 2016 года**

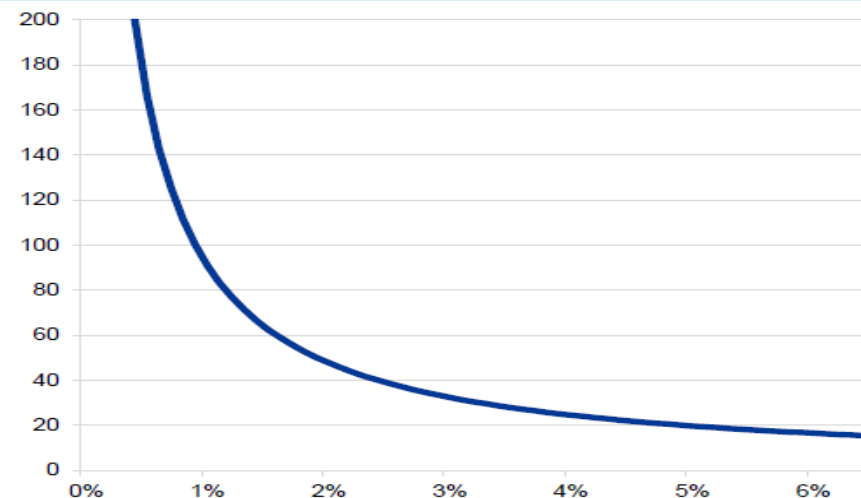
# Сверхнизкие процентные ставки и финансовые «пузыри»

Содействуют образованию финансовых «пузырей», аккумуляции рыночных и системных рисков :

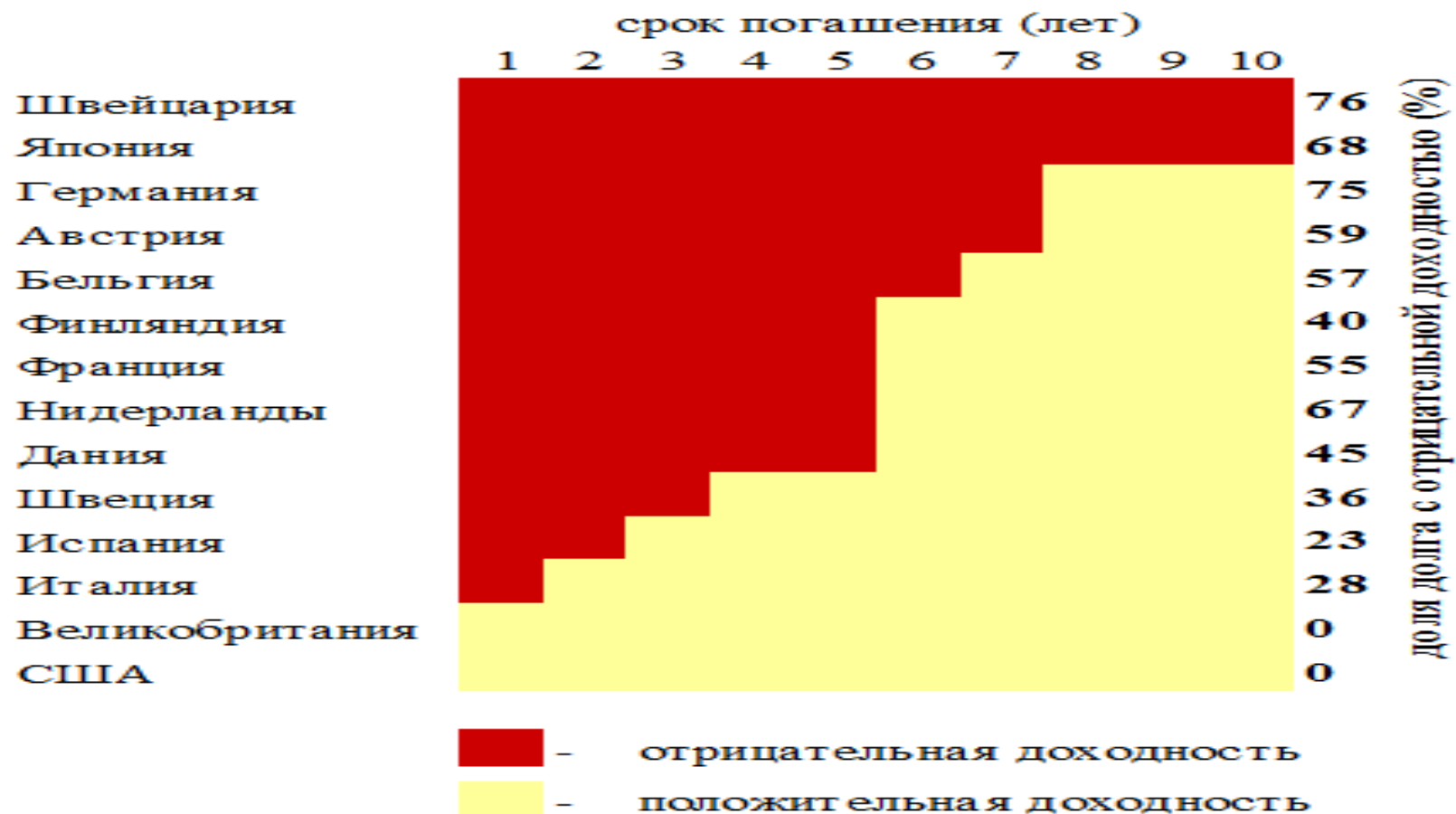
➤ При сверхнизких процентных ставках искажается стоимость денег и соотношение «риск-доходность» приобретает иррациональный характер, становится затруднительно принимать инвестиционные решения

Для бессрочной облигации:

$$NPV = \frac{C}{i}$$



# Доли рынка суверенного долга с отрицательной доходностью



Источник: IMF, Fiscal Monitor, April 2016, Bloomberg

## Макроэкономические показатели и базовые процентные ставки в отдельных странах (по состоянию на 26 апреля 2017)

	Инфляция в годовом выражении	Темпы роста ВВП (г/г)	Базовая процентная ставка	Доходность 10- летних гособлигаций
США	2,4	2,0	1,0	2,28
Япония	0,2	1,6	- 0,1	0,02
Страны зоны Евро	1,9	1,7	0	-0,43
Бразилия	4,6	-2,5	11,25	10,32
Россия	4,3	0,3	9,25	7,61
Индия	3,8	7,0	6,25	6,99

Источник: [Tradingeconomics.com](http://Tradingeconomics.com); данные национальной статистики

## **Сверхнизкие процентные ставки в экономике: аргументы «За»**

- **Кредитование экономики - низкие процентные ставки удешевляют стоимость заимствований и увеличивают спрос на кредиты, а введение штрафных ставок по остаткам на корреспондентских счетах стимулируют банки смягчать условия выдачи новых ссуд, что оказывает стимулирующее влияние на экономический рост и занятость.**
- **Стимулирование экспорта – отрицательные или близкие к нулевым процентные ставки приводят к падению курса национальной валюты, что в свою очередь положительно влияет на объемы экспорта и поддерживает деловую активность.**
- **Уменьшение бремени обслуживания долга – особенно это касается госдолга.**
- **Удешевление ликвидности - поддерживает межбанковский рынок, снижает риски неплатежеспособности и реализации «эффекта домино»**

## **Сверхнизкие процентные ставки в экономике: аргументы «Против»**

➤ Низкие процентные ставки со временем приводят к чрезмерному росту долговой нагрузки, а затем и к снижению качества ссудной задолженности

### **Парадоксы высоких и низких процентных ставок:**

- при высоких ставках уходят добросовестные заёмщики
- при низких ставках приходят безответственные заёмщики

➤ Низкие процентные ставки вызывают «погоню за доходностью», что подрывает финансовую стабильность: невозможность инвесторов прогнозировать инфляцию и реальную доходность толкает их в выбору рискованных инвестиций.

**Сверхнизкие  
процентные ставки:  
влияние на основные  
сегменты финансового  
рынка**

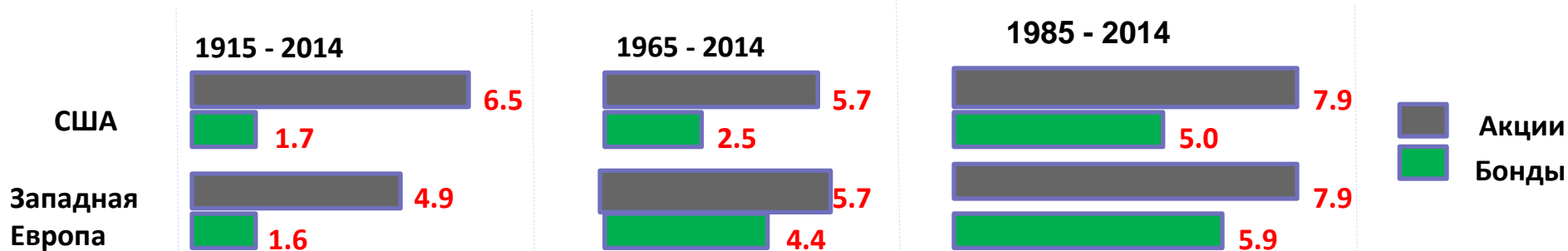




# Влияние низких процентных ставок на финансовый рынок: историческая статистика

За последние 30 лет средняя доходность по ценным бумагам превышала среднюю доходность по сравнению с более продолжительным периодом

## Сравнение доходностей ценных бумаг, средние величины



### Ключевые причины для этого явления:

- 1 Снижение инфляции
- 2 Рост мирового ВВП
- 3 Снижение процентных ставок
- 4 Рост прибыльности компаний

# Влияние низких процентных ставок на финансовый рынок: оценки и прогнозы (ательные) % ставки

- ✓ Прогнозы показывают, что упомянутые факторы (одним из которых являются низкие процентные ставки) приведут к значительному понижению доходности акций и облигаций в США и Западной Европе
- ✓ Сниженная доходность повлияет на настроения институциональных инвесторов

Returns over the next 20 years could be lower than long-term average returns in the United States

Assumptions and returns for US equities and fixed income

%

	Historical data		Scenarios, 2016–35	
	1965–2014	1985–2014	Slow growth	Growth recovery

Assumptions					
Real GDP growth %	US	2.9	2.6	1.9 <sup>4</sup>	2.9 <sup>4</sup>
	Non-US <sup>3</sup>	3.4	3.0	2.1 <sup>4</sup>	3.4 <sup>4</sup>
Inflation %		2.9	4.3	1.6	2.4
Nominal interest rates <sup>1</sup> %	Start of period	4.1	11.2	2.2 <sup>5</sup>	2.2 <sup>5</sup>
	End of period	2.3	2.3	2.0–3.5 <sup>4</sup>	4.0–5.5 <sup>4</sup>
NOPLAT margin <sup>1,2</sup> %	Start of period	7.3	5.3	10.1	10.1
	End of period	10.1	10.1	8.1–8.7 <sup>4</sup>	9.6–10.1 <sup>4</sup>

## **РЕЗЮМЕ: двойственные эффекты сверхнизких процентных ставок**

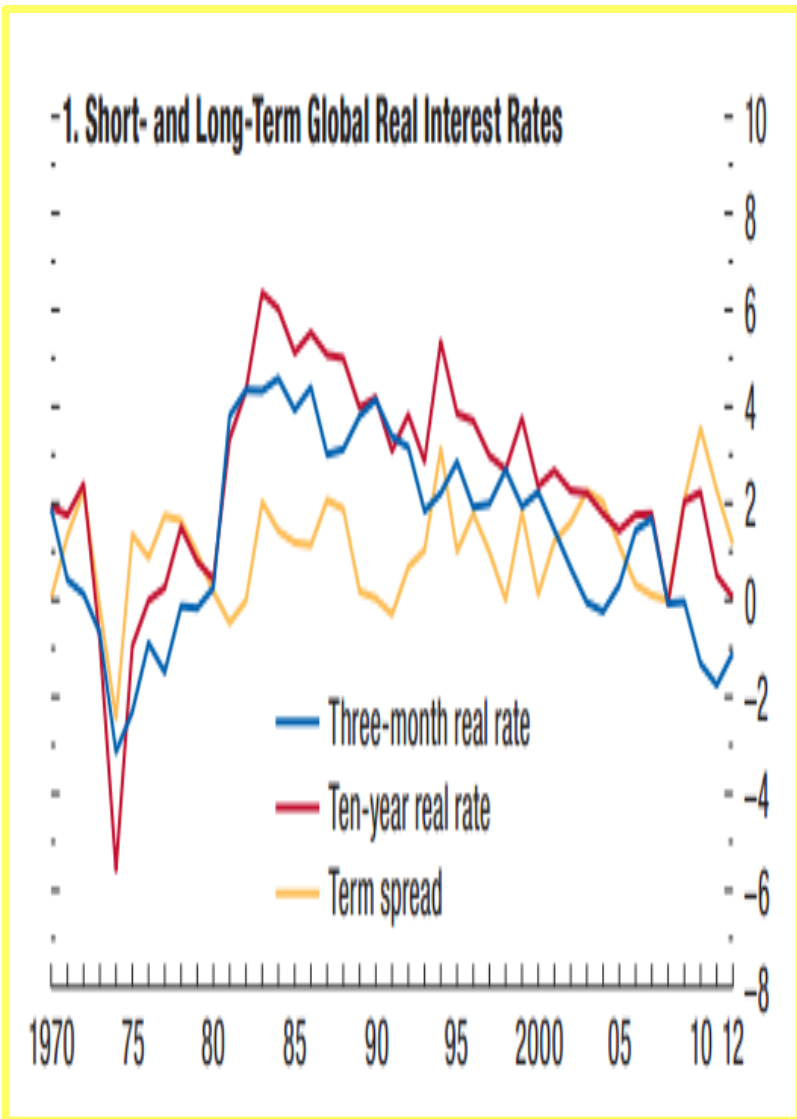
- Позволили быстро выйти из глубокого кризисного спада;
- Частично содействовали снижению безработицы;
- Облегчают бремя обслуживания государственного долга;
- Снижают процентные расходы финансового и нефинансового секторов экономики;
- Удешевляют ликвидность;
- Потенциально увеличивают доступность кредита;

- Содействуют ухудшению качества кредитных портфелей;
- Ведут к образованию «финансовых пузырей»;
- Повышают риски при принятии инвестиционных решений
- Снижают потенциал процентной маржи кредитных организаций;
- Уменьшают доходность банковских вкладов и фондов коллективных инвестиций;
- Негативно отражаются на доходах институциональных инвесторов.

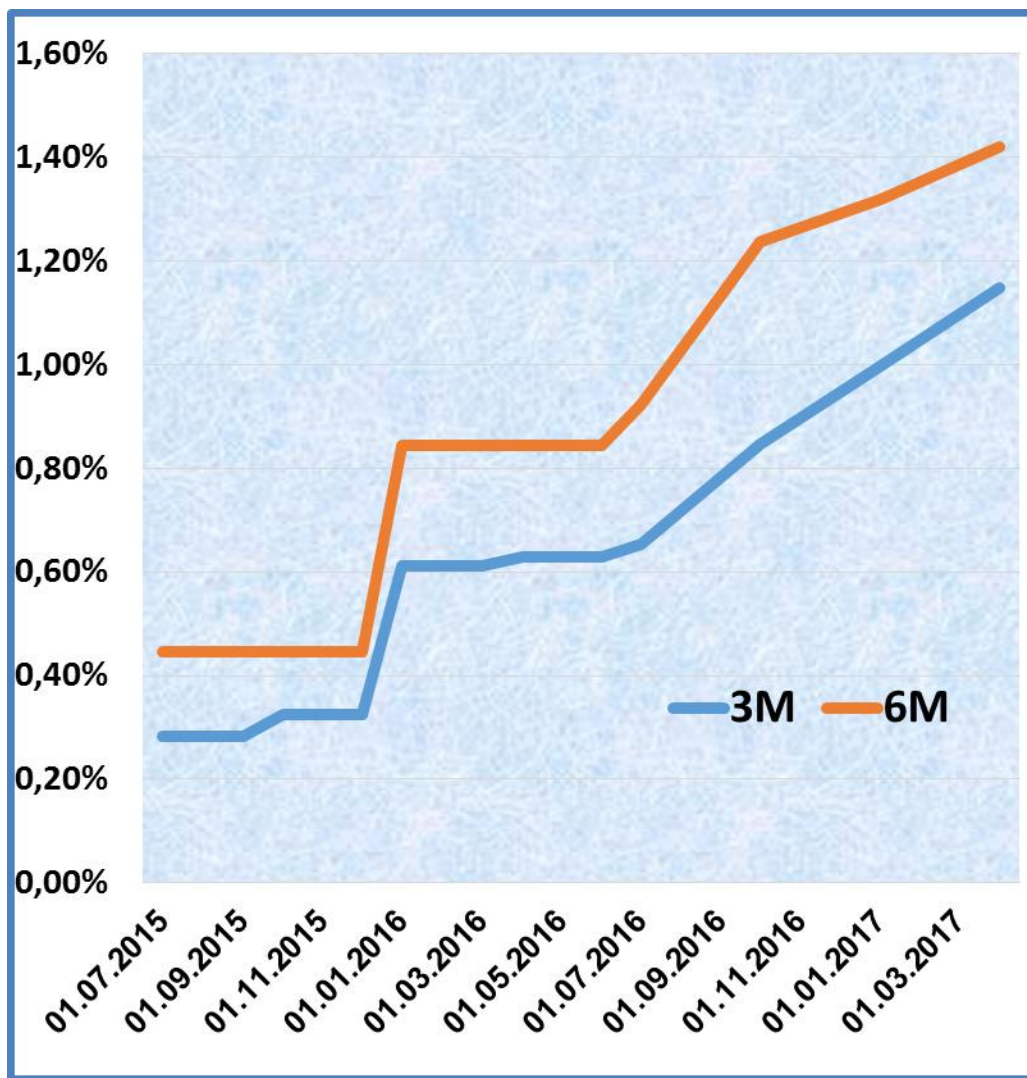
## **Часть 4**

**Сохранятся ли сверхнизкие процентные ставки в обозримой перспективе?**

## Динамика реальных ставок LIBOR до 2014 года



## Динамика краткосрочных номинальных ставок LIBOR в 2015-2017 годах



## Базовые процентные ставки центральных банков (на начало мая 2017, %)

### Развитые страны:

- Исландия-5,0
- Австралия -1,5
- США - 1,0
- Канада -0,5
- Великобритания – 0,25
- Еврозона -0,0
- Япония - (-) 0,1
- Швеция – (-) 0,5
- Дания – (-) 0,65
- Швейцария – (-) 0,75

### Страны с формирующимся рынком:

- Аргентина- 26,25
- Иран -18,0
- Египет – 14,75
- Бразилия – 11,25
- Россия – 9,25
- Мексика- 6,5
- Индия -6,25
- Китай- 4,35
- Гонконг -1,25
- Польша – 1,5

# Границы использования сверхнизких процентных ставок: возможные сценарии

## Сценарий 1

- ❖ В случае повышения темпов инфляции по мере оживления экономики и приближения фактического выпуска к потенциальному или же возникновения угрозы попадания **в стагфляционную ловушку** можно ожидать форсированного перенесения акцента в проводимой денежно-кредитной политике на поддержание ценовой стабильности, а значит и повышение ключевых процентных ставок.

## Макроэкономические показатели и базовые процентные ставки в отдельных странах (по состоянию на начало мая 2017)

	Инфляция в годовом выражении	Темпы роста ВВП (г/г)	Базовая процентная ставка	Доходность 10 - летних гособлигаций
США	2,4	2,0	1,0	2,28
Япония	0,2	1,6	- 0,1	0,02
Страны зоны Евро	1,9	1,7	0	-0,43
Бразилия	4,6	-2,5	11,25	10,32
Россия	4,3	0,3	9,25	7,61
Индия	3,8	7,0	6,25	6,99

Источник: Tradingeconomics.com; данные национальной статистики



# «Ловушки» в практике денежно-кредитного регулирования: случай 1

«Стагфляционная ловушка»  
(стагнация + инфляция)

С начала 70-х годов  
XX века в неё попадали многие страны.

## Пример США

В 1976 -1982 гг. безработица **более 8%**, стагнация ВВП и среднегодовые темпы инфляции **выше 10%**

**Ставка по федеральным фондам:**

январь 1977 - апрель 1980 - с 4,6 до **17,6%**

апрель 1980 –июль 1980 – с 17,6 до 9,0%

август 1980 – июнь 1981 – с 9,0 до **20%**

# Границы использования сверхнизких процентных ставок: возможные сценарии

## Сценарий 2

❖ В поисках выхода из «ловушки ликвидности» и недопущения разбухания до критических отметок финансовых «пузырей» центральные банки промышленно развитых стран уже в обозримой перспективе начнут вслед за ФРС переходить к ползучему повышению ключевых процентных ставок.

## **«Ловушки» в практике денежно-кредитного регулирования: случай 2**

**«Ловушка ликвидности», или дефляционно-инвестиционная ловушка**



**В классическом понимании возникает по причине низкой эластичности инвестиционного спроса по процентной ставке**



**В современных условиях обусловлена усилением неприятия риска со стороны инвесторов, рецессией балансов и дефляционными ожиданиями**

«Для поддержания экономического роста в мире необходим более мощный пакет мер политики, основанный на сочетании трех взаимодополняющих рычагов, включающих:

- 1) структурные реформы,
- 2) налогово-бюджетную политику с поддерживающей экономической рост структурой поступлений и расходов;
- 3) меры денежно-кредитной политики»



**БЛАГОДАРЮ  
ЗА ВНИМАНИЕ**