



Рагурам
Денежно-Раджан
кредитная политика
и ее непреднамерен-
ные последствия

ИЗДАТЕЛЬСТВО
ИНСТИТУТА
ГАЙДАРА

Рагурам Г. Раджан
Денежно-кредитная
политика и ее
непреднамеренные последствия

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=74433286

Денежно-кредитная политика и ее непреднамеренные последствия:

ISBN 978-5-93255-717-4

Аннотация

После кризиса 2008 года и пандемии COVID-19 центральные банки все активнее вмешивались в экономику, стремясь стабилизировать рынки и поддержать рост. Но эта политика создала опасный прецедент: чем больше центробанки делали, тем больше от них ожидали и тем шире становился круг новых вмешательств. В своей книге Р. Раджан – бывший глава центрального банка Индии и один из самых авторитетных экономистов своего поколения – показывает, как экстраординарные меры привели к инфляции, волатильности и зависимости рынков от поддержки регуляторов. Это обстоятельный анализ решений, принятых в ответ на главные кризисы XXI века, и аргумент в пользу возвращения центральных банков к их базовому мандату: низкой инфляции и финансовой стабильности.

В формате PDF A4 сохранен издательский макет книги.

Содержание

Введение	6
1	13
Причины кризиса	16
Аргументы в пользу нетрадиционной денежно-кредитной политики	23
Конец ознакомительного фрагмента.	25

Рагурам Раджан Денежно-кредитная политика и ее непреднамеренные последствия

Права на издание книги на русском языке приобретены
через «Агентство Александра Корженевского» (Москва).

© Издательство Института Гайдара, 2026

Введение

Карл Бруннер был выдающимся специалистом по монетарной экономике, который также внес вклад в строительство институтов экономической науки, основав такие почтенные институты, как Теневой комитет по операциям на открытом рынке и академические журналы *Journal of Money, Credit and Banking* и *Journal of Monetary Economics*. Кроме того, он выступал с критикой политики центральных банков. Поэтому, когда Национальный банк Швейцарии предложил мне прочитать лекцию памяти Карла Бруннера в 2019 году, я сразу понял, о чем хочу рассказать: о непреднамеренных последствиях денежно-кредитной политики, особенно в ее новых и нестандартных формах.

Мои исследовательские интересы в области банковского дела и ликвидности всегда привлекали меня к вопросам финансовой нестабильности, однако в августе 2005 года я серьезно обеспокоился событиями в реальном мире. Я выступал с докладом на ежегодной встрече сотрудников центральных банков в Джексон-Хоуле. Эта конференция была особенной, поскольку она стала последней для Алана Гринспена в должности председателя Федеральной резервной системы. Как бы я ни пытался разделить общее праздничное настроение, у меня не получилось, поскольку меня тревожили риски больших отклонений, накапливавшиеся в финансовой системе.

В частности, я указывал на искажение в стимулах для частных игроков, заставляющее их принимать на себя риски в условиях низких процентных ставок¹. Мне не доставил удовольствия тот факт, что эти риски реализовались во время глобального финансового кризиса (ГФК).

Однако по мере того, как центральные банки начали проводить еще более мягкую и даже нестандартную политику с целью оживить свои экономики, по которым ударил кризис, меня все больше тревожило то, что мы игнорируем одну из ключевых причин кризиса – роль самих центральных банков. Более того, после того как частные игроки и рынки продемонстрировали, насколько ограничены их возможности, создавалось впечатление, что больше не существует пределов тому, что центральные банки могут – или должны – делать. Они с готовностью проводили интервенции в самые разные рынки, поддерживая цены, а иногда и самих участников рынка. Порой они увязывали меры денежно-кредитной политики с динамикой рынков и рыночными настроениями. И, сосредоточиваясь на внутренней инфляции и реальной экономической активности, они уделяли недостаточное внимание последствиям своих действий для системного финансового плеча, финансовой нестабильности и трансграничных эффектов.

Парадоксальным образом чем больше делал центральный банк, тем большего от него ожидали и тем больше он в итоге

¹ См.: Rajan (2006).

делал. Несмотря на все прежние интервенции Федеральной резервной системы, финансовые рынки по-прежнему оставались хрупкими, когда в 2020 году разразилась пандемия. ФРС не только задействовала весь инструментарий, созданный во время глобального финансового кризиса – иронично, что тогда кризис называли событием, которое случается раз в сто лет, – но и дополнила его новыми мерами. Сегодня, отчасти вследствие чрезвычайно масштабной бюджетной реакции на пандемию, инфляция вновь начала расти. Центральным банкам теперь приходится бороться с инфляцией в экономиках, непривыкших к более высоким ключевым процентным ставкам, и в условиях, когда рынки почти не верят в то, что центральные банки действительно готовы повысить процентные ставки.

Неясно, чем все это закончится. Пока я пишу это введение, в Соединенных Штатах обанкротились два банка среднего размера, все вкладчики фактически получили государственные гарантии, Федеральная резервная система согласилась принимать соответствующие требованиям ценные бумаги в качестве обеспечения по их номинальной стоимости, а в Европе один крупный банк был принудительно объединен с другим при предоставлении государственных гарантий. Независимо от того, как именно мы будем выходить из этой ситуации, главный аргумент этой книги заключается в том, что авантюризм в области денежно-кредитной политики редко оказывается панацеей, какой мы его считаем, и за-

частую порождает непреднамеренные последствия. Тем самым эта книга является обращением к руководителям центральных банков с призывом вернуться к более консервативному и «скучному» подходу и отказаться от предположения, что у них есть ответы на все проблемы в экономике. Я думаю, что Карл Бруннер поддержал бы такой призыв.

Первая глава этой книги представляет собой слегка отредактированный текст моей инаугурационной лекции памяти Эндрю Крокетта, прочитанной мною в Банке международных расчетов (БМР) в июне 2013 года, за несколько месяцев до того, как я занял пост управляющего в Резервном банке Индии. В мае 2013 года председатель ФРС Бен Бернанке объявил о вероятном сворачивании программы количественного смягчения. Это заявление спровоцировало стремительный отток капитала из стран с формирующимися рынками. Индия оказалась одной из стран, которой пришлось столкнуться с паникой на финансовых рынках (*taper tantrum*), и я в тот момент работал в Министерстве финансов, помогая координировать наши ответные меры. В лекции памяти Эндрю Крокетта я рассмотрел некоторые причины перехода к нетрадиционной денежно-кредитной политике после глобального финансового кризиса. Меня беспокоило то, что лежащие в основе проблемы носят скорее структурный, а не циклический характер и выходят за пределы области, в которой денежно-кредитная политика способна предложить решения, – вариант того, что позднее

Ларри Саммерс назвал «секулярной стагнацией». Тем не менее центральные банки бросились на передовую. Следствием этого стали неблагоприятные трансграничные эффекты, которые испытали на себе страны с формирующимися рынками по всему миру.

В главе 2, представляющей собой существенно отредактированную версию моей лекции имени Манделла – Флеминга 2018 года, которую я прочитал в Международном валютном фонде (МВФ), я предлагаю набросок модели, описывающей, каким образом трансграничные эффекты денежно-кредитной политики могут приводить к росту заимствований, буму, а затем и спаду в странах – получателях капитала. В основе этой модели лежит модель корпоративных финансов, переосмысленная таким образом, чтобы учесть роль потоков капитала и движений обменных курсов.

Признавая, что денежно-кредитная политика стран ядра влияет на страны периферии, что чаще всего происходит не по их выбору и не в их интересах, в главе 3 я задаюсь вопросом о том, как можно представить себе правила, которые могли бы ограничить денежно-кредитную политику стран ядра, а также какие исследования и обсуждения потребуются для выработки консенсуса относительно таких правил. Эта глава представляет собой отредактированную версию статьи, написанной вместе с Прачи Мишрой из МВФ – моей давней коллегой по различным международным организациям. В эпоху нарастающих глобальных трений может

показаться наивным предлагать глобальные правила игры. Но все же именно тогда, когда все ставят под сомнение мотивы действий других стран, имеет смысл начать обсуждение правил новой монетарной игры. В конце концов, правила, заложенные в основе мирового порядка после Второй мировой войны, сыграли ключевую роль в устранении взаимного недоверия между странами – недоверия, порожденного мировой войной и предвоенными экономическими стратегиями «ограбления соседа», которых придерживались страны. Разумеется, сегодня не существует глобального гегемона, обладающего мощью Соединенных Штатов в первые послевоенные годы и способного усадить конфликтующие стороны за один стол, но мы должны попытаться.

Глава 4 представляет собой слегка отредактированную версию моего выступления на Ежегодной монетарной конференции Института Катона в 2021 году. Спустя почти десятилетие я вновь возвращаюсь к вопросам, поднятым в первой главе. Возможно, я негибок и неисправим, а возможно, в данном случае я стою на стороне ангелов. Так или иначе, я по-прежнему убежден, что, как и в случае большинства действий, денежно-кредитную политику лучше всего проводить с умеренностью и с осознанием возможных непреднамеренных последствий.

Я завершаю книгу обновлением с учетом последних событий, вновь подтверждая аргументы в пользу узкого мандата центрального банка – борьбы с высокой инфляцией, которая

сочетается с вниманием к финансовой стабильности.

В интеллектуальном плане я многим обязан работам Клаудио Борио и Хьюна Сон Шина из Банка международных расчетов, а также их прежних коллег, включая Эндрю Крокетта и Билла Уайта. Хелен Рей из Лондонской школы бизнеса также была моим единомышленником в том отношении, что ее интересовали последствия финансового цикла, и из ее работ я почерпнул очень многое².

Над книгой, подобной этой, работает множество людей. Я благодарен Виралу Ачарье, Дугласу Даймонду, Юньчжи Ху и Прачи Мишре, моим давним соавторам, за часть работы, лежащей в основе этих глав. Радхика Пури, моя жена, читает и комментирует все, что я пишу, и помогает сделать аргументы понятными. Я навсегда в долгу перед ней за это и многое другое. Я благодарю Томаса Йордана, президента Национального банка Швейцарии, за приглашение прочитать лекцию памяти Карла Бруннера в 2019 году, а также Никола Кюше-Кюрти и Лукаса Велльми за помощь в подготовке книги и за внимательное чтение черновики. Наконец, я благодарю моего редактора в издательстве MIT Press – Лору Килер.

² Хорошим введением в ее работу может послужить прочитанная ею лекция памяти Эндрю Крокетта 1977 года: Rey (2017).

1

Шаг в темноте: нетрадиционная денежно-кредитная политика после кризиса

В этой главе, основанной на слегка отредактированном и обновленном тексте моей инаугурационной лекции памяти Эндрю Крокетта, прочитанной в Банке международных расчетов (БМР) в июне 2013 года, я излагаю свои опасения по поводу того курса, по которому развивалась денежно-кредитная политика в индустриальных странах после глобального финансового кризиса. По сути, я утверждаю, что индустриальные страны пытались решить проблему неравномерного развития внутри своих экономик с помощью неверных инструментов. По мере того как технологические изменения подрывали экономические основы отдельных отраслей, регионов и профессий, правильным подходом было бы проведение структурных реформ, направленных на поддержку отстающих групп и сообществ, и предоставление им возможности в полной мере участвовать в меняющейся экономике. Вместо этого основной упор был сделан на стимулирование, преимущественно с использованием денежно-кредитных инструментов. Следствием, как я опасался, стало все бо-

лее активное использование денежно-кредитной политики с потенциально серьезными непреднамеренными последствиями. Одной из ключевых проблем при этом оказался вопрос о том, как отказаться от мягкой денежно-кредитной политики в ситуации, когда экономика стала зависимой от нее.

Сэр Эндрю Крокетт занимал должность генерального управляющего Банка международных расчетов в период с 1994 по 2003 год. В речи, с которой он выступил в 2001 году и которая была озаглавлена «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность», он утверждал, что

сочетания либерализованной финансовой системы и фиатного денежного стандарта с монетарными правилами, основанными исключительно на показателях инфляции, недостаточно для обеспечения финансовой стабильности. Я не отрицаю, что инфляция часто является источником финансовой нестабильности. Так оно и есть... Однако обратное утверждение не обязательно верно. Существует множество примеров периодов, в которых восстановление ценовой стабильности создавало благоприятную почву для чрезмерного оптимизма.

Он продолжил:

Если отсутствия инфляции самого по себе недостаточно для обеспечения финансовой стабильности <...> то на что мы можем рассчитывать, чтобы сдерживать нарастание [финансовых дисбалансов]? Ответ, разумеется, включает-

ся в пруденциальном регулировании. Однако инструменты пруденциального регулирования сами по себе основаны на оценках риска, которые не являются независимыми от кредитного цикла и цикла цен активов. Если пруденциальное регулирование опирается на оценки обеспечения, достаточности капитала и тому подобного, а стоимость активов искажена, то защитный барьер против нарастания финансовых дисбалансов будет ослаблен³.

В нескольких абзацах Эндрю Крокетт описал то, на осмысление чего многим из нас потребовались целый глобальный финансовый кризис и годы исследований. Я воспользуюсь предложенной им оптикой и рассмотрю новые инструменты центральных банков, которые относят в категорию «нетрадиционной денежно-кредитной политики». Значительную часть времени я буду исследовать контуры того, чего мы не знаем, задавая вопросы, а не предлагая ответы. Но начнем с самого начала: с более глубоких причин недавнего финансового кризиса и кризиса суверенного долга в Соединенных Штатах и Европе. По самой своей природе этот разговор неизбежно носит умозрительный характер.

³ Crockett (2001).

Причины кризиса

Сегодня возникают два конкурирующих нарратива о причинах кризиса и соответствующих мерах борьбы с ним. Первый, наиболее известный, диагноз заключается в том, что совокупный спрос обрушился из-за чрезмерного накопления долга перед кризисом. Домохозяйства (и страны), которые были наиболее склонны к расходам, больше не могут занимать. Чтобы оживить рост, необходимо стимулировать к расходам других экономических агентов: страны с профицитом счета текущих операций должны сократить эти профициты, правительства, которые все еще способны заимствовать, – увеличить дефициты бюджета, а бережливые домохозяйства – подталкиваться к отказу от сбережений с помощью предельно низких процентных ставок. В таких условиях бюджетная неосмотрительность становится добродетелью, по крайней мере в краткосрочной перспективе. В среднесрочной перспективе, после восстановления роста, долг можно будет сократить, а финансовый сектор – охладить, чтобы он не спровоцировал очередной мировой кризис.

Но существует и другой нарратив. Его идея в том, что фундаментальный потенциал роста в индустриальных странах на протяжении десятилетий постепенно снижался, но на какое-то время это снижение маскировалось спросом, который основывался на росте долга. Новый виток такого спро-

са или призывы к безрассудным расходам со стороны стран с формирующимися рынками не вернут нас на устойчивую траекторию роста. Напротив, индустриальным демократиям необходимо улучшать условия для экономического роста.

Первый нарратив представляет собой стандартную кейнсианскую интерпретацию, с поправкой на ситуацию долгового кризиса. Именно его разделяет большинство представителей правительств и центральных банков, а также экономисты с Уолл-стрит, и он не требует подробных пояснений. Второй нарратив, на мой взгляд, предлагает более глубокое и убедительное объяснение недуга, с которым мы столкнулись. Позвольте мне изложить его более подробно⁴.

1950-е и 1960-е годы были периодом высоких темпов роста на Западе и в Японии. Ряд факторов, в числе которых восстановление после войны, рост торговли после протекционистских 1930-х годов, распространение новых технологий в энергетике, транспорте и коммуникациях между странами, а также рост уровня образования, способствовали экономическому подъему индустриальных стран. Однако, как утверждает Тайлер Коуэн в своей книге «Великая стагнация», после того, как эти «низко висящие плоды» были сорваны, начиная с 1970-х годов разгонять экономический рост стало значительно сложнее⁵.

⁴ Этот обзор представляет собой обновленную версию моей статьи: Rajan (2012).

⁵ Cowen (2011).

Между тем, как убедительно писал Вольфганг Штрик в статье 2011 года в *New Left Review*, в 1960-е годы всем казалось, что впереди ждет вечность инноваций и экономического роста, и демократические правительства с готовностью обещали своим гражданам плоды будущего роста в форме расширенного государства всеобщего благосостояния⁶. По мере того как затем рост начал замедляться, государственные расходы продолжали расти даже на фоне сокращения государственных ресурсов. Некоторое время центральные банки приспосабливались к такому росту расходов. В результате высокий уровень инфляции вызвал широкое недовольство, тем более что существенного роста экономики это не принесло. Доверие к кейнсианскому стимулированию ослабло, хотя высокая инфляция действительно способствовала снижению уровня государственного долга.

Центральные банки начали сосредоточиваться на низкой и стабильной инфляции как на своей основной цели и постепенно становились все более независимыми от политических властей. Однако дефицитное финансирование государственного бюджета со стороны правительств продолжалось прежними темпами, и государственный долг в индустриальных странах в доле валового внутреннего продукта (ВВП) неуклонно рос с конца 1970-х годов, на этот раз уже без неожиданной инфляции, которая могла бы снизить его реальную стоимость.

⁶ Streeck (2011).

Осознавая необходимость поиска новых источников роста, Соединенные Штаты к концу президентского срока Джимми Картера, а затем при Рональде Рейгане, провели дерегулирование промышленности и финансового сектора; в Великобритании аналогичные меры были предприняты при Маргарет Тэтчер. Конкуренция и инновационная активность в этих странах существенно возросли. Более свободная торговля и внедрение новых технологий повысили спрос на труд и доходы высококвалифицированных, талантливых и образованных работников, занятых в нерутинных видах деятельности, таких как консалтинг. В то же время более рутинные, ранее хорошо оплачиваемые рабочие места, выполнявшиеся неквалифицированными или умеренно образованными работниками, были автоматизированы или вынесены за рубеж. В результате рост неравенства доходов возник не столько вследствие политики, благоприятствующей богатым, сколько потому, что либерализованная экономика отдавала предпочтение тем, кто был лучше подготовлен к использованию открывшихся возможностей. Часть сообществ внутри развитых стран, в частности те, рабочие места в которых зависели от нескольких крупных промышленных предприятий, впоследствии закрывшихся, оказались не способны включиться в новый экономический рост.

Недальновидной политической реакцией на тревоги тех, кто оказывался в проигрыше, стало облегчение их доступа к кредиту. В условиях слабых регуляторных и надзорных

ограничений, порой основанных на вере в то, что в лучшем из возможных миров частные стимулы работают наилучшим образом, финансовая система оказалась перегружена рискованными ипотечными кредитами и кредитами под залог жилья для заемщиков из нижнего среднего класса, чему способствовали крайне низкие ключевые процентные ставки.

Континентальная Европа дерегулировала экономику в меньшей степени и предпочла искать источники роста в более глубокой экономической интеграции. Однако платой за защиту работников и фирм стали более низкие темпы роста и более высокая безработица. И хотя неравенство выросло не так сильно, как в Соединенных Штатах, перспективы занятости для молодежи и безработных на периферии зоны евро были крайне неблагоприятными: они оказались исключены из защищенной системы.

Переход на евро поначалу казался благом, поскольку по его итогам снизилась стоимость заимствований, что позволило странам создавать рабочие места за счет расходов, финансируемых долгом. К сожалению, рост расходов привел к повышению заработной платы, прежде всего, хотя и не только, в неторгуемых секторах, таких как государственный сектор и строительство. При отсутствии сопоставимого роста производительности страны с высокими расходами становились все менее конкурентоспособными и все более нагруженными долгами, а также начали демонстрировать большие торговые дефициты.

Разумеется, в то время никто не думал, что такие страны, как Испания, с низким уровнем государственного долга и дефицита бюджета, тратят слишком много. Однако, как предвидел Эндрю Крокетт, экономический бум скрывал не только проблемы кредитования, но и бюджетные проблемы. Доходы испанского правительства были высокими благодаря росту экономической активности и дополнительным налоговым поступлениям, поэтому расходы выглядели умеренными. Тем не менее, если скорректировать расходы с учетом фазы экономического цикла, они оказывались избыточными⁷.

Важным исключением из этой модели стала Германия, которая привыкла к низкой стоимости заимствований еще до вступления в еврозону. Германии пришлось столкнуться с исторически высокой безработицей, обусловленной объединением с экономически слабой Восточной Германией. В первые годы существования евро у Германии не было иного выбора, кроме как ослабить защиту работников, сдержать рост заработной платы и сократить пенсионные выплаты в попытке повысить занятость. Издержки на рабочую силу в Германии снизились по сравнению с остальной частью еврозоны, а ее экспорт и рост ВВП резко ускорились. Экспорт Германии, по крайней мере отчасти, был компенсирован расходами стран периферии еврозоны.

В конечном счете глобальный финансовый кризис (ГФК),

⁷ См.: Hauptmeier, Sanchez-Fuentes, and Schuknecht (2011).

начавшийся в 2007 году, положил конец расходам, подпитываемым долгом, будь то на уровне национальных правительств (Греция), региональных и местных властей (Испания), строительного сектора (Ирландия и Испания) или финансового сектора (Ирландия). Соединенные Штаты и Европа впали в рецессию отчасти потому, что исчез спрос, основанный на заимствованиях, но также и потому, что его сокращение через эффект мультипликатора сократило прочие источники спроса.

Аргументы в пользу нетрадиционной денежно-кредитной политики

Кризис оказался разрушительным по своим последствиям. Целые рынки обрушились, и вкладчики утратили доверие даже к самым надежным банкам, а со временем начали терять веру и в долговые обязательства слабых суверенных заемщиков. Для финансового экономиста, пожалуй, наиболее наглядным свидетельством глубины проблем в финансовом секторе стало то, что начали нарушаться стандартные арбитражные соотношения, такие как покрытый паритет процентных ставок⁸. Деньги можно было заработать без риска – если бы вы могли взять в долг! А это удавалось немногим. Реальная экономика так же получила тяжелый удар. Некоторое время, как отмечал экономист Барри Эйхенгрин, спад экономической активности повторял траекторию событий на начальном этапе Великой депрессии.

Центральные банки предотвратили вторую Великую депрессию. Задним числом все кажется очевидным. Сегодня может показаться, что центральные банки просто обязаны были поступить именно так, как они поступили, однако во многом им приходилось действовать на ходу, без готовых рецептов. К счастью для всего мира, значительная часть пред-

⁸ См.: Krishnamurthy (2010).

принятых ими мер оказалась совершенно верной. Они облегчили доступ к ликвидности с помощью инновационных программ, таких как Программа помощи проблемным активам (Troubled Assets Relief Program, TARP) в Соединенных Штатах или долгосрочные операции рефинансирования (Long-Term Refinancing Operations, LTRO) в еврозоне. Предоставляя долгосрочные кредиты, не задавая слишком много вопросов относительно принимаемого обеспечения, покупая активы за пределами привычных рамок и сосредоточиваясь на восстановлении работы рынков, они вернули ликвидность в мировую финансовую систему, которая в противном случае выглядела бы неплатежеспособной исходя из рыночных цен активов того периода. В этом смысле центральные банкиры по праву могут считаться героями в нашем мире, где героев так не хватает.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.