

С точки зрения экономики

Внешние эффекты денежно-кредитной политики США

Михаил Юрьевич ГОЛОВНИН

член-корреспондент Российской академии наук, доктор экономических наук, заместитель директора, Институт экономики Российской академии наук; профессор, Московская школа экономики МГУ им. М.В. Ломоносова; Институт экономики Российской академии наук.
Адрес: 117218, Москва, Нахимовский проспект, д. 32. E-mail: mg-inecon@mail.ru

ЦИТИРОВАНИЕ: Головнин М.Ю. (2018) Внешние эффекты денежно-кредитной политики США // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. Т. 11. № 2. С. 82–99. DOI: 10.23932/2542-0240-2018-11-2-82-99

АННОТАЦИЯ. В статье анализируются изменения в денежно-кредитной политике США с начала XXI в. и показано воздействие со стороны этой политики на национальные экономики других стран, прежде всего стран с формирующимися рынками. Денежно-кредитная политика США оказывала влияние на страны с формирующимися рынками как через реальный сектор, так и по финансовому каналу. Через финансовый канал основное воздействие распространялось на ставки по государственным облигациям и на валютный курс. При этом влияние на различные страны в разные периоды было неодинаковым. Так, процентные ставки в Таиланде, Мексике и Пакистане до начала глобального экономического и финансового кризиса в целом следовали циклу денежно-кредитной политики США. Политика «количественного смягчения», заявления и последующие действия по ее отмене оказали влияние на трансграничные потоки капитала в страны с формирующимися рынками. Ряд стран – экспортеров нефти, в том числе и Россия, испытывали воздействие денежно-кредитной политики США через динамику цен на нефть. Страны с формирующи-

мися рынками сталкиваются с ограничениями для национальной денежно-кредитной политики со стороны денежно-кредитной политики США, но на практике стремятся их обойти с помощью регулирования валютного курса, ограничений на трансграничное движение капитала и проведения независимой денежно-кредитной политики, не следуя циклам изменения процентной ставки в США.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: международная макроэкономика, денежно-кредитная политика, экономика США, внешние эффекты, страны с формирующимися рынками, внешняя политика

Денежно-кредитная политика США в 2000–2017 гг.

США как самая крупная экономика мира по размеру ВВП по текущему валютному курсу и страна с наиболее масштабными финансовыми рынками должны теоретически рассматриваться как большая открытая экономика. Тем не менее развитие процессов глобализации начиная с рубежа 1980–1990-х гг.

Таблица 1. Ключевые макроэкономические показатели США в 2000–2016 гг.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Темп прироста реального ВВП (в %)	4,1	1,0	1,8	2,8	3,8	3,3	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5
Среднегодовой темп инфляции (в %)	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3
Уровень безработицы (в % от экономически активного населения)	4,0	4,7	5,8	6,0	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9

Источник: World Economic Outlook Database as of October 2017 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>

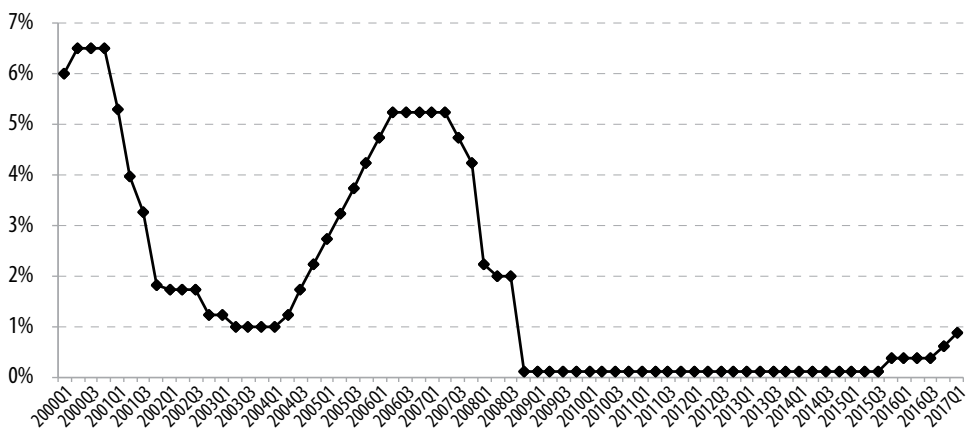
оказало влияние на динамику экономики и финансовых рынков в США. Соответственно, денежно-кредитная политика страны должна была реагировать как на внутренние проблемы, так и на внешние вызовы.

Мы сосредоточимся на анализе денежно-кредитной политики США с начала XXI в. За этот период экономика США прошла через два кризиса, и оба имели глобальные последствия: кризис на фондовом рынке 2000–2002 гг. и мировой экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг., зародивший-

ся на рынке ипотечного кредитования в США. Оба этих кризиса оказали влияние на макроэкономические показатели США, при гораздо более глубоком воздействии второго кризиса (см. таблицу 1).

Федеральная резервная система (ФРС) США отреагировала на оба кризиса резким и существенным снижением процентной ставки по федеральным фондам (см. рисунок 1). Причем и в первом, и во втором случае достигалось рекордно низкое на тот момент ее значение.

Рис. 1. Ставка по федеральным фондам в США (в %)



Источник: International Financial Statistics // <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>

Однако до конца 2008 г. процентная политика ФРС вполне характеризовалась классическими циклами повышения/снижения процентных ставок. Переломный момент наступил в связи с началом острой фазы кризиса, вызванной банкротством американского инвестиционного банка Lehman Brothers 15 сентября 2008 г., после которого в полной мере проявились разрушительные эффекты в глобальной финансовой системе.

Поскольку процентные ставки уже находились вблизи нулевой отметки, возможности «стандартной» денежно-кредитной политики были крайне ограничены. ФРС стала применять набор новых инструментов, относящихся к так называемой «нетрадиционной» денежно-кредитной политике, или политике «количественного смягчения».

Главными задачами новой политики ФРС были:

- 1) сохранение целостности финансового рынка путем поддержки отдельных его сегментов, наиболее пострадавших во время кризиса, а также поддержки отдельных групп финансовых институтов, имеющих на этом рынке системообразующее значение;
- 2) поддержка динамики совокупного спроса, возможности которой оказались ограничены в связи с переходом к нулевым ставкам процента (Zero Lower Bound).

Для решения первой задачи был применен широкий круг новых инструментов¹. С их помощью финансовая стабильность в целом была обеспечена и к марту 2010 г. все временные инструменты по поддержке отдельных сегментов финансового рынка прекратили свое действие.

Вместе с тем следует отметить один важный инструмент, применение которого продолжилось впоследствии и фактически составило основу политики «количественного смягчения» – широко-масштабную покупку активов на баланс центрального банка (Large-Scale Asset Purchases – LSAP). Первая такая программа была объявлена 25 ноября 2008 г. и затрагивала покупку государственных ценных бумаг и ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (LSAP I).

Несмотря на окончание глобального экономического и финансового кризиса США продолжили проведение политики «количественного смягчения». Это было вызвано неустойчивым экономическим ростом в стране, сохраняющимися проблемами в сфере занятости (см. таблицу 1), а также опасениями относительно финансовой стабильности в связи с европейским долговым кризисом. Программы «количественного смягчения» II и III действовали с ноября 2010 по июнь 2011 г. и с сентября 2012 по октябрь 2014 г. соответственно. В их рамках осуществлялась покупка ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, и казначейских ценных бумаг. В промежутке между ними с сентября 2011 до конца 2012 г. действовала программа, направленная на увеличение сроков погашения находящихся в портфеле ФРС государственных ценных бумаг (Maturity Extension Program), которая, правда, не подразумевала увеличения общего объема ликвидности в экономике [Fawley, Neely 2013, p. 61].

Окончание третьей программы политики «количественного смягчения» по сути означало, что подобные программы в текущем цикле денежно-кредитной политики перестанут осуществляться. Поэтому рынок достаточно интенсивно реагировал на заявления о за-

1 См. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/expiredtools.htm>.

вершении этой программы, прозвучавшие от председателя ФРС Б. Бернанке в мае 2013 г. С октября 2013 г. началось постепенное сокращение ежемесячных покупок ценных бумаг центральным банком, а к октябрю 2014 г. они были завершены. Тем самым формально окончился период политики «количественного смягчения» (продолжавшийся с 2008 по 2014 гг.), однако оставался еще вопрос о значительном увеличившемся в ходе осуществления этих покупок балансе ФРС. В декабре 2015 г. было принято решение о реинвестировании средств, поступающих от казначейских облигаций, по которым наступили сроки погашения, в агентские ипотечные облигации. Фактически это означало поддержание увеличившегося портфеля ценных бумаг на балансе ФРС. Лишь в середине 2017 г. был принят план постепенного снижения объемов реинвестирования [Уоскин 2017, с. 38–39].

Вместе с тем в конце 2015 г. ФРС начала проводить постепенную политику увеличения процентных ставок (см. рисунок 1). Однако условия в денежно-кредитной сфере США в целом оставались мягкими, поскольку ставки сохранялись на исторически низких уровнях, а на балансе ФРС находился значительный объем приобретенных ранее ценных бумаг. Лишь в 2017–2018 гг. процесс повышения процентных ставок несколько ускорился.

Сейчас основная неопределенность относительно дальнейшей динамики денежно-кредитной политики США связана, с одной стороны, с интенсивностью повышения процентных ставок, а с другой – со скоростью постепенного сокращения баланса ФРС. В январе 2018 г. Международный валютный фонд существенно повысил прогнозы экономического роста в США в 2018–2019 гг., ожидая позитивный макроэкономический эффект от налоговых ре-

форм. Это создает некоторое пространство для маневра в части ужесточения денежно-кредитной политики. Но пока перспективы экономического роста в полной мере не реализуются, как представляется, ФРС будет действовать достаточно осторожно.

Каналы воздействия денежно-кредитной политики США на экономику других стран

В теории можно выделить два основных канала воздействия денежно-кредитной политики США на экономику других стран: реальный и финансовый. Первый подразумевает, что меры денежно-кредитной политики влияют на американскую экономику в сторону ее стимулирования или охлаждения, что оказывает соответствующее влияние и на глобальный спрос, учитывая роль экономики США в мировой экономике в целом. Второй канал связан с воздействием на цены активов – прежде всего, на процентную ставку и валютный курс. Например, когда ФРС проводит сдерживающую денежно-кредитную политику и повышает процентные ставки, происходит ужесточение условий привлечения средств на мировых финансовых рынках, увеличивается премия за риск для инвесторов, и международные потоки капитала сокращаются. Это вызывает давление на валютные курсы других стран по отношению к доллару в сторону их снижения.

Большинство исследований сходятся в том, что изменения в денежно-кредитной политике США вызывают изменения цен иностранных активов, главным образом цен облигаций. При этом Ж. Чен и другие проводят различие между «сигнальными шоками» со стороны денежно-кредитной политики США (которые влияют на ожидания относительно будущих краткосроч-

ных процентных ставок) и «рыночными шоками» (которые влияют на ставки с более длительными сроками через различные каналы) [Chen, Mancini-Griffoli, Sahay 2014, p. 4].

Следует отметить еще одно направление воздействия денежно-кредитной политики США на глобальную экономику, которому в научной литературе уделяется меньше внимания – влияние на мировые цены на энергоносители. Здесь можно выделить два канала воздействия: прямой – через изменение курса доллара США по отношению к другим валютам (когда курс доллара падает, цена на нефть, выраженная в долларах, растет); косвенный – через изменение процентной ставки или других условий денежно-кредитной политики США. Второй канал также имеет два направления воздействия: через реальный сектор (мягкая денежно-кредитная политика в США способствует росту мирового ВВП и росту спроса на энергоносители) и через финансовые рынки (если воспринимать рынки энергоносителей, особенно производных ценных бумаг на них, как финансовые рынки).

Отдельного внимания заслуживает политика «количественного смягчения», поскольку ее меры отличались от традиционной денежно-кредитной политики. Политика «количественного смягчения» в США также имела важные внешние эффекты для мировой экономики в целом. Поддержка финансовой системы и совокупного спроса в США должны были способствовать восстановлению мировой финансовой системы и поддержанию экономической динамики в других странах. Однако наблюдались и побочные эффекты, связанные с изменениями в международном движении капитала. Под влиянием возникшей разницы в процент-

ных ставках между развитыми странами и странами с формирующимися рынками (многие из которых сохранили процентные ставки на относительно высоком уровне для поддержания валютного курса) начался переток капитала из первой группы стран во вторую [Головнин 2015, с. 107–108]. Наблюдался приток главным образом краткосрочного капитала в страны с формирующимися рынками, который создавал угрозу «надувания пузырей» на финансовых рынках.

Одним из важных внешних эффектов политики «количественного смягчения» в США и связанных с ней изменений в потоках капитала стало давление на курсы валют стран с формирующимися рынками в сторону повышения. Поскольку внешняя торговля этих стран чувствительна к изменениям валютных курсов, подобная тенденция создала угрозу ухудшения сальдо текущего счета платежного баланса. Стали даже звучать обвинения в адрес США в развязывании «валютных войн» (по аналогии с ситуацией 1930-х гг.) [Головнин 2015, с. 108].

Таким образом, основные угрозы, с которыми сталкиваются в современных условиях страны с формирующимися рынками, исходящие от изменений в денежно-кредитной политике США, – это угрозы повышенной волатильности и нарушения финансовой стабильности.

Остается открытым вопрос о том, насколько влияют макроэкономические показатели других стран на эффект от изменений в денежно-кредитной политике США. Некоторые исследователи отмечают, что лучшие макроэкономические показатели сдерживают воздействие эффекта переноса², другие не находят подобной связи³, но есть и

2 См., например: Bowman, Londoño, Sapriza 2014; Mishra, Moriyama, N'Diaye, Nguyen 2014; Chen, Mancini-Griffoli, Sahay 2014.

исследования, демонстрирующие, что по крайней мере на отдельных временных отрезках страны с более стабильными макроэкономическими показателями испытывают более сильное негативное воздействие со стороны соответствующих шоков денежно-кредитной политики США [Aizenman, Binici, Hutchison 2014].

Возникает вопрос о том, какие меры экономической политики могут снизить издержки от роста волатильности, вызванного денежно-кредитной политикой США. Теоретически такими мерами могут быть использование более гибкого режима валютного курса и валютные ограничения на трансграничное движение капитала.

Появляется фундаментальная проблема, которая поднималась, например, в работе Х. Рей [Rey 2013]. Если воздействие денежно-кредитной политики США на малые открытые экономики весьма значительно, то классическая трилемма денежно-кредитной политики фактически превращается в дилемму. То есть в условиях свободного трансграничного движения капитала независимая денежно-кредитная политика фактически проводиться не может, и единственным выходом становится введение ограничений на трансграничное движение капитала (напрямую или через меры макропруденциальной политики).

Дело в том, что возможности для сдерживания притока капитала и укрепления валютного курса у стран с формирующимися рынками во время проведения политики «количественного смягчения» в США были весьма огра-

ничены. Повышение процентных ставок привело бы к еще большему притоку капитала и давлению на валютный курс, снижение – к «перегреву» экономики и дальнейшему нарастанию «финансовых пузырей». Одним из немногих оставшихся в распоряжении властей инструментов были валютные интервенции и валютные ограничения на трансграничное движение капиталов.

На наш взгляд, показательно, что именно в период притока капитала в страны с формирующимися рынками, связанного с проведением нетрадиционной денежно-кредитной политики в США, происходит теоретическая «реабилитация» использования валютных ограничений по трансграничным операциям с капиталом⁴.

Еще одним способом решения проблемы могло бы стать международное обсуждение проблемы координации экономической политики, учет ФРС при принятии решений относительно денежно-кредитной политики и возникающих от них внешних эффектов⁵.

Внешние эффекты от денежно-кредитной политики США для стран с формирующимися рынками

Особый интерес представляет воздействие денежно-кредитной политики США на экономики стран с формирующимися рынками, доля которых в мировой экономике в течение последних двух десятилетий достаточно устойчиво повышается.

3 См., например, Eichengreen, Gupta 2014.

4 См., например: The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows 2010; The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows 2011; Recent Experiences in Managing Capital Inflows 2011; Liberalizing Capital Flows 2012; The Liberalization And Management 2012.

5 Судя по всему, первые признаки влияния внешних эффектов на процесс принятия решений в области денежно-кредитной политики в США уже проявляются. Так, Дж. Йеллен объясняла задержку в переходе к политике повышения процентных ставок ФРС замедлением темпов экономического роста Китая.

В начале 2000-х гг. улучшение условий на мировых финансовых рынках привело к резкому росту трансграничных потоков капитала, связанных с развивающимися странами и странами с формирующимися рынками. Валовые трансграничные потоки капитала устойчиво росли с 2001 по 2007 гг. и увеличились более чем в 10 раз (с 364 до 3951 млрд долл.)⁶. В частности, в России совокупные трансграничные потоки капитала выросли с 5% ВВП в 2002 г. до 25,3% ВВП в 2007 г.⁶ В литературе одной из причин улучшения условий на мировых финансовых рынках в этот период часто называется чрезмерно мягкая денежно-кредитная политика США. Однако такую трактовку вряд ли можно считать полностью верной. Крайне низкие процентные ставки по федеральным фондам (менее 2%) имели место в США с конца 2001 г. по конец 2004 г., когда рост трансграничных потоков капитала еще только начинался. Его пик пришелся на 2006–2007 гг., когда ставки по фондам на федеральном уровне находились уже на относительно высоком уровне (4–5%, см. рисунок 1).

Глобальный экономический и финансовый кризис был сопряжен с резким оттоком капитала из стран с формирующимися рынками, а также с резким падением цен на основные статьи экспорта многих из них – сырьевые товары.

Политика «количественного смягчения» в США должна была способствовать оживлению в странах с формирующимися рынками и, в том числе, притоку в них иностранного капитала. Однако на первом этапе проведения этой политики, во время острой фазы глобального экономического и финансово-

го кризиса, инвесторы не были склонны к риску, поэтому потоки капитала в такие страны не восстанавливались.

Тем не менее уже во время проведения второго этапа «количественного смягчения» в США страны с формирующимися рынками столкнулись с притоком иностранного капитала. Особенно заметным он был в случае с портфельными инвестициями. Чистый приток портфельных инвестиций в страны с формирующимися рынками и развивающиеся страны в 2010 г. составил 184,5 млрд долл., превысив показатель докризисного 2007 г. (98,3 млрд долл.); еще больших значений он достиг в 2012 г. (230 млрд долл.)⁷. При этом внутри портфельных инвестиций основная часть притока приходилась на операции с долговыми ценными бумагами [Головнин 2015, с. 108]. Приток капитала вызвал рост стоимости активов в странах с формирующимися рынками и сокращение процентных ставок [Borrallo, Hernando, Valles 2017, p. 112].

В результате на валютных рынках стран с формирующимися рынками возникло давление в сторону роста курсов их валют (см. рисунок 2), что создало угрозу для внешней конкурентоспособности их продукции. Среди рассматриваемых стран с наибольшим ростом номинального эффективного валютного курса во второй половине 2009 – 2010 гг. столкнулись Бразилия, ЮАР и Индонезия. Однако этот рост носил временный характер и к концу 2010 г. практически во всех странах (за исключением Бразилии) был исчерпан.

Россия в 2010–2013 гг. не сталкивалась со значительным притоком портфельных инвестиций. По сравнению с кризисным периодом восстановился

6 Рассчитано на основе Global Financial Stability Report. Washington DC: International Monetary Fund. Different Issues.

7 World Economic Outlook Database as of October 2013 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>

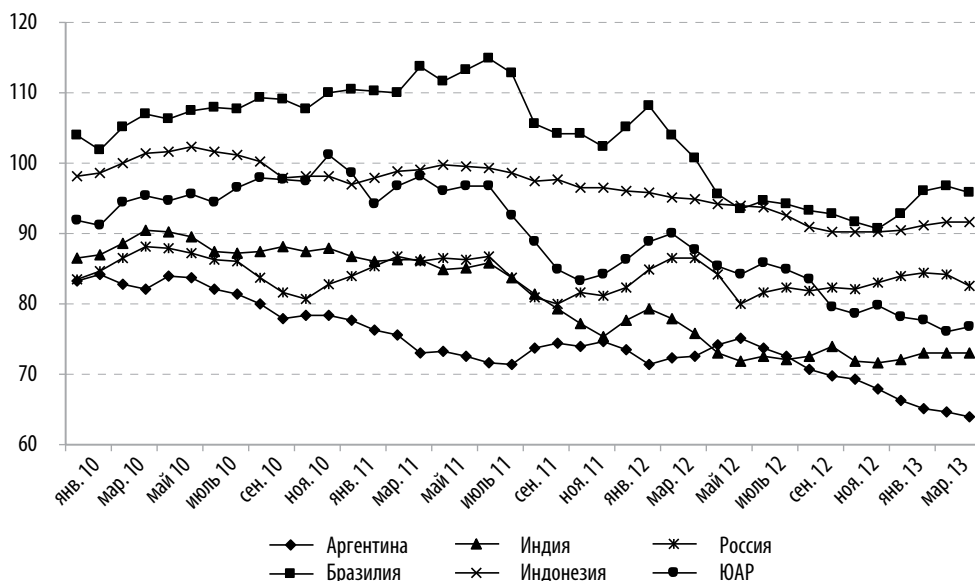
приток прочих инвестиций, но он был несопоставим ни с одним годом между 2003 и 2007 гг. В то же время для России и других стран-экспортеров нефти важную роль сыграло быстрое восстановление цен на нефть после их падения во время глобального экономического и финансового кризиса 2008–2009 гг., которое ряд ученых объясняет в том числе и результатами политики «количественного смягчения» США [Yoshino, Taghizadeh Hesary 2014; Ratti, Vespignani 2013]. Д.В. Скрыпник, оценивая возможное влияние отмены политики «количественного смягчения» на российскую экономику, в качестве основного канала передачи этого воздействия рассматривает как раз изменение цен на нефть [Скрыпник 2014].

М. Фратцшер и др. в своем исследовании пришли к схожим с изложенными выше положениями выводами. По-

литика LSAP1 привела к перестройке портфелей инвесторов таким образом, что средства из остального мира устремились в США, в том числе в американские облигации, снижая тем самым их доходность, тогда как программа LSAP2, наоборот, привела к оттоку средств из США, в том числе в страны с формирующимися рынками [Fratzcher, Lo Duca, Straub 2013].

Возник вопрос о том, какими мерами странам с формирующимися рынками реагировать на действие внешних эффектов, связанных с денежно-кредитной политикой США. Повышение процентных ставок в сложившейся ситуации не приносило существенного эффекта, поскольку являлось стимулом для дополнительного притока иностранного капитала. Поэтому использовались главным образом валютные интервенции, направленные на сдер-

Рис. 2. Изменения номинального эффективного курса валют в странах с формирующимися рынками (декабрь 2007 г. =100)



Источник: BIS Effective Exchange Rate Indices Statistics // <http://www.bis.org/statistics/eer.htm>

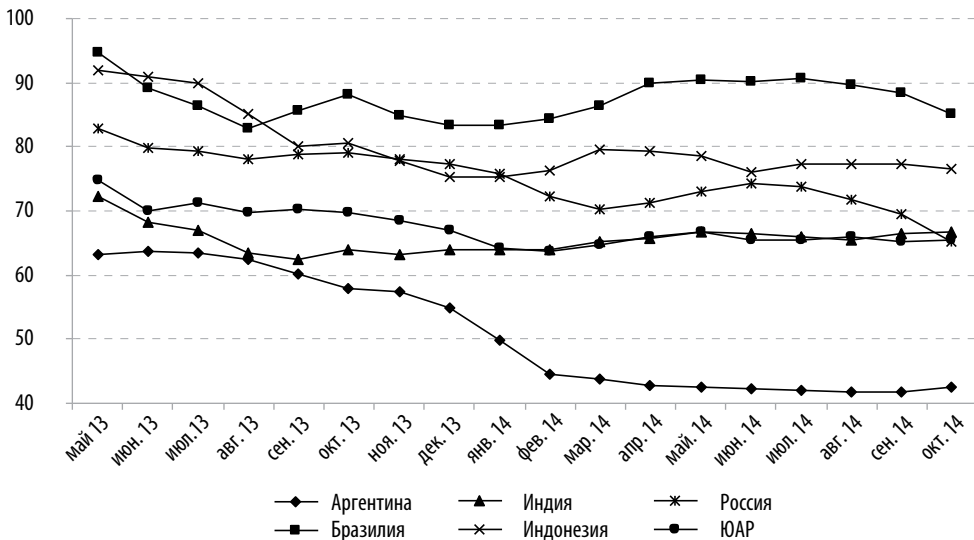
живание роста курсов валют, и стали вводиться валютные ограничения на трансграничные операции с капиталом. По числу вводимых ограничений особенно выделялась Бразилия.

Следующим важным шоком со стороны денежно-кредитной политики США для стран с формирующимися рынками стали заявления об отмене третьей программы «количественного смягчения» в США, прозвучавшие впервые в мае 2013 г. Они привели к оттоку спекулятивного капитала, поступившего на предыдущем этапе в экономики стран с формирующимися рынками. В период с 22 мая 2013 г. по конец июня 2013 г. резко возросла волатильность на рынках ценных бумаг стран с формирующимися рынками, измеряемая как 30-дневные стандартные отклонения цен на ак-

ции и облигации (индексы MSCI-EM и EMBI соответственно) [Chen, Mancini-Griffoli, Sahay 2014, p. 7].

Последовавшие фактические меры по сворачиванию программы усилили первоначальный эффект. В результате с мая 2013 по январь 2014 г. (период наибольшего давления на валютных рынках стран с формирующимися рынками – см. рисунок 3) номинальный эффективный курс аргентинского песо упал на 21,4%, индонезийской рупии – на 18,1%, южноафриканского ранда – на 14,6%, бразильского реала – на 12%, индийской рупии – на 11,6%⁸. Российский рубль был в числе относительно слабо пострадавших валют: он обесценился на 8,6%. Чтобы сдерживать давление на валютные курсы в сторону понижения, многие центральные бан-

Рис. 3. Изменения номинального эффективного курса валют в странах с формирующимися рынками в мае 2013 – октябре 2014 г. (декабрь 2007 г. =100)



Источник: BIS Effective Exchange Rate Indices Statistics // <http://www.bis.org/statistics/eer.htm>

8 Рассчитано на основе данных BIS Effective Exchange Rate Indices Statistics // <http://www.bis.org/statistics/eer.htm>.

ки стран с формирующимися рынками пошли на повышение процентных ставок и/или проведение валютных интервенций, направленных на поддержку курсов валют. Так, Центральный банк Российской Федерации за июнь 2013 – январь 2014 г. продал долларов США на сумму 31,9 млрд долл.

Проведенное Дж. Айзенманом, М. Биничи и М. Хатчинсоном исследование показало, что страны с формирующимися рынками реагировали за заявления председателя ФРС (в мае 2013 г. – Б. Бернанке), но не реагировали на заявления президентов федеральных банков в поддержку политики количественного смягчения⁹. При этом было отмечено, что, как ни парадоксально, страны с более сильными макроэкономическими переменными испытали большее снижение индексов фондовых рынков, большее увеличение спредов по кредитным дефолтным свопам и большее обесценение национальных валют. Однако в конце 2013 г. негативное влияние распространилось на финансовые рынки пяти стран с формирующимися рынками со «слабыми» макроэкономическими показателями (Бразилии, Индии, Индонезии, ЮАР, Турции) [Aizenman, Binici, Hutchison 2014].

Ф. Боралло и др., исследуя воздействие сворачивания политики «количественного смягчения», пришли к несколько иным выводам. Оно было сильнее в тех странах, которые до этого характеризовались большим ростом курсов своих валют и ухудшением текущего счета платежного баланса. В меньшей степени пострадали страны с более сильными фундаментальными макроэкономическими показателями, бо-

лее глубокими финансовыми рынками и более жесткой макропруденциальной политикой на момент, когда обсуждалось сворачивание политики «количественного смягчения» [Borrallo, Hernandez, Valles 2017, p. 114].

Рассмотрим результаты ряда проведенных на относительно протяженных временных интервалах исследований, которые позволяют оценить воздействие денежно-кредитной политики США на страны с формирующимися рынками с начала XXI в., включая как традиционную, так и нетрадиционную политику. Так, Ж. Чен, Т. Манчини-Гриффоли и Р. Сэй применили анализ событий к денежно-кредитной политике США с января 2000 по март 2014 г. Они обнаружили, что изменения в денежно-кредитной политике США влияют на приток капитала и динамику цен активов в странах с формирующимися рынками. Воздействие одного «события» с точки зрения переноса внешних эффектов было сильнее в период нетрадиционной денежно-кредитной политики (начиная с ноября 2008 г.). Особо отмечается усиление действия эффекта переноса в период, когда обсуждалось сворачивание политики «количественного смягчения» (с марта 2013 по март 2014 г.) [Chen, Mancini-Griffoli, Sahay 2014, p. 3].

При этом было обнаружено, что страны с более сильными фундаментальными макроэкономическими показателями¹⁰ испытывают меньшее воздействие эффекта переноса, особенно в период проведения «нетрадиционной» денежно-кредитной политики.

К. Касерес и др., изучая финансовые взаимосвязи в мировой экономике

9 Исследование проводилось на основе анализа так называемых новостей, связанных с ФРС, включая высказывания председателя ФРС, президентов федеральных резервных банков и заявления Комитета по открытому рынку. Использовались ежедневные данные за период с ноября 2012 по октябрь 2013 г.

10 Имеются в виду более высокие темпы роста реального ВВП, меньшее значение дефицита текущего счета платежного баланса, более низкая инфляция и меньшая доля национального долга, находящегося в руках нерезидентов.

на основе панели из 43 развитых стран и стран с формирующимися рынками за период с начала 2000-х гг., обнаружили, что краткосрочные национальные процентные ставки умеренно реагируют на увеличение ставки по федеральным фондам (реакция различается по странам), в то время как взаимосвязь долгосрочных ставок гораздо выше – при увеличении ставки по 10-летним американским облигациям на 100 базисных пунктов в $2/3$ стран долгосрочные процентные ставки увеличиваются на 5–80 базисных пунктов [Caceres, Carriere-Swallow, Demir, Gruss 2016, p. 3]. Тем самым оценивается влияние денежно-кредитной политики США через канал процентной ставки.

С. Бхаттарай и др. оценили шоки от денежно-кредитной политики США для стран с формирующимися рынками, используя VAR модель. Анализ осуществлялся за период 2004–2015 гг., и в модель были включены страны с гибким режимом валютного курса и достаточно глубоко интегрированные в мировые финансовые рынки (всего рассматривалось 15 стран). Было обнаружено, что увеличение краткосрочной процентной ставки в США вызывает увеличение краткосрочных ставок процента в странах с формирующимися рынками, устойчивое увеличение спредов по доходностям государственных ценных бумаг этих стран с США, падение фондового индекса, номинальное обесценивание валютного курса и отток капитала из стран с формирующимися рынками. Так, например, в ответ на увеличение краткосрочной процентной ставки в США на одно стандартное отклонение (0,262 процентных пункта) фондовые индексы в странах с формирующимися рынками снижаются на 0,5%, а национальные валюты обесцениваются на 0,15%. Изменения в денежно-кредитной политике США оказывают значимое воздействие на финансовые

рынки стран с формирующимися рынками в течение двух лет. Кроме того, как и следовало ожидать, имеет место больший негативный макроэкономический эффект, выражающийся в падении выпуска (на 0,14% в ответ на увеличение процентной ставки в США на одно стандартное отклонение) [Bhattarai, Chatterjee, Park 2017, pp. 1–3].

Проведенное С. Авдиевым, Л. Гамбакортой, Л. Голдбергом и С. Шьяффи исследование показало, что денежно-кредитная политика США оказывает влияние на глобальную ликвидность, причем оно возросло после глобального экономического и финансового кризиса (с I квартала 2009 г.), т.е. в период проведения политики «количественного смягчения», и вновь снизилось после 2013 г. [Avdjiev, Gambacorta, Goldberg, Schiaffi 2017].

Ф. Боралло и др. отмечают, что среди стран с формирующимися рынками сильнее на изменения денежно-кредитной политики в США должны реагировать латиноамериканские страны, поскольку они в большей степени зависят от привлечения долгового финансирования, номинированного в долларах США; финансовые связи этого региона с США сильнее, чем в других регионах; многие страны Латинской Америки являются экспортерами сырьевых товаров, цены на которые номинируются в долларах [Borrallo, Hernando, Valles 2017, p. 114].

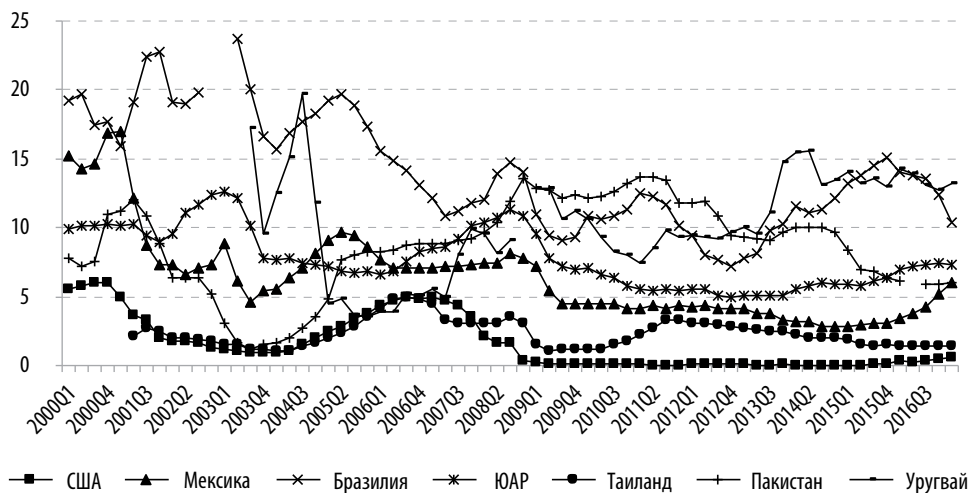
Авторы исследовали воздействие отдельных событий (под которыми понимается объявление о конкретных программах «количественного смягчения» и об отмене этой политики) на показатели стран с формирующимися рынками (доходность 10-летних государственных облигаций, номинированных в национальных валютах, валютные курсы к доллару США и ключевые национальные фондовые индексы). Полученные ими результаты свидетельствуют о том,

что наибольшее воздействие на страны с формирующимися рынками имели объявления о первом этапе «количественного смягчения» (2008–2009 гг.) и об отмене этой политики (2013 г.). Среди показателей стран с формирующимися рынками в наибольшей степени реагировали доходности по государственным облигациям и валютные курсы, влияние на фондовые индексы практически не прослеживалось. При этом влияние на страны Латинской Америки было большим, чем на страны с формирующимися рынками в целом¹¹. Отвечая на вопрос, влияют ли фундаментальные показатели стран с формирующимися рынками на их реакцию на воздействие со стороны денежно-кредитной политики США, авторы приходят к выводу, что это влияние имело место в 2008–2009 гг., тогда как в 2013 г. про-

следить его уже сложнее. Среди показателей, наиболее значимых с точки зрения оценки уязвимости стран с формирующимися рынками, выделяются темп инфляции, спреда по кредитно-дефолтным свопам (CDS spreads), уровень официальных валютных резервов и капитализация фондового рынка [Borrallo, Hernando, Valles 2017, p. 147].

Проследим для всего рассматриваемого нами периода (с начала 2000 г. до первого квартала 2017 г., по которому имеются последние сопоставимые статистические данные) реакцию ставок по казначейским ценным бумагам (Treasury Bills) отдельных стран с формирующимися рынками в ответ на изменение ставок по аналогичным ценным бумагам в США (см. рисунок 4). Заметим, что ставки по казначейским ценным бумагам в США изменяются

Рис. 4. Ставки по казначейским ценным бумагам в США и отдельных странах с формирующимися рынками (% годовых)



Источник: International Financial Statistics // <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>

11 Всего авторы рассматривают 20 стран с формирующимися рынками, в том числе 4 страны Латинской Америки.

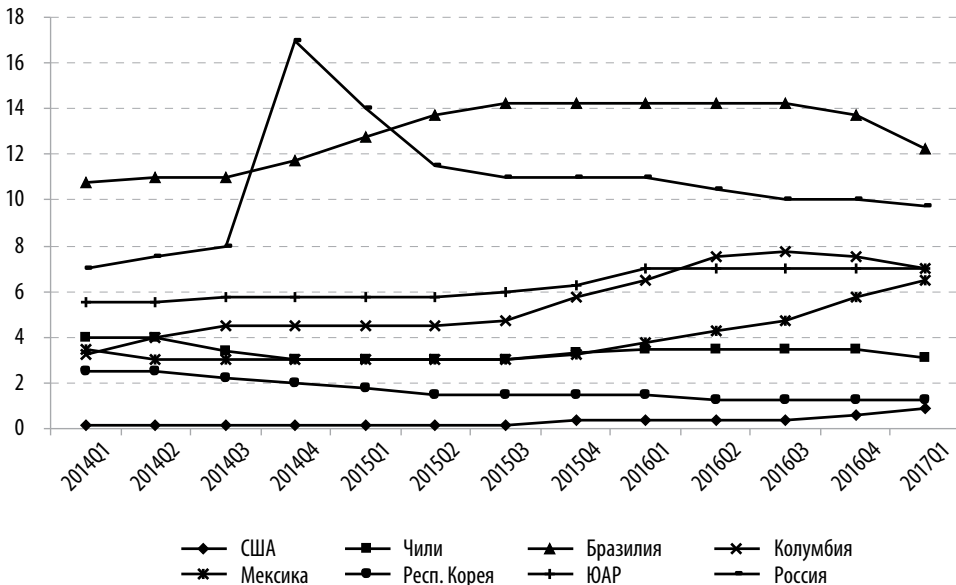
практически синхронно со ставкой по федеральным фондам и тем самым отражают изменения в денежно-кредитной политике страны (см. рисунок 1).

На отдельных этапах процентные ставки ряда стран действительно демонстрируют зависимость от циклов денежно-кредитной политики США. Так, например, ставка по казначейским ценным бумагам Таиланда со второй половины 2001 по начало 2007 г. практически повторяет динамику ставки в США. До начала глобального экономического и финансового кризиса процентные ставки в Мексике и Пакистане в целом следовали циклу денежно-кредитной политики США. Значительные расхождения стали наблюдаться в начале кризиса, когда страны с формирующимися рынками повысили процентные ставки на фоне снижения процентных ставок

в США. Сопоставление динамики ставок в период действия политики «количественного смягчения» в США затруднено, но уже после объявления о начале ее отмены повысились процентные ставки в Бразилии и с некоторым лагом – в ЮАР и Уругвае. Вслед за повышением процентных ставок в США в конце 2015 г. началось повышение процентных ставок в Мексике.

Таким образом, можно сделать общие выводы, что денежно-кредитная политика США на протяжении всего рассматриваемого временного интервала влияла на страны с формирующимися рынками, причем более сильным это влияние было в период применения политики «количественного смягчения» (2008–2014 гг.). Влияние осуществлялось главным образом через цены финансовых активов (прежде всего – облигаций,

Рис. 5. Динамика ставки процента центрального банка в различных странах в 2014–2017 гг., %



Источник: International Financial Statistics // <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>

а также акций) посредством движения международных потоков капитала. Из макроэкономических показателей наибольшее влияние изменений в денежно-кредитной политике США испытывали валютные курсы и процентные ставки. Однако воздействие различалось для разных стран и периодов. При этом однозначных выводов о том, что более стабильная экономика могла защитить от воздействия внешних шоков, не прослеживается. Скорее наиболее подвержены шокам были более открытые страны с формирующимися рынками.

Наконец следует отметить, что упомянутые исследования не охватили последний период – повышения процентных ставок в США (после декабря 2015 г.).

Вслед за повышением процентной ставки ФРС повысили свои процентные ставки ряд стран с формирующимися рынками, прежде всего центральные банки латиноамериканских стран. Однако картина различалась по странам (см. Рисунок 5). Колумбия, Мексика, Чили и ЮАР действительно повысили свои процентные ставки вслед за США, но Бразилия, например, сделала это раньше, когда возникло инфляционное давление в национальной экономике. Республика Корея и Россия продолжали проводить политику снижения процентных ставок.

Повышение процентных ставок в США создает для многих стран угрозу внешнего ужесточения условий в денежно-кредитной сфере. Они могут снизить в ответ свои процентные ставки, но это может привести к давлению на валютный курс в сторону его падения. Тем не менее на практике мы уже наблюдаем снижение процентных ставок в Чили и Бразилии в 2017 г., причем Бразилия снизила ставку до 7% к концу года.

Для России увеличение процентных ставок в США и сокращение разницы

в процентных ставках (в силу снижения процентных ставок Центральным банком России) создает угрозу оттока капитала из страны и снижения курса рубля. Но необходимо принимать во внимание, во-первых, существенно снизившиеся темпы инфляции в России (приблизившиеся к показателям экономики США), благодаря чему реальные ставки процента в России по-прежнему весьма высоки; во-вторых, трансграничные потоки капитала в России в период действия финансовых санкций и экономического кризиса в стране (2014–2016 гг.) существенно снизились, что уменьшает угрозу для национальной экономики от их возможного дальнейшего сокращения. Поэтому для России воздействие изменений в денежно-кредитной политике США сейчас носит ограниченный характер.

Список литературы

- Головнин М.Ю. (2015) Денежно-кредитная политика США и зоны евро: новые тенденции // Вестник Института экономики Российской академии наук. № 6. С. 99–112.
- Скрыпник Д.В. (2014) Влияние политики количественного смягчения США на российскую экономику. Макроэконометрический анализ // Журнал Новой экономической ассоциации. № 2. С. 74–101.
- Усоскин В.М. (2017) Нормализация режима монетарного регулирования в США // Деньги и кредит. № 8. С. 34–39.
- Aizenman J., Binici M., Hutchison M. (2014) The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets // VoxEU.org, April 4, 2014 // <https://voxeu.org/article/transmission-fed-tapering-news-emerging-markets>, дата обращения 21.04.2018.
- Avdjiev S., Gambacorta L., Goldberg L. S., Schiaffi S. (2017) U.S. Monetary Pol-

- icy as a Changing Driver of Global Liquidity // *Liberty Street Economics*, October 11, 2017 // <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2017/10/us-monetary-policy-as-a-changing-driver-of-global-liquidity.html>, дата обращения 21.04.2018.
- Bhattarai S., Chatterjee A., Park W.Y. (2017) US Monetary Policy Spillovers // Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper. No. 17 // https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3011843, дата обращения 21.04.2018.
- Borrallo F., Hernando I., Valles J. (2017) The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America // *International Spillovers of Monetary Policy* (eds. Garcia A.E., Bolaños A.O.). Center for Latin American Monetary Studies.
- Bowman D., Londoño J., Sapriza H. (2014) U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economics // Board of Governors of the Federal Reserve System. No. 1109 // <https://www.federalreserve.gov/PUBS/ifdp/2014/1109/ifdp1109.pdf>, дата обращения 21.04.2018.
- Saceres C., Carriere-Swallow Y., Demir I., Gruss B. (2016) U.S. Monetary Policy Normalization and Global Interest Rate // *International Monetary Fund*. WP/16/195 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16195.pdf>, дата обращения 21.04.2018.
- Chen J., Mancini-Griffoli T., Sahay R. (2014) Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? // *International Monetary Fund*. WP/14/240 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14240.pdf>, дата обращения 21.04.2018.
- Eichengreen B., Gupta P. (2014) Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets // MPRA Paper. No. 53040 // <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/53040/>, дата обращения 21.04.2018.
- Fawley B.W., Neely C.J. (2013) Four Stories of Quantitative Easing // *Federal Reserve Bank of St-Louis Review*, vol. 95, no 1, pp. 51–88 // <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/13/01/Fawley.pdf>, дата обращения 21.04.2018.
- Feldstein M. (2015) The Inflation Puzzle // *Project Syndicate*, May 29, 2015 // <http://www.project-syndicate.org/commentary/low-inflation-quantitative-easing-by-martin-feldstein-2015-05#psJrj3mLEPD2vfQT.99>, дата обращения 21.04.2018.
- Fratzscher M., Lo Duca M., Straub R. (2013) On the International Spillovers of us Quantitative Easing // *European Central Bank Working Paper*. No. 1557 // <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scr-wps/ecbwp1557.pdf>, дата обращения 21.04.2018.
- Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows (2012) // *International Monetary Fund*, March 13, 2012 // <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>, дата обращения 21.04.2018.
- Mishra P., Moriyama K., N'Diaye P., Nguyen L. (2014) Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets // *International Monetary Fund*. WP/14/109 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14109.pdf>, дата обращения 21.04.2018.
- Ratti R.A., Vespignani J.L. (2013) Why Are Crude Oil Prices High When Global Activity Is Weak? // *Economic Letters*, vol. 121, no 1, pp. 133–136.
- Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework (2011) // *International Monetary Fund*, February 14, 2011 // <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>, дата обращения 21.04.2018.
- Rey H. (2013) Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*, pp. 285–333 // <https://www.kansascityfed.org/hgiSo/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>, дата обращения 21.04.2018.

The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows (2010) // International Monetary Fund, November 15, 2010 // <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>, дата обращения 21.04.2018.

The Liberalization And Management of Capital Flows: An Institutional View (2012) // International Monetary Fund, November 14, 2012 // <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>, дата обращения 21.04.2018.

The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows (2011) // International Monetary Fund, October 13, 2011 // <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/101311.pdf>, дата обращения 21.04.2018.

Yoshino N., Taghizadeh Hesary F. (2014) Monetary Policies and Oil Price Fluctuations Following the Subprime Mortgage Crisis // International Journal of Monetary Economics and Finance, vol. 7, no 3, pp. 157–174.

From the Point of Economic

External effects of US monetary policy

Mikhail Yu. GOLOVNIN

Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, DSc in Economics, Professor, Address: 32, Nakhimovskij Av., Moscow, 117218, Russian Federation. E-mail: mg-inecon@mail.ru

CITATION: Golovnin M.Yu. (2018) External effects of US monetary policy. *Outlines of Global Transformations: Politics, Economics, Law*, vol. 11, no 2, pp. 82–99 (in Russian). DOI: 10.23932/2542-0240-2018-11-2-82-99

ABSTRACT. *The article focuses on the changes in US monetary policy since the beginning of the 21st century and reveals the impact of this policy on the national economies of other countries, especially emerging markets. The US monetary policy influenced the emerging markets both through the real and financial channels. Through the latter, the main impact was on the Treasury bills rates and on the exchange rates. At the same time, the influence on different countries varied in different periods. For example, interest rates in Thailand, Mexico and Pakistan before the global economic and financial crisis in general followed the cycle of US monetary policy. The “quantitative easing” policy, the statements and the follow-up actions to abolish it, have influenced cross-border capital flows to emerging markets. A number of countries, including Russia, experienced*

the impact of US monetary policy through the dynamics of oil prices. Emerging markets face restrictions on their monetary policy from the US monetary policy, but in practice they seek to circumvent them through exchange rate regulation, restrictions on cross-border capital flows and the pursuit of an independent monetary policy, not following the cycles of interest rate changes in the US.

KEY WORDS: *international macroeconomics, monetary policy, US economy, external effects, emerging markets, foreign policy*

References

Aizenman J., Binici M., Hutchison M. (2014) The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Finan-

cial Markets. *VoxEU.org*, April 4, 2014. Available at: <https://voxeu.org/article/transmission-fed-tapering-news-emerging-markets>, accessed 21.04.2018.

Avdjiev S., Gambacorta L., Goldberg L.S., Schiaffi S. (2017) U.S. Monetary Policy as a Changing Driver of Global Liquidity. *Liberty Street Economics*, October 11, 2017. Available at: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2017/10/us-monetary-policy-as-a-changing-driver-of-global-liquidity.html>, accessed 21.04.2018.

Bhattarai S., Chatterjee A., Park W.Y. (2017) US Monetary Policy Spillovers. *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper*. No. 17. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3011843, accessed 21.04.2018.

Borrallo F., Hernando I., Valles J. (2017) The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America. *International Spillovers of Monetary Policy* (eds. Garcia A.E., Bolaños A.O.). Center for Latin American Monetary Studies.

Bowman D., Londoño J., Sapriza H. (2014) U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economics. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. No. 1109. Available at: <https://www.federalreserve.gov/PUBS/ifdp/2014/1109/ifdp1109.pdf>, accessed 21.04.2018.

Caceres C., Carriere-Swallow Y., Demir I., Gruss B. (2016) U.S. Monetary Policy Normalization and Global Interest Rate. *International Monetary Fund*. WP/16/195. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16195.pdf>, accessed 21.04.2018.

Chen J., Mancini-Griffoli T., Sahay R. (2014) Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? *International Monetary Fund*. WP/14/240. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14240.pdf>, accessed 21.04.2018.

Eichengreen B., Gupta P. (2014) Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets. *MPRA Paper*. No. 53040. Available at: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/53040/>, accessed 21.04.2018.

Fawley B.W., Neely C.J. (2013) Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St-Louis Review*, vol. 95, no 1, pp. 51–88. Available at: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/13/01/Fawley.pdf>, accessed 21.04.2018.

Feldstein M. (2015) The Inflation Puzzle. *Project Syndicate*, May 29, 2015. Available at: <http://www.project-syndicate.org/commentary/low-inflation-quantitative-easing-by-martin-feldstein-2015-05#psJrj3mlEPD2vfQT.99>, accessed 21.04.2018.

Fratzscher M., Lo Duca M., Straub R. (2013) On the International Spillovers of us Quantitative Easing. *European Central Bank Working Paper*. No. 1557. Available at: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1557.pdf>, accessed 21.04.2018.

Golovnin M. Yu. (2015) Denezhno-kreditnaya politika SShA i zony evro: novye tendentsii [Monetary Policy in the US and Euro Area: New Trends]. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossijskoj akademii nauk*, no 6, pp. 99–112.

Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows (2012). *International Monetary Fund*, March 13, 2012. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>, accessed 21.04.2018.

Mishra P., Moriyama K., N'Diaye P., Nguyen L. (2014) Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets. *International Monetary Fund*. WP/14/109. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14109.pdf>, accessed 21.04.2018.

Ratti R.A., Vespignani J.L. (2013) Why Are Crude Oil Prices High When Global Activity Is Weak? *Economic Letters*, vol. 121, no 1, pp. 133–136.

Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework (2011). *International Monetary Fund*, February 14, 2011. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>, accessed 21.04.2018.

Rey H. (2013) Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*, pp. 285–333. Available at: <https://www.kansascityfed.org/hgiSo/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>, accessed 21.04.2018.

Skrypnik D. (2014) Vliyanie politiki kolichestvennogo smyagcheniya SShA na rossijskuyu ekonomiku. Makroekonometricheskij analiz [The Spillover Effects of Quantitative Easing in the United States for Russian Economy. Macroeconometric Analysis]. *Journal of the New Economic Association*, vol. 22, no 2, pp. 74–101.

The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows (2010). *International Monetary Fund*, November 15, 2010.

Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>, accessed 21.04.2018.

The Liberalization And Management of Capital Flows: An Institutional View (2012). *International Monetary Fund*, November 14, 2012. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>, accessed 21.04.2018.

The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows (2011). *International Monetary Fund*, October 13, 2011. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/101311.pdf>, accessed 21.04.2018.

Usoskin V.M. (2017) Normalizatsiya rezhima monetarnogo regulirovaniya v SShA [Normalization of the US Monetary Policy]. *Den'gi i kredit*, no 8, pp. 34–39.

Yoshino N., Taghizadeh Hesary F. (2014) Monetary Policies and Oil Price Fluctuations Following the Subprime Mortgage Crisis. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, vol. 7, no 3, pp. 157–174.