

УДК 336.7(485)(045)

Ликвидная ловушка в экономике Швеции: кейнсианские методы регулирования

Никитин Никита Александрович,

студент факультета экономики и финансов топливно-энергетического комплекса, Финансовый университет,
Москва, Россия
nikitanrus@mail.ru

Аннотация. В XX в. управление денежной массой и процентной ставкой являлось одним из основных инструментов регулирования экономики. Стимулирующей денежно-кредитной политике отдавалось явное предпочтение. Однако ее эффективность имеет пределы, достигая которых власти более не в состоянии эффективно использовать монетарные методы. Таким пределом является ликвидная ловушка. В статье анализируется экономическая политика Швеции в условиях ловушки ликвидности. Цель научной работы состоит в исследовании данного феномена с учетом экономической специфики страны. Предмет исследования – феномен ликвидной ловушки. Объектом исследования является экономика Швеции в период 2008–2017 гг. Выбор объекта исследования продиктован необходимостью эмпирического анализа макроэкономической ситуации в условиях ликвидной ловушки в современных развитых странах. Особое внимание уделяется нововведениям, применяемым в Швеции, открывшим дополнительные возможности для проведения мягкой кредитно-денежной политики в соответствии с рекомендациями неокейнсианского направления экономической мысли. Среди них были выделены политика отрицательных процентных ставок, количественное смягчение, таргетирование инфляции, девальвация национальной валюты. Работа обобщает положительный опыт развития экономики Швеции в условиях ловушки ликвидности с возможностью его применения в других странах.

Ключевые слова: Швеция; ловушка ликвидности; монетарная политика; дефляция; отрицательные процентные ставки; количественное смягчение; таргетирование инфляции

Liquidity Trap in the Swedish Economy: Keynesian Regulation Methods

Nikitin Nikita Alexandrovich,

student of the Faculty of Economics and Finance of Fuel and Energy Complex,
Financial University,
Moscow, Russia
nikitanrus@mail.ru

Abstract. Monetary policy has been one of the effective instruments of regulating economy. Effective monetary incentives seemed to be one of the preferred ways to develop the state. However, it has limits because of which the authorities are no longer able to implement effectively monetary methods. This limit is a liquidity trap. The article analyses the economic policy of Sweden in a liquidity trap. The purpose of scientific work is to study this phenomenon, taking into account the economic specifics of

Научный руководитель: **Орусова О.В.**, кандидат экономических наук, доцент департамента «Экономическая теория», Финансовый университет, Москва, Россия.

the country. The subject of the research is the phenomenon of a liquidity trap. The object of study is the economy of Sweden. The choice of the object of study was dictated by the need for an empirical analysis of the macroeconomic situation, which is the logical conclusion of the economic policies of developed countries. The author paid particular attention to innovations applied in Sweden, which have provided additional opportunities for a soft monetary policy following the recommendations of the neo-Keynesian direction of economic thought. Among them were the policies of negative interest rates, quantitative easing, inflation targeting, the devaluation of the national currency. The work summarises the positive experience of the development of the Swedish economy in a liquidity trap with the possibility of its use in other countries.

Keywords: Sweden; liquidity trap; monetary policy; deflation; negative interest rates; quantitative easing; inflation targeting

Введение

Термин «ловушка ликвидности» был использован экономистами-кейнсианцами для обозначения макроэкономической ситуации, которая делает невозможным эффективное использование монетарных методов регулирования. Впервые с данным явлением столкнулась Япония. В 1990-х гг. ее экономика попала в длительную рецессию, сопровождавшуюся дефляцией и снижением процентных ставок и спроса на кредиты.

Аналогичные симптомы «болезни экономики» сейчас наблюдаются в европейских странах. Дефляция и низкие темпы роста ВВП сопровождаются слабостью влияния монетарных властей на экономику. Классический способ решения проблемы — экспансионистская фискальная политика — имеет свои негативные последствия в виде роста долговой нагрузки. В поисках решения проблемы власти идут на экономические эксперименты — использование отрицательных процентных ставок, количественного смягчения и др. Швеция первая среди европейских стран ввела отрицательную ставку для коммерческих банков за хранение средств в центральном банке с целью стимулирования кредитования реального сектора экономики.

В то же время стало почти невозможно исключать такие факторы, как ожидания экономических субъектов, их доверие финансовым институтам и проводимой правительством и центральным банком политике.

Теоретическая концепция, сформулированная еще в 30-х гг. XX в., стала экономической реальностью развитых стран в XXI в. Качественное различие экономик мира требует теоретического переосмысления традиционных инструментов, поиска новых способов и границ их применения.

В данной статье анализируется шведский опыт регулирования экономики в условиях ловушки ликвидности.

Ловушка ликвидности: теоретические основы

Важнейшими научными работами, внесшими вклад в анализ ловушки ликвидности, стали работы экономистов-кейнсианцев. Первым ситуацию нулевой процентной ставки в обобщенном математическом виде описал Дж. Хикс в 1937 г. Он же сформулировал равновесие денежного рынка в терминах краткосрочной процентной ставки, связав ее воедино с денежной массой и номинальным доходом [1]. Уже в 1950-е гг. Э. Хансен развил теорию равновесия на товарном рынке. В ней учитывалась цикличность экономики, особенностями фискальной политики, инвестиционный мультипликатор. Таким образом, объединение денежного и товарного рынков позволило получить обобщенную макроэкономическую модель IS-LM.

Тем не менее понятие «ловушки ликвидности» оставалось лишь теорией до тех пор, пока с этим явлением не столкнулась экономика Японии. Американский экономист П. Кругман в работе “Thinking about the liquidity trap” попытался объяснить болезненное состояние японской экономики, тем самым положив начало широкому теоретическому анализу ловушки ликвидности [2]. Автор очерчивает границы монетарной политики, предсказывая конец экономической власти центральных банков.

Экономика в условиях ловушки ликвидности попадает в такое равновесие на денежном рынке, при котором увеличение денежной массы не приводит к падению процентных ставок по той причине, что они уже достигли минимальных,

близких к нулю значений. При этом стоимость государственных облигаций настолько высока, а процентная ставка по ним настолько мала, что индивиды предпочитают хранить наличные деньги. На *рис. 1* спрос на деньги абсолютно неэластичен по процентной ставке. В таком случае ее изменение не приведет к увеличению спроса на деньги.

Говорить о том, что экономика попала в ловушку ликвидности можно в том случае, если одновременно выполняются два условия:

- номинальные краткосрочные процентные ставки близки к нулю, что делает невозможным их дальнейшее снижение;
- совокупный спрос систематически оказывается ниже производственного потенциала, что выражается в разрыве между фактическим и потенциальным производством.

В модели IS-LM движение по кривой равновесия на денежном рынке также будет происходить на неэластичном участке (*рис. 2*). Отсутствие возможности снижать процентную ставку лишает государство маневра в проведении денежно-кредитной политики. Единственным эффективным инструментом становится фискальная политика.

В разные этапы развития экономики ловушка ликвидности может иметь разный характер. Эконометрические исследования группы экономистов показали, что в период кризиса государство само создает предпосылки для попадания в ловушку [3]. В то время как производство снижается (кривая IS сдвигается влево), государство увеличивает объем денежной массы, что выводит равновесие на неэластичный участок кривой LM.

Экспансионистская фискальная политика приводит к дефициту бюджета, что негативно влияет на платежный баланс страны и порождает рост государственного долга, особенно в крупных и закрытых экономиках. Только маленькие открытые экономики в условиях плавающего валютного курса могут эффективно проводить бюджетную экспансию [4].

Особый интерес вызывают работы, посвященные выходу из ловушки ликвидности. Американский экономист П. Кругман предложил центральному банку создавать устойчивые инфляционные ожидания населения и при этом быть готовым к увеличению инфляции [5]. Для влияния на ожидания населения Л. Свенссон предлагает проводить политику инфляционного таргетирования

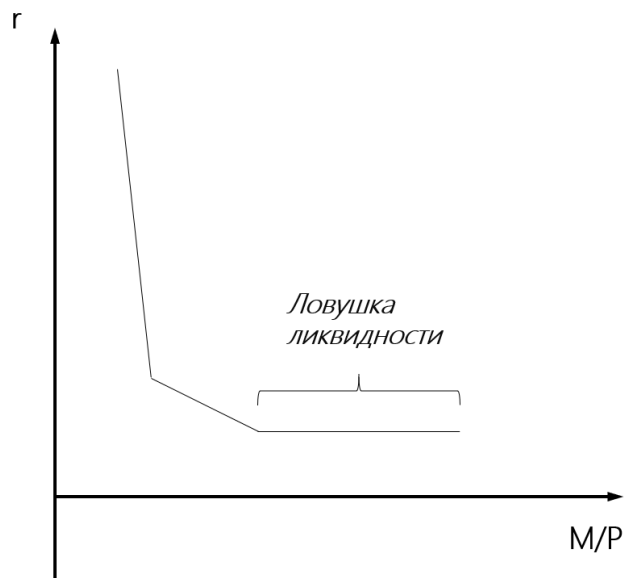


Рис. 1. Спрос на деньги в условиях ловушки ликвидности

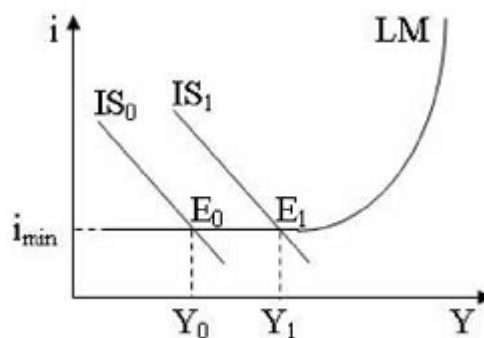


Рис. 2. Ловушка ликвидности в модели IS-LM и эффективность фискальной политики

с целью увеличения индекса потребительских цен (далее – ИПЦ), а также девальвацию национальной валюты [6]. Похожее решение было предложено Б. Бернанке для разрешения японского дефляционного кризиса [7]. Оно является эффективным в случае малой открытой экономики, степень открытости которой определяет ее зависимость от потоков иностранного капитала, валютных курсов, а также объемов экспорта и импорта. Девальвация валюты и удорожание иностранных товаров и услуг создают инфляционные ожидания населения. Подешевевшая национальная валюта стимулирует экспорт, что положительно отражается в платежном балансе страны.

Российскими исследователями данный вопрос изучен относительно мало ввиду отсутствия подобных макроэкономических тенденций в эко-

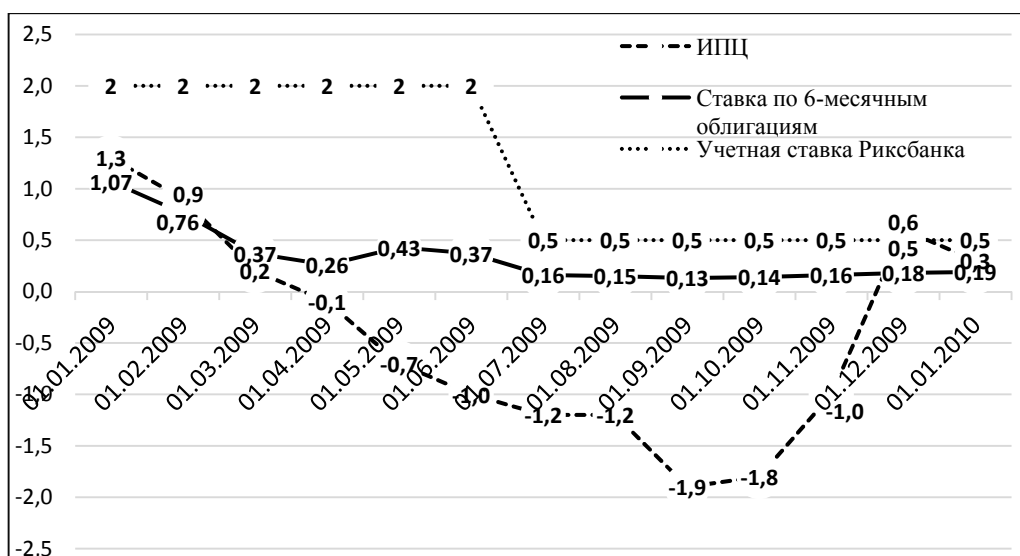


Рис. 3. Показатели инфляции и процентной ставки в период кризиса 2008–2009 гг.

Источник: составлено по данным Konjunkturinstitutet, Riksbank.

номике Российской Федерации. Можно выделить таких авторов, как М. Ю. Андреев и А. В. Полбин, проанализировавших эффективность фискальной политики в условиях ловушки ликвидности и пришедших к выводу, что эффективной является политика стимулирования совокупного спроса, в то время как снижение налогов на бизнес может привести к обратному результату [8]. Однако исследований, посвященных роли монетарной политики и перспектив ее применения в подобной макроэкономической ситуации, почти нет.

Два этапа кризиса ликвидности в Швеции

Риск попадания страны в ловушку ликвидности в период кризисов возрастает. Рост производства вновь возвращает экономику в состояние равновесия. Но результат не всегда может быть таковым. В XX в. Швеция столкнулась с двумя дефляционными шоками, которые отличаются друг от друга причинами, характером и продолжительностью.

«Дефляционный шок», начавшийся в 2009 г., сопровождался дефляцией и снижением процентной ставки до близкого к нулю значения (рис. 3).

Согласно уравнению Фишера, в котором номинальная ставка является суммой реальной процентной ставки и ожидаемой инфляции, в данных условиях реальная процентная ставка оставалась положительной, что делало хранение наличных денег более предпочтительным, чем вклады. Кризисное состояние банковской и финансовой сфе-

ры также способствовало увеличению наличных сбережений и падению инвестиций.

Дополнительное снижение процентных ставок не давало того результата, который мог быть достигнут за счет эффективной фискальной политики. В 2009 г. инвестиции снизились на 20%, а чистый экспорт на 13%. Ряд исследователей и практиков подтверждают тот факт, что выход из кризиса ликвидности и дефляционной ловушки был достигнут в целом за счет макропруденциальной и экспансионистской фискальной политики.

Профицит бюджета перед финансовым кризисом. В то время как США или Великобритания имели отрицательное сальдо бюджета, профицит бюджета шведского правительства на момент кризиса составлял 3%, что позволило нарастить расходы госбюджета в период кризиса и после него. Глава Риксбанка Стефан Инввес в 2011 г. на Брюссельском экономическом форуме подтвердил успех дальновидной фискальной политики, указав на то, что Швеция извлекла урок из кризиса 1990-х гг., результатом которого стал высокий госдолг. «Если у тебя есть долг, ты не свободен»¹ — цитируется в его докладе высказывание премьер-министра Йорана Перссона [9].

Структура бюджета за 2007–2010 гг. подтверждает данный факт. Так, в 2007 г. правительство достигло профицита бюджета (рис. 4). Уже в 2008–2009 гг. совокупное увеличение государственных расходов составило 3,5%.

¹ От англ. If in debt, you are not free.



Рис. 4. Состояние бюджета Швеции в 2000–2012 гг.

Источник: составлено по данным Konjunkturinstitutet.

Достичь высокой эффективности позволили встроенные стабилизаторы, автоматически корректирующие колебания выпуска и занятости с учетом экономической конъюнктуры. Одним из стабилизаторов является прогрессивная шкала налогообложения.

Снижение располагаемого дохода домохозяйств и нераспределенная прибыль бизнеса снижаются в момент кризиса, что ведет к автоматическому снижению ставки налога и налоговой нагрузки на экономических агентов. В то же время государство увеличивает трансферты – пособия по безработице и другие социальные выплаты.

Таким образом, ловушка ликвидности в период кризиса является краткосрочной, а причина ее возникновения связана с цикличностью развития экономики. Ловушка ликвидности – это лишь временная ситуация в экономике, которая может быть преодолена экспансионистской бюджетной политикой государства [2]. Однако результатом такой политики становится неуправляемая инфляция и высокий государственный долг. Если же явление имеет продолжительный характер, то традиционная фискальная экспансия неэффективна, и правительство с центральным банком должны искать замену традиционным инструментам регулирования.

Второй случай ловушки ликвидности был вызван попыткой Риксбанка возобновить жесткую кредитно-денежную политику. Увеличение процентной ставки до 2% летом 2011 г. и ее неизменность до начала 2012 г. привели к тому, что показатели инфляции оказались ниже целевых показателей, определяющих инфляционные ожидания населения [10]. Пол Кругман в статье

“Sweden turns Japanese” газеты “The New York Times” указал на преждевременность ограничительных мер, которые предпринял Риксбанк. Сохранение низкой инфляции и высокий уровень безработицы в 2010–2011 гг. должны были предостеречь центральный банк Швеции от поспешных действий [5].

Рисунок 5 иллюстрирует результаты повышения процентной ставки: продолжавшийся вплоть до лета 2011 г. рост ИПЦ прекратился, а сам индекс достиг отрицательных значений. Инфляционные ожидания перестали зависеть от процентной ставки. Дальнейшее смягчение монетарной политики не повлияло на рост цен – возникла устойчивая дефляция.

Швеция оказалась в дефляционной ловушке, а экономика перестала расти так же быстро, как в период восстановления после мирового кризиса. Темпы роста в 2012 и 2013 гг. составили 0 и 1% соответственно.

Продолжительные пессимистические настроения населения относительно роста экономики и уровня цен превращают любое изменение в кредитно-денежной политике центрального банка в триггер, ведущий к существенным изменениям предпочтения ликвидности. В этой связи макроэкономисты, такие как Ларс Свенссон, Гарсиа-Шмидт, Вудфорт, Джордж В. Эванс и Брюс Макгоф, отвергли неофишеррианскую концепцию Джона Кохрейна о том, что повышение процентной ставки в условиях нерациональности и дефляционных ожиданий может привести к росту инфляции [11, 12]. Уже в 2012 г. началась политика снижения процентных ставок до 1,5, а потом до 1%.

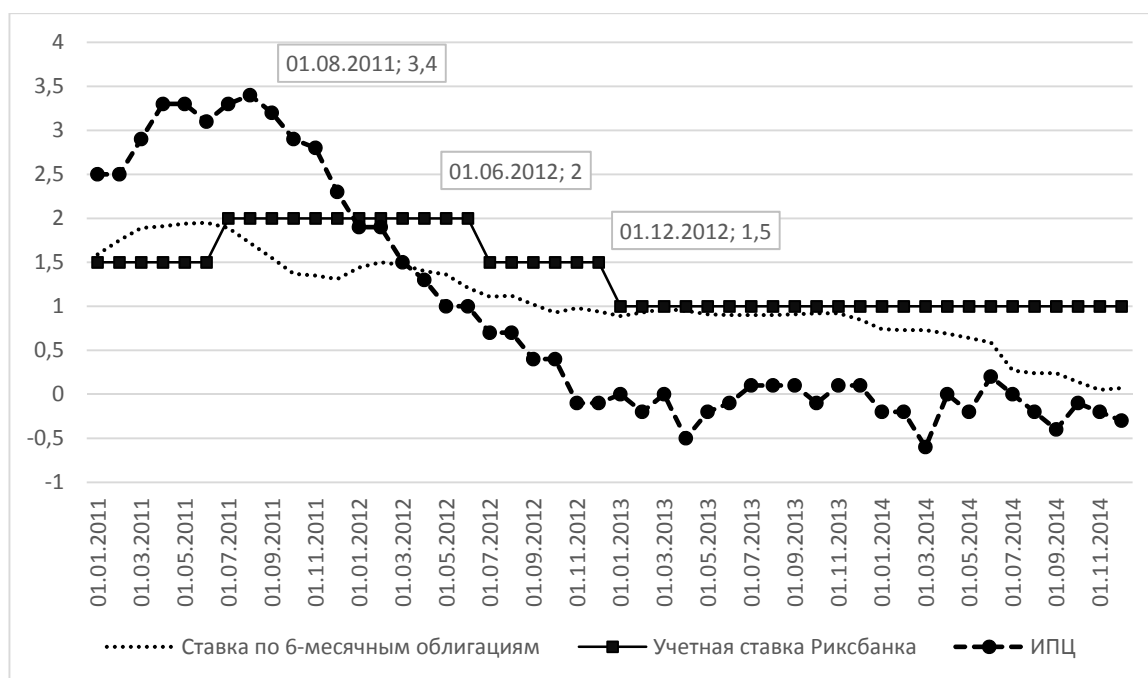


Рис. 5. Жесткая кредитно-денежная политика в 2011–2012 гг.

Источник: составлено по данным Konjunkturinstitutet, Riksbank.

Второй характеристикой ловушки ликвидности является разрыв между фактическим и потенциальным ВВП. Причины этого могут быть различными: начиная от экономического и демографического кризиса, заканчивая непредвиденным ужесточением монетарной политики. Подобные негативные экономические шоки увеличивают предпочтения населения сберегать. Рост сбережений, который не превращается в инвестиции, в свою очередь, увеличивает разницу между потенциальным и фактическим ВВП, вводя экономику в условия дефляционного разрыва.

Резкое увеличение доли неинвестируемых сбережений в доходах экономических субъектов привело к тому, что шведская экономика столкнулась со снижением потребления, что вызвало падение доходов предприятий и ВВП. Согласно данным Международного валютного фонда в Швеции с 2009 г. наблюдается устойчивый дефляционный разрыв ВВП, который после небольшого сокращения в 2011 г. вновь увеличился в 2012–2014 гг. (табл. 1).

Новая монетарная политика в Швеции

Вопреки мнению о том, что монетарная политика исчерпала себя, а центральные банки потеряли экономическую власть, экономисты-кейн-

сианцы продолжают настаивать на продолжении мягкой кредитно-денежной политики. Выход из ловушки ликвидности может быть найден без радикального повышения процентных ставок. Экономист Ларс Свенссон определил три последовательных шага, позволяющих выйти из ловушки ликвидности:

- 1) политика центрального банка, направленная на рост цен;
- 2) формирование устойчивых инфляционных ожиданий населения, стимулирующих потребление и инвестиции;
- 3) разработанная стратегия прекращения инфляционной политики [13].

В основе политики Риксбанка находятся такие меры, как отрицательные процентные ставки, количественное смягчение, таргетирование инфляции и девальвация курса национальной валюты.

Отрицательные процентные ставки. Политика отрицательных процентных ставок в Швеции началась в 2008 г. с целью проведения антикризисного стимулирования потребления, когда экономика столкнулась с дисбалансом между потреблением и сбережениями. Ранее отрицательные процентные ставки ввела Швейцария, однако она ограничилась лишь международными транзакциями, в то время как шведский Риксбанк ввел отрицательные процентные ставки для внутренних операций.

Уровень сбережений и разрыв ВВП в Швеции в 2009–2015 гг.

Год	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Разрыв ВВП, в % от потенциального ВВП	-5,5	-1,61	-0,74	-2,29	-2,64	-2,29	-0,457
Уровень сбережений, в % от располагаемого дохода	11	11,8	12,5	14,4	15,0	16,4	15,0

Источник: составлено по данным IMF, SCB.se.

Исследователи подчеркивают, что основной задачей отрицательных процентных ставок в 2008–2009 гг. было регулирование ликвидности для поддержания банковской системы [14]. Данные меры давали банкам возможность хранить средства на счетах центрального банка с меньшими потерями, чем если бы они выдавали кредиты. Успех подобной меры был обусловлен особенностью банковской системы Швеции. Она состоит в том, что банкам проще регулировать ликвидность посредством межбанковского кредитования без обращения к счетам центрального банка.

Ввиду отсутствия обязательных резервных требований для банков Риксбанк регулирует межбанковский рынок посредством трех процентных ставок:

- 1) ставка РЕПО (покупка центральным банком ценных бумаг банков сроком на неделю);
- 2) ставка по кредитам (процентная ставка по банковским заимствованиям у центрального банка по схеме овернайт);
- 3) ставка по депозитам (процентная ставка по выплатам банкам, разместившим средства на счетах центрального банка).

В 2014 г. Риксбанк вновь обратился к этой практике, установив значение ставки РЕПО на уровне 0%, а ставку по депозитам –0,5%. Уже в начале 2015 г. ставка РЕПО, от которой зависят остальные ставки (по депозитам, ставки по кредитам), стала отрицательной и равнялась –0,10%. Свои действия Риксбанк обосновывал борьбой с низкой инфляцией и желанием усилить результаты политики количественного смягчения².

² Perspectives on the negative repo rate. Monetary Policy Report, July 2016. URL: <https://www.riksbank.se/>.

В то же время не все экономические агенты столкнулись с отрицательными процентными ставками: ставки по депозитам для домашних хозяйств и большинства компаний оставались положительными, близкими к нулевым значениям. Это создает риск того, что компании и домашние хозяйства могут предпочесть хранить средства в наличной форме, а не держать их на банковских счетах. Развитость и надежность банковского сектора, низкая доля наличных средств в структуре денежной массы позволяют не опасаться таких явлений в Швеции.

Также следует отметить решения по поводу продолжительности данной меры. Международный валютный фонд в сентябре 2017 г. раскритиковал политику Риксбанка по поддержанию отрицательных процентных ставок, указав на финансовый пузырь, растущий на рынке недвижимости [15]. Однако достаточно вспомнить выводы П. Кругмана и Л. Свенссона о том, что центральный банк должен быть готов сохранять меры по достижению устойчивой инфляции в рамках цели по инфляции.

Количественное смягчение. Дополнительный эффект на рост экономики оказывает политика количественного смягчения, проводимая центральным банком Швеции с 2015 г. Целью количественного смягчения является увеличение денежного предложения через изменение долгосрочной процентной ставки. Для этого центральный банк выкупает долгосрочные облигации и другие активы у финансовых организаций, таким образом увеличивая денежную массу.

В начале 2015 г. Риксбанк объявил о покупке государственных облигаций сроком погашения до 5 лет на сумму 10 млрд шведских крон. Дальнейшие покупки активов значительно превосхо-

Закупки Риксбанком государственных облигаций в рамках программы количественного смягчения

Дата	Программа	Содержание
12.02.2015	SWE-QE	Снижение ставок РЕПО с 0 до -0,10% и закупка государственных облигаций на сумму 10 млрд шведских крон
18.03.2015	SWE-QE	Снижение ставок РЕПО до -0,25% и покупка государственных облигаций на сумму 30 млрд шведских крон
29.04.2015	SWE-QE	Увеличение суммы закупок до 80–90 млрд шведских крон
02.07.2015	SWE-QE	Сокращение ставки РЕПО до -0,35% и увеличение закупок до 135 млрд шведских крон
28.10.2015	SWE-QE	Увеличение закупок до 200 млрд шведских крон
21.04.2016	SWE-QE	Увеличение закупок до 245 млрд шведских крон
Декабрь 2016 г.	SWE-QE	Увеличение закупок до 275 млрд шведских крон до июля 2017 г.
Декабрь 2017 г.	SWE-QE	Уменьшение закупок государственных облигаций до 1 млрд шведских крон в месяц до конца 2018 г.

Источник: составлено автором по: Antonio Diez de los Rios, Maral Shamloo. Quantitative easing and long-term yields in small open economies. IMF Working Paper; 2017 [16].

дили предыдущие и к апрелю 2016 г. достигли 245 млрд шведских крон. Из табл. 2 видно, что покупка облигаций сопровождалась снижением ставки РЕПО.

Исследования показывают, что количественное смягчение не имело прямого воздействия на доходность долгосрочных облигаций: стабильное увеличение их цены слабо коррелировало со снижением доходности. Наибольшее влияние на изменение доходности оказывало снижение ставки РЕПО [16].

Второй задачей количественного смягчения является создание инфляционных ожиданий населения. Это достигается через увеличение объема денег в экономике и последующую девальвацию курса национальной валюты. Однако инфляционный эффект может быть несущественным, если темпы роста ВВП превышают темпы роста денежной массы. По этой причине в 2015 г. Риксбанк Швеции в 20 раз увеличил объемы закупок государственных облигаций.

Критики меры количественного смягчения указывают на пузырь на рынке недвижимости, возникший в результате пресыщения экономики

дешевыми деньгами. Угроза кризиса на рынке недвижимости поставила Риксбанк перед необходимостью контролировать рост цен не только на потребительские товары, но и на недвижимость.

Таргетирование инфляции. При высоком уровне доверия населения кредитно-денежной политике, центральный банк может таргетировать инфляцию, воздействуя тем самым на ожидания экономических агентов. Увеличение инфляционных ожиданий ведет к уменьшению реальной процентной ставки и к возникновению пространства для маневра в случае необходимости проведения экспансионистской политики в будущем.

Основываясь на доверии, центральный банк обязывает себя посредством проведения денежной экспансии обеспечить инфляцию на заданном уровне, причем меры эти должны нести устойчивый характер, т.е. рост денежной базы должен быть положительным в течение длительного периода [17].

Шведский Риксбанк устанавливает цель по инфляции с 1995 г. Таким образом он формирует долгосрочные инфляционные ожидания населения. В феврале 2018 г. значение таргетированной

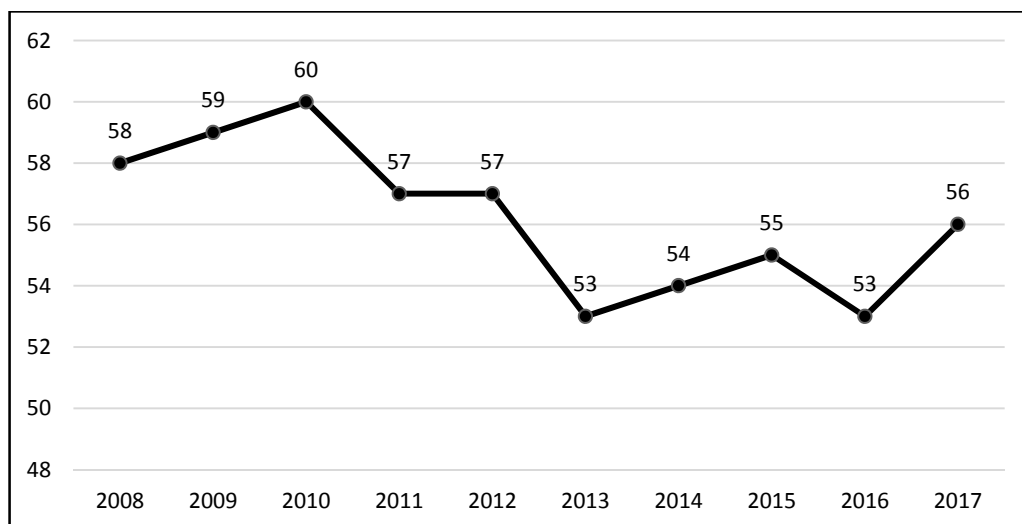


Рис. 6. Уровень доверия населения Риксбанку в 2008–2017 гг., в %

Источник: составлено автором по: Arkhede S., Bergström A., Ohlsson J. Förtroendet för Riksbanken. SOM-rapport. 2015;(4):18 [19].

инфляции было установлено на уровне 2% CPIF (CPIF – показатель, аналогичный ИПЦ, скорректированный на ставки по ипотеке). Данное значение не является фиксированным и может изменяться в диапазоне от 1 до 3%. Такой способ таргетирования позволяет менять уровень ожидаемой инфляции как в случае возможного снижения экономической активности, так и в случае ее непрогнозируемого роста³.

В таких условиях важен уровень доверия населения и бизнеса центральному банку. Согласно опросам, проведенным Институтом общественного мнения в 2017 г., 56% граждан Швеции полностью доверяют кредитно-денежной политике, которую проводит Риксбанк [18].

В 2018 г. центральный банк Швеции поставил задачу увеличить доверие к проводимой им монетарной политике. После кризиса 2008–2009 гг. и жесткой денежной политики в 2012 г. доверие населения снизилось, что может негативно повлиять на ожидания населения (рис. 6).

Ожидание инфляции влияет на предпочтение ликвидности домашних хозяйств и, соответственно, на соотношение потребления и сбережений в условиях, когда изменение ставки процента становится невозможно или малоэффективно.

Девальвация национальной валюты. Эффективность изменения валютного курса в малых открытых экономиках была проанализирована

в работах Л. Свенссона. По его мнению, девальвация в данных условиях носит лишь вспомогательный характер по отношению к центральной задаче – формированию инфляционных ожиданий [20].

Формула для определения ожидаемого уровня цен в условиях ловушки ликвидности по Свенссону зависит от трех величин – ожидаемого уровня цен на импортные товары при текущем обменном курсе, ожидаемого обменного курса и реальной процентной ставки, и выглядит следующим образом:

$$p_{2|1} = F(p_{2|1}^*, s_{2|1}, r_{2|1}). \quad (1)$$

При этом если реальная процентная ставка $r_{2|1}$ будет равна нулю, то появляется прямая зависимость между ожидаемым уровнем цен и обменным курсом. В то же время текущий обменный курс зависит от ожиданий будущего курса:

$$s_1 = s_{2|1} + \pi - \pi^* = s_{2|1} + i^*. \quad (2)$$

Таким образом, получаем, что текущий валютный курс является индикатором для ожиданий частного сектора относительно будущего уровня цен.

Устойчивое увеличение курса валют ведет к удешевлению импортных товаров и сохранению дефляционных ожиданий, а снижение, наоборот, их удорожанию и росту инфляционных ожиданий.

³ The Riksbank's inflation target – target variable and interval. Riksbanks Studies. 2016;Sept.:7–11.

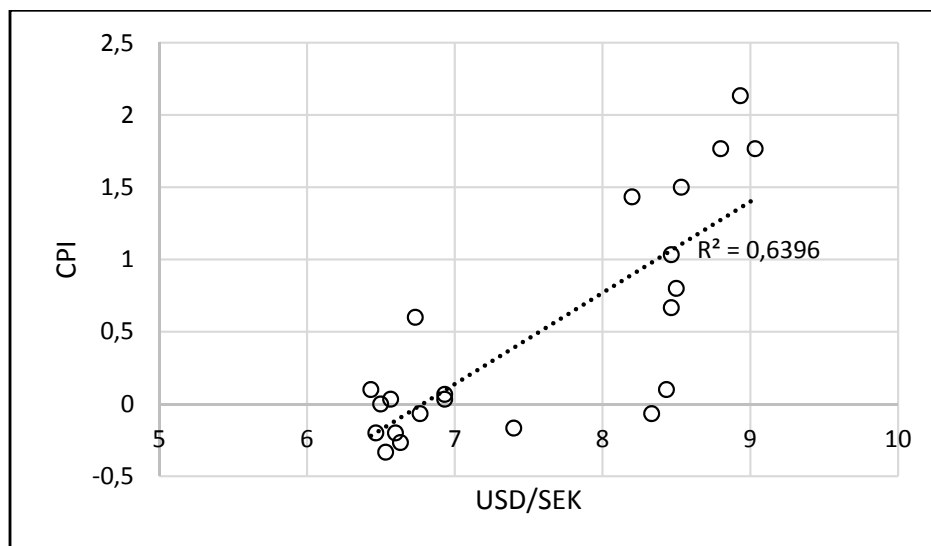


Рис. 7. Зависимость CPI от обменного курса (USD/SEK)

Источник: составлено автором по данным Konjunkturinstitutet.

В условиях выхода из ловушки ликвидности есть смысл изменять объем денежной массы с целью регулирования валютного курса не за счет изменения процентной ставки, а за счет влияния на ожидания частного сектора относительно уровня цен.

Анализ эмпирических данных подтверждает связь между инфляцией и обменным курсом. Поквартальные данные показывают, что за период с 2012 по конец 2017 г. наблюдается прямая зависимость между значением CPI и обменным курсом доллара на шведскую крону (USD/SEK) (лаг – 2 квартала). Рисунок 7 демонстрирует эту зависимость.

В то же время удешевление национальной валюты ведет к усилению позиций, ориентированных на экспорт отраслей страны, что ведет к увеличению чистого экспорта и, соответственно, ВВП страны.

Тем не менее увеличение денежной массы имеет краткосрочное воздействие на курс национальной валюты. При низких темпах роста экономики форсированное воздействие на обменный курс вызывает непропорциональное обесценивание валюты и ее дальнейшее удорожание.

Девальвация шведской кроны в 2015 г. не прошла бесследно: чистый экспорт страны вырос на 10% в текущем году, однако вслед за коротким обесцениванием кроны последовали ее рост и снижение чистого экспорта, который в 2016 г. составлял лишь 92% от предыдущего года, а в 2017–89%.

Заключение

Несмотря на критическое макроэкономическое положение страны в условиях ловушки ликвидности, правительство и центральный банк Швеции не отказались от кейнсианской политики «мягких» денег. Последствия отказа от нее в 2011 г. потребовали от Риксбанка существенных усилий по борьбе с дефляцией и возврату к высокому экономическому росту.

Результаты этой борьбы мы можем наблюдать лишь спустя 6 лет, когда глубокое понимание психологии и макроэкономических процессов превратило, казалось бы, тупиковое состояние экономики в поле для экономических исканий и экспериментов. При этом вопреки общему мнению о том, что ловушка ликвидности делает монетарную политику неэффективной, ключевые решения были найдены именно здесь. По сравнению с кризисом 1990-х гг., когда государственный долг вырос до 70% от ВВП, в 2012–2017 гг. он не превышал 44%. Достижение инфляцией целевых значений во втором квартале 2017 г. и ее устойчивость в 2018 г. являются заслугой монетарной политики и лучше всего иллюстрируют результаты экономической политики шведских властей. Ей сопутствуют рост ВВП и снижение безработицы до уровня 5–6% в год.

После устойчивой инфляции Риксбанк в декабре 2018 г. повысил ставки до –0,25 п.п. Тем не менее перед регулятором возникли новые задачи: борьба с пузырем на рынке недвижимости и сохранение безработицы на ее естественном уровне.

Список источников / References

1. Хикс Дж. Господин Кейнс и «классики»: попытка интерпретации. Истоки: вопросы истории народного хозяйства и экономической мысли. Пер. с англ. Николаенко Е.И. *Истоки*. 1998;3:293–307.
Hicks John. Mr Keynes and the classics: an attempt at interpretation. Origins: the history of the national economy and economic thought. Transl. from Eng. Moscow: Origins; 1998;3:293–307. (In Russ.).
2. Krugman P. Thinking about the liquidity trap. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2000;14(4):221–237.
3. Giovanni C., Castelnuovo E., Damette O., Parent A., Pellegrino G., Liquidity traps and large-scale financial crises. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2017;81:99–114. DOI: 10.1016/j.jedc.2017.03.001
4. Jung F., Gartner M. The macroeconomics of Financial Crisis: How risk premiums and liquidity traps affects policy options. *International advances in Economics Research*. 2011;17(1):12–27.
5. Krugman P. Sweden turns Japanese. *The New York Times*; 2014. URL: <https://www.nytimes.com/>.
6. Svensson Lars E.O. The zero bound in an open economy: A foolproof way of escaping from a liquidity trap. NBER Working Paper No. 7957; 2000. DOI: 10.3386/w7957
7. Bernanke Ben S. Japanese monetary policy: A case of self-induced paralysis? *Institute for International Economics*. 2000;7:149–166.
8. Андреев М.Ю., Полбин А.В. Влияние фискальной политики на макроэкономические показатели в DSGE-моделях. *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. 2018;3(43):21–33.
Andreev M. Yu., Polbin A.V. Impact of fiscal policy on macroeconomic indicators in DSGE models. *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. Finansovyi zhurnal*. 2018;3(43):21–33. (In Russ.).
9. Ingves S. Årsredovisning för Sveriges riksbank 2017. Redogörelse till riksdagen. 2018;(Febr.):15–16.
10. Svensson Lars E.O. Deflation: Frågor och svar. *Economistas*; 2014. URL: <https://ekonomistas.se/2014/04/14/deflation-fragor-och-svar/>.
11. Evans G.W., McGough B. The Neo-Fisherian View and the Macro Learning Approach. *Economist's View*; 2015. URL: <https://economistsview.typepad.com/>.
12. Cochrane J.H. Do Higher Interest Rates Raise or Lower Inflation? Hoover Institution Working Paper; 2015.
13. Svensson Lars E.O. Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others. NBER Working Paper Series; 2003.
14. Медина Е.В. Отрицательные процентные ставки: гримаса кризиса или фундаментальная новация? *Мир новой экономики*. 2009;(6):10–15.
Medina E.V. Negative interest rates: Grimace of crisis or fundamental innovation? The world of the new economy. 2009;(6):10–15. (In Russ.).
15. Megaw N. IMF backs Sweden's commitment to negative rates. *Financial Times*; 2017. URL: <https://www.ft.com/content/e91cf92b-4631-39bd-8d08-646422b9fd4c>. (accessed on 21.10.2018).
16. Antonio Diez de los Rios, Maral Shamloo. Quantitative easing and long-term yields in small open economies. IMF Working Paper; 2017.
17. Кулигин В.Д. Ловушка ликвидности. *Вестник университета (Государственный университет управления)*. 2015;3:186–189.
Kuligin V.D. Liquidity Trap. *Bulletin of the University (State University of Management)*. 2015;3:186–189.
18. Ingves S. Årsredovisning för Sveriges riksbank 2017. Redogörelse till riksdagen. 2018;(Feb.):15–16.
19. Arkhede S., Bergström A., Ohlsson J. Förtroendet för Riksbanken. SOM-rapport. 2015;(4):18.
20. The magic of the Exchange Rate: Optimal escape from the liquidity trap in small and large open economies. HKIMR Working Paper. 2004;7.