

Азиатско-Тихоокеанский регион: экономика, политика, право. 2024. Т. 26, № 2. С. 57–64.
Pacific Rim: Economics, Politics, Law, 2024, vol. 26, no. 2, pp. 57–64.

Научная статья

УДК 336.711(520):336.27

<https://doi.org/10.24866/1813-3274/2024-2/57-64>

Взаимосвязь денежно-кредитной политики и финансовой устойчивости Банка Японии

Мария Евгеньевна Горчакова[✉]

Байкальский государственный университет, Иркутск, Российская Федерация

✉ GorchakovaME@bgu.ru

Аннотация. С конца 1990-х годов Банк Японии, столкнувшись с нулевой нижней границей процентных ставок, так же, как и крупнейшие зарубежные центральные банки, существенно ужесточает денежно-кредитную политику в ответ на инфляцию, что приводит к снижению его прибыли и капитала. Учитывая, что такой подход к реализации денежно-кредитной политики, сопровождаемый крупномасштабным расширением банковских балансов, потенциально может оказать большое влияние на финансы центральных банков в случае ужесточения денежно-кредитной политики, ведутся дискуссии о потенциальном влиянии на способность центральных банков проводить денежно-кредитную политику и, как следствие, удерживать доверие к своим валютам.

В свете вышесказанного делается вывод о взаимосвязи между финансами центрального банка и проведением денежно-кредитной политики. В системе бумажных денег доверие к валюте напрямую обеспечивается не активами, принадлежащими центральному банку, или его финансовой устойчивостью, а соответствующим проведением денежно-кредитной политики с целью достижения стабильности цен. Исходя из этой предпосылки центральные банки обычно устроены таким образом, что они получают прибыль в более долгосрочной перспективе. Следовательно, даже если центральный банк временно несет убытки или имеет отрицательный капитал, это не ограничивает его способность проводить денежно-кредитную политику. Тем не менее это не означает, что центральный банк не может столкнуться с неограниченными потерями и отрицательным капиталом. Если финансовые риски центрального банка станут предметом чрезмерного внимания общества, существует риск снижения доверия к регулятору. Поэтому обеспечение финансовой устойчивости

центрального банка имеет большое значение. Делается вывод, что Банк Японии будет продолжать проведение соответствующей политики, уделяя при этом внимание своей финансовой устойчивости.

Ключевые слова: Япония, центральный банк, денежно-кредитная политика, количественное и качественное смягчение денежно-кредитной политики, баланс центрального банка, платежеспособность, финансовая устойчивость

Для цитирования: Горчакова М.Е. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и финансовой устойчивости Банка Японии // Азиатско-Тихоокеанский регион: экономика, политика, право. 2024. Т. 26, № 2. С. 57–64.

Original article

The Relationship Between Monetary Policy and Financial Stability of the Bank of Japan

Mariia E. Gorchakova✉

Baikal State University, Irkutsk, Russian Federation

✉ GorchakovaME@bgu.ru

Abstract. Since the late 1990s, the Bank of Japan, facing a zero lower bound on interest rates, as well as other major foreign central banks, have been dramatically tightening its monetary policy in response to inflation, which has depressed their profits and capital. Given that this approach to the monetary policy, accompanied by large-scale expansion of bank balance sheets, has the potential to have a large impact on central banks' finances in the event of monetary tightening, there is debate about the potential impact on central banks' ability to conduct monetary policy, and by extension, the confidence in their currencies.

Therefore, it is concluded that there is a relationship between central bank finances and the conduct of monetary policy. In a paper money system, confidence in the currency is not directly ensured by the assets owned by the central bank or its financial strength, but by the appropriate conduct of monetary policy to achieve the price stability. Based on this premise, central banks are usually organized in such a way that they make profits in the longer term. Therefore, even if a central bank temporarily incurs losses or has negative capital, this does not limit its ability to conduct monetary policy. However, this does not mean that a central bank can face unlimited losses and negative capital. If the financial risks of the central bank become the subject of excessive public scrutiny, there is a risk that trust in the regulator will diminish. Therefore, ensuring the financial soundness of the central bank is of great importance. It is concluded that the Bank of Japan will continue to pursue appropriate policies while paying attention to its financial soundness.

Keywords: Japan, central bank, monetary policy, quantitative and qualitative easing of monetary policy, balance of the central bank, solvency, financial stability

For citation: Gorchakova M.E. The relationship between monetary policy and financial stability of the Bank of Japan. *PACIFIC RIM: Economics, Politics, Law*, 2024, vol. 26, no. 2, pp. 57–64. (In Russ.).

В Японии достижение ценовой стабильности является проблемой на протяжении 25 лет, с тех пор как в конце 1990-х годов экономика впала в дефляцию. В ответ на это Банк Японии, столкнувшись с нулевым нижним пределом краткосрочных процентных ставок, использовал различные нетрадиционные меры денежно-кредитной политики, включая воздействие на долгосрочные процентные ставки посредством крупномасштабных покупок активов, и в настоящее время проводит количественное и качественное смягчение денежно-кредитной политики с контролем кривой доходности.

Крупнейшие зарубежные центральные банки в последнее время ужесточают денежно-кредитную политику в ответ на инфляцию, при этом наблюдается снижение их прибылей и капитала [1].

Ведущие центральные банки, включая Банк Японии, получают процентный доход по своим активам – государственным облигациям, которые они покупают, и краткосрочным кредитам, которые они предоставляют, – в то время как стоимость их обязательств – текущих депозитов (обязательных резервов) и банкнот – равна нулю в том смысле, что Центральный банк не платит по ним проценты. Это обычно позволяет Центральному банку получать стабильную прибыль, называемую «сеньораж». Прибыль, полученная Центральным банком, в конечном итоге передается Правительству. Поэтому по мере того, как прибыль Центрального банка колеблется, меняются и трансферты Правительству.

Рассмотрим структуру прибыли при расширении баланса за счет масштабного смягчения денежно-кредитной политики. Крупнейшие центральные банки, включая Банк Японии, поддерживают экономическую активность и цены с помощью масштабных покупок государственных облигаций и других активов, что приводит к значительным увеличениям в активах и избыточным резервам в пассивах. Хотя такое расширение баланса приводит к процентным расходам по избыточным резервам, процентная ставка по избыточным резервам поддерживается на низком уровне, чтобы сохранить низкие краткосрочные процентные ставки. В то же время процентная ставка по приобретаемым государственным облигациям обычно превышает процентную ставку по избыточным резервам (т. е. спред доходности положительный). Поэтому процентные и прочие доходы растут в соответствии с увеличением объема государственных облигаций и других активов, что приводит к росту общей прибыли.

Что касается активов, которые можно покупать, то крупнейшие центральные банки, включая Банк Японии, расширили объем покупок с краткосрочных до долго-

срочных государственных облигаций, а также включили в число покупок рисковые активы, такие как корпоративные облигации и облигации с покрытием, чтобы решить вопросы политики, принимая во внимание структуру своей внутренней финансовой системы. Кроме того, Банк Японии принял решение о покупке биржевых фондов (ETF) и японских инвестиционных трастов недвижимости (J-REITs), чтобы повлиять на размер премии за риск.

В результате проведения такой монетарной политики произошло девятикратное увеличение баланса Банка Японии. Если на конец 1998 г. его баланс состоял из совокупных активов в размере 79 трлн йен, то к концу 2022 г. баланс достиг исторического рекорда: общие активы составили 735 трлн йен [2]. По отношению к номинальному ВВП доля активов Банка Японии составила 131%. В условиях такого расширения баланса прибыль также имеет тенденцию к росту.

В частности, если с конца 1990-х годов в условиях постоянно низких процентных ставок прибыль имела тенденцию к снижению – хотя и с колебаниями, обусловленными такими факторами, как изменение валютных курсов, то в 2013 г., когда была введена программа количественного и качественного смягчения денежно-кредитной политики, она пошла вверх. С тех пор этот показатель рос вместе с расширением баланса, и в 2022 г. операционная прибыль Банка Японии достигла рекордного уровня в 3,2 трлн йен [2].

На динамику прибыли Банка Японии также сильно повлияла покупка ETF и J-REITs, осуществляемая Банком в рамках масштабного смягчения денежно-кредитной политики. Эти закупки начались в 2010 г., и в результате последующего увеличения объема закупок сумма, находящаяся в распоряжении Банка Японии, возросла до 37 трлн йен для ETF и J-REITs на конец 2022 г. В результате этого роста значительно выросли суммы дивидендов, полученных от этих активов, внося существенный вклад в прибыль.

Между тем, чтобы подготовиться к рыночному риску, связанному с владением ETF и J-REITs, Банк Японии отреагировал, например, создав резервы на разницу в том случае, если рыночная стоимость на конец финансового года будет ниже балансовой стоимости.

Далее рассмотрим, как изменяется прибыль при сокращении баланса Центрального банка на этапе выхода из кризиса, когда денежно-кредитная политика переходит к ужесточению и баланс снижается.

В таком случае для простоты предполагается, что государственные облигации уменьшаются со стороны активов, а текущие депозиты (избыточные резервы) уменьшаются со стороны пассивов. Если на этом этапе центральный банк повысит процентную ставку по избыточным резервам, чтобы контролировать процентные ставки, процентные расходы возрастут, оказывая понижающее давление на прибыль.

Таким образом, если на этапе смягчения денежно-кредитной политики прибыль центрального банка увеличивается за счет расширения баланса, то на этапе выхода из него она, как правило, снижается из-за повышения процентных ставок по текущим депозитам и других факторов.

Учитывая эти особенности, Банк Японии проводил работу по увеличению капитала, например, расширил меры по созданию резервов на возможные потери по операциям с облигациями в 2015 г., чтобы снизить амплитуду изменения прибыли на этапах смягчения и выхода из него и обеспечить свою финансовую устойчивость.

Между тем, если рыночные процентные ставки растут, рыночная стоимость государственных облигаций снижается. Однако учитывая, что Банк Японии, за редким исключением, не продает свои государственные облигации, он, как и Федеральная резервная система (ФРС) США и Европейский центральный банк (ЕЦБ), использует метод амортизированной стоимости. Согласно данному методу разница между стоимостью приобретения и номинальной стоимостью облигации амортизируется в каждом периоде до наступления срока погашения, и нереализованные убытки, возникающие в результате снижения рыночной стоимости государственных облигаций, не оказывают прямого влияния на прибыли/убытки центрального банка, если только облигации не продаются до срока погашения. Следует отметить, что Банк Японии, ФРС и ЕЦБ регулярно раскрывают информацию о рыночной стоимости своих государственных облигаций.

Когда баланс начнет сокращаться, прибыль некоторое время будет находиться под понижающим давлением благодаря описанным механизмам. Однако в конечном итоге процентные расходы будут уменьшаться по мере снижения текущих депозитов (избыточных резервов). С другой стороны, в определенный момент времени наступит срок погашения государственных облигаций, определенное количество которых необходимо держать центральному банку, а полученные средства будут реинвестированы. В результате при росте процентных ставок облигации будут последовательно заменяться более высокодоходными активами, а процентный доход будет расти.

На этапе сокращения баланса прибыль колеблется, сначала уменьшаясь, а затем снова увеличиваясь. Однако степень изменения прибыли может существенно различаться в зависимости от целого ряда факторов. Основными из них являются: размер баланса, степень реинвестирования поступлений от погашения государственных облигаций при наступлении срока их погашения, динамика краткосрочных и долгосрочных процентных ставок и динамика количества банкнот в обращении.

Если прибыль центрального банка снижается, это свидетельствует об ухудшении его финансовой устойчивости.

В прошлом, при конвертируемой денежной системе, валюта центрального банка должна была обеспечиваться высококачественными активами, и количество валюты,

которое мог выпустить центральный банк, зависело от наличия у него таких активов. Однако в условиях фиатной денежной системы, принятой во многих странах, включая Японию, общепринятым является понимание того, что доверие к валюте обеспечивается не непосредственно активами центрального банка или его финансовой устойчивостью, а надлежащим проведением денежно-кредитной политики, направленной на достижение ценовой стабильности. Поэтому важно рассматривать уменьшение прибыли и капитала центрального банка с точки зрения того, влияют ли они на проведение денежно-кредитной политики и каким образом.

В этом отношении существуют два подхода. Одни экономисты считают, что сокращение прибыли и капитала центрального банка негативно влияет на проведение денежно-кредитной политики, другие утверждают, что это не так.

В пользу первой позиции приводятся следующие аргументы.

Во-первых, если такое снижение произойдет, доверие к центральному банку снизится и стоимость валюты упадет; во-вторых, рынок и общественность будут ожидать, что правительство вмешается или что центральный банк в своей политике отдаст приоритет улучшению финансового состояния, а не стабильности цен, что приведет, например, к значительному росту инфляционных ожиданий; в-третьих, если доходность будет слишком низкой из-за таких факторов, как снижение количества банкнот в обращении, убыток или отрицательный капитал центрального банка могут сохраняться в течение длительного времени.

С другой стороны, те экономисты, которые утверждают, что ухудшение финансового состояния не оказывает негативного влияния на денежно-кредитную политику, аргументируют это следующим. Во-первых, ущерб, нанесенный финансам центрального банка, может быть в конечном итоге восстановлен за счет сеньоража; во-вторых, центральный банк имеет возможность выпускать собственную валюту в качестве средства платежа и расчетов; в-третьих, если правительство и центральный банк вместе финансово устойчивы, то для урегулирования ситуации могут быть использованы фискальные ресурсы.

Последствием ситуаций, когда центральные банки регистрировали отрицательный капитал, было как сохранение темпов инфляции на прежнем уровне, так и ее рост. Одним из примеров, когда инфляция не продолжила свой рост, является прецедент с Немецким бундесбанком бывшей Западной Германии в 1970-х годах, который зарегистрировал отрицательный капитал из-за больших потерь при оценке своих валютных активов, вызванных ростом курса немецкой марки. В случае с бывшей Западной Германией влияние на темпы инфляции было небольшим отчасти потому, что валюта обесценилась в 1980-х годах, и отрицательный капитал был впоследствии устранен. С другой стороны, случаи с центральными банками Филиппин и Ямайки могут быть приведены в качестве примеров, когда отрицательный капитал привел к росту инфляции. В этих случаях центральные банки столкнулись со снижением

прибыли в основном из-за того, что кредиты частным финансовым учреждениям стали невозвратными во время финансового кризиса, и в то же время выплата высоких процентов за операции по сдерживанию инфляции, обусловленные главным образом фискальной экспансией, стала нормой.

Для этих центральных банков потери, вызванные бременем процентных платежей, не только привели к росту отрицательного капитала, но и оказали повышающее давление на денежную массу, что, в свою очередь, стало препятствием для сдерживания инфляции. Несмотря на то, что это довольно частные случаи, произошедшие в условиях экономического и финансового кризисов, они указывают на существование механизма, с помощью которого ущерб, нанесенный финансам центральных банков, может повлиять на способность проводить денежно-кредитную политику.

В сложившихся условиях крупнейшие зарубежные центральные банки придерживаются мнения, что сокращение прибыли и капитала не окажет прямого негативного влияния на проведение ими денежно-кредитной политики. В то же время они признают, что обеспечение их финансовой устойчивости важно для того, чтобы избежать неблагоприятных политических и экономических последствий, таких как сомнения в их способности проводить денежно-кредитную политику и/или снижение доверия к ним.

На самом деле, несмотря на различия в уровне капитала, которые отражают характер их активов, институциональные различия, исторические особенности и другие факторы, все крупнейшие зарубежные центральные банки обладают определенным объемом капитала, что позволяет им принимать меры, чтобы справиться с риском увеличения амплитуды их прибыли из-за расширения баланса на этапе смягчения денежно-кредитной политики [3].

В то же время центральные банки признают важность обеспечения своей финансовой устойчивости, принимая во внимание: если снижение прибыли и капитала центрального банка станет предметом чрезмерного внимания, существует риск того, что это может привести к снижению его эффективности. Действующий Закон о Банке Японии отменяет положение прежнего Закона о Банке Японии, согласно которому правительство обязано возмещать Банку убытки и Банк Японии обязан действовать независимо, опираясь на прочную финансовую основу, с помощью таких средств, как управление резервами. В этих обстоятельствах Банк Японии работал над увеличением своего капитала, например, расширяя меры, касающиеся создания резервов на возможные потери по операциям с облигациями, чтобы уменьшить амплитуду изменений в своей прибыли и обеспечить свою финансовую устойчивость.

Экономика Японии умеренно восстановилась, однако сохраняется чрезвычайно высокая неопределенность, связанная с экономической активностью и ценами. Внутренняя экономика в целом была устойчивой. Вероятность реализации прогноза о

том, что базовая инфляция будет постепенно увеличиваться в направлении достижения целевого показателя стабильности цен, постепенно повышается.

Банк Японии считает целесообразным продолжать проводить соответствующую политику, одновременно обращая внимание на свою финансовую устойчивость.

Список источников

1. Why are Central Banks Reporting losses? Does it matter / S. Bell, M. Chui, T. Gomes, P. Moser-Boehm, A.P. Tejada // BIS Bulletin. 2023. No. 68. URL: <https://www.bis.org/-publ/bisbull68.pdf>.

2. Central Bank Finances and monetary policy conduct. URL: https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2023/data/ron231212a.pdf.

3. Del Negro M., Sims C.A. When does a Central Bank's balance sheet require fiscal support? // Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. November 2014. No. 701. URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr701.pdf.

References

1. Bell S., Chui M., Gomes T., Moser-Boehm P., Tejada A.P. Why are Central Banks Reporting losses? Does it matter // BIS Bulletin. 2023. No. 68. URL: <https://www.bis.org/-publ/bisbull68.pdf>.

2. Central Bank Finances and monetary policy conduct. URL: https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2023/data/ron231212a.pdf.

3. Del Negro M., Sims C.A. When does a Central Bank's balance sheet require fiscal support? // Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. November 2014. No. 701. URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr701.pdf.

Информация об авторах

М.Е. Горчакова – кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансов и финансовых институтов Байкальского государственного университета, Иркутск, Российская Федерация, GorchakovaME@bgu.ru, <https://orcid.org/0000-0003-3679-8002>

Information about the authors

M.E. Gorchakova – Candidate of Economics, Associate Professor, Department of Finance and Finance Institutions, Baikal State University, Irkutsk, Russian Federation, GorchakovaME@bgu.ru, <https://orcid.org/0000-0003-3679-8002>

Статья поступила в редакцию 16.01.2024; одобрена после рецензирования 19.04.2024; принята к публикации 23.04.2024.

The article received 16.01.2024; revised 19.04.2024; accepted 23.04.2024