

Burbulai, antiburbulai, politikos instrumento problema ir turtu pagrįstos privalomosios atsargos kaip MacroPru inovacija¹

R.K.

2014.06.17



„IMF warns on global housing bubble“ (2014.06.12)

¹ Plačiau žr. Palley, Thomas I. (2013), *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave, 10 sk.

- **Turto burbulai** CB-ams sukuria **politikos dilemą**:
 - iš vienos pusės į juos **reikia reaguoti**, ypač į kreditu finansuojamus NT burbulus;
 - **antra vertus**, atsakas didesnėmis palūkanų normomis sukuria **buldozerio efektus** – kenčia ir neburbuliuojanti ūkio dalis (collateral damage);
 - todėl **reikia papildomų politikos instrumentų**, **fokusuotai** užkertančių kelią burbulų augimui.

- Tokiu papildomu instrumentu g/b **turtu pagrįstos privalomosios atsargos** (asset-based reserve requirements, ABRR), kaip siūlė Palley (2000)².

- Esant ABRR:
 - bankai laikytų **atsargas CB-e nuo turto**;
 - **privalomųjų atsargų normos** potencialiai būtų **skirtingos kiekvienai turto klasei**;
 - jas **nustatytų CB-as**;
 - privalomųjų atsargų normos g/b ir **0%**, ir net **–x%**.

² Palley, Thomas I. (2000), *Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirements*, Report issued by the Financial Markets Center, Philomont, VA, http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro_policy/stabilizing_finance.pdf.

■ Esant n skirtingų banko turto klasių, ABRR sistema sukuria $n - 1$ papildomą politikos instrumentą.

■ **ABRR logika.** Tegu i_j yra bankų pageidaujama palūkanų norma, skolinant kryptimi j :

$j = \{NT \text{ pirkėjams; NT statytojams; (SVV) įmonėms investicijoms; įmonėms apyvartiniam kapitalui; namų ūkiams vartojimui etc.}\}$

Be ABRR, bankų nustatyta palūkanų norma bus:

$$i_j = i_{CB} + m_j(.)$$

kur

i_{CB} – CB-o oficiali palūkanų norma;

$m_j(.)$ = banko marža paskolai kryptimi j .

■ **ABRR** uždėtų k_j privalomųjų atsargų normą j klasės turtui (paskoloms). Tada bankų reikalaujama palūkanų norma būtų:

$$i_j = [1 + k_j]i_{CB} + m_j(\cdot)$$

- Kaip ir įprastų privalomųjų atsargų (plius indėlių draudimo) atveju, **ABRR verstų bankus prašyti didesnių palūkanų**, kad kompensuotų **atsargų laikymo kaštus** (tarkime, kad CB nemoka už šias atsargas).
- Svarbu tai, kad **ABRR sukuria pleišta** tarp:
 - palūkanų **normos j turto klasei**,
 - ir **CB-o pinigų politikos palūkanų normos**.
- **CB-as gali**:
 - **koreguoti šio pleišto dydį**, keisdamas privalomųjų atsargų normą k_j ,
 - ir tuo **fokusuotai veikti skolinimo j kryptimi sąlygas** ir paskolų **kryptis**.
- **Pagrindinis ABRR pranašumas**. Kaip ir konvencinės CB-o palūkanų normos politikos atveju, ABRR veikia per **palūkanų normos kanalą** (interest rate channel). Skirtumas tas, kad konvencinė palūkanų normos politika padidina bendrąją bankų prašomą palūkanų normą, veikiant visas turto klases ir ūkio sektorius vienu metu. Tai ir vadinama **buldozerio efektu**.

- **ABRR išvengia šios problemos**, leisdama CB-ui fokusuotis į konkrečią turto klasę (pavyzdžiui, būsto paskolas ar paskolas smulkiam ir vidutiniam verslui), padidinant/sumažinant k_j .

(1) Įsipareigojimai → turtas (LBRR = privalomosios atsargos nuo indėlių)
(2) Turtas → įsipareigojimai (Rizika paremti kapitalo standartai)
(3) Įsipareigojimai → įsipareigojimai (skolos-kapitalo reikalavimai)
(4) Turtas → turtas (ABRR)

Pav. 1. Skirtingų balanso reguliavimo būdų palyginimas

- Pav. 1. rodo skirtingus būdus reguliuoti bankų balansus. **Strėlė** apibūdina **reguliavimo kryptį**:

- **pirma sistema** yra **įsipareigojimais paremtos privalomosios atsargos** (liability-based reserve requirements, LBRR) – konvencinis būdas reguliuoti bankinį sektorių. Esant LBRR:
 - bankai laiko **atsargas (turtą) nuo indėlių (įsipareigojimo)**,

- todėl priežastingumo kryptis eina iš balanso įsipareigojimų pusės (indėlių) į turto pusę (atsargos CB-e);
- kai bankas sukuria/gauna papildomą įsipareigojimą (indėlį), jis privalo gauti papildomas atsargas CB-e (beje, CB-ai privalo jas duoti, kad išlaikytų tarpbankinės rinkos palūkanas netoli oficialių palūkanų lygio);
- **antras** balanso reguliavimo būdas yra **rizika paremti kapitalo standartai** (risk-based capital standards), kurie yra kitas konvencinis reguliavimo instrumentas. Čia:
 - turtas turi **skirtingus rizikos svorius**,
 - ir bankai turi turėti daugiau kapitalo (balanso įsipareigojimų pusė), jei turi rizikingesnę turta;
 - **priežastingumas eina iš balanso turto pusės (rizikingas turtas) į įsipareigojimų pusę (kapitalas)** – kai bankas nusprendžia turėti papildomą rizikingą turta, jis privalo turėti daugiau kapitalo;
- **trečias** balanso reguliavimo būdas yra **finansinio sverto standartai** (debt-to-equity standards). Tiek **skola, tiek kapitalas yra balanso įsipareigojimų pusėje**, todėl priežastingumas yra tarp įsipareigojimų tipų. Jei bankas turi daugiau skolos, jis turi turėti daugiau kapitalo;
- **ketvirtas** balanso reguliavimo būdas yra **turtu paremtos privalomosios atsargos** – bankas turi laikyti **atsargas CB-e (turtas) nuo kito turto**. Jei bankas didina turta

(išduoda paskolą), jis turi turėti ir daugiau atsargų CB-e. **Priežastingumas yra tarp turto tipų.**

■ **ABRR turi panašumų su papildomo užstato reikalavimais** (margin requirement) akcijų rinkoje, bet yra reikšmingų skirtumų:

- **ABRR yra uždedamas skolintojams**, o papildomo užstato reikalavimai – besiskolinantiesiems, kurie skolinasi pirkti akcijas;
- **ABRR yra kontracikliškas**, o papildomo užstato reikalavimai **g/b procikliški** ir didinti nestabilumą:
 - jei turto kainos krenta, papildomo užstato reikalavimai iššaukia **papildomo užstato pareikalavimus** (margin calls) – skolininkai turi įnešti papildomus įnašus, kas sukuria jiems **papildomą finansinį stresą tuo metu, kai sistemoje yra problemų**, ir jei besiskolinantieji negali to padaryti, jų turtas g/b parduotas, kas toliau mažina turto kainas.
 - **priešingai, esant ABRR, turto kainos sumažėjimas išlaisvina atsargas**, kadangi ABRR remiasi turto rinkos verte. Tai palengvina monetarines sąlygas, ko ir reikia.

ABRR pranašumai

■ ABRR turi daug pranašumų:

- **pirma**, ABRR leidžia **CB-ui veikti santykinus skirtingų turto klasių įsigijimo kaštus**, išlaikant tą pačią oficialią palūkanų normą – CB gauna **fokusuotą instrumentą (skalpelį)** veikti portfelio ir skolinimo sprendimus. Pavyzdžiui, jei CB-as nori **pristabdyti NT burbulą**, jis galėtų padidinti ABRR naujoms būsto paskoloms, kas **padidins būsto paskolų palūkanų normą**, nepadidinant bendro palūkanų lygio ekonomikoje, t.y. išvengiant buldozerio efekto likusiai ekonomikai.
- **antra**, kaip teigė Thurow (1972)³ ir Pollin (1993)⁴, ABRR g/b naudojamas nukreipti **paskolas į bankų nepelnytai užmirštas (esančias „antiburbule“), bet socialiai svarbias sritis**. Pavyzdžiui, g/b nustatytas neigiamas ABRR paskoloms smulkiam ir vidutiniam verslui SVV – CB-as iš esmės subsidijuotų tokias paskolas, skolindamas atsargas už neigiamas palūkanas.
- **trečia**, ABRR turi kontraciklišką pobūdį, yra **automatinis stabilizatorius**:

³ Thurow, L. (1972), „Proposals for rechanneling funds to meet social priorities,“ in Federal Reserve Bank of Boston, *Policies for a More Competitive Financial System*, conference proceedings, June, 179-89.

⁴ Pollin, R. (1993), „Public credit allocation through the Federal Reserve: why it is needed; how it should be done,“ in Dymski, G.A., Epstein, G., and Pollin, R., (eds), *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, Armonk, NY: M.E.Sharpe.

- **kai turto kainos padidėja**, kaip būna pakilimo metu, bankai turi **padidinti savo rezervus CB-e, kas stabdo skolinimą ta kryptimi**;
- priešingai bus nuosmukio metu – kai turto kainos krenta (kaip atsitiko su **MBS** (mortgage-backed securities) 2008 m., tai automatiškai išlaisvina atsargas ir likvidumą.

■ **ABRR turi pranašumą prieš rizika paremtus kapitalo standartus** (riks-based capital standards, RBCS), dabar CB-ų naudojamą tarptautinę reguliavimo sistemą:

- **pirma**, ABRR yra kontracikliškas, o **RBCS yra procikliškas**:
 - nuosmukyje ABRR išlaisvina atsargas, nes turto kainos krenta, ir padidina paklausą atsargoms bumo metu, nes turto kainos didėja;
 - priešingai, **RBCS verčia bankus ieškoti daugiau kapitalo (ar mažinti skolinimą) kai turto kainos mažėja** nuosmukyje. Šiuo požiūriu RBCS pagilina krizes (žr. **euro zoną** po 2008 m. krizės);
- **antras** ABRR pranašumas yra tas, kad:
 - jis g/b lengvai naudojamas kaip **diskrecinis nacionalinės pinigų politikos įrankis** – CB-as gali skalpeliu durti į burbuliuojančias turto klases;
 - **RBCS yra daugiau mažiau tarptautinis standartas**, erdvės nacionalinei specifikai jame nedaug.

- **trečia**, CB-ai po 2008 m. krizės smarkiai išplėtė savo balansus ir smarkiai padidino bankų atsargas. Kai ateis atsigavimas, tas **likvidumas turės būti išsiurbtas**. Padidindamas paklausą atsargoms, **ABRR gali padėti tai padaryti**;
- **ketvirta**, abi reguliavimo sistemos gali **koegzistuoti**:
 - **RBCS** g/b naudojamas neskatinant prisiimti perteklinę riziką, užtikrinant, kad bankai turi pakankamai „**odos žaidime**“ (skin in the game);
 - **ABRR** g/b naudojamas **fokusuotai pinigų ir makroprudencinei politikai vykdyti**, spręsti atskirų rinkos segmentų problemas.

ABRR ir kontracikliški kapitalo reikalavimai

- **Goodhart ir Persaud (2008)**⁵ kovoti su burbulais siūlo **kontracikliškais kapitalo standartais** (contracyclical capital standards, CCS):
 - **kapitalo poreikis didėtų su turto kainomis**, kas sumažintų bankų balansų didėjimą bumo metu;
 - **kapitalo poreikis mažėtų nuosmukio metu**, kas **palengvintų kreditavimą**.

⁵ Goodhart, C., and Persaud, A. (2008), „A proposal for how to avoid the next crash,“ *Financial Times*, January 31.

- CCS turi panašius tikslus į ABRR. Tačiau yra ABRR pranašumų:
 - **pirma**, ABRR yra taiklesnis – bankas, kuriam reikia **daugiau kapitalo, pamatys, kad padidėja bendrieji kapitalo kaštai**, kas paveiks **visą jo skolinimą**, o ne tik į burbulinį sektorių orientuotą.
 - **antra**, ABRR yra **nacionalinis diskrecinis** instrumentas, o **kapitalo standartai** skirti globalios bankų sistemos kapitalui reguliuoti, turint omenyje **teisingą konkurenciją** ir **reguliacines lenktynes** (regulatory race to the bottom) tarp šalių. Globalūs kontracikliški kapitalo standartai šiuo požiūriu pralaimi ABRR, kadangi **šalis gali savarankiškai tvarkytis su ciklu**, o **tarptautinė kapitalo sistema išliktų nepakitusi**.

ABRR ir euro zona (arba Švedija)

- ABRR galėtų padėti euro zonai ir ECB:
 - šalys narės atsisakė **valiutų kursų ir palūkanų normos instrumentų**, ir tai lėmė **žinomas ekonomikos valdymo problemas** (švelniai tariant);
 - **ECB laužo galvą kaip nustatyti vieną palūkanų normą** tuo metu, kai:
 - vienos šalys kyla (euro zonos Šiaurė),
 - kitos kenčia nuo **rekordinio nedarbo** (euro zonos Pietūs).
- ABRR galėjo būti naudingas:

- kai **Ispanijoje, Airijoje** (šiuo metu ir **Švedijoje**) kilo **NT skolinimo ir kainų bumai** (kurie dinamiškai susiję);
 - priešingai, **kai NT kainos krenta** tose pačiose šalyse, **ABRR galėtų atpiginti būsto paskolas**;
 - **neigiamas ABRR** galėtų paskatinti **skolinti SVV**, dėl ko **nerimauja ECB**.
- **Euro zonoje** galėtų veikti **2-jų lygių ABRR** sistema:
- **ECB** nustatytų **bendras ABRR taisykles**;
 - **NCB-ai** – **savo parametrus** (galbūt ECB nustatytose ribose);
- **Išvados:**
- **ar reikia CB-ams kovoti su burbulais?** Taip, nes **burbulai pavojingi** (ypač kreditu paremti);
 - **ar gali CB-ai juos identifikuoti?** Taip, su **cikliškai koreguotais P/E santykiais, įperkamo rodikliais**. Jei galima apskaičiuoti **gamybos atotrūkį, ciklinius biudžeto deficitus ar natūralų nedarbo lygį**, tai galima išvelgti ir burbulus.
 - jei **konvencinė CB-ų politika** buvo „išvalyti po burbulo sprogo“ (A. Greenspan'o, B. Bernanke doktrina), tai yra **per brangi politika**, nes pakeliui į burbulą **smarkiai ir ilgam užsiteršia balansai** (žr. į Japoniją, JAV);

- **oficialios palūkanų normos yra per grubus instrumentas** kovoje su burbulais – **nelabai efektyvus**, be to, turi **buldozerio efektą** (žr. **Švedijos dilemą** – kova su NT burbulu veda į **bendrąją defliaciją**);
- **ABRR** yra papildomas politikos instrumentas su **skalpelio savybėmis** – galima padidinti skolinimo kainą atskiroje sloginimo kryptyje, nepadidinant bendrojo palūkanų normų lygio;
- **ABRR** yra **kontracikliška** priemonė, galinti **papildyti/pakeisti esamus MacroPru instrumentus**.