

## РЕПУТАЦИОННАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА КАК ОСНОВА ЭФФЕКТИВНОСТИ НЕТРАДИЦИОННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Традиционная денежно-кредитная политика основывается на следующих обязательных предпосылках: процентная ставка служит основным каналом монетарных импульсов на денежный и реальный секторы экономики; краткосрочная процентная ставка, находящаяся в сфере контроля центрального банка, является аргументом функции долгосрочных процентных ставок; операции РЕПО - это наиболее эффективный, минимизирующий риск как центрального банка, так и его контрагентов, инструмент воздействия на ключевую краткосрочную процентную ставку; существует автоматизм в распределении эмиссионных ресурсов между субъектами хозяйствования. Традиционная денежно-кредитная политика нацелена на поддержание краткосрочной рыночной процентной ставки на определенном уровне посредством использования операций на открытом рынке, сочетающихся с постоянно доступными инструментами поддержания и изъятия ликвидности, а также механизмом обязательного резервирования.

Теоретическим обоснованием традиционной денежно-кредитной политики является стандартная неокейнсианская модель, в соответствии с которой совокупный спрос, динамика производства и инфляция полностью определяются долгосрочными ставками процента, которые являются функцией от средних значений текущих и ожидаемых в будущем краткосрочных ставок, а также включают в себя премию за срок. Однако начиная с августа 2008 года традиционные инструменты денежно-кредитного регулирования, в частности, изменение краткосрочной ключевой ставки, оказались недостаточными в обеспечении эффективной трансмиссии монетарной политики на денежный и реальный сектор. В качестве основной причины неэффективности процентного канала монетарной политики специалисты называли утрату уверенности участников рынка в ликвидности и платежеспособности контрагентов, в результате чего произошло снижение чувствительности спектра рыночных процентных ставок к изменению ставок центрального банка. В исследовании ЕЦБ, посвященном роли центрального банка в преодолении кризиса, так и указывалось: «Если не хватает взаимного доверия, то связь между ключевой ставкой и ставками денежного рынка может ослабевать и даже разорваться» [4, p.62].

Традиционным ответом на финансовые потрясения 2008 года было снижение ключевых процентных ставок мировых центральных банков до почти нулевого уровня.

Когда же ставка по федеральным фондам была близка к нулю, ФРС США с декабря 2008 года предприняла действия по непосредственной покупке долгосрочных ценных бумаг для снижения долгосрочных процентных ставок, придания дополнительных монетарных стимулов экономике и поддержания высокого уровня насыщенности рынка ликвидностью. Таким образом, столкнувшись с нулевой процентной ставкой и невозможностью использовать традиционные инструменты денежно-кредитной политики, центральный банк может дополнять ее нетрадиционными мерами для того, чтобы повлиять на долгосрочную процентную ставку. Кроме того, в этот период денежно-кредитные власти предприняли меры по прямому финансированию финансового и нефинансового секторов. В результате в экономических исследованиях последних лет, затрагивающих практические аспекты современной монетарной стратегии, прочно закрепилась категория «нетрадиционная денежно-кредитная политика», под которой понимают совокупность усилий центрального банка по воздействию на рыночные процентные ставки и экономическую активность с использованием иных инструментов, нежели только изменение ключевой краткосрочной процентной ставки [2]. Операционной целью становится не столько снижение процентной ставки, поскольку она достигла практически нулевого уровня и не может быть снижена дальше, сколько увеличение денежного предложения. Опыт проведения нетрадиционной денежно-кредитной политики еще не так давно исчерпывался несколькими эпизодами в экономической истории США и мерами Банка Японии по борьбе с дефляцией, проводимых с конца 1990-х годов, включающими более длительные сроки погашения кредитов, предоставляемых в рамках рефинансирования и более широкий диапазон приемлемого залога. Поэтому практические последствия мероприятий, проводимых в настоящее время ведущими центральными банками в рамках нетрадиционной денежно-кредитной политики, еще недостаточно изучены.

Тем не менее, в качестве важной составляющей нетрадиционной денежно-кредитной политики называют так называемое форвардное руководство (*forward guidance*) [2], которое нам удобно перевести как «предваряющее управление». Итак, предваряющее управление со стороны центрального банка заключается в четком и ясном для общественности указании сроков и условий изменения ключевых процентных ставок, а также полное описание запланированных мероприятий. Так, Б. Бернанке еще в 2002 году указывал на то, что одним из важнейших способов снижения долгосрочных ставок является удержание центральным банком ключевой ставки на нулевом уровне в течение заранее установленного времени [1]. Примерами стран наиболее последовательно придерживающихся предваряющего управления являются Новая Зеландия, Швеция и Норвегия. Однако, практически все ведущие центральные банки в той или иной форме сделали заявления о том, что снижение ключевой ставки будет носить долгосрочный характер, давая понять рынку, что

они могут продолжать контролировать долгосрочные процентные ставки даже тогда, когда краткосрочная ставка процента находится на нулевой нижней границе. Таким образом, предваряющее управление заключается в том, что центральный банк корректно манипулирует ожиданиями в отношении будущего изменения краткосрочных процентных ставок. Действительно, канал ожиданий имеет решающее значение для эффективности предваряющего управления центральным банком. Если общественность имеет иные ожидания относительно будущего курса центрального банка, нежели центральный банк, или обладает несовершенной информацией относительно намеченных действий регулятора, то предваряющее управление не будет успешным. Поэтому так важна коммуникативная деятельность центрального банка, предполагающая регулярное и подробное разъяснение своей политики и ответственность за свои заявления. Беря на себя ответственность за достижение целевых ориентиров, центральный банк зарабатывает рыночную репутацию. В странах, центральные банки которых проводят политику инфляционного таргетирования, объявление целевых установок, прогнозов, оценок, развитие процесса обратной связи с публикой, а также высокая ответственность центрального банка за достижение выбранных целей является имманентной характеристикой этого режима. В этих странах управление рынком и ожиданиями со стороны центрального банка стало традицией, которая стала еще более востребованной при осуществлении нетрадиционных мер монетарной политики. В практической деятельности центральных банков существует ряд ясных примеров действенности предваряющего управления. Так, например, динамика фьючерсов по федеральным фондам являются эффективным средством отслеживания ожиданий рынка относительно денежных мероприятий Федерального комитета по операциям на открытом рынке (FOMC) и, с другой стороны, прогнозируя решение FOMC, участники рынка могут использовать фьючерсы как средство хеджирования своей финансовой позиции. В настоящее время вероятность изменения целевой ставки ФРС выглядит следующим образом (Табл.1)

**Таблица 1 – Оценка вероятности изменения целевой ставки по федеральным фондам на основе рынка фьючерсов**

Даты заседаний FOMC	Вероятность снижения	Вероятность того, что ставка останется на нынешнем уровне	Вероятность повышения
20.03.2013	42,8	57,2	-
11.03.2014	34,6	53,8	11,8
22.10.2014	15,96	38,43	45,61
10.12.2014	14,16	35,9	49,94
28.01.2015	9,24	28,34	62,42
10.03.2015	7,7	25,1	67,2
22.04.2015	5,2	19,4	75,4
17.06.2015	5,2	19,4	75,4

Источник: составлено автором на основании данных CME Group: <http://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/fed-funds.html> - Дата доступа: 07.02.2013.

Таким образом, данные таблицы говорят о том, что рынок не ожидает повышения ставки по федеральным фондам до января 2015 года и доверяет недавним заявлениям ФРС о намерении и возможности удерживать ставку по федеральным фондам на нынешнем уровне до 2015 года. Следование рынка заявлениям центрального банка на нулевой нижней границе процентных ставок при невозможности применения им стандартных мер воздействия говорит о накопленном капитале доверия рынка к действиям регулятора.

Нетрадиционные меры денежно-кредитной политики реализовывались ведущими центральными банками тремя путями:

- 1) изменением состава баланса центрального банка или кредитным смягчением (credit easing).
- 2) расширением баланса, то есть увеличением ликвидности финансовой системы посредством покупки на открытом рынке активов в той или иной форме, а именно, количественным смягчением (quantitative easing, QE).

- 3) расширением сроков погашения ценных бумаг в своем портфеле.

К кредитному смягчению мере прибегли центральные банки США, Великобритании, Японии и ряда других стран, а также ЕЦБ.

В целом, смягчение условий кредитования является традиционной мерой центрального банка в кризисных условиях. Сам термин «кредитное смягчение» (credit easing) впервые был употреблен председателем совета управляющих ФРС в отношении мер, применяемых центральным банком США по либерализации условий кредитования.

Особенностью кредитного смягчения, реализованного ФРС во время последнего финансового кризиса, состояло в том, что эта программа распространилась не только на банковские, но и на небанковские финансовые организации, в частности первичных дилеров, фонды денежного рынка,

участников вексельного рынка и рынка ценных бумаг, обеспеченных активами. Кроме того, ФРС впервые разработала и внедрила программы по финансированию нефинансовых коммерческих предприятий.

Для депозитных институтов кроме обычного дисконтного окна реализовывались несколько кредитных программ.

В частности был применен механизм временных кредитных аукционов – программа TAF (The Term Auction Facility), в рамках которой предоставлялись кредиты депозитным учреждениям на условиях анонимности на срок 28 и 84 дня при условии предоставления ими залога.

Обладая ограниченными возможностями по кредитованию частного сектора и приобретению частных ценных бумаг, ФРС, тем не менее, имеет значительную свободу действий по определению активов, принимаемых в залог<sup>1</sup>. Учитывая эти юридические рамки, ФРС реализовывала программы кредитования, нацеленные непосредственно на доходность ценных бумаг, выпущенных частными эмитентами.

25 марта 2009 года ФРС объявила о реализации частно-государственной программы TALF (The Term Asset-Backed Securities Loan Facility) посредством создания соответствующего фонда кредитования ценных бумаг, покрытых активами – автокредитами, займами на обучение, долгом держателей кредитных карт и т.д. TALF реализовывалась через скупку выпускаемых финансовыми институтами производных ценных бумаг, обеспеченных различными видами потребительских кредитов.

В марте 2008 года ФРС объявила об открытии программы временных кредитных аукционов ценных бумаг TSLF (The Term Securities Lending Facility), которая позволяла банкам-первичным дилерам получать на срок 28 дней кредиты в форме ценных бумаг Казначейства под залог других казначейских ценных бумаг, агентских облигаций, а также ипотечных облигаций с рейтингом AAA/Aaa. Программа стала развитием аукционов в рамках программы TAF. Список ценных бумаг принимаемых в обеспечение был существенно расширен в сравнении с TAF.

В период кризиса денежно-кредитные власти США столкнулись с проблемой отсутствия механизма санации системно значимых инвестиционных банков и других небанковских финансовых посредников. Имея необходимые полномочия и инструменты решения кризисных проблем в отношении банковской системы, регулятор не обладал таковыми в отношении небанковских финансовых фирм. ФРС ответила на этот вызов открытием в марте 2008 года программы кредитования овернайт первичных дилеров PDCF (Primary Dealer Credit Facility) под залог широкого спектра ценных бумаг инвестиционного класса, в том числе производных от ипотечных кредитов. Механизм кредитования в рамках этой программы подобен кредитованию в рамках TAF, но для инвестиционных банков и небанковских брокеров-дилеров, торгующих ценными бумагами с ФРС. Механизм PDCF существенно расширил возможности ФРС в построении системы финансовой защиты. Это был первый опыт ФРС прямого кредитования инвестиционных банков.

В дополнение к указанным программам кредитования ФРС создала механизм финансирования выкупа высококачественных трехмесячных коммерческих ценных бумаг в долларах США (финансовых и нефинансовых) как обеспеченных, так и необеспеченных у эмитентов таких ценных бумаг, через уполномоченных первичных дилеров CPFF (Commercial Paper Funding Facility). Создание механизма CPFF знаменовало собой новую веху в деятельности центрального банка: для сохранения финансовой стабильности ФРС впервые финансировала нефинансовые коммерческие предприятия. Эта программа явилась наиболее широко используемым механизмом пополнения экономики ликвидностью в условиях кризиса.

На возобновление работы конкретных сегментов небанковской части финансового рынка был направлен и механизм финансирования покупки обеспеченных активами коммерческих ценных бумаг у взаимных фондов денежного рынка AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility).

В этот период ФРС совместно с Министерством финансов США оказала также поддержку ключевым фирмам в целях предотвращения системных сбоев, чреватых серьезными потрясениями финансовой системы и экономики в целом, в частности, инвестиционному банку Bear Stearns Companies, крупнейшей страховой компании American International Group (AIG), банку Citigroup и др.

Посредством запуска новых программ кредитования различных сегментов финансового рынка не только банковские, но и крупные небанковские финансовые посредники уже в начале октября 2008 года могли получить доступ к ликвидности не только непосредственно, но и через депозитные и брокерско-дилерские филиалы, холдинговые компании, которые могли выпускать краткосрочные долговые обязательства.

ЕЦБ, основываясь на особенностях структуры финансовой системы еврозоны и структуры экономики в целом, также предпринимал ряд мер стандартного и нестандартного характера, которые в совокупности, по словам бывшего руководителя ЕЦБ Жан-Клода Трише, формируют

---

<sup>1</sup> ФРС обладает правом покупки определенных частных финансовых инструментов, в частности банковских акцептов.

инструментарий политики усиленной кредитной поддержки (enhanced credit support). При этом усиленная кредитная поддержка, по определению Трише, представляет собой специальную поддержку, прежде всего банковской системы, на основе мер расширения кредитного потока сверх того, что может быть достигнуто снижением процентных ставок. [3]. Стандартные меры денежно-кредитной политики по выходу из кризиса в Европе сводились к значительному сокращению ключевых процентных ставок. Так, ставка по основным операциям рефинансирования сократилась с 4,25% на 9 июля 2008 года до 0,75% годовых в настоящее время.

Кроме этого ЕЦБ при первых признаках напряженности в августе 2007 года отреагировал на это удовлетворением возросшего спроса на ликвидность посредством операций тонкой настройки по основной ставке рефинансирования. В последующие месяцы ЕЦБ проводил дополнительные операции по рефинансированию банков со сроками от 3 до 6 месяцев. При этом краткосрочные операции рефинансирования, которые являются основными для ЕЦБ, были сокращены.

Программа «расширенной кредитной поддержки» была начата ЕЦБ в октябре 2008 года и включала в себя следующие элементы:

- ЕЦБ применил процедуру неограниченного предоставления ликвидности банкам зоны евро под адекватный залог по основной ставке (Refinancing Tender Rate), то есть по фиксированной процентной ставке. В обычные времена, основная ставка является минимально возможной при проведении конкурентного тендера по размещению средств, которые ЕЦБ проводит каждые две недели. Во время кризиса число участников основных операций рефинансирования увеличился с 360 в среднем на каждый тендер в докризисный период до 800.

- был расширен список залогов, принимаемых в обеспечение под операции рефинансирования с целью препятствовать обесценению балансов банков<sup>2</sup>. Кроме того, был увеличен список участников, имеющих право участвовать в операциях тонкой настройки со 140 до почти 2000.

- ЕЦБ начал осуществлять дополнительные долгосрочные операции по рефинансированию банков в дополнение к операциям LRTO (Longer-Term Refinancing Operations) со сроками погашения шесть, двенадцать и тридцать шесть месяцев.

Наряду с кредитным смягчением центральные банки предприняли меры по беспрецедентному количественному смягчению, которое предполагает непосредственное воздействие на денежное предложение.

Термин «количественное смягчение» был впервые применен к характеристике денежно-кредитной политики Японии в попытке выхода из дефляционной ловушки в 1990-х и начале 2000-х годов. Под количественным смягчением понимают, прежде всего, увеличение денежной базы посредством прямых покупок государственных облигаций. Возможность осуществления экспансионистской денежно-кредитной политики в условиях нулевых процентных ставок основывается на действии эффекта Пигу, согласно которому реальная денежная масса является аргументом функции совокупного спроса, поэтому рост денежной базы оказывает непосредственное воздействие на кривую IS.

На количественные смягчения пошли также центральные банки США, Еврозоны. Количественные смягчения, проводимые в США и европейских странах, начиная с 2008 года, были направлены скорее не на стимулирование совокупного спроса, а на сохранение денежного предложения на докризисном уровне, так как рост рисков и снижение прозрачности долгового рынка в период кризиса привели к снижению денежного мультипликатора и денежной массы. В США количественное смягчение проводилось, прежде всего, посредством программы широкомасштабных покупок активов (Large-Scale Asset Purchases - LSAPs). Так, с января 2009 года по август 2010 с целью повышения доступности кредитов на недвижимость ФРС приобрела на 175 млн. долл. прямых обязательств ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac, федеральных банков жилищного кредита, а также на 1,25 трлн. долл. ипотечных ценных бумаг, обеспеченных Fannie Mae, Freddie Mac и Ginnie Mae. Следующим этапом в программе покупки активов было приобретение с марта по октябрь 2009 года долгосрочных казначейских ценных бумаг. А начиная с сентября 2012 года, ФРС открыла программу приобретения ипотечных ценных бумаг на 40 млрд. долл. в месяц.

С января 2013 года ФРС для усиления стимулов экономического роста выкупает ежемесячно на 45 млрд. долл. казначейские облигации. Покупка активов, по заявлению FOMC, продолжится до улучшения ситуации на рынке труда.

Для ФРС прямые покупки активов (outright) играют основную роль в осуществлении нетрадиционной денежно-кредитной политики. Портфель активов ФРС, приобретенных посредством прямых покупок состоит из Казначейских векселей, нот, облигаций, долговых ценных бумаг федеральных агентств и, начиная с января 2009 года, ипотечных ценных бумаг федеральных агентств. Только за два раунда количественных смягчений ФРС скупил ценных бумаг на 2,15 трлн. долл.

---

<sup>2</sup> В отличие от многих других центральных банков ЕЦБ еще до кризиса принимал к залого частные ценные бумаги инвестиционного класса.

В Евросистеме основные усилия в рамках нетрадиционной денежно-кредитной политики сводятся к мерам кредитной поддержки. Тем не менее, ЕЦБ еще в мае 2009 года объявил об открытии программы покупки покрытых облигаций СВРР (Covered Bond Purchase Programme) на сумму 60 млрд. евро. Программа была полностью реализована путем прямой покупки ценных бумаг. 6 октября 2011 года ЕЦБ запустил программу СВРР-2 на 40 млрд. евро<sup>3</sup>.

В сентябре 2012 года ЕЦБ объявил о начале программы прямых монетарных транзакций (Outright Monetary Transactions, ОМТ) по неограниченной покупке суверенных облигаций. В рамках этой программы ЕЦБ гарантировал покупку на вторичном рынке долговые обязательства стран еврозоны, официально обратившихся за помощью. В программе ОМТ предполагается проведение сопутствующей стерилизации и вывода из системы эквивалентной суммы резервов для предотвращения роста денежной базы, что существенно снижает положительный эффект программы.

Третье направление нетрадиционной денежно-кредитной политики - расширение сроков погашения ценных бумаг в портфеле центрального банка – уже имело опыт проведения в истории США. Так, в 1961 году по совместной инициативе администрации Кеннеди и ФРС проводились операции Twist, в ходе которых была предпринята попытка повысить доходность по краткосрочным государственным облигациям и снизить доходность по долгосрочным, продавая краткосрочные и покупая долгосрочные Казначейские облигации. Однако в то время масштаб проводимых операций был небольшим и проводились они в других финансово-экономических условиях, когда процентные ставки были существенно выше нуля.

Начиная с сентября 2011 года, ФРС вновь развернула программу расширения сроков операции Twist. Масштаб этих операций несопоставим с уровнем 1961 года. В рамках программы расширения сроков ФРС намеревалась продать краткосрочных ценных бумаг со сроком погашения не более 3-х лет в общей сложности на 667 млрд. долл. к концу 2012 года, а на вырученные деньги купить долгосрочные казначейские ценные бумаги, срок погашения которых наступает через 6-30 лет, что увеличит средний срок погашения ценных бумаг в портфеле ФРС. Это по замыслу должно оказать понижающее давление на долгосрочные процентные ставки, в том числе на цены финансовых активов, не являющихся близкими субститутами долгосрочных казначейских ценных бумаг.

Однако основным новшеством в денежно-кредитном регулировании этих лет стало беспрецедентное сотрудничество центральных банков в осуществлении антикризисных мер. В декабре 2007 года были установлены долларские своп-линии между ФРС, ЕЦБ, Швейцарским Национальным банком для обеспечения зарубежных рынков ликвидностью в долларах США. Кроме того Комитет по открытым рынкам ФРС (FOMC) объявил о намерении установить отдельные долларские своп-линии с ведущими центральными банками мира.

Таким образом, содержание нетрадиционной денежно-кредитной политики, проводимой ведущими центральными банками, можно свести к следующим элементам:

1. Переход от манипулирования ключевыми краткосрочными процентными ставками к увеличению ликвидности банковской системы и других сегментов финансового рынка с целью воздействия на долгосрочные ставки процента и непосредственно на балансы субъектов хозяйствования;

2. Расширение перечня приемлемых залогов по операциям рефинансирования центрального банка, с включением в него широкого спектра частных активов (корпоративных облигаций, коммерческих ценных бумаг, банковских ссуд и ипотеки);

3. Увеличение сроков операций рефинансирования центрального банка;

4. Существенное снижение значения операций РЕПО на открытом рынке, традиционно использовавшихся центральными банками для коррекции временных колебаний ликвидности, и расширение прямых покупок активов (outright purchases) в рамках программ широкомасштабных покупок активов (LSAPs);

5. Изменение структуры портфеля активов, приобретенных посредством прямых покупок в пользу долгосрочных активов и неправительственных ценных бумаг;

6. Сотрудничество центральных банков в процентной политике и поставке иностранной валюты для своих финансовых систем посредством открытия своп-линий центральных банков;

7. Усиление роли предваряющего управления (forward guidance) со стороны центрального банка или управления ожиданиями посредством коммуникативной деятельности и повышение репутационной ответственности центрального банка.

Но эти инструменты не исчерпывают возможности нетрадиционной денежно-кредитной политики. Глава ФРС, Б. Бернанке, в качестве самого действенного способа повышения долгосрочных процентных ставок называл установление центральным банком потолков доходности по казначейским ценным бумагам с более длительными сроками погашения с объявлением намерения приобрести неограниченные (подчеркнуто мною) объемы таких ценных бумаг по ценам, соответствующим таргетируемой доходности. А если манипуляций с данными ценными бумагами

---

<sup>3</sup> По состоянию на конец 2012 года сумма выкупа составила 16, 401 млрд. евро.

окажется недостаточно для стимулирования совокупного спроса, то центральный банк, по его мнению, должен распространить таргетирование доходности на государственные ценные бумаги с более длительными сроками погашения и даже на агентские ценные бумаги, что, по его мнению, посредством канала ожиданий приведет к снижению доходности и по другим мерам государственного и негосударственного долга.

Неизученность последствий нетрадиционной денежно-кредитной политики сопряжена с рисками ошибок в определении необходимой и допустимой величины количественного и кредитного смягчения, возможного нежелания банков кредитовать экономику и, следовательно, накопления резервов банковским сектором. Длительный характер монетарных смягчений может привести к искажению рыночных сигналов в экономике. Кроме того, низкие процентные ставки в развитых странах могут приводить к росту процентных ставок в экономиках других стран. Вместе с тем неоспоримые свидетельства успешности нетрадиционных мер денежно-кредитной политики на Западе основываются на понимании центральными банками и рынком временного характера предпринимаемых действий, а также на накопленном потенциале доверия рынка к органам денежно-кредитного регулирования.