

# Нетрадиционное поведение

Инновационная политика центральных банков по изменению балансов помогла во время экономического спада, однако ее следует применять только в исключительных случаях

Марк Стоун, Кенди Фудзита и Котаро Иши

**В** НАЧАЛЕ 2009 года Федеральная резервная система США находилась в трудном положении. Рекессия в стране продолжалась уже второй год, и не наблюдалось никаких улучшений. В таких случаях стандартной мерой является уменьшение краткосрочных процентных ставок для стимулирования потребительского и коммерческого спроса. Однако кризис привел к падению краткосрочных процентных ставок почти до нуля, и их снижение было невозможно.

Тогда ФРС, как называют центральный банк США, обратилась к мере политики, которая не использовалась со временем Второй мировой войны. ФРС приобрела для своего портфеля долгосрочные государственные облигации в обмен на вновь созданный резерв денежных средств, тем самым увеличив баланс для борьбы с рецессией (см. «Неисследованная территория», ФР, июнь 2009 года).

Проведение крупномасштабной программы по покупке облигаций, которую часто называют количественным смягчением, было, пожалуй, самым известным из числа нетрадиционных способов, с помощью которых центральные банки в странах с развитой экономикой в условиях мирового кризиса использовали свои балансы для борьбы с существенным риском дефляции, когда дальнейшее снижение ставок в рамках денежно-кредитной политики было невозможно. Столкнувшись с глубокими и разнообразными потрясениями на финансовых рынках и в реальном секторе экономики, центральные банки некоторых стран с развитой экономикой также пытались таким образом стимулировать экономику за счет непосредственного снижения долгосрочных процентных ставок. Покупка ФРС долгосрочных облигаций у банков или других финансовых учреждений в обмен на вновь выпущенные доллары (в виде резервов) приводит к снижению предложения на рынке таких облигаций. Таким образом растет цена на оставшиеся на рынке облигации, и падает их доходность. Доходность других долгосрочных ценных бумаг падает вместе с доходностью по государственным облигациям, что снижает стоимость заимствования. Цель заключается в расширении возможности банка выдавать кредиты и увеличивать стоимость активов, тем самым повышая внутренний спрос и стимулируя экономический рост. ФРС провела два этапа широкомасштабных программ по приобретению облигаций: первый — с марта 2009 по май 2010 года, второй — с ноября 2010 по июнь 2011 года. Существует немало свидетельств того, что программа по покупке облигаций (по крайней мере, первый этап) снизила доходность по ценным бумагам и, вероятно, способствовала восстановлению экономики США. В связи с большим значением экономики США в мире данная программа, безусловно, замедлила глобальный экономи-

рост возобновился, хотя и слабыми темами в большинстве стран с развитой экономикой. Однако этот успех не означает, что такая политика должна стать частью стандартного комплекса мер центрального банка. Кризис потребовал применения мер, которые создают риски для финансовых рынков, а также для самих центральных банков. Эти риски слишком велики, поэтому идти на них можно только в исключительных случаях.

## Меры по поддержанию макроэкономической стабильности

На протяжении целого поколения ФРС использовала свою способность контролировать краткосрочные процентные ставки для сглаживания роста экономики США. Она контролировала краткосрочные процентные ставки, действующие на денежных рынках, путем изъятия или пополнения резервов денежных средств, которые банки обязаны держать на депозите в ФРС. Изменения процентных ставок по так называемым федеральным фондам (по которым банки, испытывающие недостаток резервов, привлекают кредиты «овернайт» у банков с избыточными резервами) приводят к изменению других, как краткосрочных, так и долгосрочных, процентных ставок, действующих на стоимость кредитов для населения и предприятий.

Однако когда ставки по федеральным фондам были близки к нулю, ФРС исчерпала традиционные варианты решений. Поэтому она приобрела долгосрочные государственные облигации, пытаясь таким образом стимулировать экономику за счет непосредственного снижения долгосрочных процентных ставок. Покупка ФРС долгосрочных облигаций у банков или других финансовых учреждений в обмен на вновь выпущенные доллары (в виде резервов) приводит к снижению предложения на рынке таких облигаций. Таким образом растет цена на оставшиеся на рынке облигации, и падает их доходность. Доходность других долгосрочных ценных бумаг падает вместе с доходностью по государственным облигациям, что снижает стоимость заимствования. Цель заключается в расширении возможности банка выдавать кредиты и увеличивать стоимость активов, тем самым повышая внутренний спрос и стимулируя экономический рост. ФРС провела два этапа широкомасштабных программ по приобретению облигаций: первый — с марта 2009 по май 2010 года, второй — с ноября 2010 по июнь 2011 года. Существует немало свидетельств того, что программа по покупке облигаций (по крайней мере, первый этап) снизила доходность по ценным бумагам и, вероятно, способствовала восстановлению экономики США. В связи с большим значением экономики США в мире данная программа, безусловно, замедлила глобальный экономи-

ческий спад. Банк Англии также выполнил программу по покупке облигаций, хотя и завершил ее раньше, чем ФРС.

Программа по покупке облигаций оказывает более ощущимое воздействие на суммарные активы ФРС, чем ее традиционная деятельность. При осуществлении традиционных денежно-кредитных операций по установлению ставки по федеральным фондам общая сумма резервов ФРС существенно не меняется. Однако программа по покупке облигаций изменила размер и состав баланса ФРС.

## Меры по поддержанию финансовой стабильности

Создание неограниченного количества резервов — наиболее ликвидного из всех активов — является полномочием центральных банков, что дает им уникальную возможность предотвращения распространения проблем ликвидности в финансовом секторе на реальный сектор экономики, то есть поддержания общей финансовой стабильности. Традиционно центральные банки являлись кредитором последней инстанции для платежеспособных, но испытывающих недостаток кассовой наличности банков, а также, при необходимости, для банковской системы в целом. Во время последнего кризиса значительно расширилась роль центрального банка по поддержанию ликвидности для обеспечения финансовой стабильности. Центральные банки не только оказывали помощь коммерческим банкам, но и в больших объемах кредитовали небанковские финансовые учреждения. Несколько ведущих центральных банков — особенно ФРС — стали также *маркет-мейкерами в последней инстанции*, принимающими в качестве обеспечения ценные бумаги, которые не были проданы на рынке, в обмен на кредиты центрального банка. Еще более необычным было то, что многие центральные банки обеспечивали иностранной валютой, в основном долларами США, местные банки, испытывающие трудности в привлечении средств в иностранной валюте. Меры, направленные на поддержание важных финансовых рынков и сохранение финансовой стабильности, заключались преимущественно в смягчении ограничений ликвидности и поддержании цен на активы.

По мере того как кризис стал отступать, центральные банки начали отменять многие из нетрадиционных балансовых операций. Тем не менее, центральные банки некоторых стран с развитой экономикой — в частности ФРС, Банк Англии и Банк Японии — продолжают поддерживать большие объемы активов.

## Оценка мер политики

Хотя нетрадиционные меры политики центральных банков по изменению баланса, по-видимому, способствовали восстановлению экономики США и других развитых стран после кризиса, они могли иметь непредвиденные последствия: бытует мнение, что такие меры вызвали нежелательные потоки капитала в некоторые страны с формирующимся рынком и стали одной из причин возникновения инфляции цен на сырьевые товары. Кроме того, такая политика изменения баланса создала угрозу для рынков и центрального банка.

Вливание наличности на рынки с целью их поддержания изначально связано с кредитным риском, который может привести к убыткам центрального банка. Широкая поддержка ликвидности со стороны центрального банка может привести к росту ожиданий поддержки в будущем и принятию рыночными игроками более рискованных решений, поскольку они надеются на поддержку центрального банка в случае, если дела снова пойдут плохо. Помимо этого, обширные вливания ликвидности центральным банком на денежный рынок могут снизить мотивацию участников рынка для торговли друг с другом, тем самым сокращая межбанковский и денежный рынки, и, в конечном итоге, привести к ослаблению инфраструктуры рынка после прекращения участия центрального банка.

Центральный банк может минимизировать такие риски. Например, для сдерживания кредитного риска он может оценивать принимаемый залог, учитывая соответствующие риски. Политика из-

менения баланса также может быть реализована с учетом условий в ограниченный период времени, а также при наличии четко прописанной стратегии прекращения участия, необходимой для предотвращения незапланированных побочных эффектов.

Масштабные покупки облигаций также сопряжены с возможными серьезными затратами и рисками. Если доходность облигаций растет, центральный банк будет нести убытки по приобретенным ему ценным бумагам. Программа покупки облигаций может привести к оказанию давления на центральный банк со стороны заинтересованных кругов, которые выигрывают от покупки облигаций. При этом необходимо тщательно разработать стратегию продажи облигаций или их сокращения в портфеле, чтобы избежать возможного резкого роста доходности в долгосрочной перспективе, что может вызвать непреднамеренные эффекты ужесточения денежно-кредитной политики. Но важнее всего, пожалуй, что программа покупки облигаций может создать впечатление, что центральный банк на самом деле «монетизирует» государственный долг; то есть постоянно обменивает вновь выпущенные деньги на государственные облигации. Например, программа покупки облигаций может поддерживаться правительством на начальном этапе, поскольку более низкая доходность ценных бумаг способствует экономии государственных финансов, но как только фокус политики центрального банка смещается на ужесточение, может возникнуть конфликт интересов между центральным банком и правительством.

Для того чтобы снизить эти риски, необходимо на ранней стадии установить цели и общую концепцию программы покупки облигаций. В частности, нужно полностью признать автономию центрального банка, а директивные органы должны четко понимать, что приобретение центральными банками облигаций не является частью государственных расходов и политики налогообложения и в конечном итоге прекратится, как только цели денежно-кредитной политики будут достигнуты.

На основе вышесказанного можно предположить, что политика изменения баланса в обычное время не принесет центральному банку новых результатов. Не случайно, что на данную политику опираются только очень надежные центральные банки, большинство из которых значительно увеличивают внутренние ликвидные активы. И даже весьма надежными центральными банками политика изменения баланса должна применяться только в особых случаях, например, когда экономика переживает финансовые проблемы, достаточно серьезные для того, чтобы подорвать реальный сектор, а процентная ставка держится на низком уровне.

Нетрадиционные меры политики изменения баланса, вероятно, сыграли важную роль в восстановлении экономики после самого глубокого спада со временем Великой депрессии. Центральные банки проявили творческий подход и немалую долю смелости. Хотя, вероятно, риски оправдывали применение данных мер, эта политика должна применяться только самыми надежными центральными банками — и то далеко не всегда. Важно помнить, что политика центрального банка — это не панацея, особенно когда основной проблемой является платежеспособность. Кроме того, существует риск того, что меры центрального банка приведут к сокращению стимулов для директивных органов при решении основных проблем платежеспособности. ■

Марк Стоун — заместитель начальника отдела, Кенди Фудзита — старший экономист Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. Котаро Иши — старший экономист Европейского департамента МВФ.

Данная статья основана на Рабочем документе МВФ, опубликованном в июне 2011 года, «Следует ли вносить меры политики изменения баланса в инструментарий центрального банка? Обзор накопленного опыта», авторы Марк Стоун, Кенди Фудзита и Котаро Иши.