



Новое определение роли центрального банка

Центральные банки должны извлечь уроки из мирового кризиса и провести конкретные реформы

Дувури Суббарао

ЦЕНТРАЛЬНЫЕ банки находились в эпицентре мирового финансового кризиса. Их обвиняли за ту политику и действия, которые повергли мир в кризис; их же превозносили за то, что они вывели мир из кризиса. Обе эти оценки справедливы. Центральные банки были частью проблемы и частью ее решения.

По мере того как кризис сходит на нет, а восстановление экономики набирает обороты, перед центральными банками встает целый ряд вопросов, пять из которых будут рассмотрены в данной статье.

Денежно-кредитная политика в условиях глобализации

Кризис обнажил трудности макроэкономического управления в мире на фоне глобализации. Несмотря на редкую энергичность, с которой правительства и центральные банки проводили свою политику, они не сумели взять ситуацию под контроль по причине взаимосвязанности финансовой системы и неоднородности воздействия внешних событий на внутреннюю экономическую политику. Немаловажна также и в высшей степени последовательная корреляция между настроением рынка и уровнем доверия в разных странах.

Взаимодействие внешних событий и внутренних экономических процессов носит сложный, неопределенный и даже причудливый характер. Центральные банки должны глубже проникнуть в суть этого явления. Некоторые из каналов, по которым осуществляется трансграничная передача воздействия, хорошо известны: мировые цены, включая колебания цен на сырьевые товары, синхронизация деловых циклов, потоки капитала, сильное сходство в динамике цен на активы, обменные курсы ключевых международных валют и политика процентных ставок, проводимая ведущими центральными банками. Другие каналы передачи воздействия менее известны. Так, кризис показал, что даже различия в режимах нормативно-правового регулирования могут вызвать арбитражные действия и ослабить эффективность мер внутренней политики.

Возьмем, к примеру, управление потоками капитала. Страны с формирующимся рынком столкнулись с неожиданным прекращением притока капитала во время кризиса, а также с оттоком капитала в результате уменьшения доли заемных средств в мировой экономике. Сегодня ситуация поменялась в обратную сторону, и во многих странах с формирующимся рынком вновь наблюдается чистый приток капитала. Управление этими потоками, особенно в случае их изменчивости, станет проверкой действенности политики центральных банков в этих странах с частично открытой экономикой. Страна, в которой центральный банк не проводит интервенции на валютном рынке, ощутит все издержки повышения курса, независимо от экономических детерминантов. Если интервенции призваны воспрепятствовать повышению курса, центральные банки должны учитывать при этом дополнительное давление на ликвидность

и потенциальное инфляционное давление. С другой стороны, стерилизация (поглощение) появившейся в результате ликвидности создает опасность роста процентных ставок, что негативно скажется на перспективах экономического роста.

Изменчивость потоков капитала может также подорвать финансовую стабильность. То, как страны с формирующимся рынком справляются с невозможной триадой — открытым счетом операций с капиталом, фиксированным обменным курсом и независимой денежно-кредитной политикой, — повлияет на перспективы их экономического роста, а также на ценовую и финансовую стабильность.

Новое определение мандата центральных банков

Кризис вызвал бурные и широкомасштабные дебаты о роли и функциях центральных банков, поставив три важных вопроса.

Должны ли центральные банки так же неукоснительно придерживаться установления целевых показателей инфляции? В годы, предшествовавшие кризису, преобладала концепция, отдающая явное предпочтение установлению целевых показателей инфляции, т.е. в основе денежно-кредитной политики было достижение целевого уровня инфляции (обычно потребительских цен). Даже в тех странах, где центральные банки не устанавливали точное целевое значение темпов инфляции, цели политики формулировались с учетом стабильности цен или даже были подчинены этой задаче. Данный подход представлялся успешным. В течение продолжительного периода стабильность цен сочеталась со стабильным экономическим ростом и низким уровнем безработицы. До наступления кризиса центральные банки праздновали триумф. Развенчание тезиса о «Великой умеренности» привело к подрыву, если не к полному распаду, консенсуса вокруг установления исключительно целевых показателей инфляции. До кризиса господствовало представление, что стабильность цен и финансовая стабильность усиливают друг друга. Кризис доказал ошибочность этой точки зрения: стабильность цен не обязательно гарантирует финансовую стабильность. Кризис заставил еще раз всерьез рассмотреть «гипотезу о новых условиях», согласно которой установление целевых показателей инфляции в чистом виде нецелесообразно, а мандат центральных банков следует расширить, включив в него, помимо стабильности цен, регулирование и надзор за деятельностью банков, финансовую стабильность и предотвращение вздутия цен на активы.

Какая роль отводится центральным банкам в предотвращении вздутия цен на активы? В настоящее время формируется представление о том, что регулирование нарастания цен на активы должно относиться к сфере компетенции центрального банка. Однако в отношении того, должны ли центральные банки препятствовать вздутию цен на активы посредством мер денежно-кредитной политики или посредством нормативного регулирования, мнения разделились. Впрочем, не вызыва-

ет сомнений, что усилия центральных банков по сдерживанию вздутия цен на активы требуют не только наличия аналитической базы, но и зрелых суждений о характере риска.

Должны ли центральные банки также осуществлять банковское регулирование и надзор? Во многих моделях регулирования центральный банк представляет собой орган денежно-кредитного регулирования в строгом смысле, а полномочия по банковскому регулированию и надзору вверены другому органу. Согласно формирующемуся в настоящее время представлению, кризис, по крайней мере, отчасти, был обусловлен отсутствием координации и обмена информацией между центральными банками и надзорными органами, и в интересах финансовой стабильности оптимальным решением было бы возложить функции регулирования и надзора за банковской деятельностью на центральные банки. Разумеется, этот вопрос еще ждет своего окончательного решения. На него нет универсального ответа, что очевидно из разнообразия существующих моделей регулирования. Каждой стране и каждому центральному банку придется решать этот вопрос с учетом собственных конкретных обстоятельств.

Центральные банки и финансовая стабильность

Несмотря на общепринятое мнение, что финансовая стабильность ни самоочевидна, ни неизбежна, идею о формальном включении данной задачи в мандат центральных банков разделяют далеко не все. Согласно одному из доводов, формальное включение данной задачи излишне уже потому, что финансовая стабильность является необходимым, хотя и недостаточным, условием достижения традиционных целей центральных банков в области инфляции, объема производства и занятости. С другой стороны, все больше сторонников приобретает мнение, согласно которому задача финансовой стабильности будет полностью упущена, если не включить ее формальным образом в мандат центральных банков.

Осложняющим обстоятельством является трудность точного и всеобъемлющего определения финансовой стабильности, которое позволило бы описать ее в измеримых параметрах. Тем не менее, сегодня нам известны два признака финансовой нестабильности:

- чрезмерная изменчивость макроэкономических переменных, таких как процентные ставки и обменные курсы, которые прямо воздействуют на реальную экономику, и
- стоящая перед финансовыми учреждениями и рынками опасность неликвидности, которая в определенной степени ставит под угрозу системную стабильность.

Имеются ли в распоряжении центральных банков инструменты для обеспечения финансовой стабильности? Один очевидный инструмент сохранения финансовой стабильности — это функция кредитора последней инстанции. Во время кризиса центральные банки вливали через механизм кредитора последней инстанции огромные объемы ликвидности, чтобы разморозить систему. И хотя это позволило обеспечить ликвидность отдельных учреждений, неликвидность на рынке сохранилась, что выявило ограниченность данного инструмента для преодоления неликвидности. Центральный банк может осуществлять вливание ликвидности, но при этом трудно гарантировать, что имеющиеся в изобилии дешевые деньги будут использованы для приобретения активов, стоимость которых стремительно обесценивается. Единственным выходом для центрального банка может оказаться покупка таких активов. Это означает, что центральный банк должен быть не только кредитором, но и маркет-мейкером последней инстанции. Эти вопросы пока еще четко не сформулированы, не говоря уже об их решении. Но решать их надо в самое ближайшее время.

Управление затратами и выгодами регулирования

Чтобы защитить финансовую стабильность, Резервный банк Индии использовал различные пруденциальные меры, вклю-

чая установление нормативов открытых позиций и упреждающее ужесточение весовых коэффициентов по риску, назначаемых для активов, и требований о создании резервов под возможные потери. Однако такие меры часто сопряжены с определенными затратами. Например, можно утверждать, что ужесточение весовых коэффициентов по риску сдерживает поток кредита в некоторые секторы, однако чрезмерное, преждевременное или не вызванное необходимостью ужесточение может ослабить экономический рост. Аналогичным образом, нормативы открытых позиций обеспечивают защиту от концентрации рисков; однако подобные лимиты могут ограничить доступность кредита для наиболее динамично развивающихся секторов. Таким образом, как и в случае стабильности цен, центральные банки сталкиваются с проблемой выбора в качестве цели финансовой стабильности или экономического роста.

Пережив кризис и оглядываясь назад через призму опыта, можно заключить, что все принятые консервативные меры политики были надежными. Однако излишний консерватизм может препятствовать экономическому росту и подавить любое обновление. Вопрос в том, какую цену мы готовы платить, или, наоборот, от каких потенциальных выгод мы готовы отказаться, чтобы справиться с непредвиденным маловероятным событием? Опыт показывает, что балансирование затрат и выгод, связанных с регулированием, это в большей степени вопрос здравого суждения, чем аналитических навыков. Центральным банкам, особенно в развивающихся странах, таких как Индия, следует развивать умение принимать оценочные решения в процессе достижения целей экономического роста и финансовой стабильности.

Независимость и подотчетность

Во время кризиса правительства и центральные банки координировали свою деятельность для проведения беспрецедентных мер экспансионистской налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Сейчас, когда речь зашла об отказе от этой экспансионистской политики, вновь начинают проявляться хорошо знакомые противоречия между целями денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. И возможный возврат к подчинению денежно-кредитной политики бюджетным соображениям может ослабить независимость центральных банков.

Ответственность за финансовую стабильность должны соображать нести правительство, центральный банк и другие регулирующие органы. Сама по себе совместная ответственность не представляет проблемы, однако с ней связано два опасения. Во-первых, экстренная помощь финансовым учреждениям по определению — акт политический, и участие в принятии подобных решений может невыгодно отразиться на техническом статусе центральных банков. Второе опасение касается того, что координация действий с правительством в целях обеспечения финансовой стабильности может распространиться и на другие сферы компетенции центральных банков, тем самым ослабив их независимость.

В результате событий, вызванных кризисом, доводы в пользу независимости центральных банков все чаще подвергаются критике. Центральные банки должны отстаивать свою независимость не с помощью веских доводов, а посредством более решительных и активных действий, призванных обеспечить прозрачность, оперативность и подотчетность.

Перечень вопросов, которые обсуждались в данной статье, ни в коей мере не является исчерпывающим, как и не были рассмотрены в ней все нюансы перечисленных проблем. Однако центральные банки должны лучше понимать, как подойти к решению этих вопросов, и на этой основе адаптировать и изменить образ своих действий. ■

Дувури Суббарао — управляющий Резервного банка Индии.