



Размышления бывшего
управляющего
Резервного банка Индии
об информационной
работе

Дувури Суббарао проводит пресс-конференцию Резервного банка Индии, Мумбаи, 27 января 2013 года.

СИГНАЛ И ШУМ

Дувури Суббарао

ОДНА из приятных сторон работы на посту главы центрального банка состоит в том, что участники рынка ловят каждое произнесенное вами слово, считая каждый слог, нюанс и гримасу ключом к пониманию рынка. Одна из стрессовых сторон нахождения на посту главы центрального банка — в том, что участники рынка ловят каждое произнесенное вами слово, считая каждый слог, нюанс и гримасу ключом к пониманию рынка. Это практически подытоживает как возможности, так и проблемы, связанные с проводимой центральным банком информационной деятельностью.

Почти всем руководителям центральных банков доводилось гордиться волшебным эффектом произнесенных ими слов или расквасываться в нежелательных последствиях некоторых заявлений. Опыт помогает, но не гарантирует, что рынки не припишут вашим словам какой-то смысл, который вы и не думали в них вкладывать. Я учился на своих ошибках — подчас горьких.

По всему миру можно найти яркие примеры того, как центральные банки пользовались возможностями информирования для повышения результативности проводимой ими политики. Через несколько часов после террористических актов в США 11 сентября 2001 года центральный банк США сделал простое заявление: «Федеральная резервная система открыта и работает. Банки могут использовать дисконтный механизм для удовлетворения потребностей в ликвидности».

Эти два, казалось бы, банальных предложения, произнесенных так быстро после атак, оказали поразительно успокаивающее воздействие на финансовые рынки США и всего мира. «Эффект объявления» был поразительным.

Сходным образом, когда крах евро казался неизбежным, знаменитые слова президента Европейского центрального банка Марио Драги в апреле 2012 года о том, что центральный банк сделает «все необходимое», чтобы спасти евро, сыграли более важную роль, чем все утомительные саммиты, экстренные совещания и пафосные коммюнике руководителей стран зоны евро.

Однако положительное воздействие информирования проявляется не только во времена кризиса. Сегодня господствует мнение о том, что повышение прозрачности, активная пропаганда своих взглядов и более доверительное общение всегда идут центральным банкам во благо.

Модернизация денежно-кредитной политики

Резервный банк Индии как организация остро чувствует свою ответственность за информирование общественности — не только по вопросам денежно-кредитной политики, но и по всему кругу вопросов, относящихся к его широким полномочиям, к числу которых относится состояние финансовых рынков, управление внешнеэкономическим сектором, вопросы регулирования, эмиссия и обращение наличной валюты и экономическое развитие.

Информирование о будущем направлении кредитно-денежной политики стало большой и сложной институциональной инновацией, введенной в мое время. В центре информирования о направлении политики находится сообщение центрального банка для формирования рыночных ожиданий о том, как он будет реагировать на развитие макроэкономической ситуации, позволяющее участникам рынка произвести необходимые корректировки.

Информирование о направлении денежно-кредитной политики было и остается спорным вопросом. В Резервном банке мы вели внутренние дискуссии о том, стоит ли принимать эту практику. Мы признали, что это возможность, не лишенная недостатков, но решили попробовать, так как мы чувствовали, что преимущества превосходят издержки, — особенно учитывая продолжающуюся неопределенность экономической ситуации в мире.

Информирование о направлении политики обычно представляет собой один короткий абзац в шести-восьмистраничном документе по вопросам политики, однако его составление может стать испытанием для коммуникативных навыков. Зная, что существует небольшая отрасль, цель которой — интерпретировать эти несколько предложений и попытаться понять послания, зашифрованные в простом английском тексте, мы проводили слишком много времени в спорах при выборе слов, речевых оборотов и оттенков.

В процессе работы мы обнаружили несколько проблем, изначально присущих информированию о направлении политики. К примеру, указания центрального банка относительно вероятных действий в будущем обусловлено динамикой экономических показателей. Однако рынки склонны игнорировать все оговорки и интерпретировать заявление как безусловное обязательство. В результате они ощущают себя застигнутыми врасплох, когда ситуация меняется не так, как ожидалось. Например, в аналитических обзорах нашей политики в октябре и декабре 2011 года мы утверждали, что «цикл повышений процентных ставок достиг максимума, и дальнейшие действия, вероятно, приведут к повороту процесса в обратную сторону». Это породило распространенное ожидание снижения ставок на заседании по вопросам денежно-кредитной политики в январе 2012 года — ожидание, которое не материализовалось, поскольку инфляция не пошла на убыль, как прогнозировалось. Даже несмотря на то, что наше бездействие не противоречило заявлению, рынок был неумолим и счел, что мы отказались от принятого обязательства.

Кроме того, при неопределенности финансовых условий рынки больше, чем когда-либо еще, хотят получать более широкие и более точные указания, но это именно то, что центральные банки меньше всего способны им дать. В нашем заявлении о курсе политики в ноябре 2010 года мы сообщили: «Основываясь исключительно на текущих тенденциях экономического роста и инфляции, Резервный банк считает, что вероятность принятия новых решений об изменении ставок в ближайшем будущем относительно невелика. Тем не менее, в неопределенном мире нам нужно быть готовыми к тому, чтобы принять надлежащие меры в ответ на шоки, которые могут проистекать как из мировых, так и из внутренних условий».

Наше заявление отражало внутреннюю неопределенность перспектив развития сельского хозяйства и их воздействия на экономический рост и инфляцию, а также внешнюю неопределенность, связанную с кризисом суверенного долга в зоне евро. Многие аналитики сочли наше заявление — особенно сигнал рынкам о возможном пересмотре ставки при отклонении фактических показателей от ожиданий — полезным; однако некоторые решили, что оно слишком туманное, чтобы принести хоть какую-то пользу.

Впоследствии я понял, что рынки требуют не только указаний, но и «указаний к указаниям» — то есть объяснения того, что означает сделанное заявление. Это может быть опасно, поскольку формулировки тщательно продуманы, а попытки дать дополнительные пояснения могут исказить смысл послания.

Например, на пресс-конференции по итогам заседания по вопросам денежно-кредитной политики, которое проводилось после сделанного в ноябре 2010 года заявления, процитированного выше, меня попросили прокомментировать значение фразы «ближайшее будущее». Я ответил, что для нас «ближайшее» означает около трех месяцев, тем самым наме-

кая, хотя и не заявляя прямо, что повышения директивной ставки во время анализа политики по итогам середины квартала в декабре 2010 года, то есть через шесть недель, не будет, и что вопрос о повышении будет поставлен только во время следующего ежеквартального анализа политики через три месяца. Эти комментарии породили критические замечания о том, что трехмесячная пауза, подразумеваемая нашим заявлением, говорит о нашей излишней успокоенности и плохо согласуется с нашим заявлением о рисках повышения инфляции. Мы могли бы избежать этой критики, воздержавшись от каких-либо заявлений, но мы считали, что тем самым мы следуем передовой практике и что это — наша обязанность по отношению к рынкам.

Как говорить

Даже несмотря на то, что Резервный банк и приступил к модернизации процесса выработки денежно-кредитной политики, традиционные проблемы, с которыми сопряжена информационная работа, сохраняются. Что говорить (или не говорить) важно, но еще важнее — как это говорить.

Что говорить (или не говорить) важно, но еще важнее — как это говорить.

В разгар так называемой «истерии по поводу сворачивания программы» 15 июля 2013 года, когда мировые рынки плохо отреагировали на намеки Федеральной резервной системы США о возможном повышении процентных ставок, я пошел на чрезвычайную меру — повышение ставок в целях регулирования валютного курса, не дожидаясь очередного ежеквартального анализа политики. Вполне понятно, что это решение вызвало много комментариев и обычную долю комплиментов и критики. Во время очередного анализа 30 июля я не увидел оснований для дальнейшей корректировки мер политики и просто напомнил о необходимости исправления внутренних структурных дисбалансов, для того чтобы обеспечить стабильность внешнеэкономического сектора.

Пресс-конференция после заседания по вопросам денежно-кредитной политики в тот день должна была стать моей последней пресс-конференцией в должности управляющего. Я с нетерпением ее ждал и считал, что это будет что-то вроде прощального приема. Вместо серии серьезных вопросов и ответов по важным темам мы будем делиться воспоминаниями о моих пяти годах на посту управляющего. Но этому не суждено было сбыться.

Первый вопрос был о том, будут ли отменены меры по ужесточению денежно-кредитной политики, принятые для регулирования валютного курса, и если будут, то когда. За этим необычным решением скрывалось намерение ужать ликвидность банковской системы, чтобы сдержать спекулятивные атаки на рупию и тем самым послать рынку сильный сигнал о решимости Резервного банка защищать национальную валюту. Я ответил, что эти меры носят временный характер и будут отменены после того, как валютный курс вновь обретет стабильность, что банк осведомлен о краткосрочных экономических издержках от ограниченной ликвидности, но что я не могу связывать себя какими-либо сроками отмены принятых решений. Я хотел ослабить опасения рынка на предмет того, что меры по ограничению ликвидности могут задушить

начинающийся экономический рост во времена растущей обеспокоенности быстрым снижением деловой активности.

Рынок очень плохо отреагировал на мой ответ, и к завершению торгов в тот день рупия упала за доллар до 60,48. Меня критиковали за то, что я рассказывал о своем решении использовать денежно-кредитную политику для защиты валютного курса извиняющимся тоном. Критики сочли мою заботу об экономическом росте неуместной в тот момент, когда рынки ожидали, что Резервный банк сконцентрируется на валютном курсе, оставив в стороне все прочие опасения.

Излишняя прямолинейность или определенность иногда бывает нежелательна.

Теперь я понимаю, что, возможно, виноват в непонимании. Мне следовало бы знать, что когда рупия находится под таким давлением, твердость и решительность в отношении валютного курса гораздо важнее, чем обнадеживающие заявления по поводу экономического роста. В то же время я был удивлен реакцией рынка, поскольку мой ответ практически повторил наше заявление в опубликованном документе. Мои старшие советники сошлись во мнении, что критика «извиняющегося тона» была вызвана не столько точным содержанием ответа, сколько акцентами и, возможно, мимикой и жестами.

Даже несмотря на то, что я уже близился к завершению своей карьеры управляющего, я так и не усвоил азов информационной работы: рынок не воспринимает слова управляющего буквально. По крайней мере, я научился быть гибким, когда допускал промахи в заявлениях или устранял неправильное толкование речей и неформальных бесед! На следующий день я устроил телефонную конференцию с аналитиками, чтобы скорректировать это неверное толкование. Отвечая на смежный вопрос, я заверил их, что «Резервный банк однозначно стремится» к стабилизации рупии, и добавил, что в данных обстоятельствах преимущества стабильной рупии перевешивают кратковременное снижение экономического роста. Это полностью соответствовало тому, что я говорил на пресс-конференции днем ранее, но подобный парадокс излагал идею именно в том виде, в котором рынок хотел ее услышать. Я также сместил акцент. Днем ранее я говорил, что *эти меры будут отменены, когда рупия станет стабильной*. Теперь я внес небольшое изменение, подтвердив, что *эти меры не будут отменены до тех пор, пока не появятся убедительные доказательства стабилизации рупии*. Возможно, это прозвучало достаточно доминантно. Рынок отреагировал положительно, и рупия быстро отыграла убытки предыдущего дня.

Обучение — это непрерывный процесс, и мое образование в сфере коммуникаций продолжалось вплоть до завершения моего пребывания в должности. Я узнал, например, что излишняя прямолинейность или определенность иногда бывает нежелательна. На пресс-конференции после заседания по вопросам политики 30 октября 2011 года меня спросили, собирается ли Резервный банк проводить интервенции на валютном рынке для наращивания резервов, и я прямо ответил: «Нет, не собираемся». Мой ответ не должен был никого удивить или вызвать обеспокоенность. Я просто утверждал очевидное — что в рамках объявленной Резервным банком политики единственным условием, способным вызвать интервенции на валютном рынке, является волатильность валютного курса. Однако на следующий день рупия оказалась под сильным давлением, и некоторые аналитики обвинили меня в излишней определенности и указали на то, что, вне зависимости от намерений, мне не следовало бы быть столь прямолинейным.

Мне также не раз пришлось осознать, что ни одно слово, произнесенное управляющим, не останется без внимания. Например, в середине января 2013 года я выступал в Индийском институте управления в Лакхнау, объясняя студентам, насколько увеличен конфликт между экономическим ростом и инфляцией и почему низкая и устойчивая инфляция необходима для устойчивого роста экономики. Мои замечания не касались текущей ситуации, а были призваны показать, как трудно принимать решения по сложному вопросу политики на основе суждений. Средства массовой информации восприняли мои комментарии как сигнал о дальнейшем ужесточении политики на предстоящем заседании по вопросам денежно-кредитной политики в конце января, и все это появилось в сводках информационных агентств еще до того, как я закончил говорить.

И наконец, я узнал о необходимости более четко формулировать свои сообщения, чтобы обеспечить более полное и точное освещение событий. Например, в выступлении на межбанковской конференции я сделал акцент на эффективности банковской системы Индии и затронул ряд вопросов, включая относительную эффективность государственных и частных банков; их управление активами и пассивами, стандарты кредитования и обслуживание клиентов; использование технологий. Мимоходом я упомянул структуру оплаты труда председателей государственных банков и сказал, что ее следует пересмотреть для привлечения талантливых людей. Я был озадачен, когда средства массовой информации изобразили это так, как будто я на протяжении всего своего выступления сетовал на структуру оплаты труда руководителей государственных банков и на необходимость ее оптимизации для повышения эффективности банковской системы Индии. Последовавшие за этим статьи и мнения включали широкий сравнительный анализ структуры оплаты труда руководителей государственных, частных и иностранных банков. Некоторые аналитики СМИ даже добавили мизерную заработную плату главы Резервного банка в свои сравнительные таблицы. Большая часть этих материалов имела конструктивный характер, но я считаю, что было бы лучше, если бы в комментариях были отражены более широкие вопросы эффективности банковской системы.

Неоднозначный послужной список

За пять лет работы в Резервном банке меня часто благодарили за то, что я ввожу культуру открытости в консервативной и замкнутой организации, и хвалили за то, что я делаю банк более прозрачным, чутким и готовым к консультации; за то, что я слушал, а не только говорил; за оптимизацию нашего документооборота и упрощение устной речи. В то же время меня критиковали за то, что я проявлял неуверенность и был сдержанным, вместо того чтобы выражать определенность и уверенность, за отклонения от основной темы и за слишком прямолинейный разговор и недостаток такта. Меня и хвалили за то, что я высказывал свою позицию, и ругали за то, что я отмалчивался, когда ситуация требовала иного. Некоторые аналитики не считали меня сверхуверенным, доминантным управляющим центральным банком, способным вызвать уважение участников рынка; другие думали, что в действительности именно моя скромность и сдержанность вызывали к себе уважение и способствовали эффективному взаимодействию. Я не буду ни с чем спорить.

В работе управляющего есть много моментов, которых мне теперь не хватает. Например, я больше не могу воздействовать на рынки своими словами. С другой стороны, теперь у меня есть много радостей, не доступных управляющему. Например, я могу открыто говорить, не опасаясь повлиять на рынки. ■

Дувури Суббарао занимал должность управляющего Резервного банка Индии с 2008 по 2013 год. Эта статья основана на главе из его книги, готовящейся к публикации, "Who Moved My Interest Rate?".