

УДК 336.711

**А. В. Гурьева, аспирантка,
ГВУЗ “Украинская академия банковского дела НБУ”**

МЕРЫ НЕТРАДИЦИОННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: СУЩНОСТЬ И КЛАССИФИКАЦИЯ

В статье обобщены теоретические подходы к определению сущности нетрадиционной монетарной политики (НМП). Автором предложена собственная трактовка исследуемого явления. Проанализированы подходы к классификации мер НМП, их сущности и целей реализации. Особое внимание уделяется национальным особенностям мер НМП.

Ключевые слова: нетрадиционная монетарная политика, количественное смягчение, кредитное смягчение, центральный банк, процентная ставка.

Постановка проблемы. Мировой финансово-экономический кризис поставил под сомнение способность центральных банков обеспечивать стабильность финансовой системы и создавать условия для преодоления негативных тенденций в экономике. Меры традиционной монетарной политики, основанные преимущественно на регулировании краткосрочных ставок денежного рынка, продемонстрировали свою ограниченность в оказании стимулирующего влияния на экономическую активность и завели центральные банки развитых стран в ситуацию ликвидной ловушки. В результате монетарные регуляторы были вынуждены предпринять беспрецедентные меры, ставшие основой формирования так называемой нетрадиционной монетарной политики. Учитывая недостаточно разработанную теоретическую базу в данной области, считаем актуальным исследование сущности и классификации мер нетрадиционной монетарной политики.

Анализ последних исследований и публикаций. В последнее время преимущественно зарубежными авторами все больше внимания уделяется проблеме теоретического обоснования нетрадиционных мер денежно-кредитной политики. Исследованием обозначенной проблемной области занимались следующие зарубежные авторы: Б. Бернанке (B. Bernanke), В. Рейхард (V. Reinhart), Б. Сак (B. Sack), К. Борйо (C. Borio), П. Дисьюатат (P. Disyatat), Ж.-К. Трише (J.-C. Trichet), М. Лабонте (M. Labonte), Ж. Карлсон (J. Carlson), Дж. Хоубридж (J. Haubrich), С. Уэйкфилд (S. Wakefield), А. Араужо (A. Araujo), С. Шоммер (S. Schommer), М. Вудфорд (M. Woodford), Л. Б. Смаги (L. B. Smaghi), С. Коллингтон (S. Collington) и другие. Среди специалистов, разрабатывающих данную проблематику, можно выделить таких

отечественных ученых, как Н. А. Сапункова, И. Л. Кавицкая, Г. М. Азаренкова, И. Шкодина, М. Гойхман и другие. Тем не менее до теперешнего времени остается до конца не разрешенной проблема формирования единого подхода к пониманию сущности и классификации мер нетрадиционной монетарной политики.

Целью статьи является обобщение теоретических подходов к сущности и классификации мер нетрадиционной денежно-кредитной политики.

Изложение основного материала. Учитывая факт того, что меры нетрадиционной монетарной политики (НМП) активно использовались центральными банками (ЦБ) в рамках противодействия мировому финансово-экономическому кризису и преодоления его последствий, теоретиками и практиками в области монетарной политики были предприняты попытки к научному обоснованию реализованных мер на основе анализа национальных практик деятельности ЦБ. Тем не менее единого подхода к определению сущности НМП на сегодняшний день не сформировано. Проанализировав подходы исследователей относительно данного вопроса, мы выделили наиболее распространенные из них (табл. 1).

На основе исследования подходов к определению сущности НМП можно сделать вывод, что, учитывая разноплановость мер, формирующих основу НМП, достаточно сложно сформулировать термин, который бы наиболее полно и конкретно отображал ее сущность. Тем не менее, обобщив приведенные выше подходы, мы предприняли попытку сформировать собственное определение исследуемого явления. Так, под НМП следует понимать набор мер, направленных на устранение дисбалансов в функционировании отдельных сегментов финансового рынка и финансовой системы в целом, а также способных обеспечить передачу монетарного импульса реальной экономике в условиях осложнений в работе традиционного механизма монетарной политики.

Таблица 1 – Подходы к определению сущности нетрадиционной монетарной политики

Автор	Определение
Борио К., Дисьюатат П.	НМП рассматривается как набор мер, обеспечивающих воздействие на рыночную конъюнктуру иными способами, нежели за счет регулирования краткосрочных процентных ставок, и характеризующихся активным влиянием на баланс ЦБ. Авторы рассматривают совокупность таких мер как балансовую политику ЦБ, противопоставляя ее процентной [3]
Араужо А., Шоммер С., Вудфорд М.	Под НМП подразумеваются операции ЦБ по масштабной покупке активов на открытом рынке, что рассматривается как отдельное направление монетарной политики наряду с традиционной (процентной) политикой. Как обособленную нетрадиционную меру монетарного регулирования авторы выделяют политику опережающей индикации [2]

Продолжение таблицы 1

Автор	Определение
Сапункова Н. А.	НМП представляет собой меры, которые либо раньше не применялись ЦБ для воздействия на экономику, либо не использовались часто и в таких объемах [1]
Змаги Л. Б.	НМП – совокупность мер, направленных непосредственно на управление стоимостью и доступностью внешнего финансирования для банков, домохозяйств и компаний нефинансового сектора. При этом источниками внешнего финансирования выступают: ликвидность, предоставляемая центральным банком, кредиты (межбанковские, предприятиям и домохозяйствам), ценные бумаги с фиксированным доходом и др. Тогда НМП рассматривается как попытка сократить спреды между разными источниками финансирования, тем самым повлиять на цены активов и стимулировать приток средств в экономику [11]
Коллингтон С.	НМП – политика, предполагающая использование мер, способных оперативно передать на межбанковский рынок ликвидность центрального банка с целью восстановления нормального функционирования межбанковского кредитования [7]
Трише Ж.-К.	<p>НМП рассматривается в двух аспектах:</p> <ul style="list-style-type: none"> • как продолжение традиционной денежно-кредитной политики с использованием иных, нежели процентная ставка, инструментов (в условиях нулевого или близкого к нему уровня процентной ставки) на пути достижения установленных монетарных целей, в частности – ценовой стабильности; • меры, используемые при возникновении сбоев в работе трансмиссионного механизма монетарной политики независимо от уровня основной процентной ставки и способные обеспечить эффективную передачу монетарного импульса в экономическую систему [12]

Кроме того особое внимание следует уделить позиции экспертов Международного валютного фонда (МВФ), которыми в отношении нынешнего инструментария монетарной политики с учетом нетрадиционных мер был предложен термин “MP-plus” (Monetary Policy Plus), то есть монетарная политика, выходящая за свои классические рамки в отношении как целей проведения, так и используемого инструментария [8]. То есть НМП не выделяется как таковая, а нетрадиционные меры, применяемые ЦБ, рассматриваются как адекватное экономической ситуации расширение традиционного инструментария монетарной политики.

Для более глубокого понимания сущности НМП считаем целесообразным рассмотреть набор формирующих ее мер. Один из распространенных подходов к классификации мер НМП был предложен Б. Бернанке и В. Рейхардом на основе исследования практики Банка Японии по стимулированию экономики в условиях близкой к нулю основной процентной ставки. Согласно данному подходу меры НМП

разделяются на три основных класса, которые отображены на рисунке 1. Впоследствии данная классификация была применена относительно мер, проводимых монетарными регуляторами развитых стран в период мирового финансово-экономического кризиса.

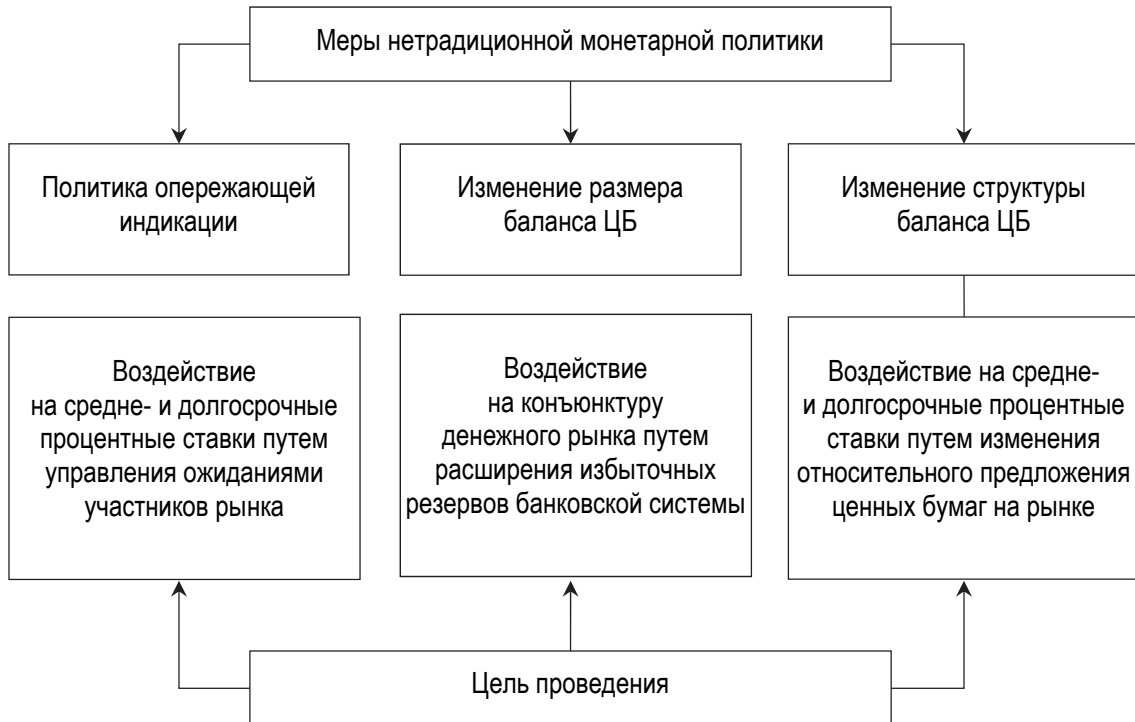


Рисунок 1 – Меры нетрадиционной монетарной политики по классификации Б. Бернанке и В. Рейхарда

В соответствии с приведенным подходом, одной из дополнительных мер монетарного стимулирования является формирование ожиданий экономических субъектов относительно дальнейшего курса монетарной политики, в частности – изменения основной процентной ставки [4]. По своей сути данные меры представляют собой расширенный вариант коммуникационной политики ЦБ, включающий не только оглашение текущей позиции ЦБ относительно монетарных инструментов, но и направление ее изменения в будущем [10]. При этом авторы выделяют два вида таких мер: безусловные и условные. Первые предполагают определение временных рамок поддержания низких процентных ставок. Вторые основаны на привязке курса основной процентной ставки к динамике определенных экономических переменных. Так, Банком Японии в апреле 1999 г. было анонсировано намерение поддерживать основную процентную ставку на низком уровне до преодоления проблемы дефляции [4]. В практике ФРС такие меры известны как “политика опережающей индикации” (forward guidance). В декабре 2008 г.

ФРС впервые заявила о намерении поддерживать ставку по федеральным фондам – краткосрочную ставку денежного рынка – на рекордно низком уровне на протяжении некоторого времени. Позднее ФРС были определены временные рамки поддержания низкой краткосрочной процентной ставки (до середины 2013 г.), а в дальнейшем был осуществлен переход на условный характер применяемых мер с привязкой к макроэкономическим индикаторам (безработица ниже 6,5 % в условиях “безопасного” уровня инфляции) [10].

Реализуя политику опережающей индикации, ЦБ формирует ожидания участников рынка относительно краткосрочных процентных ставок на определенный период в будущем. Таким образом, ЦБ воздействует на рыночные процентные ставки с более длительным сроком.

Несмотря на то, что формально политика опережающей индикации предполагает оглашение позиции ЦБ относительно изменения основной процентной ставки, следует отметить, что на практике данный подход распространяется и на другие инструменты монетарной политики. Так, анонсирование намерения ФРС регулярно покупать на открытом рынке обозначенный объем ценных бумаг в рамках реализации программ масштабной покупки активов воздействовало на состояние финансового рынка не менее активно, чем непосредственно реализация данных программ. В связи с этим вполне правомерно утверждать, что в перспективе политика опережающей индикации может стать мощной мерой денежно-кредитного регулирования, применяемой относительно широкого ряда монетарных инструментов. Кроме того данная мера должна обеспечить лучшее понимание действий монетарного регулятора со стороны участников рынка, что приведет к повышению эффективности монетарной политики ЦБ в целом.

Наряду с политикой опережающей индикации, с целью прямого воздействия на конъюнктуру денежного рынка, а в результате и экономическую активность, ЦБ могут быть использованы меры, связанные с расширением его баланса, широко известные как “количественное смягчение”. В целом количественное смягчение (*quantitative easing – QE*) представляет собой политику ЦБ, предполагающую проведение масштабных программ покупки активов на финансовом рынке, что неизбежно сопровождается ростом размера баланса ЦБ [4]. Впервые меры количественного смягчения были реализованы Банком Японии в 2001 г. с целью дальнейшего стимулирования экономики в условиях неработающего процентного канала монетарной трансмиссии. Впоследствии подобные меры были реализованы ЦБ развитых стран в рамках противодействия мировому финансово-экономическому кризису. ФРС, начиная с 2009 г., реализовала три раунда программы по покупке ценных бумаг, в частности – средне- и долгосрочных гособлигаций, облигаций,

обеспеченных ипотечными закладными (MBS) и облигаций государственных ипотечных корпораций [10]. В терминологии ФРС данные меры получили название “Программа масштабной покупки активов” (Large-Scale Asset Purchases – LSAP). Банк Англии в январе 2009 г. также ввел программу массовой покупки активов (Asset Purchase Facility – APF), которая включала покупку как гособлигаций, так и высококачественных ценных бумаг частного сектора. Ряд программ было реализовано и ЕЦБ, в частности программа долгосрочного рефинансирования (Long-term Refinancing Operations – LTRO) и программа покупки облигаций с покрытием (Covered Bond Purchase Programme – CBPP) [7].

Также, наряду с количественным смягчением, выделяют меры по изменению структуры баланса ЦБ, направленные на изменение относительного предложения ценных бумаг на рынке. ФРС была проведена программа по увеличению срока погашения по долговым обязательствам, находящимся в ее активе (Maturity Extension Program). В рамках программы, более широко известной под названием Operation Twist, проводилась покупка долгосрочных гособлигаций с одновременной продажей краткосрочных ценных бумаг на эквивалентную сумму [10].

На основе исследования сущности мер по увеличению и изменению структуры баланса ЦБ можем выделить основные аспекты их размежевания (табл. 2).

Таблица 2 – Характеристика мер по увеличению и изменению структуры баланса центрального банка [10]

Критерии сравнения	Меры нетрадиционной монетарной политики	
	Изменение размера баланса ЦБ	Изменение структуры баланса ЦБ
1. Цель проведения	Расширение объема избыточных резервов банковской системы	Воздействие на долгосрочные процентные ставки
2. Источник финансирования	Покупка активов за счет увеличения обязательств ЦБ	Покупка долгосрочных ценных бумаг за счет продажи краткосрочных активов из портфеля ЦБ
3. Используемые инструменты	Операции на открытом рынке	Операции на открытом рынке
4. Влияние на баланс ЦБ	Увеличение размера баланса	Изменение структуры баланса
5. Влияние на монетарную базу и инфляцию	Предполагает масштабные вливания ликвидности в банковскую систему, что значительно расширяет монетарную базу и несет высокие риски развертывания инфляции	Предполагает стерилизацию дополнительной ликвидности, сформированной в результате покупки долгосрочных активов, путем продажи краткосрочных активов, что не оказывает влияния на монетарную базу и инфляцию

На основе проведенного исследования можем сделать следующий вывод – несмотря на то, что формально анализируемые меры представляют собой осуществление ЦБ операций на открытом рынке, их следует воспринимать как отдельные компоненты НМП.

Анализируя зарубежный опыт реализации мер НМП, следует особое внимание уделить позиции Б. Бернанке относительно разграничения сущности программ по покупке активов, реализуемых Банком Японии в период 2001–2006 гг. и ФРС в период мирового финансово-экономического кризиса. Несмотря на схожесть форм реализации данных программ – выраженных в росте размера баланса ЦБ – по мнению Б. Бернанке они имеют принципиально разную целевую направленность. Политика количественного смягчения, проводимая Банком Японии, была нацелена на расширение объема избыточных резервов банковской системы, что выражается в увеличении обязательств ЦБ. При этом увеличение количества ценных бумаг и кредитов в активе баланса является следствием проводимой политики. То есть меры, реализуемые Банком Японии, предполагают увеличение количества денег в обороте, что Б. Бернанке называет классическим (чистым) количественным смягчением. В то время как меры, реализуемые ФРС, акцентировали внимание на активной стороне баланса, то есть на составе ценных бумаг и кредитов в портфеле ЦБ. Таким образом, основной вопрос, который ставит перед собой ФРС, заключается в том, куда конкретно должен быть направлен дополнительный объем ликвидности [5]. Такие меры обозначены Б. Бернанке как кредитное смягчение (*credit easing* – CE). Классификация инструментов, используемых при кредитном смягчении, представлена на рисунке 2.



Рисунок 2 – Инструменты политики кредитного смягчения [6]

Относительно кредитования финансовых институтов следует в первую очередь отметить, что по своей сути данная мера реализуется через дисконтное окно в рамках традиционной монетарной политики. Однако, поскольку доступ к дисконтному окну предоставляется кредитным учреждениям исходя из их финансового состояния, банки, не удовлетворяющие условия первичного кредитования (*primary credit*),

вовсе отказывались от кредитной поддержки со стороны ЦБ, предпочитая не подвергать риску свою репутацию и не спровоцировать этим массового “бегства” вкладчиков. Для ликвидации такого рода рисков ФРС начали проводиться срочные кредитные аукционы (Term Auction Facility – TAF), в рамках которых кредитование устойчивых финансовых учреждений и тех, которые испытывали некие финансовые трудности, осуществлялось на равных условиях. Данная мера повысила эффективность распределения ликвидности в банковской системе.

В контексте предоставления ликвидности ключевым кредитным рынкам ФРС были реализованы программы по кредитованию взаимных фондов денежного рынка, институтов рынка коммерческих ценных бумаг, рынка секьюритизированных потребительских кредитов, рынка деривативов. Целью реализации данных программ было преодоление диспропорций в функционировании соответствующих рынков.

В целом, в рамках реализации первых двух мер, ФРС была реализована традиционная для ЦБ функция кредитора последней инстанции.

Программа покупки долгосрочных ценных бумаг предполагала покупку ФРС облигаций, обеспеченных ипотечными закладными, и облигаций государственных ипотечных корпораций с целью улучшения условий на рынке жилищного кредитования [6].

Возвращаясь к различиям в мерах количественного смягчения Банка Японии и кредитного смягчения ФРС, следует отметить, что преимущественно они были обоснованы теми условиями, в которых применялись данные меры. Так, Банк Японии действовал в условиях относительно стабильного состояния финансовой системы и использовал политику расширения резервов для преодоления дефляции. В то время как основная задача ФРС заключалась в том, чтобы восстановить функционирование отдельных сегментов финансового рынка и не допустить краха финансовой системы в целом [6]. В более узком понимании кредитное смягчение путём прямого вмешательства ЦБ в функционирование кредитных рынков было нацелено на улучшение условий кредитования в корпоративном и потребительском секторах.

Основываясь на разности описанных подходов, считаем допустимым применить относительно количественного и кредитного смягчения подход экспертов МВФ к выделению основополагающих целей реализации НМП [9], а именно:

- восстановление функционирования финансового рынка или отдельных его сегментов (применимо к мерам кредитного смягчения);
- стимулирование экономической активности в условиях низких краткосрочных процентных ставок (применимо к мерам количественного смягчения).

Также экспертами МВФ была предложена и несколько отличающаяся от рассмотренных выше классификация мер НМП, включающая следующие элементы:

1. Поддержание низких процентных ставок на протяжении длительного периода. Введение данной меры может сопровождаться проведением политики опережающей индикации. При этом следует отметить, что собственно процентная политика является традиционным элементом монетарной политики для большинства современных ЦБ, в особенности развитых стран. Тем не менее, рекордно низкие процентные ставки основных ЦБ (ФРС, ЕЦБ, Банк Англии, Банк Японии) и их сохранение на данном уровне на протяжении длительного периода поставили монетарных регуляторов в исключительные условия деятельности. Это в свою очередь стало предпосылкой для предоставления таким мерам статуса выходящих за рамки традиционной денежно-кредитной политики.
2. Количественное смягчение (QE) предполагает прямую покупку ЦБ гособлигаций на открытом рынке с целью воздействия на их доходность, а также снижения спрэдов на финансовом рынке в условиях близкой к нулю основной процентной ставки.
3. Непрямое кредитное смягчение (Indirect Credit Easing – ICE), в рамках которого ЦБ предоставляет долгосрочную ликвидность банковским учреждениям (с возможным ослаблением условий доступа к кредитным ресурсам ЦБ через дисконтное окно) с целью поощрения банковского кредитования (соответствует мере по кредитованию финансовых институтов в классификации Б. Бернанке).
4. Прямое кредитное смягчение (Direct Credit Easing – DCE) имеет место в случае, когда ЦБ проводит прямые интервенции на определенных сегментах финансового рынка. Примером проведения такого рода мер являются программы покупки корпоративных облигаций и облигаций, обеспеченных ипотечными закладными, с целью снижения рыночных процентных ставок, повышения ликвидности, а как результат – восстановления функционирования этих рынков [8] (объединяет меры по предоставлению ликвидности ключевым кредитным рынкам и покупке долгосрочных ценных бумаг в классификации Б. Бернанке).

Важной особенностью рассмотренной выше классификации является разграничение объектов (процентная ставка, гособлигации, корпоративные облигации и др.), а также участников рынка, которые подвергаются воздействию со стороны соответствующих мер НМП.

Выводы. Сложность выработки единого подхода к пониманию сущности и классификации мер НМП заключается в значительных межстрановых различиях их применения. Исследовав теоретические подходы относительно сущности НМП, считаем наиболее обоснованным трактовать последнюю как набор мер, направленных на устранение дисбалансов в функционировании отдельных сегментов финансового рынка и финансовой системы в целом, а также способных обеспечить передачу монетарного импульса реальной экономике в условиях осложнений в работе традиционного механизма монетарной политики.

Относительно классификации мер НМП также не сформировано унифицированного подхода, тем не менее считаем правомерным выделить два основных вида таких мер: балансовая политика, включающая количественное и кредитное смягчение, а также политика опережающей индикации, используемая относительно ряда монетарных инструментов.

В целом, несмотря на существенные национальные особенности в отношении мер НМП, можно утверждать, что они расширяют инструментарий ЦБ и дают возможность преодолеть ограниченность традиционных мер. Это, в свою очередь, создает предпосылки для применения НМП в противодействии кризисным явлениям в будущем.

Список литературы

1. Сапункова Н. А. Финансовый кризис и политика центрального банка [Электронный ресурс] / Н. А. Сапункова. – Режим доступа : <http://cyberleninka.ru/article/n/finansovyy-krizis-i-politika-tsentralnogo-banka>.
2. Ara'ujo A. Conventional and Unconventional Monetary Policy with Endogenous Collateral Constraints [Electronic recourse] / A. Ara'ujo, S. Schommer, M. Woodford. – Access mode : http://economics.yale.edu/sites/default/files/woodford_131119.pdf.
3. Borio C. Unconventional Monetary Policies: an Appraisal [Electronic recourse] / C. Borio, P. Disyatat. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/work292.pdf>.
4. Bernanke B. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment [Electronic recourse] / B. Bernanke, V. Reinhart, B. Sack. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200448/200448pap.pdf>.
5. Bernanke B. The Crisis and the Policy Response [Electronic recourse] / B. Bernanke. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.
6. Carlson J. Credit Easing: A Policy for a Time of Financial Crisis [Electronic recourse] / J. Carlson, J. Haubrich, K. Cherny et al. – Access mode : <http://www.clevelandfed.org/research/trends/2009/0209/02monpol.cfm/>.
7. Collignon S. Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE [Electronic recourse] / S. Collignon. – Access mode : http://www.stefancollignon.de/PDF/EP_Unorthodox%20monetary%20policy,%20draft.pdf.
8. Global Financial Stability Report (April 2013) [Electronic recourse] / International Monetary Fund. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/c3.pdf>.

9. Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies [Electronic recourse] / International Monetary Fund. – Access mode : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/090313.pdf>.
10. Labonte M. Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options [Electronic recourse] / M. Labonte. – Access mode : <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R42962.pdf>.
11. Smaghi L. B. Conventional and unconventional monetary policy [Electronic recourse] / L. B. Smaghi. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>.
12. Trichet J.-C. Unconventional Monetary Policy Measures: Principles–Conditions–Raison d’etre [Electronic recourse] / J.-C. Trichet. – Access mode : <http://www.ijcb.org/journal/ijcb13q0a11.pdf>.
13. Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence [Electronic recourse] / Ch. Pattipeilohy, J. W. van den End, M. Tabbae and others. – Access mode : http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20381_tcm46-291731.pdf.

Получено 10.07.2014

Summary

Theoretical approaches to the determination of the unconventional monetary policy (UMP) nature are generalized. Own definition of UMP is proposed by the author. Approaches to the classification of the UMP measures, their nature and objectives are investigated. Particular attention is paid to the national peculiarities of UMP measures.