РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ЭКОНОМИКА

НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ 15/15

В. И. Моргунов

УПРАВЛЕНИЕ ЛИКВИДНОСТЬЮ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА И КРАТКОСРОЧНОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКОЙ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

МОСКВА • 2015

Научные доклады: экономика

Вячеслав Моргунов

Управление ликвидностью банковского сектора и краткосрочной процентной ставкой денежного рынка

«РАНХиГС»

2015

УДК 336.771
ББК 65.26

Моргунов В. И.

Управление ликвидностью банковского сектора и краткосрочной процентной ставкой денежного рынка / В. И. Моргунов — «РАНХиГС», 2015 — (Научные доклады: экономика)

В современном мире наиболее распространенным способом осуществления денежно-кредитной политики является управление центральным банком краткосрочной процентной ставкой денежного рынка. В данной работе рассматриваются методологические и теоретические основы такого управления, его инструменты и процедуры. Главное внимание уделяется технике денежно-кредитной политики, называемой системой симметричного процентного коридора. Выясняются роли операций на открытом рынке и операций постоянного действия, задачи прогнозирования потребности банковского сектора в ликвидности. На основе теоретических представлений анализируется опыт Банка России в управлении краткосрочной процентной ставкой денежного рынка.

УДК 336.771
ББК 65.26

© Моргунов В. И., 2015
© РАНХиГС, 2015

Содержание

Введение 6
1. Методологические вопросы управления краткосрочной процентной ставкой денежного рынка 7
1.1. Управление краткосрочной процентной ставкой как подход к проведению денежно-кредитной политики 7
1.1.1. Отказ от доктрины резервной позиции 7
1.1.2. Эффект ликвидности 9
1.1.3. Три основные техники осуществления процентной политики 14
1.2. Структурная ликвидная позиция банковского сектора в балансе центрального банка 16
Конец ознакомительного фрагмента. 24

Вячеслав Иванович Моргунов Управление ликвидностью банковского сектора и краткосрочной процентной ставкой денежного рынка

РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА й ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИЙ

В. И. Моргунов

Управление ликвидностью банковского сектора и краткосрочной процентной ставкой денежного рынка

Введение

Управление краткосрочной процентной ставкой денежного рынка играет ключевую роль в осуществлении денежно-кредитной политики Банка России. В сентябре 2013 г. Банк России усовершенствовал систему своих инструментов денежно-кредитной политики, что помогло сформировать действующий в настоящее время коридор его процентных ставок, основным элементом которого стала ключевая ставка[1].

Задачи и функции центрального банка в денежно-кредитной политике можно разделить на две группы. Основываясь на знании экономических закономерностей и текущих экономических условий и руководствуясь конечной целью политики, он формулирует денежно-кредитную политику, решает, оставить ли политику неизменной, ужесточить ее или ослабить. Важнейшим результатом такого формулирования является определение уровня краткосрочной процентной ставки денежного рынка, наилучшим образом отвечающего конечной цели политики и экономическим условиям. Такой уровень краткосрочной процентной ставки становится операционным ориентиром политики.

Вторая группа задач и функций центрального банка состоит в выработке и применении инструментов и процедур денежно-кредитной политики, обеспечивающих наилучшее достижение операционного ориентира, т. е. близость фактических значений краткосрочной процентной ставки денежного рынка к уровню ставки, наилучшим образом отвечающему цели и условиям политики. Эту часть деятельности центрального банка принято называть реализацией денежной политики *(monetary policy implementation)*. Для лучшей реализации своей политики центральные банки совершенствуют ее операционные основы – набор инструментов политики, правил и процедур осуществления операций. В центре внимания настоящей работы находится изучение операционных основ денежно-кредитной политики современных центральных банков, в том числе Банка России.

В экономической литературе рассматриваемому кругу вопросов уделялось до настоящего времени недостаточно внимания. Исследователи больше интересовались правилами денежной политики, в том числе правилом Тейлора, однако вопрос достижения диктуемого данным правилом оптимального уровня процентной ставки с помощью инструментов денежно-кредитной политики центрального банка в большинстве случаев оставался за рамками исследований и требовал, в свою очередь, самостоятельного подхода и проработки.

Правилам и процедурам денежной политики, обеспечивающим претворение в жизнь выбранного уровня краткосрочной процентной ставки, исследователи и практики стали уделять внимание в первом десятилетии XXI в., в частности, благодаря работам сотрудников Европейского центрального банка, в особенности У. Биндсайла, а также его и соавторов (см., например: Bindseil, 2004; Bindseil&Wurtz, 2007).

Модель денежно-кредитной политики, основанная на управлении краткосрочной процентной ставкой денежного рынка, является одной из самых распространенных в современном мире. Она предполагает «удержание процентных ставок денежного рынка на определенном целевом уровне… Центральный банк Российской Федерации переходит (фактически уже перешел) к использованию процентных ставок денежного рынка в качестве основного канала своего влияния на экономику» (Юдаева, 2014, с. 6).

В данной работе рассмотрены механизмы реализации процентной политики в режиме симметричного процентного коридора, применявшегося многими центральными банками до мирового финансового кризиса.

---

[1] Банк России. О системе процентных инструментов денежно-кредитной политики Банка России: Пресс-релиз от 13 сентября 2013 г.

1. Методологические вопросы управления краткосрочной процентной ставкой денежного рынка

1.1. Управление краткосрочной процентной ставкой как подход к проведению денежно-кредитной политики

Управление краткосрочной процентной ставкой денежного рынка в качестве основного подхода к осуществлению денежной политики вошло в практику многих центральных банков до того, как изменились и стали соответствовать этой практике теоретические концепции, преобладавшие в академической среде и среди руководителей и персонала центральных банков. В начале текущего века такое отставание методологического обеспечения процентной политики центральных банков было в основном преодолено. Ниже мы рассмотрим процесс смены упомянутых выше теоретических концепций подробнее.

1.1.1. Отказ от доктрины резервной позиции

С 20-х по конец 80-х годов XX в. во взглядах на денежную политику преобладало убеждение, что центральный банк с помощью операций на открытом рынке должен управлять некоторой категорией монетарных резервов, которая через денежный мультипликатор влияет на денежные агрегаты и экономические переменные, являющиеся конечными целями денежной политики. Такое убеждение получило название *доктрина резервной позиции.* До сих пор во многих учебниках излагаются положения, характерные для доктрины резервной позиции, большое внимание уделяется денежному мультипликатору. В литературе часто излагается модель Уильяма Пула (Poole, 1970), из которой делается вывод, что выбор экономической переменной на роль операционной цели между процентными ставками и показателями количества денег можно сделать на основе эмпирического исследования стохастических свойств экономических зависимостей, не прибегая к более глубокому обоснованию. Прежде чем изменились общепринятые представления экономистов-теоре-тиков, претерпела изменения практика денежно-кредитной политики. Многие центральные банки стали таргетировать краткосрочную процентную ставку денежного рынка.

В конце 80-х годов XX в. распространенное прежде использование центральными банками политики таргетирования денежной базы или какой-либо категории банковских резервов в основном завершилось. В последующий период, вплоть до финансового кризиса 2008-2009 гг., в большинстве центральных банков мира стало преобладать убеждение, что главным в осуществлении денежно-кредитной политики является *управление краткосрочной процентной ставкой* денежного рынка. Под управлением ликвидностью понимали организационные установления, набор инструментов и правила, которым должен следовать центральный банк при управлении резервами банковского сектора с целью контролировать их цену (краткосрочную процентную ставку) так, чтобы она отвечала конечной задаче денежной политики (удержанию инфляции вблизи целевого значения).

Два обозначенных выше концептуальных подхода (парадигмы) к проведению денежно-кредитной политики имеют некоторые схожие черты. Обе парадигмы учитывают адаптивные инфляционные ожидания, которые отражает кривая Филлипса, а также оперируют кривой «инвестиции – сбережения – IS» (*Allsopp & Vines, 2000; Carlin & Soskice, 2006).*

Первая парадигма, которую можно назвать *доктриной резервной позиции* или парадигмой управления денежным предложением, характеризуется следующими утверждениями:

1) конечной причиной, определяющей уровень цен (темп инфляции), является объем предложения денег;

2) средством денежной политики служит регулирование предложения денег;

3) механизм, которым экономика приводится после шока к новому равновесию с постоянной инфляцией, описывается IS – LM моделью и кривой Филлипса, дополненной инерцией (или ожиданиями).

Вторая парадигма (назовем ее *парадигмой управления процентной ставкой*) характеризуется следующим образом:

1) конечным детерминантом уровня цен и инфляции служит процентная политика центрального банка;

2) средством политики является краткосрочная номинальная процентная ставка;

3) механизм, которым экономика после шока приводится к новому равновесию с постоянной инфляцией, заключен в правиле процентной ставки.

Две указанные парадигмы политики различаются также формулировками операционной цели денежно-кредитной политики. Доктрина резервной позиции предполагает, что операционной целью будет количественный (объемный) показатель, измеряющий некоторую категорию резервов кредитных организаций на счетах в центральном банке. При проведении денежной политики на основе парадигмы управления процентной ставкой в качестве операционной цели используется показатель краткосрочной процентной ставки межбанковского кредитного рынка.

Операционная цель денежной политики — это экономическая переменная, которую центральный банк стремится (и способен в значительной степени) контролировать ежедневно с помощью инструментов денежной политики. Это переменная, о конкретном значении которой принимает решение орган, уполномоченный на осуществление политики (совет директоров или комитет по денежно-кредитной политике центрального банка). Операционная цель (а) служит руководящим ориентиром для служащих центрального банка, осуществляющих операции центрального банка, и (б) сообщает общественности о направленности денежно-кредитной политики.

Парадигма денежной политики, называемая доктриной резервной позиции, имеет промежуточной целью политики регулирование денежного предложения. В рамках такого подхода утверждается, что, определив траекторию роста денежного предложения, можно обеспечить деловую активность на уровне потенциального выпуска и целевую инфляцию, поскольку обеспечивается равенство денежного предложения спросу на деньги.

Есть несколько причин, по которым политика установления объема денежного предложения не будет иметь успеха как способ обеспечения стабильности без инфляции (Allsopp & Vines, 2000). Первая причина была представлена Д.М. Кейнсом в гл. 19 хрестоматийной работы «Общая теория занятости, процента и денег» (Кейнс, 1936/2012) и состоит в следующем. Даже при условии, что функция спроса на деньги стабильна, а предложение денег остается постоянным, «саморегулирующийся» механизм гибких цен может работать плохо и быть нестабильным, так как все, что делает денежная политика, чтобы «заякорить» систему,– это фиксация денежного предложения. Представим себе, что первоначально система находилась в равновесии при полном использовании ресурсов и что совокупный спрос увеличился. Инфляция начнет расти, и номинальная процентная ставка также возрастет из-за нехватки денег в экономике. Но если инфляционные ожидания реагируют на изменение ситуации быстро, то реальная процентная ставка может не вырасти в достаточной

степени или даже упасть. Таким образом, увеличение расходов может оказаться под недостаточным контролем денежного якоря, более того, возможное снижение реальной процентной ставки подтолкнет расходы вверх. В противоположной ситуации, при сокращении спроса, когда цены и заработные платы падают, реальная процентная ставка может увеличиться и усилить рецессию.

Вторая причина, связанная с политикой управления денежным предложением, возникает из-за проциклических изменений в скорости обращения денег или в предложении кредитных денег. Такие изменения будут сдерживать повышение процентных ставок в периоды подъема деловой конъюнктуры и тормозить снижение процентных ставок в периоды падения деловой активности. Проциклические изменения в скорости обращения денег усугубят проблему, описанную в предыдущем абзаце.

Эти две причины означают, что денежным властям, управляющим денежной базой, требуется манипулировать ею в контрциклическом направлении, чтобы обеспечить стабильность.

Третья причина неэффективности политики управления денежным предложением состоит в неустойчивости функции спроса на деньги. Истинность утверждения М. Фридмена, что безынфляционная стабильность может быть достигнута с помощью правила фиксированного денежного предложения, зависит от стабильности функции спроса на деньги и наличия возможности надежно использовать обратную ей функцию для определения уровня цен из заданной денежной массы (Allsopp & Vines, 2000).

Четвертая (и наиболее существенная) причина касается нестабильности процесса денежного предложения. Весьма нереалистично полагать, что государство может преуспеть в установлении денежного предложения в условиях современной финансово развитой экономики, в которой почти все деньги являются продуктом частной банковской системы и контроль властей над деньгами только косвенный. В эпоху финансовой либерализации и инноваций центральные банки не функционируют так, как описано в большинстве учебников. В них предполагается, что (а) центральный банк фиксирует величину некоторого резервного актива и (б) есть стабильный денежный мультипликатор, который действует применительно к величине этого резервного актива и тем самым определяет величину банковских ссуд и банковских депозитов. Ни одно из этих двух утверждений неверно. В действительности центральные банки контролируют краткосрочную процентную ставку, которая влияет на поведение кредитных организаций, определяя цену, по которой они предоставляют деньги в кредит.

1.1.2. Эффект ликвидности

Взгляды на процесс управления процентной ставкой денежного рынка также претерпели изменения. Долгое время (до конца XX в.) преобладала концепция, идейные истоки которой можно ассоциировать с представлениями о микроэкономике товарных рынков. Суть указанной концепции в том, что управление процентной ставкой заключается в управлении объемом ликвидности на денежном рынке. Считалось, что увеличение количества денег повлечет снижение номинальной процентной ставки, а уменьшение количества денег—ее повышение. Однако многочисленные эмпирические исследования в целях подтверждения эффекта ликвидности часто не давали утвердительного ответа. Существование эффекта ликвидности на практике, таким образом, оставалось и остается под вопросом (Schabert, 2005; Friedman & Kuttner, 2010).

В соответствии с микроэкономической теорией равновесные цена и количество на рынке товара определяются соотношением спроса и предложения. Если применить эту логику к рынку банковских резервов, то управлять процентной ставкой, по которой торгу-

ются резервы на межбанковском кредитном рынке, можно, лишь управляя объемом предложения резервов. Изменяя объем предложения резервов, можно обеспечить перемещение процентной ставки вдоль кривой спроса на резервы до желаемого положения (желаемого уровня процентной ставки). Поскольку кривая спроса на резервы имеет отрицательный наклон, понижение процентной ставки требует увеличения объема предложения резервов, а повышение процентной ставки – сокращения объема предложения резервов.

Управление объемом резервов банковского сектора строится с учетом того, что он является результирующей позицией баланса центрального банка. Принимая заданными автономные факторы ликвидности, центральный банк определяет объем банковских резервов и соответствующий ему объем рефинансирования банковского сектора, которые обеспечат желаемый уровень процентной ставки. Если такой эффект ликвидности работает в осуществлении процентной политики центральным банком, мы должны наблюдать отрицательную связь изменения процентной ставки и объема ликвидности банковского сектора. Так, увеличение объема ликвидности (банковских резервов) понижает процентную ставку на рынке резервов (и необходимо для ее понижения) и, наоборот, уменьшение объема ликвидности повышает ее (и необходимо для повышения процентной ставки).

Однако отрицательная зависимость между объемом ликвидности и процентной ставкой в практике осуществления денежной политики в одних случаях обнаруживается, а в других нет. Б. Фридман и К. Каттнер (Friedman & Kuttner, 2010) приводят простые и наглядные свидетельства того, что в США были периоды, когда фактические данные об изменении процентной ставки и объема ликвидности демонстрировали положительную зависимость между ними, которая противоречила эффекту ликвидности.

В ряде случаев отсутствие отрицательной связи между денежным предложением и краткосрочной процентной ставкой становится результатом неправильной спецификации переменных искомой зависимости. При осмысленном изучении эффекта ликвидности следует использовать правильную меру количества денег – остатки средств (*balances*) на расчетных счетах, а также данные высокой частотности (*high-frequency data).* Такие исследования проводили Carpenter & Demiralp (2008, 2006), Thornton (2006), Hamilton (1997), они пользовались дневными данными. Однако использование и высокочастотных данных не подтвердило существование эффекта ликвидности.

Посмотрим на российские данные с целью выявления свидетельств того, что изменение процентных ставок Банком России сопровождалось эффектом ликвидности.

В табл. 1.1 представлены данные, характеризующие 11 эпизодов изменения Банком России ключевой процентной ставки в 2013-2014 гг. и последовавшие за этим изменения средней однодневной ставки MIACR и средней величины средств на корреспондентских счетах кредитных организаций. Приведены средние величины за три, пять и десять рабочих дней, предшествующих изменению ключевой процентной ставки и следующих за ним. Нас интересует, связано ли повышение процентной ставки с уменьшением объема ликвидности (банковских резервов), а понижение процентной ставки – с увеличением объема ликвидности.

Таблица 1.1.

Изменение средних величин однодневной ставки MIACR и средств на корреспондентских счетах в периоды изменения ключевой процентной ставки Банком России и соотношение между знаками изменения

Изменение средних величин (а) однодневной ставки MIACR, п. п.; (б) средств на корреспондентских счетах, млрд руб.; (в) наличие отрицательной связи между ними; (г) наличие отрицательной связи между «б» и изменением ключевой ставки

Дата	Изменение ключевой ставки (ИКС)		Для средних за три рабочих дня до и после ИКС	Для средних за пять рабочих дней до и после ИКС	Для средних за десять рабочих дней до и после ИКС
28.07.2014	+0,5 п. п.	а	0,52	0,03	–0,46
		б	–154,3	–54,4	–84,4
		в	Да	Да	Нет
		г	Да	Да	Да
28.04.2014	+ 0,5 п. п.	а	0,65	0,62	0,43
		а	17,3	24,8	32,1
		в	Нет	Нет	Нет
		г	Нет	Нет	Нет
03.03.2014	+1,5 п. п.	а	1,42	1,39	1,51
		б	131,7	42,8	73,2
		в	Нет	Нет	Нет
		г	Нет	Нет	Нет

Дата	Изменение ключевой ставки (ИКС)		Для средних за три рабочих дня до и после ИКС	Для средних за пять рабочих дней до и после ИКС	Для средних за десять рабочих дней до и после ИКС
14.09.2012	+0,25 п. п.	а	0,53	0,47	0,88
		б	45,5	184,2	126,8
		в	Нет	Нет	Нет
		г	Нет	Нет	Нет
15.09.2011	–0,25 п. п.	а	0,88	0,90	1,04
		б	88,3	139,8	149,5
		в	Нет	Нет	Нет
		г	Да	Да	да
03.05.2011	+0,25 п. п.	а	–0,01	0,05	0,18
		б	88,4	77,6	80,8
		в	Да	Нет	Нет
		г	Нет	Нет	Нет
28.02.2011	+0,25 п. п.	а	0,34	0,27	0,24
		б	15,83	6,22	31,60
		в	Нет	Нет	Нет
		г	Нет	Нет	Нет
01.06.2010	–0,25 п. п.	а	–0,25	–0,25	–0,26
		б	3,63	21,24	53,05
		в	Да	Да	Да
		г	Да	Да	Да

Дата	Изменение ключевой ставки (ИКС)		Для средних за три рабочих дня до и после ИКС	Для средних за пять рабочих дней до и после ИКС	Для средних за десять рабочих дней до и после ИКС
30.04.2010	–0,25 п. п.				
		а	–0,78	–0,69	–0,71
		б	29,8	79,6	47,1
		в	Да	Да	Да
		г	Да	Да	Да
29.03.2010	–0,25 п. п.				
		а	0,15	0,09	–0,07
		б	–12,5	–8,78	–46,59
		в	Да	Да	Нет
		г	Нет	Нет	Нет
24.02.2010	–0,25 п. п.	а	–0,23	–0,38	–0,32
		б	5,6	71,6	47,0
		в	Да	Да	Да
		г	Да	Да	Да
Итого «да»		в	6	5	3
Итого «нет»		в	5	6	8
Итого «да»		г	5	5	5
Итого «нет»		г	6	6	6

Источники: Банк России, расчеты автора.

Как видим из табл. 1.1, отрицательная связь между изменением ключевой или рыночной процентной ставки и величиной банковских резервов не находит уверенного подтверждения. Более того, большая часть «да» приходится на эпизоды снижения ключевой процентной ставки. Поскольку существует тренд увеличения остатков на корреспондентских счетах (в результате инфляции и роста объема экономической деятельности), сочетание (совпадение) снижения процентной ставки с увеличением средств на корсчетах может в некоторых случаях объясняться этим трендом, а не эффектом ликвидности.

С начала 2010 г. по середину 2014 г. Банк России принимал решения об изменении процентных ставок по основным операциям 11 раз. В одной половине случаев наблюдалась отрицательная связь между объемом резервов банковского сектора и процентной ставкой краткосрочных МБК, что соответствует эффекту ликвидности, в другой половине связь этих переменных была положительной, что противоречит эффекту ликвидности. Банк России в последних случаях осуществлял изменение краткосрочной процентной ставки денежного

рынка в намеченном направлении, при том что эффект ликвидности не использовался и не проявлялся.

В практике проведения процентной политики Европейским центральным банком (ЕЦБ) в период до финансового кризиса мы также наблюдали, что при изменении ключевой процентной ставки и границ процентного коридора соответствующим образом менялась ставка денежного рынка, но агрегированный объем остатков на текущих счетах кредитных организаций практически не менялся.

Практика управления процентной ставкой денежного рынка показывает, что у многих центральных банков такое управление основывается не на эффекте ликвидности, т. е. не на том, что денежный рынок приводится к изменению процентной ставки изменением объема ликвидности, предоставляемого рынку центральным банком, а на операционных правилах и инструментах денежной политики и, что важно, на уверенности участников рынка в действенности денежной политики, которая позволяет центральному банку управлять ожиданиями участников рынка относительно процентной ставки и самой ставкой. Как мы увидим в дальнейшем на теоретической модели, функция спроса кредитных организаций на банковские резервы существенным образом зависит от положения и строения процентного коридора по операциям центрального банка, что и позволяет центральному банку управлять краткосрочной процентной ставкой денежного рынка.

1.1.3. Три основные техники осуществления процентной политики

В данной работе рассматривается вторая парадигма денежно-кредитной политики (из двух названных в п. 1.1.1) – парадигма управления краткосрочной процентной ставкой. Процентная политика при таком подходе может осуществляться разными способами, с помощью различных технических процедур и правил, которые мы назовем техниками процентной политики. Воспользуемся укрупненной классификацией техник осуществления процентной политики, предложенной У. Биндсайлом (Bindseil, 2013). Управление краткосрочной процентной ставкой может основываться на одном из трех основных подходов к выстраиванию инструментов и регламентов денежной политики:

• на «односторонней» системе ключевой операции постоянного действия (депозитной или кредитной);

• симметричном процентном коридоре с нормируемым объемом операций на открытом рынке, устанавливаемым центральным банком;

• операциях на открытом рынке с полным наделением в процентном коридоре, формируемом операциями постоянного действия.

«Односторонняя» система ключевой операции постоянного действия. При реализации этого подхода банковский сектор систематически обращается только к одной операции постоянного действия и процентная ставка этой операции определяет процентную ставку межбанковского рынка. Данный подход является самым простым в управлении краткосрочной процентной ставкой денежного рынка. Возможны два варианта этого подхода в зависимости от структурной ликвидной позиции банковского сектора и, следовательно, от того, обращается ли банковский сектор систематически к кредитным или к депозитным операциям постоянного действия центрального банка.

Первый вариант. Чтобы получила применение система ключевой *кредитной* операции постоянного действия, необходима устойчивая ситуация структурного дефицита ликвидности банковского сектора. В этом случае процентная ставка по кредитным операциям постоянного действия будет определять уровень процентной ставки денежного рынка. Эта раз-

новидность первого подхода к процентной политике широко использовалась центральными банками в XIX в., когда коммерческие банки систематически прибегали к дисконтным операциям центрального банка и его ставка дисконта определяла уровень рыночных ставок.

Например, таким центральным банком был немецкий Рейхсбанк в 1900 г. В операциях денежной политики Рейхсбанка доминировал переучет векселей. Кроме того, банки обращались и к ломбардным операциям, ставка по которым была на 100 базисных пунктов выше дисконтной ставки. Выбор коммерческого банка между этими двумя операциями постоянного действия определялся наличием у банка нужного обеспечения. В любом случае денежная политика определялась установлением процентных ставок по операциям постоянного действия (Bindseil, 2013).

Второй вариант. При устойчивом структурном избытке ликвидности банковского сектора используется политика ключевой *депозитной* операции постоянного действия, хорошо известная также как система ключевой нижней границы процентного коридора *(floor system)*.

Этот вариант первого подхода, в котором кредитные организации систематически прибегают к депозитным операциям постоянного действия, использовался в последнее время Федеральной резервной системой США, Банком Англии и Европейским центральным банком. Например, программы прямых (*outright*) покупок активов ФРС США увеличили ее активы настолько, что банковский сектор систематически имел внушительные избыточные резервы (его обязательные резервы составляли менее 10% общей суммы его депозитных счетов в ФРС). ФРС уплачивает процент по избыточным резервам (25 базисных пунктов), который равен процентной ставке по депозитным операциям постоянного действия и автоматически превращает избыточные резервы в такие депозиты.

Симметричный процентный коридор с нормируемым объемом операций на открытом рынке. Этот (второй) подход к управлению процентной ставкой предполагает, что центральный банк предлагает два вида операций постоянного действия: кредитные и депозитные. Он устанавливает процентные ставки по этим операциям симметрично относительно таргетируемой процентной ставки и управляет недостатком банковских резервов так, чтобы в конце операционного дня (или в конце периода поддержания обязательных резервов) банковский сектор с одинаковой вероятностью нуждался в обращении к кредитным и депозитным операциям постоянного действия.

Этот подход использовался ЕЦБ и многими другими центральными банками до краха *Lehman Brothers* в сентябре 2008 г. Идея этого подхода проста: центральный банк с помощью операций на открытом рынке предоставляет такой объем резервов, чтобы банковский сектор в целом с одинаковой вероятностью мог оказаться в конце дня в короткой или длинной позиции с резервами. Тогда равновесная ставка денежного рынка сформируется в середине процентного коридора, образуемого ставками по операциям постоянного действия (подробнее см. п. 1.3.1). Изменение таргетируемой процентной ставки в этом случае осуществляется сдвигом процентного коридора, но не изменением редкости (ограниченности предложения) резервов.

Операции на открытом рынке с полным наделением в процентном коридоре, образуемом операциями постоянного действия. Этот третий подход к процентной политике похож некоторыми элементами на систему процентного коридора, но операции на открытом рынке проводятся с *полным наделением,* т. е. кредитные организации получают требуемый ими объем ликвидности и операции осуществляются по фиксированной процентной ставке. Эта ставка должна находиться внутри коридора, но не обязательно в его середине (Bindseil, 2013). Такой подход к реализации денежно-кредитной политики стал применяться ЕЦБ после обострения финансового кризиса в сентябре 2008 г.

1.2. Структурная ликвидная позиция банковского сектора в балансе центрального банка

В последние четыре года в документах Банка России используются понятия структурного избытка и структурного дефицита ликвидности. Так, в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012-2013 годов понятие структурного избытка ликвидности в банковском секторе использовалось для характеристики условий формирования динамики процентных ставок на денежном рынке (Банк России, 2010, с. 11). В годовом отчете Банка России за 2012 г. понятие структурного дефицита ликвидности использовалось для характеристики ресурсной базы кредитных организаций и объяснения увеличившегося спроса банков на инструменты рефинансирования Банка России (Банк России, 2013а, с. 32). В указанном документе это понятие использовалось также для объяснения того, что средневзвешенная ставка MIACR по межбанковским кредитам (на срок 1 день) находилась в верхней части процентного коридора Банка России (Банк России, с. 72). Это понятие использовалось в обзорах денежного рынка Банка России в аналогичных контекстах.

Понятия структурного избытка и структурного дефицита ликвидности давно находятся в арсенале аналитических средств многих центральных банков. Они используются в документах и исследовательских материалах ЕЦБ, Банка Англии и других центральных банков, в зарубежной исследовательской литературе. В связи с этим представляется важным, чтобы исследователи в России использовали такие термины в определениях, не расходящихся существенно с их пониманием в названных выше материалах.

Объясняет ли структурный дефицит ликвидности и его увеличение высокий уровень краткосрочной процентной ставки денежного рынка, нахождение этой ставки в верхней части процентного коридора Банка России, у его верхней границы?

Наша аргументация основывается на документах и аналитических материалах ЕЦБ, в которых не только последовательно используются понятия структурной ликвидной позиции, структурного дефицита (или избытка) ликвидности банковского сектора, но и содержатся достаточно подробные определения, необходимые для понимания содержания этих понятий (ECB, 2004, 2011).

Структурный дефицит (избыток) ликвидности не является характеристикой состояния рынка ликвидности (рынка банковских резервов). Он характеризует не соотношение между спросом и предложением на нем, а структуру баланса центрального банка и служит основной характеристикой ликвидной позиции центрального банка по отношению к банковскому сектору.

Определение понятий удобно рассмотреть на основе стилизованного баланса центрального банка (табл. 1.2). Приведенные в нем цифры являются условными[2].

Таблица 1.2.

Баланс центрального банка на 01.04.2012, млрд руб.

[2] Цифры близки к фактическим в России в 2012 г.

Активы		Пассивы	
Международные резервы	15200	Наличные деньги в обращении	6500
		Средства правительства	5100
		Средства кредитных организаций	1300
Требования к кредитным организациям	1700	Депозиты кредитных организаций	100
		Обязательные резервы	900
		Избыточные резервы на корр. счетах	300
		Сальдо прочих статей баланса	4000
Итого активов	16900	Итого обязательств	16900

В балансе центрального банка выделяют *автономные факторы ликвидности.* Так называют статьи баланса, остатки средств на которых не находятся в прямой зависимости от операций центрального банка по осуществлению денежно-кредитной политики. По объективным причинам принято считать, что автономные факторы не находятся под прямым контролем центрального банка. К ним относят наличные деньги в обращении, средства правительства на счетах в центральном банке, международные резервные активы[3], а также сальдо «прочих статей баланса», например, основных средств и собственного капитала центрального банка.

Пассивные статьи баланса центрального банка, относимые к автономным факторам, являются абсорбирующими ликвидность статьями, активные статьи – «снабжающими» ликвидностью банковский сектор. Чистая позиция автономных факторов ликвидности определяется на пассивной стороне баланса, т. е. вычитанием из суммы пассивных статей суммы активных. Поэтому положительная чистая позиция по автономным факторам указывает на отведение ликвидности из банковского сектора и, следовательно, характеризует потребность банковского сектора в ликвидности, отрицательная позиция – на образование ликвидности банковского сектора.

Для целей анализа ликвидности банковской системы мы хотели бы получить характеристику ликвидности банковского сектора, устойчивую к ежедневным (случайным) изменениям факторов ликвидности. Возьмем среднюю величину статей баланса центрального банка *в течение одного периода поддержания обязательных резервов.* Поскольку балансовое тождество выполняется для каждого дня, оно выполняется и для средних величин. Пусть мы рассчитали баланс центрального банка в средних величинах (табл. 1.3; цифры те же, что и в табл. 1.2).

Таблица 1.3.

Баланс центрального банка, средние величины за период с 10 марта по 10 апреля 2012 г.

[3] В странах с плавающим валютным курсом.

Активы		Пассивы	
Международные резервы	15200	Наличные деньги в обращении	6500
		Средства правительства	5100
		Средства кредитных организаций	1300
Требования к кредитным организациям	1700	Депозиты кредитных организаций	100
		Обязательные резервы	900
		Избыточные резервы на корр. счетах	300
		Сальдо прочих статей баланса	400
Итого активов	16900	Итого обязательств	16900

Итак, в нашем примере чистая позиция автономных факторов равна

6 500+5100 + 4000-15200 = 400.

Банковский сектор нуждается в ликвидности объемом 400 единиц из-за автономных факторов ликвидности. Кроме того, он нуждается в ликвидности для образования обязательных резервов.

В отсутствие финансового стресса и при эффективно работающей платежной системе, а также использовании правила усреднения обязательных резервов потребность кредитных организаций в ликвидности в среднем будет близка к величине обязательных резервов (почти равна им). Это объясняется тем, что при достаточно высокой норме резервных требований величина остатков на корреспондентских (расчетных) счетах кредитных организаций, необходимая им для своевременного осуществления платежей в своей деятельности, не превышает величины обязательных резервов. Так было в европейской банковской системе до финансового кризиса, когда избыточные резервы составляли менее 0,5% обязательных резервов.

Положительную сумму чистой позиции автономных факторов и обязательных резервов называют *структурным дефицитом ликвидности.* В нашем примере он равен

400 + 900 = 1300.

Структурный дефицит ликвидности означает, что кредитные организации должны были обращаться к центральному банку для покрытия своей потребности в ликвидности. С точностью до малой величины избыточных резервов на корреспондентских счетах из балансового тождества следует, что объем рефинансирования банковского сектора со стороны центрального банка равен структурному дефициту ликвидности. Следовательно, в тех случаях, когда кто-то пытается объяснить повышенный уровень процентной ставки денежного рынка структурным дефицитом ликвидности, он тавтологично объясняет этот уровень объемом рефинансирования банковского сектора центральным банком.

На основе баланса центрального банка (благодаря системе двойной записи) мы можем рассчитать структурный дефицит ликвидности банковского сектора вторым способом: вычитая из чистой позиции центрального банка по операциям денежно-кредитной политики величину избыточных резервов кредитных организаций. Получим величину структурного дефицита:

1700-100-300 = 1300.

Мы предполагали до сих пор, что величина денежных средств правительства на счетах в центральном банке изменяется только в результате исполнения доходной и расходной частей государственного бюджета. Однако министерство финансов может еще осуществлять временное размещение средств государственного бюджета на депозитах в кредитных организациях.

Пусть Минфин 10 марта 2012 г. уменьшил средства на своих счетах в центральном банке на 40 ед. и разместил их на депозиты в кредитных организациях сроком на месяц. Заметим, что воздействие данной операции на автономный фактор ликвидности носит временный характер – 40 ед. должны будут вернуться на счета правительства в центральном банке. В этом состоит важное отличие размещения бюджетных средств на банковские депозиты от расходования бюджетных средств.

Последствия этих операций для ликвидности банковского сектора зависят от действий центрального банка. Рассмотрим два крайних варианта.

Вариант первый: банковский сектор имеет достаточный уровень резервов и центральный банк имеет возможность сократить объем рефинансирования. В этом случае баланс центрального банка (в средних величинах) в обозначенный период выглядел бы следующим образом (табл. 1.4):

Таблица 1.4.

Баланс центрального банка, средние величины за период с 10 марта по 10 апреля 2012 г. (вар. 1)

Активы		Пассивы	
Международные резервы	15200	Наличные деньги в обращении	6500
		Средства правительства 5100–40=	5060
		Средства кредитных организаций	1300
Требования к кредитным организациям 1700–40=	1660	Депозиты кредитных организаций	100
		Обязательные резервы	900
		Избыточные резервы на корр. счетах	300
		Сальдо прочих статей баланса	4000
Итого активов	16860	Итого обязательств	16860

Мы предполагаем в приведенном выше примере, что центральный банк воспользовался возможностью уменьшить рефинансирование банковского сектора на 40 ед., так как на эту величину сократился абсорбирующий ликвидность автономный фактор ликвидности – остаток средств на счетах правительства.

Вариант второй: центральный банк считает, что имеет место недостаточный уровень банковских резервов, образовавшийся, возможно, из-за увеличения абсорбирующих ликвидность автономных факторов или временного увеличения спроса на избыточные резервы.

С помощью своих операций министерство финансов может значительно уменьшить воздействие временных (например, сезонных) изменений автономных факторов ликвидности или удовлетворить временный подъем спроса на резервы (табл. 1.5).

В этом случае размещение бюджетных средств на банковские депозиты не сопровождается равным сокращением рефинансирования со стороны центрального банка. Кроме волатильности величины средств на счетах правительства и стремления сгладить влияние такой волатильности на уровень банковских резервов размещение бюджетных средств на банковские депозиты может иметь еще один мотив. Правила и условия предоставления кредита центральным банком и министерством финансов не одинаковы. Роль операций министерства финансов в удовлетворении потребности в ликвидности состоит в том, что добавление этих операций расширяет круг кредитных организаций, получающих доступ к ликвидности (например, из-за различий в требованиях обеспечения кредита и ограниченности залоговой массы).

Таблица 1.5.

Баланс центрального банка, средние величины за период с 10 марта по 10 апреля 2012 г. (вар. 2)

Активы		Пассивы	
Международные резервы	15200	Наличные деньги в обращении	6500
		Средства правительства 5100−40 =	5060
		Средства кредитных организаций 1300 + 40 =	1340
Требования к кредитным организациям	1700	Депозиты кредитных организаций	100
		Обязательные резервы	900
		Избыточные резервы на корр. счетах 300 + 40 =	340
		Сальдо прочих статей баланса	4000
Итого активов	16900	Итого обязательств	16900

Размещение бюджетных средств на банковские депозиты влечет изменение структурного дефицита ликвидности банковского сектора – он уменьшается на величину сокращения (абсорбирующего) автономного фактора ликвидности. Если расчет ведется вторым способом, в первом варианте действий структурный дефицит равен 1260 (=1660-100-300), во втором варианте он также равен 1260 (= 1700 -100 -340).

Мы рассмотрели структурный дефицит ликвидности. Возможен также структурный избыток ликвидности. Это определяется значением (алгебраическим знаком) чистой позиции автономных факторов ликвидности. Предположим, что баланс центрального банка в апреле 2011 года выглядел так (табл. 1.6):

Таблица 1.6.

Баланс центрального банка, средние величины за период с 10 марта по 10 апреля 2011 г.

Активы		Пассивы	
Международные резервы	14 580	Наличные деньги в обращении	5 500
		Средства правительства	3 860
		Средства кредитных организаций	2 030
Требования к кредитным организациям	570	Депозиты кредитных организаций	1190
		Обязательные резервы	550
		Избыточные резервы на корр. счетах	
		Сальдо прочих статей баланса	3760
Итого активов	15 150	Итого обязательств	15150

Структурная ликвидная позиция банковского сектора равна

5 500 + 3 860 + 3 760-14580 + 550 = -910.

Таким образом, в апреле 2011 года имел место структурный избыток ликвидности 910 ед. Второй метод расчета структурной ликвидной позиции дает

570-1190-290 = -910.

Исходя из сказанного выше, мы формулируем следующие определения терминов.

Автономные факторы ликвидности — это статьи баланса центрального банка, не являющиеся прямым результатом операций по осуществлению денежно-кредитной политики, но оказывающие влияние на величину банковских резервов (величину остатков на корреспондентских счетах). К автономным факторам относятся наличные деньги в обращении, средства на счетах расширенного правительства, чистые иностранные активы. Сальдо «прочих статей баланса» изменяется редко, и во многих задачах этот элемент автономных факторов считается равным нулю. Чистая позиция по автономным факторам ликвидности равна сумме пассивных статей баланса, отражающих автономные факторы ликвидности, за вычетом суммы активных статей.

Структурная ликвидная позиция центрального банка по отношению к банковскому сектору — это сумма чистой позиции по автономным факторам ликвидности и резервных требований центрального банка к кредитным организациям. Положительную величину чистой ликвидной позиции называют структурным дефицитом ликвидности, она означает необходимость рефинансирования банковского сектора с помощью операций центрального банка; отрицательную величину называют структурным избытком ликвидности, она означает абсорбирование ликвидности центральным банком или образование избыточных банковских резервов на корреспондентских счетах кредитных организаций.

Итак, структурный дефицит ликвидности есть сумма чистой позиции автономных факторов ликвидности[4] (AF) и обязательных резервов кредитных организаций[5] *(RR)*. Структур-

[4] Из пассивных статей (обязательств), отражающих автономные факторы ликвидности, вычитаются такие активные

ный дефицит ликвидности, таким образом, характеризует потребность банковского сектора в ликвидности, так как увеличение любой его составляющей влечет необходимость увеличения объема рефинансирования банковского сектора центральным банком. Центральный банк удовлетворяет эту потребность с помощью своих операций денежной политики, предоставляя (или абсорбируя) ликвидность. Чистая позиция по счетам этих операций[6] (МО) в балансе центрального банка характеризует предоставление ликвидности центральным банком банковскому сектору (или ее абсорбирование).

Если учесть, что средства на корреспондентских счетах кредитных организаций в центральном банке (банковские резервы) состоят из обязательных *(RR)* и избыточных резервов *(ER),* то мы можем записать баланс центрального банка в следующем виде:

$$MO = AF + RR + ER. \quad (1.1)$$

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора (SD), по определению[7], равен

$$SD = AF + RR. \quad (1.2)$$

Воспользовавшись балансовым тождеством (1.1), структурный дефицит можно найти вторым способом

$$SD = MO - ER. \quad (1.3)$$

Тождество (1.1), которое выполняется в силу принципа двойной записи бухгалтерского учета, превратится в уравнение, позволяющее определять одну переменную, если заданы другие (экзогенные) переменные. Легко видеть, что *AF* и *RR* являются экзогенными переменными в задаче управления ликвидностью банковского сектора в коротком периоде. Зададимся (из каких-то соображений) величиной избыточных резервов, тогда она также станет экзогенной переменной. Например, в европейской банковской системе до мирового финансового кризиса избыточные резервы банковского сектора были устойчивы и ничтожно малы[8]. ЕЦБ включал в структурный дефицит ликвидности помимо автономных факторов ликвидности только обязательные резервы и получал надежную оценку потребности банковского сектора в ликвидности. Это было возможно, потому что при достаточно высоком уровне резервных требований и механизме усреднения обязательных резервов запас средств на расчетных счетах, требующийся банкам еврозоны для своевременного осуществления своих и клиентских платежей, был меньше их обязательных резервов.

В России значительная часть кредитных организаций не пользуется правом усреднения обязательных резервов. Требующаяся им величина средств на корреспондентских счетах определяется нуждами осуществления своих и клиентских платежей. Спрос на остатки средств на корреспондентских счетах другой группы банков – пользующихся правом усреднения обязательных резервов – образуется по мотивам платежных нужд и резервных тре-

---

статьи (требования).

[5] Для банковских систем, в которых есть требование обязательных резервов. При отсутствии резервных требований структурный дефицит ликвидности равен автономным факторам ликвидности.

[6] Из активных статей, отражающих операции денежной политики, вычитаются пассивные.

[7] Для банковских систем, в которых обязательные резервы кредитных организаций больше запаса средств на расчетных (корреспондентских) счетах, необходимого для платежей и расчетов.

[8] И нет свидетельств, чтобы их величина зависела от условий ликвидности и краткосрочной процентной ставки. *Bindseil U., Camba-Mendez G., Hirsch A. and Weller B.* (2004). Excess reserves and the implementation of monetary policy of the ECB// ECB Working Paper. No. 361.

бований. У некоторых банков, усредняющих обязательные резервы, потребность в средствах на корреспондентских счетах, необходимых для обслуживания платежей, превышает их (усредняемые) обязательные резервы[9]. Особенно это касается небольших банков. Если есть возможность определить необходимую величину таких избыточных резервов и она стабильна, то допустимо включить нормированную этим мотивом величину избыточных резервов в структурный дефицит ликвидности, не нарушая логику этого показателя. В перспективе информативная ценность показателя структурного дефицита ликвидности увеличится естественным образом, когда все банки будут пользоваться механизмом усреднения обязательных резервов, коэффициент усреднения будет равен единице, а выросшая эффективность платежной системы сократит относительную величину средств, необходимую для обслуживания расчетов.

Оценка потребности банковского сектора в ликвидности является важным элементом режима процентной политики, называемого системой (симметричного) процентного коридора. Центральный банк прогнозирует потребность банковского сектора в ликвидности, т. е. прогнозирует на предстоящий период (до следующей сессии основных операций на открытом рынке) изменение автономных факторов ликвидности и потребность в резервах. Потребность в резервах (т. е. средствах на корреспондентских счетах) определяется резервными требованиями (и в некоторых странах потребностью в дополнительных «платежных остатках»). В спокойные времена потребность в резервах является вполне устойчивой величиной. Ожидаемое движение автономных факторов ликвидности также известно центральному банку.

[9] Объясняется ли это недостатками в управлении ликвидностью в некоторых банках или несовершенствами платежной системы, для данного рассмотрения неважно.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.