



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

Вячеслав Иванович Моргунов
Управление ликвидностью
банковского сектора и
краткосрочной процентной
ставкой денежного рынка
Серия «Научные доклады: экономика»

Текст предоставлен правообладателем

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=19480692

*Управление ликвидностью банковского сектора и краткосрочной
процентной ставкой денежного рынка / В.И. Моргунов.: Дело; Москва;*

2015

ISBN 978-5-7749-0966-7

Аннотация

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.

Содержание

Введение	7
1. Методологические вопросы управления краткосрочной процентной ставкой денежного рынка	10
1.1. Управление краткосрочной процентной ставкой как подход к проведению денежно- кредитной политики	10
1.1.1. Отказ от доктрины резервной позиции	11
1.1.2. Эффект ликвидности	17
Конец ознакомительного фрагмента.	21

**Вячеслав Иванович
Моргунов**

**Управление ликвидностью
банковского сектора и
краткосрочной процентной
ставкой денежного рынка**



РАНХиГС

**РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙ-
СТВА й ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИ-
ДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**



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 ставка¹.

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 со-

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

стоит 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 краткосроч-

ной 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. 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-теоретиков, 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 ис-

пользование 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 (темпы 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 пери-

оды 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 фикс-

сирует 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 торгуются 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 ликвидно-

сти (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 сви-

детельств 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

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.