

Раздел 1. ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ СИСТЕМА

УДК 336.711

**КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ КАК ИНСТРУМЕНТ РЕГУЛИРОВАНИЯ
БАНКОВСКОЙ ЛИКВИДНОСТИ: ПРОБЛЕМЫ И ВОЗМОЖНОСТИ
В УСЛОВИЯХ РЕЖИМА ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ***Дубова Светлана Евгеньевна (sedubova@yandex.ru)**Егунова Анна Владимировна**ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»**Шергин Владимир Владимирович**ФГБОУ ВО «Ивановский государственный химико-технологический университет»*

Предметом статьи является исследование роли ключевой ставки в процессе регулирования банковской ликвидности, ее участия в устранении последствий дефицита и профицита ликвидности, а также стабилизации ставок на межбанковском рынке. С использованием модели линейной регрессии оценена эффективность использования ключевой ставки в рамках денежно-кредитной политики Банка России. Сделан вывод об отсутствии у инструмента ярко выраженного автономного эффекта, слабости его влияния на объем денежной массы в обращении и потерю им эффективности в условиях профицита ликвидности. Сформулированы рекомендации, направленные на преодоление выявленных противоречий.

Ключевые слова: ключевая ставка, банковская ликвидность, денежно-кредитная политика, инфляционное таргетирование, структурный профицит ликвидности, межбанковский рынок, процентный коридор.

Денежно-кредитное регулирование, призванное уменьшить ценовые колебания в экономике, стабилизировать валютный курс и обеспечить условия для экономического роста, предусматривает применение ряда инструментов по абсорбированию и предоставлению ликвидности. При этом денежные потоки движутся не напрямую между экономическими агентами, а при опосредованном участии коммерческих банков. При наличии в банковской системе достаточного количества финансовых ресурсов происходит насыщение оборота денежными средствами и стимулирование производственной сферы, напротив – дефицит ликвидности провоцирует сдерживание экономической активности.

С 2015 года Банк России проводит политику инфляционного таргетирования, которая выражается в удержании ценовых колебаний в пределах заранее установленных границ [8]. Такой механизм ориентирован на поддержание краткосрочных ставок денежного рынка вблизи значения ключевой ставки или в ее коридоре, что позволяет достигать заранее определенного значения инфляции.

В числе инструментов, которые Банк России применяет в процессе управления ликвидностью банковского сектора – операции на открытом рынке, инструменты постоянного действия и обязательные резервные требования [6, с. 151]. Его центральной задачей выступает удовлетворение потребностей кредитных организаций в денежных средствах для формирования ими обязательных резервов и проведения текущих финансовых операций в рамках обслуживания клиентов.

В последние годы на передовые позиции из числа инструментов денежно-кредитного регулирования выдвинулись процентные инструменты. Манипулирование кредитными и депозитными ставками и, главным образом, ключевой ставкой, ориентировано на регулирование совокупной банковской ликвидности и рыночных ставок, что позволяет поддерживать устойчивость курса национальной валюты [11, с. 5]. Результатом становится достижение определенного уровня деловой активности и стабилизация цен, на что и ориентирован режим инфляционного таргетирования.

В рамках денежно-кредитного регулирования Банк России применяет широкий спектр процентных ставок, в том числе ломбардная, депозитная, ставка по операциям «валютный своп», по операциям прямого РЕПО. Варьирование ими позволяет решать вопрос абсорбирования и предоставления ликвидности в зависимости от выбранного курса денежно-кредитной политики [4, с.44].

В системе процентных ставок Банка России особое место занимает ключевая ставка, которая с 2013 года выступает центральным монетарным инструментом монетарного регулирования в условиях режима инфляционного таргетирования [7]. До нее основным инструментом процентной политики выступала ставка рефинансирования.

Неблагоприятная внешнеэкономическая ситуация привела к значительной волатильности валютного курса рубля, спровоцировала активные инфляционные колебания и сформировала высокий риск утраты финансовой стабильности на национальном уровне. Для преодоления ее последствий Банк России принял решение о

переходе на режим инфляционного таргетирования, предполагающим установление лимитов роста цен [1, с. 3].

В 2014 году предельное значение инфляции в российской экономике было закреплено на уровне 5,0% а в 2015 – на уровне 4,5%. Предполагалось, что снижение уровня цен приведет к форсированной стабилизации экономической ситуации в стране в условиях напряженности на внешних рынках. В качестве же инструмента «управления инфляцией» была избрана ключевая ставка, которая уже с того времени стала использоваться в качестве основного инструмента процентной политики в рамках денежно-кредитного регулирования [14, с. 288].

С 2016 года значение ставки рефинансирования было приведено в соответствие со значением ключевой ставки, после чего ставка рефинансирования стала играть в финансовой системе РФ второстепенную и, главным образом, информационную роль. Регулирующие же функции были полностью перенесены на ключевую ставку.

Стремясь к выполнению целевых ориентиров, закрепленных в направлениях денежно-кредитной политики, финансовый регулятор начал предпринимать активные шаги по манипулированию ключевой ставкой. Так, с сентября 2013 года до февраля 2015 – она была увеличена на 12 п.п. (с 5,0% до 17,0% - см. ниже таблицу 1).

Такие действия со стороны Банка России не могли не оказать влияния на состояние банковского сектора: финансово-кредитные учреждения, рассматривающие ключевую ставку в ка-

честве ориентира, начали варьировать кредитными и депозитными ставками, что привело к значительному удорожанию заемных средств.

Тем не менее, уже во простом полугодии 2015 года постепенная стабилизация ситуации в национальной экономике, в том числе на товарном и финансовом рынках привела стимулировала постепенное понижение ключевой ставки. В сентябре 2016 года она достигла 10,0% - минимального значения за последние полтора года [2, с. 4].

Однако процесс дальнейшего снижения показателя был заморожен, поскольку реальные значения инфляции в 2014 и 2015 годах оказались существенно выше пороговых значений, определенных Банком России. В итоге в октябре 2016 года было принято решение о сохранении прежнего значения ключевой ставки с возможностью ее пересмотра во втором квартале 2017 года. Это представляется возможным только в том случае, если по итогам 2016 года инфляция не преодолеет установленного барьера (6,0%) и будет демонстрировать устойчивое снижение в первом квартале 2017 года.

При этом инфляционные ожидания потребителей, которые существенно понижают их стимулы к сбережению, приводят к тому, что закрепленный в ориентирах денежно-кредитной политики показатель инфляции в 4,0% может быть не достигнут в 2017 год. Такого рода практика позволяет проследить корреляцию между состоянием национальной экономики и решениями, принимаемыми в рамках денежно-кредитного регулирования [9].

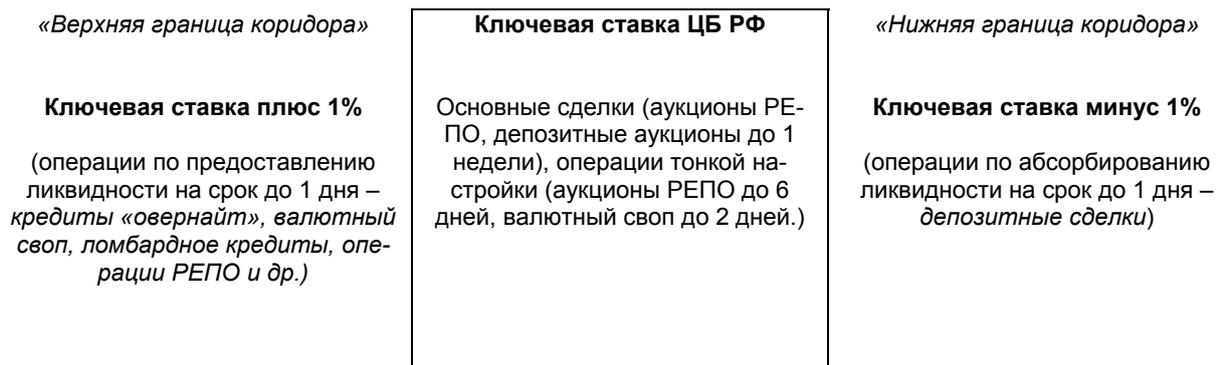


Рисунок 1. Коридор изменений процентной ставки Банка России [13]

Если углубиться в вопрос и начать рассматривать существенное значение ключевой ставки, то она представляется процентным инструментом, который задействован в процессе абсорбирования и предоставления ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя. Эти условия позволяют сформировать процентный коридор, который обеспечивает пределы колебаний значений этого показателя (рис. 2).

Следует подчеркнуть, что существующий коридор колебаний ключевой ставки Банка России работает по принципу передвижения границ при изменении значения ключевой ставки. В результате происходит регулирование величины банковской ликвидности вне зависимости от того, имеет место ее профицит или дефицит.

По мнению отдельных российских экономистов, российская банковская система перешла

в режим профицита ликвидности в первом полугодии 2016 года [3]. Следовательно, большая часть финансово-кредитных учреждений страны ныне испытывает потребность в размещении своих временно свободных средств. Безусловно, такая ситуация не затрагивает абсолютно все финансовые институты. Однако она имеет место на уровне системообразующих банков РФ.

В этой связи действенность ключевой ставки как инструмента, обеспечивающего эффективное абсорбирование и предоставление ликвидности, может быть переосмыслена. Спрос и предложение ликвидности на финансовом рынке рано или поздно приходит в состояние равновесия, однако центральный банк заинтересован в том, чтобы сформировавшаяся в этом процессе ставка оказалась близка по своему значению к ключевой.

Тем не менее, практическая реализация денежно-кредитного регулирования, нацеленного на манипулирование банковской ликвидностью, обнаруживает две тенденции:

1. При заданном уровне резервных требований спрос на ликвидность является величиной более стабильной, нежели ее предложение (шоковые воздействия на ликвидность отсутствуют, сезонные колебания не учитываются);
2. Процесс формирования предложения ликвидности при наличии ее профицита в определенной степени происходит автономно от мероприятий, проводимых Банком России в рамках денежно-кредитного регулирования.

Иными словами, при формировании дефицита ликвидности Центробанк начинает осуществлять аукционные операции по покупке иностранной валюты. Это приводит к приближению ставок межбанковского рынка к ключевой ставке, в то время как требуемая ликвидность поступает в банковский сектор. Через некоторое время такая политика формирует превышение предложения над спросом и знаменует переход к профициту ликвидности.

С этого момента начинают работать несколько иные правила регулирования ликвид-

ности в банковской сфере. В частности, коммерческие банки утрачивают заинтересованность в ориентации на значение ключевой ставки, поскольку обладают достаточными ресурсами для выполнения резервных требований и осуществления текущих операций.

Ставка межбанковского рынка отклоняется от ключевой ставки и эффективности денежно-кредитного регулирования, акцентирующего внимание на манипулировании ключевой ставкой, снижается. В этих условиях, выявляется важность комплексного применения всех инструментов монетарного регулирования для управления величиной банковской ликвидности.

В российской экономике ситуация усугубляется тем, что периоды колебания ликвидности весьма краткосрочны, а сами тенденции профицита и дефицита охватывают не всех участников банковского рынка, что понижает регулирующий эффект (рис. 3).

В настоящее время в мировой практике применяются два варианта манипулирования ключевой ставкой в ходе регулирования дефицита и профицита ликвидности:

1. Система коридора процентных ставок (применяется в России), когда ключевая ставка становится центральной позицией коридора и приближение к ней достигается путем проведения аукционов, обеспечивающих абсорбирование и предоставление ликвидности.

2. Система нижней границы (Floor System), когда ключевая ставка рассматривается в качестве минимального значения, от которого отталкиваются ставки межбанковского рынка [11, с. 6].

Несмотря на то, что и тот и другой вариант доказали свою действенность, будучи использованными в практике денежно-кредитного регулирования разных стран мира, в российской практике представляется целесообразным применение именно системы коридора ставок. Она позволяет сохранить работающий и управляемый межбанковский рынок, который способен реагировать на импульсы денежно-кредитного регулирования Банка России.

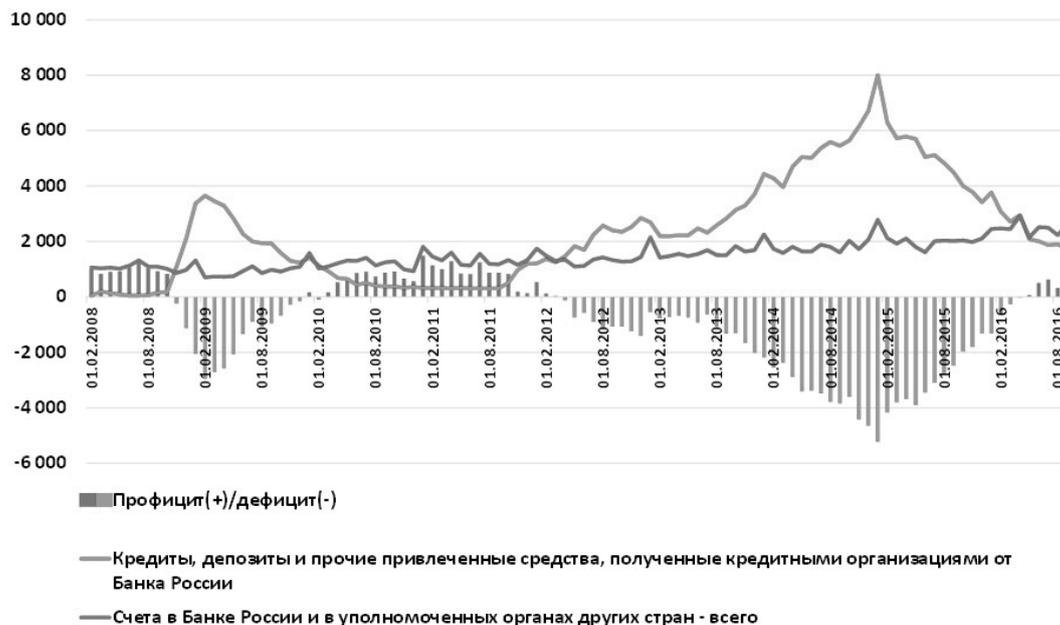


Рисунок 2. Динамика дефицита/профицита ликвидности в банковской системе РФ [3]

В связи с этим Банк России ориентирован в своей деятельности на сохранение существующей системы инструментов и процентного коридора, когда депозитные аукционы проводятся с максимальной ставкой, равной ключевой. В таких условиях ключевая ставка обретает свой смысл, выступая нижней границей ставок по предоставлению и верхней по абсорбированию ликвидности. При принятии решений Банк России ориентируется на прогнозы ситуации с банковской ликвидностью, показатели спроса на ликвидность и ее предложения.

Важную роль в деле регулирования банковской ликвидности играет и информационная составляющая. После того, как Банк России перешел к политике инфляционного таргетирования, заявления о будущих изменениях ключевой ставки приобрели особое значение [5, с.21].

В настоящее время основными коммуникационными каналами публикации сигналов об изменениях ключевой ставки выступают доклады об основных направлениях денежно-кредитной политики центрального банка и его официальные пресс-релизы. Они стимулируют банки к планированию своей текущей деятельности и готовят их к мероприятиям по предоставлению и абсорбированию ликвидности. В итоге сигналы об изменениях ключевой ставки, вовремя воспринятые участниками банковской системы, становятся дополнительным фактором ее стабильности.

Исследование официальных пресс-релизов Банка России, докладов о направлениях денежно-кредитной политики и ключевых макроэкономических показателей позволило установить, что ключевая ставка в 2014-2015 годах

изменялась не в полном соответствии с планируемыми изменениями, но достаточно близко к ним. Такая практика является важным индикатором действенности информационной политики Центробанка.

В то же время можно отметить низкий уровень доверия населения к проводимой Банком России политике в отношении ключевой ставки. Изменить ситуацию может лишь увеличение прозрачности денежно-кредитного регулирования через применение более четких сигналов относительно корректировок ключевой ставки в будущем.

Процесс регулирования банковской ликвидности через манипулирование ключевой ставкой требует обязательного учета ее связей с иными процентными инструментами. Основанием для этого служат правила рациональной процентной политики, специально разработанные Банком России и Минфином РФ.

1. Ставки по кредитам должны быть выше ключевой ставки процента. В частности, в начале осени 2016 года ставка ЦБ РФ по кредитам на срок до одного года составила 11,0%. В это же время ключевая ставка закрепились на уровне 10,0% [12]. В этот период превышение кредитных ставок над ключевой составило 1,0%. Учитывая, что в развитых странах этот показатель обычно находится на уровне 3,0-6,0%, можно предположить, что ключевая ставка ЦБ РФ может быть ниже существующего уровня на 3,0-5,0%.

2. Разность между ключевой ставкой и ставками по депозитам должна составлять не более 1,5п.п. Ныне при ключевой ставке 10,0% ставки по депозитным операциям Банка России установились на уровне 9,0% [12]. В итоге раз-

ница составила 1,0%. При этом в развитых странах мира этот показатель составляет порядка 0,1-0,3%. Такая тенденция свидетельствует о том, что существует возможность снижения ключевой ставки еще на 0,5%.

3. Ставки по государственным облигациям (ОФЗ) не должны превышать ключевую ставку больше, чем на 1,0%. Такое соотношение требует обязательного согласования процентной политики между Банком России и Минфином РФ. В 2016 году ставка по ОФЗ с погашением в 2017 году составляла 10,26% [12]. В развитых странах мира разница между ставками составляет менее 1,0%. Это говорит о том, что по этой позиции ключевая ставка России представляется вполне адекватной.

4. Ключевая ставка должна превышать ставки денежного рынка. В 2016 году на денежных рынках среднее значение ставки процента составило 9,72% [12]. В итоге превышение определилось на уровне 0,28%. В развитых странах ключевые ставки (ставки рефинансирования) превышают ставки денежного рынка менее чем на 2,0%. Следовательно, текущее значение

ключевой ставки вполне приемлемо для финансового рынка России.

Анализ выполнения правил рациональной процентной политики в процессе манипулирования ключевой ставкой Банка России свидетельствуют о том, что ее текущее значение вполне приемлемо для экономики РФ. В то же время существуют потенциальные возможности ее уменьшения на 0,5-1,5% в условиях дальнейшей стабилизации ситуации на валютном и товарном рынках, а также снижения уровня инфляции в экономике [9].

Для оценки возможности использования ключевой ставки в качестве инструмента регулирования банковской ликвидности оценим степень зависимости между ключевой ставкой Банка России, объемом денежной массы в обращении и уровнем инфляции в российской экономике и, далее исследуем соответствующие модели линейной регрессии. Для анализа был использован временной горизонт, в пределах которого ключевая ставка менялась особенно интенсивно – с сентября 2013 года по сентябрь 2016 года (табл. 1).

Таблица 1

Входные параметры модели линейной регрессии

	Ключевая ставка, % (X)	Объем денежной массы, млрд. руб. (Y1)	Уровень инфляции в экономике, % (Y2)
Сентябрь, 2013	5,50	28 779,20	0,21
Март, 2014	7,00	30 459,00	1,02
Июль, 2014	7,50	30 426,20	0,49
Ноябрь, 2014	9,50	30 268,40	0,56
Декабрь, 2014	10,50	30 625,60	0,51
Февраль, 2015	17,00	31 448,60	2,22
Март, 2015	15,00	31 716,40	2,21
Май, 2015	14,00	32 103,40	0,35
Июнь, 2015	12,50	32 310,20	0,19
Август, 2015	11,50	32 665,50	0,35
Сентябрь, 2015	11,00	33 030,70	0,57
Июнь, 2016	10,50	36 251,60	0,36
Октябрь, 2016	10,00	36 821,40	0,16

Получены следующие результаты. Коэффициент корреляции между переменными X и Y1 оказался равным 0,252. Этот коэффициент не является значимым на уровне 0,05 (и даже 0,1), так что говорить о наличии существенной связи между ключевой ставкой и объемом денежной массы нельзя, хотя положительное влияние X на Y1 более вероятно, чем отрицательное; уравнение регрессии имеет вид $Y1=30119,9 + 17912,6X$ – но, согласно вышесказанному, не является значимым и, тем самым, пригодным к практическому использованию.

Коэффициент корреляции между переменными X и Y2 оказался равным 0,598. Этот коэффициент уже является значимым на уровне 0,05 (p-значение 0,024). Таким образом, между величиной ключевой ставки и показателем инфляции в российской экономике существует положительная линейная зависимость. Соответствующее уравнение линейной регрессии имеет вид $Y2=-0,709 + 13,02X$. (рис.3).

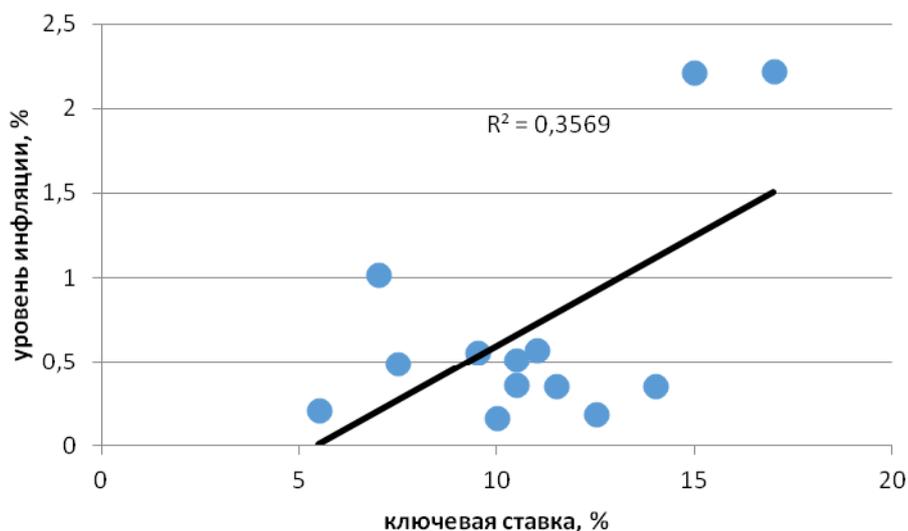


Рисунок 3. Положительная линейная зависимость между величиной ключевой ставки и уровнем инфляции в экономике России в 2013-2016 гг.

Приведенный выше анализ позволяет установить, что изменение ключевой ставки в большей степени влияет на уровень инфляции, нежели на величину денежной массы в обращении. Причина тому – прямое воздействие этого важного инструмента денежно-кредитной политики Банка России на функционирование банковского сектора. В частности, изменения ключевой ставки порождают аналогичные тенденции в тарифной политике коммерческих банков в отношении кредитно-депозитных операций. Удорожание или удешевление же заемных средств, в свою очередь, оказывает влияние на объем ликвидности в национальной экономике.

В связи с этим можно сделать вывод о том, что применение ключевой ставки Банком России в процессе регулирования банковской ликвидности не принесит ярко выраженного автономного эффекта. Данный инструмент денежно-кредитного регулирования слабо влияет на объем денежной массы в обращении и теряет свою эффективность в условиях профицита ликвидности.

Следовательно, использование ключевой ставки в трансмиссионном механизме регулирования объема банковской ликвидности можно рассматривать лишь в качестве одного из возможных способов реализации денежно-кредитного регулирования в РФ. Многие исследователи считают, что такая ситуация является следствием ориентации ключевой ставки исключительно на краткосрочные инструменты, в частности кредиты «овернайт» [14, с. 289].

Отдельные экономисты также считают, что в условиях структурного профицита ликвидности импульсы денежно-кредитного регулирования могут оказаться более действенными при

условии смягчения самой политики – применение интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке, а также расширение существующего процентного коридора [11, с. 6].

Более того, наблюдается зависимость между величиной ставки и ситуацией на валютном рынке и стремление сохранить положительное значение ключевой ставки даже при неблагоприятных изменениях в финансовом секторе экономики [10]. Непредсказуемый же сценарий изменений рассматриваемого инструмента монетарной политики порождает неопределенность на финансовом рынке.

Принимая во внимание тот факт, что ныне в России еще не до конца урегулирован вопрос применения ключевой ставки в качестве действенного инструмента регулирования ликвидности в банковском секторе, а также при наличии у нее потенциальных возможностей для этого, можно сформулировать рекомендации, направленные на преодоление существующих противоречий.

1. Ключевая ставка должна применяться в сочетании с иными инструментами денежно-кредитного регулирования (нормой обязательных резервных требований, операциями на открытом рынке) с обязательной предварительной оценкой их совокупного эффекта.

2. Существующее значение ключевой ставки может быть снижено на 0,5-1,5%, что обеспечит стимулы к более эффективному использованию ликвидности в банковской сфере.

3. Изменение ключевой ставки и связанных с нею механизмов абсорбирования и предоставления ликвидности не должно быть привязано к вариациям валютного курса, поскольку в противном случае выявляется зависимость денежно-кредитной политики центрального

банка от направления валютного регулирования, что уводит ее от решения стратегических задач.

4. Динамика ключевой ставки должна быть определена, по меньшей мере, в рамках годового временного горизонта. При этом Банк России должен формировать эффективные сигналы по поводу последующего изменения показателя и доводить их до основных участников банковского рынка.

5. В вопросе манипулирования ключевой ставкой в условиях структурного дефицита банковской ликвидности имеет смысл рассмотреть результативный опыт Польши, Южной Кореи, Чехии, Израиля и Чили, в которых центральные банки достаточно успешно осуществляют управление рыночными ставками в условиях профицита ликвидности путем формирования эффективного процентного коридора.

Подводя итог, важно подчеркнуть, что в условиях режима инфляционного таргетирования ключевая ставка при условии ее эффективной адаптации может оказаться действенным инструментом влияния не только на значения депозитных и кредитных ставок, но также на состояние банковской ликвидности. Применение ключевой ставки в качестве ориентира процентного регулирования, способного решать задачи абсорбирования и предоставления ликвидности, вполне оправдано в том случае, если существующие ныне противоречия будут должным образом урегулированы.

Крайне важным представляется также и расширение временного горизонта прогнозирования ключевой ставки, что может существенно повысить ее эффективность как инструмента денежно-кредитной политики. При этом сигналы ее изменения должны четко и своевременно доводиться до сведения всех участников банковского рынка.

Литература

1. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Красавина Л. Н., Лаврушин О. И., Масленников В. В. Ключевые аспекты современной денежно-кредитной политики России: мнение экспертов // Экономика, налоги и право. - №1. - 2016. - С. 6-15.
2. Абрамова М. А., Красавина Л. Н., Криворучко С. В., Лаврушин, О. И., Федотова М. А. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики России на ближайшие три года: мнение экспертов // Экономика. Налоги. Право. - 2015. - № 1. - С. 6-12.
3. Блинов С. Профицит ликвидности – чем раньше, тем лучше. Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://stolypinsky.club/2016/11/17/profitsit-likvidnosti-chem-ranshetem-luchshe/>
4. Егунова А.В. Анализ эффективности применения современных инструментов ДКП на примере ключевой ставки Банка России // Проблемы экономики, финансов и управления производством. Сборник научных трудов вузов. Тридцать девятый выпуск. Иваново, ИГХТУ 2016, С.43-49.
5. Кузнецова О.С., Мерзяков С.А. Сигналы о будущих изменениях ключевой ставки как инструмент информационной политики Банка России // Деньги и кредит. - №11. - 2016. - С. 19-25.
6. Организация денежно-кредитного регулирования: Учеб.пособие /Ю.А.Соколов, С.Е.Дубова, А.С.Кутузова. - М.:Флинта: НОУ ВПО «МПСИ», 2011. - 264 с.
7. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики России на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. Центральный банк Российской Федерации, 2014.
8. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов. Центральный банк Российской Федерации, 2015.
9. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов. Центральный банк Российской Федерации, 2016.
10. Пенкин С. Профицит ликвидности в российской банковской системе. Электронный ресурс]. Режим доступа: http://arb.ru/b2b/discussion/profitsit_likvidnosti_v_rossiyskoy_bankovskoy_sisteme_chast_1_prichiny_i_proyavl-10017292/
11. Полонский А.Э. Управление ликвидностью банковского сектора в условиях перехода к структурному профициту // Деньги и кредит. - №10. - 2016. - С. 3-7.
12. Процентные ставки по операциям Банка России. Официальный сайт Банка России. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/rates_table_16.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976
13. Система инструментов денежно-кредитной политики. ЦБ РФ. Официальный сайт Банка России. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/system.htm&pid=dkp&sid=ITM_64117
14. Фитузов В.В. Анализ действенности инструментов денежно-кредитной политики Банка России // Вестник научных конференций. ООО «Консалтинговая компания Юком» (Тамбов). - № 4-5 (9). - 2016. - С. 288-290.