

УДК 336.7

О.А. ЗОЛОТАРЕВА, канд. эконом. наук, доцент,
заведующий кафедрой банковского дела¹

А.А. МИНЧЕНКО, ст. преподаватель
Гомельский филиал Международного университета «МИТСО»,
г. Гомель, Республика Беларусь

О.А. ТЕЛЯК, канд. эконом. наук,
доцент кафедры банковского дела¹

И.А. ЯНКОВСКИЙ, канд. эконом. наук, доцент,
декан банковского факультета¹,
¹Полесский государственный университет,
г. Пинск, Республика Беларусь

АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЦЕНТНОГО КАНАЛА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

Аннотация. Для стран с развитой экономикой характерна доминирующая роль процентного канала в осуществлении монетарной политики. В статье проведена оценка эффективности процентного канала монетарной политики Национального банка Республики Беларусь на основе трех верификационных критериев: роль аукционных операций, ширина коридора по инструментам предоставления и изъятия ликвидности, волатильность ставки МБК и величина спреда между ставкой МБК и ставкой рефинансирования.

Традиционный механизм монетарной трансмиссии строится на предположении, что рыночные процентные ставки эластичны по отношению к базовой ставке центрального банка, которая влияет на соответствующие ставки денежного рынка, а, следовательно, на уровень потребления, сбережения и инвестиционные решения. Этот трансмиссионный канал обычно называют каналом процентной ставки и до недавнего времени в развитых странах он являлся основным трансмиссионным каналом денежно-кредитной политики. (Рисунок 1). В основе практических действий по запуску процентного канала лежат кейнсианские идеи о том, что денежно-кредитная политика должна быть сфокусирована на условиях кредитного рынка. В качестве таковых предполагается использование некоторых долгосрочных норм процента (доходов по долгосрочным правительственным ценным бумагам или по коммерческим облигациям), поскольку считается, что норма процента наиболее непосредственно воздействует на уровень расходов в экономике. Решение об инвестициях в реальный капитал принимается после сравнения возможной прибыли от инвестирования с доходом, который

можно получить, помещая данную сумму денег в банк или покупая ценные бумаги.

Увеличение денежного предложения, а по Тобиновской версии и увеличение немонетарных активов, приводит к изменению набора относительных процентных норм дохода, то есть вызывает действие эффекта размещения портфеля. Современные модели дополняют передаточный механизм некоторыми существенными положениями. Прежде всего, положением о том, что изменение нормы процента влияет не только на инвестиции, но и на потребительские товары длительного пользования, которые являются компонентой потребления, а не инвестиций. Во-вторых, они используют более широкий портфель ценных бумаг, включающий облигации, акции, производные финансовые инструменты. Допускается также, что расширительная денежно-кредитная политика увеличивает суммарное богатство, приводя тем самым к росту автономного потребления.

Наконец, современная теория при анализе эффекта изменений ключевой процентной ставки учитывает балансовый канал, называемый еще каналом финансового акселератора [1], а также канал банковского кредитования [2].

Итак, в основе трансмиссии процентного канала денежно-кредитной политики лежат эффект размещения портфеля, эффект богатства, балансовый эффект, канал банковского кредитования. В последние десятилетия в структуре трансмиссионного механизма все более активную роль играет канал ожиданий, характеризующий влияние изменений в процентной политике на экономическое поведение субъектов экономики.

Процентные ставки, используемые в качестве базовых, отличаются в разных странах. Выбор процентной ставки определяется степенью развития кредитно-финансовой системы, ее институциональной структурой, экономическими условиями и традициями, а также целями регулятора.

В США, например, важнейшими в системе процентных ставок являются: учетный процент по займам центрального банка, ставка по краткосрочным казначейским векселям, межбанковская ставка по однодневным ссудам (ставка по федеральным фондам). Таргетируемой центральным банком процентной ставкой является ставка по федеральным фондам (Target Fed Fund Rate).

Ставка по федеральным фондам, являясь операционной целью, служит инструментом достижения промежуточной цели – долгосрочной ставки процента. Этот вектор основывается на «чистой» экспектационной теории временной структуры процентных ставок, которая была разработана Дж. Хиксом. Признавая внутреннюю неопределенность кредитного рынка, денежно-кредитные власти, тем не менее, исходят из тесной взаимосвязи между процентными ставками денежного рынка и ставками рынка ссудных капиталов. На этом построены практические действия центральных банков по регулированию уровня краткосрочных процентных ставок.

Европейским аналогом ставки по федеральным фондам является ставка рефинансирования (Refinancing Tender). Это минимально возможная ставка по кредитам, которые Евросистема предлагает банковскому сектору сроком на одну неделю, а также сроком на 1, 3, а в период кризиса 6, 12, 36 месяцев. С помощью этой ставки ЕЦБ влияет на условия межбанковского рынка кредитов. По сути, она является бенчмарком для межбанковской ставки овернайт. Управляющий совет ЕЦБ устанавливает также процентные ставки по постоянно доступным инструментам поставки и изъятия ликвидности. Базовая ставка, как правило, определяет центр коридора: ставки по постоянно доступным инструментам предоставления/изъятия ликвидности устанавливаются симметрично на краях этого коридора с равным спредом выше/ниже базовой ставки. Кредиты овернайт по постоянным инструментам (Marginal Lending Facility) предоставляются по ставке выше ставки рефинансирования и представляют собой аналог дисконтного окна ФРС. Это верхняя граница ставок на межбанковском рынке. Нижней границей является ставка по депозитам овернайт в ЕЦБ (Deposit Facility). По этим ставкам Евросистема привлекает избыточные резервы банковской системы. В июле 2012 года ее значение снизилось до нуля. В июне 2014 года ЕЦБ принял беспрецедентное решение по снижению ставки до отрицательного значения. С 16 марта 2016 года она составляет $-0,4\%$. Ставка по постоянным инструментам предоставления ликвидности – $0,25\%$, базовая ставка снижена до 0% .

В течение последних двадцати лет на развитых рынках преобладала общая тенденция снижения процентных ставок. В течение кризиса она усилилась в результате целенаправленных действий центральных банков (рисунок 2).

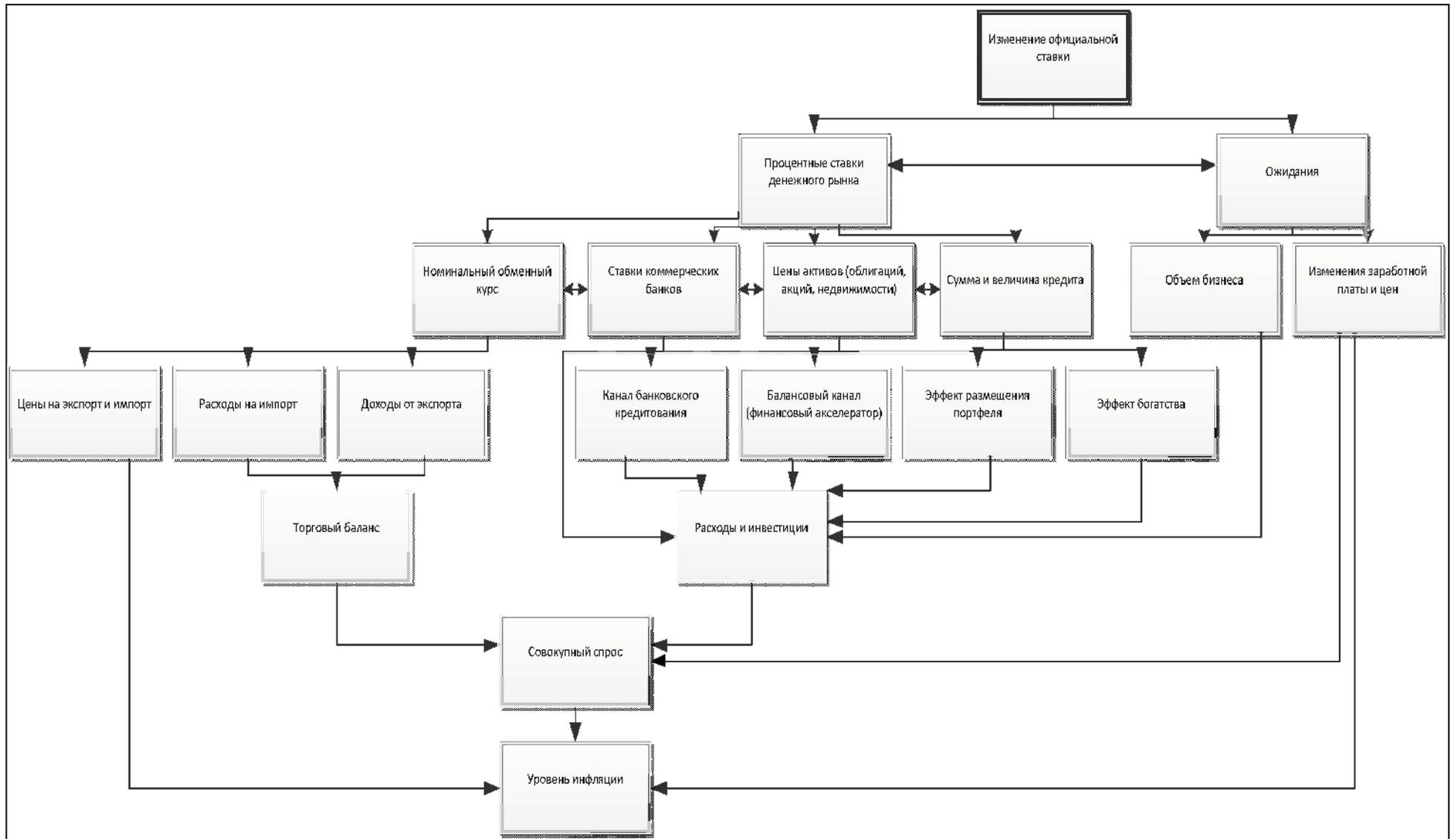


Рисунок 1 – Процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (составлено авторами)

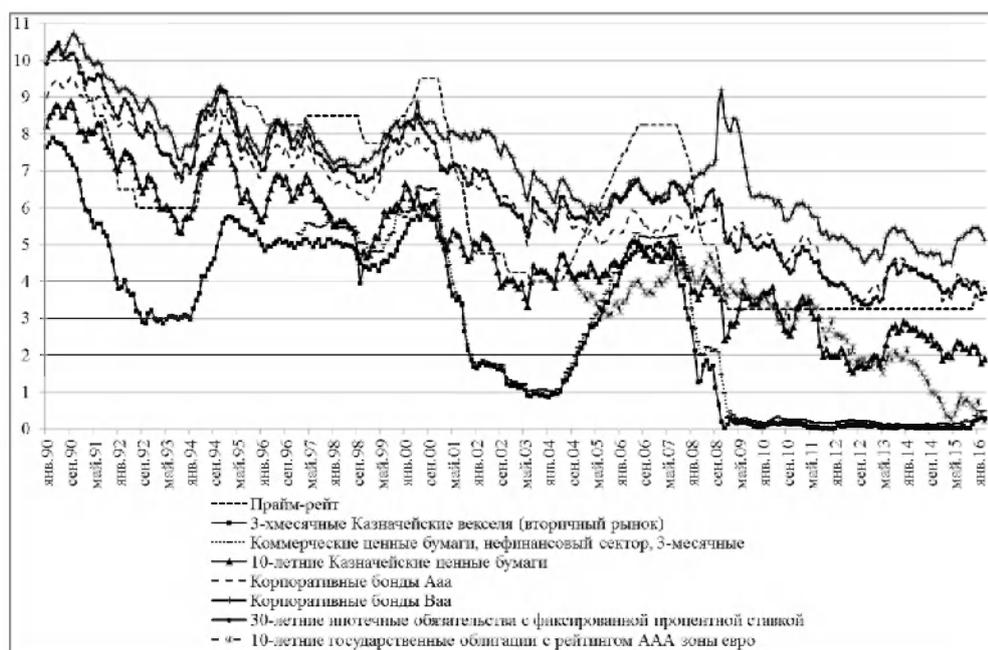


Рисунок 2 – Динамика основных процентных ставок в 1990-2015 г.г.

Источник: составлено по данным ФРС и ЕЦБ [3; 4]

Снижение ставок приводит к ослаблению роли традиционных инструментов монетарной политики. Тем не менее, для стимулирования спроса центральные банки развитых стран намеренно идут на еще большее снижение процентных ставок. Но слабая реакция заемщиков вынуждает денежно-кредитные власти этих стран идти на фискальные по своей сути меры количественного смягчения. Ключевая ставка трансформируется из инструмента непосредственного воздействия на уровень рыночных процентных ставок в инструмент оповещения субъектов рынка о предполагаемых действиях денежно-кредитных властей.

Характерными чертами процентной политики центральных банков развитых стран являются: 1) узость коридора, образуемого процентными ставками по постоянно доступным инструментам поддержания и изъятия ликвидности, 2) низкий уровень ставок, 3) стабильность и предсказуемость процентной политики для субъектов финансового рынка, ключевые ставки изменяются редко, пошагово и на фиксированную величину.

Процентная политика центрального банка считается эффективной, если ставки по однодневным межбанковским кредитам находятся на уровне, близком к ключевой ставке. Исходя из этого оценку эффективности процентной политики Национального банка за период с 2000 по 2015 годы проведем по следующим параметрам: роль аукционных операций в регулировании ликвидности; ширина

коридора процентных ставок по операциям поддержания и изъятия ликвидности; волатильность ставки МБК и величина спреда между ставкой рефинансирования и ставкой МБК в национальной валюте.

Национальный банк воздействует на динамику процентных ставок денежного рынка и прежде всего ставку однодневного МБК посредством проведения операций трех типов: постоянно доступных, двусторонних и операций на открытом рынке.

Постоянно доступные операции дают возможность быстро обеспечить банковскую систему необходимой ликвидностью в автономном режиме. Они создают запас времени Национальному банку для принятия решений по тактическим вопросам рефинансирования банков. Рефинансирование в данном случае носит краткосрочный характер. Ставка процента по постоянно доступным инструментам носит штрафной характер.

Двусторонние операции предназначены для ограниченного рефинансирования банковской системы в условиях непредвиденных значительных изъятий ликвидности при использовании банками индивидуальных лимитов по постоянно доступным операциям и обладают теми же характеристиками, за исключением автономности. Предоставление ресурсов в рамках двусторонних операций ориентировано на ограниченную поддержку текущей ликвидности и предполагает положительное волеизъявление Национального банка. О совершении двусторонних операций

не сообщается другим банкам ни до совершения операций, ни после их завершения. Национальный банк может отказать банку в рефинансировании посредством двусторонних операций, не обосновывая причину отказа. Процентные ставки по двусторонним операциям также носят штрафной характер, а обращение банков к данному рефинансированию свидетельствует о серьезных проблемах с ликвидностью и основанием для более внимательного контроля со стороны регулятора. В настоящее время двусторонние и постоянно доступные операции могут проводиться ежедневно сроком на один день. Краткосрочность этих операций направлена на развитие третьего вида операций Национального банка по регулированию текущей ликвидности – операций на открытом рынке, или аукционных операций.

При формировании существующей структуры операций Национального банка и процентных ставок по ним предполагалось, что операции на открытом рынке должны иницироваться и проводиться Национальным банком в целях сглаживания более долгосрочных колебаний ликвидности. Процентная ставка по ним должна являться ориентиром для однодневной ставки МБК. Предполагалось, что эти операции станут основными в регулировании текущей ликвидности банковской системы и будут проводиться в соответствии с установленным Национальным банком на квартал графиком, еженедельно по средам на срок 7 дней и ежемесячно в последний рабочий день периода выполнения резервных требований на срок 1 день. Уже начиная с 2004 года, в Основных направлениях денежно-кредитной политики аукционные операции определялись как основной инструмент регулирования ликвидности и формирования ставок межбанковского рынка. Позиционировалось, что процентная ставка, формируемая на рыночной основе под влиянием спроса и предложения в ходе аукциона, наиболее полно отражает состояние текущей ликвидности банковской системы и является индикатором состояния денежного рынка. И уже к 2008 году аукционные операции стали играть существенную роль в операциях регулирования текущей ликвидности банковской системы. С развитием аукционных инструментов роль ставки рефинансирования в формировании процентных ставок финансового рынка должна была задавать минимальный уровень процентных ставок по аукционным операциям предостав-

ления ликвидности и максимальный уровень процентных ставок по аукционным операциям изъятия ликвидности.

Анализ состава, структуры и динамики операций поддержки и изъятия ликвидности по обороту и остатку за период с 2000 по 2015 годы (таблица 1), показывает активизацию роли аукционных операций с 2003 по 2008 годы, сохранение ими значительного удельного веса в рефинансировании в 2009-2010 годы и существенное снижение их доли в составе операций регулирования текущей ликвидности в 2011 году.

Начиная с 2012 года, в рефинансировании стали преобладать двусторонние операции, а в операциях изъятия ликвидности – постоянно доступные. В 2014 году доля двусторонних операций в рефинансировании составила 98,9% по обороту и 96% – по остатку, в 2015 году – сократилась до 41,5% и 43,4% соответственно.

Структура процентных ставок Национального банка по операциям поддержки и изъятия ликвидности предполагает, что ставка однодневного МБК в Республике Беларусь и ставки по аукционным операциям Национального банка, должны находиться в коридоре, устанавливаемом постоянно доступными инструментами предоставления и изъятия ликвидности. Посредством сужения коридора денежно-кредитные власти стремятся усилить действие процентного канала трансмиссионного механизма.

Со времени установления нынешней структуры процентных ставок, 17. 03. 2008 года, и до марта 2011 года происходило постепенное сужение коридора с 15 до 9 п.п. Это существенно ограничивало волатильность процентных ставок денежного рынка. По мере разрастания валютного кризиса 2011 года и усиления оттока депозитов в национальной валюте, Национальный банк повышал ставку рефинансирования. В течение 2011 года она повысилась с 10,5 до 45 процентов годовых.

Процентные ставки по постоянно доступным инструментам поддержки и изъятия ликвидности были подняты с 16 до 70% и с 7 до 30% соответственно. Процентные ставки по аукционным операциям поддержки ликвидности в этот период приблизились к верхней границе процентного коридора. Ставки по двусторонним сделкам регулирования ликвидности были повышены до уровня ставок по постоянно доступным инстру-

ментам. Ширина коридора была увеличена к концу 2011 года до 40 п. п. (рисунок 3).

Начиная с 2012 года, предпринимались меры по постепенному сужению коридора, однако по состоянию на 01.01.2014 величина коридора была еще достаточно высокой – 15 п.п. В последующем происходило некоторое сужение коридора вплоть до декабря 2014 года, когда были предприняты меры по повышению ключевых процентных ставок с целью ограничения девальвационных ожиданий населения и субъектов хозяйствования. В

настоящее время ширина коридора составляет 14 п.п. Большая величина коридора, а также увеличение его в периоды финансовой нестабильности свидетельствуют о слабости процентного канала денежно-кредитной политики и недостаточной эффективности действий Национального банка в следовании операционной цели.

На рисунке 4 представлена динамика ставки однодневных МБК в национальной валюте с 2003 года по настоящее время по среднемесячным данным.

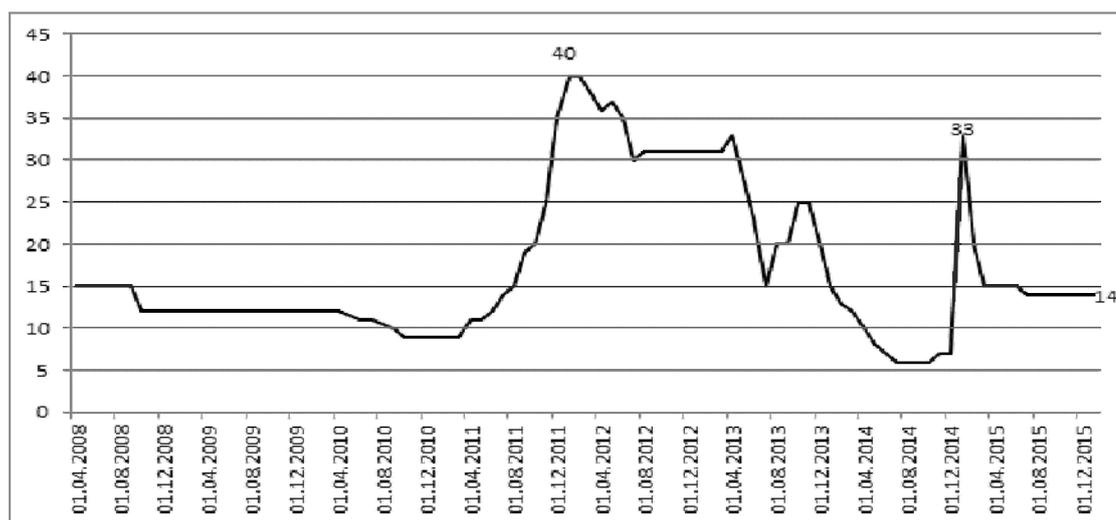


Рисунок 3 – Динамика ширины коридора процентных ставок Национального банка по операциям поддержания и изъятия ликвидности, п.п.

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [6]

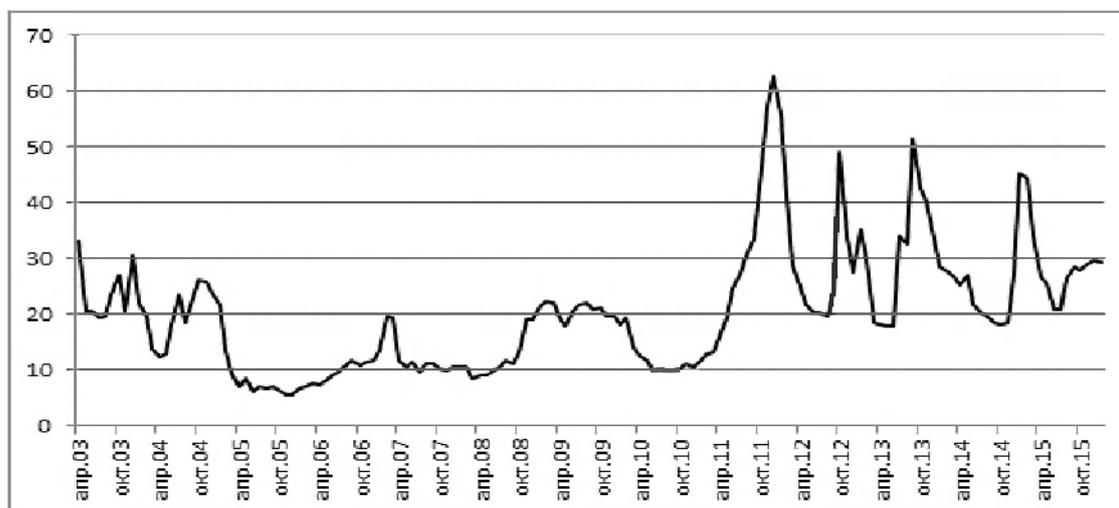


Рисунок 4 – Динамика средней процентной ставки на рынке однодневных МБК в национальной валюте, %

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [7]

График показывает существенное увеличение волатильности со второй половины 2011 года. Для количественного определения исторической волатильности за 2003-2015 годы было рассчитано стандартное отклоне-

ние однодневной ставки МБК на основе среднемесячных данных о ее величине. Его общее значение за период составило 19,75 п. п. Расчет волатильности по годам за данный

промежуток времени представлен на рисунке 5.

Как видно из графика, наиболее низкой волатильностью ставки МБК отличались в 2006 и 2009 годах. Наибольшую волатильность показывают 2003, 2012 и 2013 годы.

Проявлением волатильности является и выход ставки однодневного МБК за пределы установленного коридора. Наиболее значимые периоды: ноябрь и декабрь 2008 года, февраль и июнь 2009 года, март и октябрь 2012, июль-октябрь 2013 года, январь-февраль 2015. 2008-2009 годы характеризовались ухудшением ситуации на рынке МБК в результате первой волны финансово-экономического кризиса и связанных с ним изменений внешнеэкономической конъюнктуры. Выходу ставки МБК за пределы коридора способствовала также жесткая денежно-кредитная политика Национального банка Республики Беларусь в 2009 - начале 2010

годов, предпринимаемая в рамках программы stand-by Международного Валютного Фонда. В период валютного кризиса в Республике Беларусь в 2011 году, начиная с мая, ставка МБК находилась у верхней границы коридора. Волатильность ставки МБК возрастала в периоды повышенного спроса на ликвидность осенью 2012 года, а также в июле – октябре 2013 года. Соотношение основных ставок Национального банка и однодневного МБК по среднемесячным значениям в динамике показано на рисунке 6. Анализ величины и динамики спреда между ставкой по однодневным МБК и ставкой рефинансирования за период с 2003 по 2015 годы позволил выделить несколько периодов относительно низких и очень высоких спредов. Динамика спреда по среднемесячным данным представлена на рисунке 7.

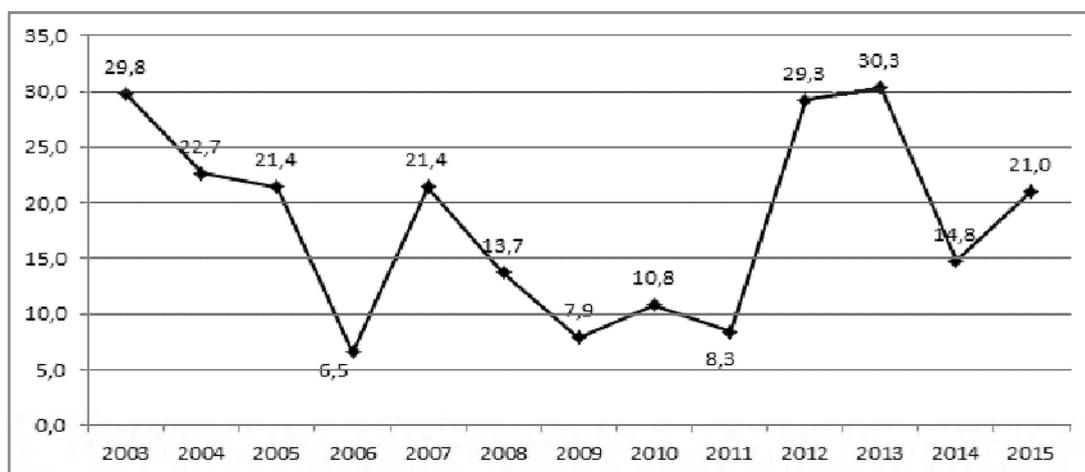


Рисунок 5 – Динамика волатильности ставки МБК по годам за период с 2003 по 2015 годы

Источник: рассчитано на основании данных Национального банка Республики Беларусь



Рисунок 6 – Динамика ставок по операциям Национального банка Республики Беларусь на финансовом рынке

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [6; 7]

Таблица 1 – Динамика структуры операций регулирования текущей ликвидности в 2000-2015 г.г.

Год	Операции поддержки ликвидности								Операции изъятия ликвидности			
	ПДО		Двусторонние		ООР		Прочие		ПДО		ООР	
	оборот	остаток	оборот	остаток	оборот	остаток	оборот	остаток	оборот	остаток	оборот	остаток
2000	47,7	22,6	43,2	64,6	9	12,8	0,0	-	89,1	62,4	10,9	37,6
2001	38,3	9,5	59,1	80,3	3,0	10,2	0,0	-	93,7	62,8	6,3	37,2
2002	72,7	30,2	26,9	67,7	0,4	2,1	0,0	-	95,5	83,6	4,5	16,4
2003	49,6	19	46,2	22,7	4,2	58,3	0,0	-	89,9	58,3	10,1	41,7
2004	52,5	7,7	25,5	38,2	21,9	54,1	0,0	-	97,9	89,1	2,1	10,9
2005	85,7	9	6,3	24,8	7,9	66,2	0,0	-	78,2	37,1	21,8	62,9
2006	56,6	2,5	7,5	4,3	36,0	93,2	0,0	-	30,9	6,4	69,1	93,6
2007	65,1	29	18,4	21,1	16,5	49,9	0,0	-	3,3	1,1	96,7	98,9
2008	62,8	24,8	10,1	6,3	21,3	44,2	5,8	24,6	3,7	0,8	96,3	99,2
2009	54,5	19,3	23,5	11,6	18,5	55,4	3,5	13,7	100,0	100	0,0	0,0
2010	33,0	7,9	46,7	48,3	19,4	31,3	0,9	12,5	34,2	4,5	65,8	95,5
2011	66,3	40,4	30,2	25,5	2,8	8	0,7	26,1	57,0	31,6	43,0	68,4
2012	0	0	93,5	88,7	6,5	5,9	0,0	5,4	92,4	55,2	7,6	44,8
2013	0	0	86,8	69,7	13,2	30,3	0	0	99	85	1	15
2014	0	0	98,9	96	0	0	1,1	4	84,1	34,5	15,9	65,5
2015	28,7	12,2	41,5	43,4	29,8	41	0	3,4	65,4	25	34,6	75

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [5]

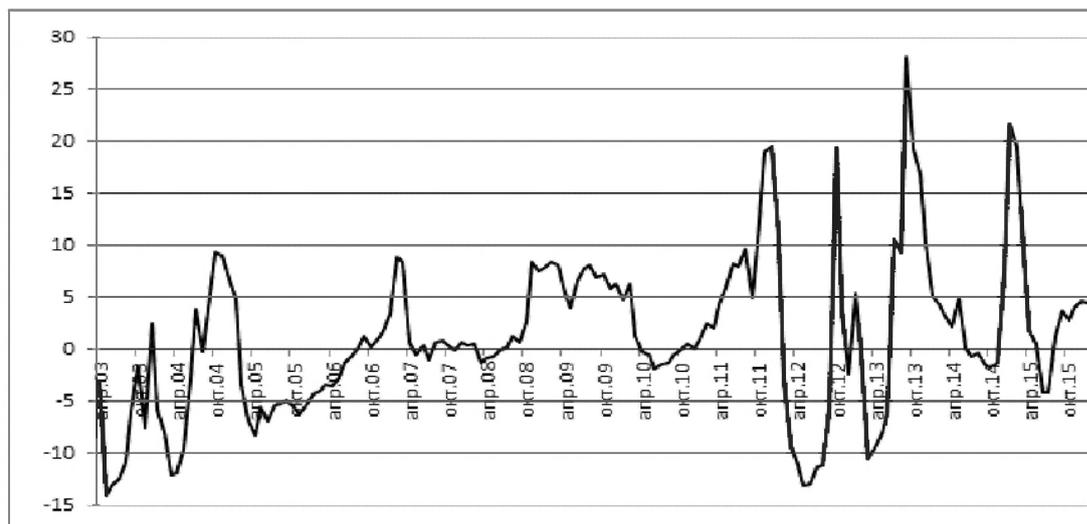


Рисунок 7 – Динамика спреда между процентной ставкой по однодневным МБК в белорусских рублях и ставкой рефинансирования

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [6; 7]

Как видно из данных рисунка наиболее низкие показатели спреда наблюдались в 2006 году, в периоды с марта 2007 года по октябрь 2008 года, а также с марта 2010 по март 2011 года. Периоды высоких спредов (свыше 10 п. п.) – октябрь 2011-январь 2012 года, октябрь 2012 года, июль – декабрь 2013 года, январь-февраль 2015 года. Наибольшая величина спреда приходилась на декабрь 2011, сентябрь 2013, январь 2015, февраль 2015 годов – 19,37, 28, 21,5, 19,4 п. п. соответственно.

Итак, все три верификационных критерия – роль аукционных операций, ширина коридора по инструментам предоставления и изъятия ликвидности, волатильность ставки МБК и величина спреда между ставкой МБК и ставкой рефинансирования, – будучи препарированными статистическим анализом, показывают недостаточную действенность процентного канала денежно-кредитной трансмиссии в Республике Беларусь.

В 2015 году Национальный банк перешел к режиму монетарного таргетирования. При монетарном таргетировании процентная политика носит подчиненный характер по отношению к задаче управления денежным предложением. Если в предыдущие годы основным инструментом регулирования ликвидности считались процентные ставки, то начиная с мая 2015 года, основной упор был сделан на самом объеме ликвидности, предоставляемом Национальным банком. Основными операциями поддержания ликвидности стали аукционы без ограничения максималь-

ной и минимальной ставок, возобновилось использование постоянно доступных инструментов, существенно снизилась роль двусторонних операций. Поскольку официальный переход к режиму монетарного таргетирования произошел относительно недавно, оценить его эффективность еще не представляется возможным. Тем не менее, поскольку данный режим рассматривается Национальным банком как переходный к режиму инфляционного таргетирования, роль процентного канала в монетарной политике должна усиливаться. Возможность реального перехода к режиму инфляционного таргетирования и действенность процентного канала мы связываем с развитием финансового рынка в Республике Беларусь.

Работа выполняется при поддержке Белорусского республиканского фонда фундаментальных исследований по договору от 4 мая 2015 года № Г15Р-040.

Литература

1. Bernanke, B. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework / B. Bernanke, M. Gertler // Working Paper 6455. NBER Working Paper Series. 1998 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w6455.pdf>, свободный. – Title of screen.
2. Bernanke, B. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission / B. Bernanke, M. Gertler // Journal of Economic Perspectives — Volume 9, Number 4 – Fall 1995 — P. 27–48

- [Electronic resource]. – Mode of access : <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.9.4.27>, свободный. – Title of screen.
3. Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A – Par yield curve rate, 10-year maturity – Euro, provided by ECB (Financial market data – yield curve) / Statistical Data Warehouse [Electronic resource]. – Mode of access : http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=165.YC.B.U2.EUR.4F.G.N.A.SV.C.YM.PY.10Y, свободный. – Title of screen.
 4. Selected Interest Rates (Daily) - H.15 / Economic Research & Data / Board of Governors of the Federal Reserve System [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm#top>, свободный. – Title of screen.
 5. Информация об операциях Национального банка Республики Беларусь по регулированию текущей ликвидности банковской системы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.nbrb.by/mp/liquidity/NBB_Operations.xls, свободный. – Загл. с экрана.
 6. Ставки по операциям Национального банка Республики Беларусь на финансовом рынке / Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nbrb.by/statistics/PrStavkiNbrb/prstavki.asp>, свободный. – Загл. с экрана.
 7. Ставки межбанковского рынка / Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа. : <http://www.nbrb.by/statistics/PrStavkiN/>, свободный. – Загл. с экрана.

ZOLOTAREVA Olga

MINCHENKO Anatoliy

TELYAK Oksana

JANKOWSKI Igor

ANALYSIS OF THE EFFECTIVENESS OF THE INTEREST RATE CHANNEL OF MONETARY POLICY IN THE REPUBLIC OF BELARUS

Summary. The dominant role of the interest rate channel of monetary policy is typical for developed economies. The article provides an assessment of the effectiveness of interest rate channel of the National Bank of the Republic of Belarus monetary policy on the basis of three criteria: the role of auction transactions, the width of the corridor by providing tools and withdrawal of liquidity, volatility of interbank rates and the value of the spread between the interbank rate and the refinancing rate.

© Золотарева О.А., Минченко А.А., Теляк О.А., Янковский И.А.

Статья поступила 11 апреля 2016г.