

УПРАВЛЕНИЕ ЛИКВИДНОСТЬЮ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА БАНКОМ РОССИИ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ: ОПЕРАЦИИ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ И АБСОРБИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ

В рамках перехода к режиму инфляционного таргетирования, Банк России изменил мандат своей деятельности: теперь конечной целью монетарной политики является ценовая стабильность, которая сменила устойчивость валютного курса, преследуемую в соответствии с предыдущим режимом. Основным инструментом, находящимся в распоряжении и позволяющим регулятору обеспечить стабильно низкие и предсказуемые темпы инфляции в среднесрочной перспективе, является ключевая ставка, манипулируя которой Банк России косвенно направляет динамику краткосрочных номинальных процентных ставок денежного рынка. В статье представлено описание произошедшей структурной реорганизации круга инструментов управления ликвидностью денежного рынка за период 2013–2018 гг., а также произведен анализ динамики объемов операций предоставления и абсорбирования ликвидности.

Ключевые слова: монетарная политика, операции предоставления и абсорбирования ликвидности, ключевая ставка, Банк России, денежный рынок.

Смещение акцента в порядке приоритетного применения отдельных инструментов монетарной политики Банка России зависит от сложившейся конъюнктуры макроэкономических условий и задекларированных конечных целей, предопределяющих выбор наиболее оптимального режима проводимой линии действий. На современном этапе Банк России последовал примеру многих стран по утверждению ценовой стабильности, как конечной цели монетарной политики. Эволюция теоретических представлений и осмысление опыта практической реализации такого подхода [8; 9], позволили сформулировать экономическому сообществу наиболее оптимальный вариант конфигурации режима инфляционного таргетирования монетарной политики, который характеризуется следующими пунктами:

1. Публично заявленная цель по количественному показателю инфляции в среднесрочной перспективе (как правило, целевым индикатором выступает индекс потребительских цен – ИПЦ).

2. Институциональное закрепление ценовой стабильности в качестве основной цели монетарной политики регулятора, в отношении которой остальные задачи носят подчиненный характер.

* Парфенов Александр Сергеевич – специалист-эксперт отдела статистики предприятий Территориального органа Федеральной службы Государственной статистики (Росстат) по Иркутской области (Иркутскстат), г. Иркутск; магистрант, кафедра финансов и финансовых институтов, Байкальский государственный университет, г. Иркутск, a-parfienov@mail.ru.

3. Разработка релевантной достижению конечной цели стратегии, включающей информационное освещение всех факторов, определяющих решения об изменении параметров проводимой монетарной политики.

4. Повышение информационной прозрачности проведения монетарной политики Центрального банка через снижение коммуникативных барьеров с широкой публикой, прежде всего, в части планов, целей, задач и результатов монетарной политики.

5. Повышение уровня подотчетности результатов деятельности Центрального банка перед обществом в целом [7].

Банк России окончательно перешел к режиму инфляционного таргетирования в 2014 г. Этому предшествовал комплекс действий, направленных как на реорганизацию системы предоставления и абсорбирования ликвидности, так и процентной политики, которые являются основополагающими инструментами монетарной политики для достижения ценовой стабильности.

Прежде перед Банком России стояла задача выстраивания эффективной системы процентного коридора. Отечественный экономист С. Р. Моисеев отмечал, что в качестве двух главных задач такого предприятия выступали: «Во-первых, ставки межбанковского рынка должны двигаться с незначительной вариацией в одном направлении со ставками Банка России. Процентная политика должна не следовать за рынком, а формировать его условия. Во-вторых, в результате влияния процентной политики Центрального банка межбанковский рынок должен обрести характеристики эффективного, надежного и гибкого механизма перераспределения ликвидности. На практике это означает уменьшение волатильности краткосрочных процентных ставок, снижение уровня ставок, равный доступ банков к инструментам постоянного действия и оперативную реакцию на изменение внешних условий» [1].

Таким образом, основной процентной ставкой, изменяя значение которой Банк России задает тон для движения ставок денежного рынка, стала ключевая ставка (до ее ввода – ставка рефинансирования). Она же легла в основу установления границ процентного коридора. Нижняя граница отражает минимальную стоимость размещения избыточной ликвидности для кредитных организаций, а верхняя – максимальную ставку заимствований межбанковском рынке в целом. Сама ключевая ставка представляет собой стоимость операций недельного РЕПО под залог ценных бумаг из Ломбардного списка. Банк России выбрал вариант симметричного процентного коридора с размерностью в два процентных пункта. В целом регулятору удавалось за весь период (за исключением декабря 2014 г.) инфляционного таргетирования удерживать рыночные процентные ставки в пределах установленных границ, что свидетельствует о существовании прочного потенциала для повышения эффективности трансляции решений монетарной политики именно через процентный канал трансмиссионного механизма.

Существенную роль в новой конфигурации стали играть операции по предоставлению и абсорбированию ликвидности. Если операции предоставления ликвидности означают рефинансирования кредитных организаций, т.е. реализацию функции Банка России как кредитора в последней инстанции, то операции абсорбирования ликвидности, напротив, служат механизмом управления ее

в случае избыточного предложения на рынке. При этом, важно иметь в виду, что Банк России, оперируя понятием ликвидности банковского сектора, понимает его в узком смысле, т. е. как «объем денег на корреспондентских счетах банков, используемый для проведения расчетов» [6].

Как следует из табл. 1, Банк России, создавая современную систему, прежде всего, рефинансирования кредитных организаций, ориентировался не только на управление текущим уровнем ликвидности банковской системы, но постепенно расширял временные границы возможности привлечения денежных средств, в том числе, для финансирования активных операций с клиентами. Последние, как правило, реализуются в отчетливо кризисных, либо паракризисных условиях. Различные формы предоставления кредитов и размещения на депозиты денежных средств имеют своей целью более точную и скоординированную работу механизма управления ликвидностью денежного рынка.

Таблица 1

Основные инструменты предоставления и изъятия ликвидности
Банком России*

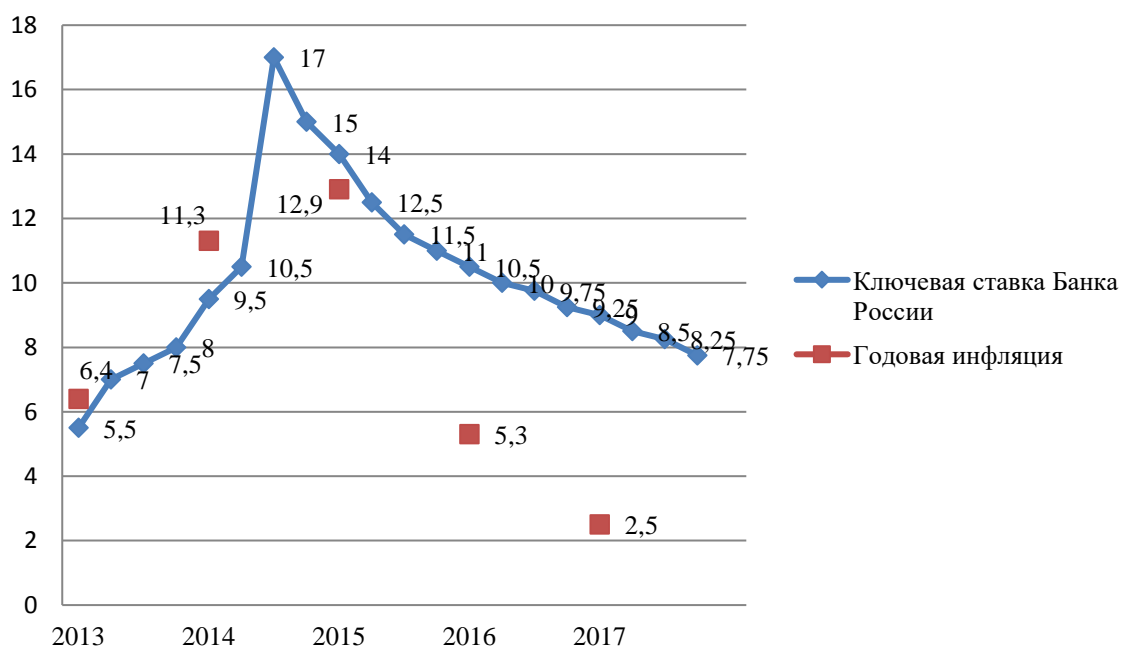
Операция	Форма проведения	Цель проведения	Размер процентной ставки
Основные аукционы	Аукционы репо / депозитные аукционы на одну неделю. Проводятся еженедельно	Управление объемом ликвидности и уровнем ставок денежного рынка	Ключевая ставка Банка России
Операции постоянного действия	Кредиты «овернайт»; валютный своп; ломбардные кредиты; репо; кредиты, обеспеченные нерыночными активами / депозитные операции Сроком на 1 день. Проводятся ежедневно	Ограничение диапазона колебаний ставок денежного рынка границами процентного коридора	Ключевая ставка Банка России, увеличенная на 1,00 процентного пункта
Аукционы на длительные сроки	Аукционы по размещению облигаций Банка России сроком на 3, 6, 12 месяцев и аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами сроком на 3 месяца. Проводятся нерегулярно	Абсорбирование среднесрочного избытка ликвидности и удовлетворение среднесрочной потребности в ликвидности	Размер купонной доходности по облигациям Банк России привязан к величине ключевой ставки. Стоимость аукционов отражает плавающая процентная ставка
Операции постоянного действия на длительные сроки	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами сроком на от 2 до 549 дней. Проводятся на ежедневной основе	Улучшение условий проведения основных операций, ограничение влияния структурного дефицита ликвидности на срочность пассивов кредитных организаций	Ключевая ставка Банка России, увеличенная на 1,75 процентного пункта

Операция	Форма проведения	Цель проведения	Размер процентной ставки
Аукционы «тонкой настройки»	Аукционы репо и валютный своп / депозитные аукционы на срок от 1 до 6 дней. Проводятся в отдельные дни	Предотвращение чрезмерных колебаний ставок денежного рынка внутри процентного коридора	Ключевая ставка Банка России

* Составлено автором на основе данных: официальный сайт Банка России [2].

Все отмеченные операции можно разделить на две группы: операции постоянного действия (проводятся на регулярной основе по инициативе кредитных организаций) и операции на открытом рынке (проводятся нерегулярно по инициативе Банк России). Если первая группа операций имеет огромную «прогностическую силу», т. е. для Банка России не составляет труда сформировать адекватной предсказание размера потребности банковской системы в дополнительной ликвидности на обозримую перспективу, то случай второй группы операций очень часто носит, скорее, антикризисный характер. Так, операции «тонкой настройки» проводятся в форме аукционов сроком от одного до шести дней и имеет целью остановить негативное действие факторов, способствующих резкому нарастанию волатильности ставок денежного рынка, потенциально приводящих к его локальной дезорганизации.

На рис. представлена кривая ключевой ставки за весь период с момента ее введения в практику монетарной политики – с сентября 2013 г. Как было отмечено выше, размер ключевой ставки отражает минимальную стоимость денег в экономике и является определяющим не только для ценообразования на денежном рынке, но и вносит значительный вклад в формирование и определение градиента ставок различных сегментов рынка кредитования предприятий и населения.



Динамика ключевой ставки Банка России и индекса ИЦП, %

Любые изменения ключевой ставки неизбежно транслируются в конъюнктуру стоимостных условий заимствования на рынке межбанковского кредитования. Начиная с 2014 г., Банк России уверенно придерживался умеренно жесткой денежно-кредитной политики, а это, в свою очередь, означало сохранение существенного разрыва между уровнем динамики фактической инфляции в краткосрочной перспективе и уровнем ключевой ставки, значение которой соответствовало, скорее, рассчитываемому уровню инфляционных ожиданий экономических агентов, чем изменениями в значениях самого ИПЦ.

Адаптация российской экономики к новым условиям, преодоление рецессии и последовавшее за этим слабое восстановление экономического роста в 2016–2017 гг., нашли свое отражение в тенденции снижения ключевой ставки. Совокупность отмеченных факторов создала необходимые предпосылки для перехода на нейтральный уровень монетарной политики. С другой стороны, как свидетельствует практика, руководство Банка России склонно принимать сдержанные решения и не реагировать автоматическим смягчением монетарной политики в ответ на образование устойчивых тенденций к макроэкономической стабильности, имея в виду возможность реализации резких шоков проинфляционной и девальвационной природы.

В табл. 2 приведен свод основных индикаторов денежного рынка – процентных ставок по разным сегментам рынка. Отметим, несмотря на то, что в целом ключевая ставка остается определяющей, партикулярные значения ставок в отдельно взятый момент времени во многом формируются под воздействием спроса и предложения на ликвидность в конкретном сегменте рынка.

Таблица 2

Основные индикаторы межбанковского рынка России*

Индикатор денежного рынка	Краткое описание
MosPrime Rate (Moscow Prime Offered Rate)	Независимая процентная ставка привлечения и размещения ликвидности на денежном рынке. Ее значение формируется на основе ставок предоставления рублевых кредитов (депозитов), объявляемых банками-ведущими участниками российского денежного рынка со сроками «overnight», 1 неделя, 2 недели, 1, 2, 3 и 6 месяцев. Срок кредитования отсчитывается от даты «завтра» («tomorrow») за исключением ставки «overnight»
RUONIA (Ruble Overnight Index Average)	Индикативная взвешенная рублевая кредитная (депозитная) ставка «овернайт» российского межбанковского рынка, которая отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банков с минимальным кредитным риском
ROISfix (RUONIA Overnight Interest Rate Swap)	Индикативная ставка (фиксинг) по операциям процентный своп на ставку RUONIA
MIBOR/MIBID/MI-ACR – Moscow Inter-Bank Offered / Bid	Ставка MIBOR рассчитывается на основе данных о заявляемых ставках, по которым отчитывающиеся банки хотели бы разместить межбанковские кредиты. Ставка MIBID рассчитывается на основе данных о заявляемых ставках, по которым отчитывающиеся банки хотели бы привлечь межбанковские кредиты. Поэтому ставка MIBOR всегда выше ставки MIBID

* Составлено автором на основе данных: официальный сайт Банка России [2].

Для более объективного представления о сложившемся положении вещей следует проанализировать структуру и динамику операций предоставления и абсорбирования ликвидности, проливающих свет на изменения в характере потребностей кредитных организаций. В табл. 3 предложен вариант детализированной структуры операций рефинансирования за период 2012–2017 гг.

Таблица 3

Структура операций предоставления ликвидности (рефинансирования)
Банка России за период 2012–2017 гг., млрд р.*

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Внутридневные кредиты	52 673,7	57 773,1	60 742,9	53 120,3	49 600,2	55 262,9
Доля в общей структуре, %	39,5	26,4	24,5	31,2	42,4	58,1
Операции РЕПО сроком на 1 день	1 816,5	576,7	14 296,6	25 994,8	42 880,7	37 473,2
Доля в общей структуре, %	1,2	0,003	5,8	15,7	36,7	39,5
Аукционы РЕПО	88 029,4	145 535,2	144 688,3	72 072,5	13 330,3	540,3
Доля в общей структуре, %	59,9	66,5	58,4	43,4	11,4	0,6
Остальные операции ¹	4 513,6	15 086,6	28 162,4	14 919,9	11 115,0	1 715,9
Доля в общей структуре, %	3,0	7,1	11,3	8,9	6,7	1,8
Всего	147 033,2	218 971,6	247 890,3	166 041,5	116 926,2	94 992,3
Итого	100	100	100	100	100	100

* Составлено автором на основе данных: официальный сайт Банка России [2].

За отмеченный период наибольший объем рефинансирования приходится на 2014 г., в ходе которого наметившиеся ранее контуры грядущей рецессии (замедление темпов прироста ВВП началось в IV квартале 2012 г.) были акселерированы массированным оттоком капитала (151 млрд дол. по итогу года), ухудшением ценовой конъюнктуры международных товарно-сырьевых рынков (средняя стоимость барреля нефти марки Brent снизилась со 107,5 в январе до 57,3 дол. за бочку в декабре), дестабилизацией валютного рынка (средний номинальный курс доллара США к рублю возрос с 33,6 в январе до 55,41 р. в декабре) и возрастанием «трений» на политическом ландшафте (нарастание геополитической напряженности, повлекшей за собой меры санкционного воздействия ряда западных стран). На этом фоне рост потребности банковского сектора в допол-

¹ В состав графы «Остальные операции» входят: кредиты «овернайт»; ломбардные кредиты; валютный своп (рублевая часть); кредиты, обеспеченные нерыночными активами и поручительствами; кредиты, обеспеченные золотом; ломбардные кредитные аукционы, аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами.

нительной ликвидности формировался за счет, во-первых, наложения ограничения в доступе к иностранным источникам фондирования, во-вторых, увеличением резервных требований, возникших вследствие валютной переоценки, в-третьих, образовании «кризиса доверия» участников рынка, свойственного таким ситуациям. Последующее снижение объемов предоставления ликвидности Банком России определялось притоком большего количества денежных средств, в рамках реализации антикризисной программы Правительства, финансируемой из Резервного фонда.

Объемы предоставления Банком России внутрисдневных кредитов, которые позволяют обеспечивать бесперебойное функционирование платежной системы и оперативно регулировать ликвидность в рамках операционного дня, оставались на всем промежутке примерно одинаковыми. Напротив, дивергентный характер динамики сделок РЕПО сроком на один день и периодом от одного до шести дней (аукционы) обусловлен спадом напряженности на денежном рынке и формированием устойчивой тенденции к образованию структурного профицита ликвидности банковского сектора, начиная с 2016 г. На первом этапе это проявлялось в виде увеличения доли операций РЕПО сроком на один день: с 1,2 до 39,5 % по итогу 2017 г. на фоне кардинального спада доли аукционов РЕПО – с 66,5 % на пике 2013 г. до 0,6 % в 2017 г. Переориентация на более краткосрочные сроки заимствований побуждает держаться рыночные ставки денежного рынка вблизи ключевой, напротив, операциям на более длительные сроки сопутствует смещение ставок к верхней границе процентного коридора, создавая риски потери управляемости при наступлении резких шоков экономического цикла.

Другой имманентной компонентой управления ликвидностью денежного рынка является система инструментов абсорбирования избыточной ликвидности. Впечатляющее возрастание спроса на этот класс операций послужил вторым свидетельством отмеченной тенденции к формированию структурного профицита ликвидности. Это, в свою очередь означает, устойчивое во времени превышение фактически депонируемых остатков денежных средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России над размерами потребностей в них. Прежде всего, речь идет о депозитных операциях, которые аналогичным образом производятся в форме «операций на открытом рынке», «операций тонкой настройки» и «операций постоянного действия». Последний инструмент носит эксклюзивный характер, и применяется в условиях наличия огромного объема свободных остатков средств на корр. счетах, провоцирующих на падение ставок по операциям размещения ниже низовой границы процентного коридора. Операции «тонкой настройки» осуществляются в виде сделок РЕПО сроком от одного до шести дней. В табл. 4 представлена структура и динамика объемов предоставления ликвидности Банком России. Прежде стоит отметить, что динамика по операциям изъятия ликвидности в целом свидетельствует о переориентации кредитных организаций на «сберегательную стратегию» поведения, причины которой было описаны выше.

**Структура операций абсорбирования (изъятия) ликвидности
Банка России за период 2013–2017 гг., млрд р.***

	2013	2014	2015	2016	2017
Операции постоянного действия**	16 626,4	32 881,4	72 895,2	102 484,7	263 307,3
Операции на открытом рынке***	0,0	964,4	2 358,3	6 299,3	75 514,7
Всего	16 626,4	33 845,8	75 253,5	108 784,0	338 822,0

* Составлено автором на основании данных: официальный сайт Банка России [2].

** Включая «депозиты до востребования», «депозиты сроков до 7 дней» и «депозиты сроком погашения от 8 до 30 дней».

*** Включая сделки РЕПО на аукционной основе и облигации Банка России (ОБР), выпущенных в обращение по номинальной стоимости.

Таким образом, на протяжении всего 2017 г. наблюдалось возрастание объема свободных денежных средств на корсчетах, в среднем за год достигая 2 трлн р. Основная причина – интенсивное расходование средств Резервного фонда на финансирование бюджетного дефицита – носит временный характер и в среднесрочной перспективе произойдет поворот вспять. Другим существенным каналом притока денежных средств в банковскую систему являлось финансирование программ санации таких крупных банков как ФК «Открытие» и ПАО «Бинбанк». Расширяя спектр операций по абсорбированию ликвидности, Банк России в сентябре 2016 г. принял решение по возобновлению эмиссии купонных облигаций от своего имени на срок 3,6 и 12 месяцев, доходность по которым привязана к размеру ключевой ставки.

Резюмируя вышеизложенное, приведем слова А. Э. Полонского «Действующая система инструментов монетарной политики Банка России, сформированная в 2013 – начале 2014 г., была построена как универсальная система, которая может работать и в ситуации структурного дефицита, и при профиците ликвидности» [5].

Список использованной литературы

1. Моисеев С. Р. Роль коридора процентных ставок центрального банка в управлении банковской ликвидностью / С. Р. Моисеев // Банковское дело. – 2008. – № 2. – С. 15–19.
2. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.
3. Официальный сайт Европейского Центрального банка [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu>.
4. Официальный сайт Росстата [Электронный ресурс] // Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: <http://www.gks.ru>.
5. Полонский А. Э. Управление ликвидностью банковского сектора в условиях перехода к структурному профициту / А. Э. Полонский // Деньги и кредит. – 2016. – № 10. – С. 3–7.

6. Юдаева К. В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации / К. В. Юдаева // Вопросы экономики. – 2014. – № 9. – С. 4–12.

7. Mishkin F. Inflation targeting / F. Mishkin // National Bureau of Economic Research. – 2001. – С. 2.

8. Алимджанов Б. А. История Наманганского агентства Волжско-Камского коммерческого банка / Б. А. Алимджанов // Историко-экономические исследования. – 2018. – Т. 19, № 3. – С. 389–405. – DOI: 10.17150/2308-2588.2018.19(3).389-405.

9. Шахеров В. П. Инвестиционная политика государственного банка России как фактор монополизации сибирской золотопромышленности / В. П. Шахеров // Историко-экономические исследования. – 2018. – Т. 19, № 3. – С. 406–432. – DOI: 10.17150/2308-2588.2018.19(3).406-432.