Ключевые слова:
гибкое таргетирование инфляции, ключевая ставка, опорные банки, регулятивные ставки

А. В. Чаркин,
аспирант кафедры «Финансы» ГУМФ (e-mail: alexcharkin@inbox.ru)

Внедрение гибкого таргетирования инфляции в России

Реформирование режима государственной денежно-кредитной политики (ГДКП) может быть вызвано разными факторами, однако всегда требует серьезной перестройки работы денежных властей. В данной статье рассматриваются предложения по реформированию действующей практики Банка России для перехода к гибкому инфляционному таргетированию, которое обеспечивает сдерживание инфляции и в то же время не слишком подавляет рост экономики монетарными мерами.

Под инфляционным таргетированием понимается такой режим денежно-кредитной политики, когда ее единственной безусловной конечной целью является поддержание ценовой стабильности[1]. Как показывает мировой опыт, внедрение инфляционного таргетирования в отдельной стране может быть следствием как политических преобразований, так и экономических процессов. Более того, решение может приниматься постепенно, а переход осуществляться в течение длительного периода. Так или иначе, формируется некая модель, в соответствии с которой денежные власти выстраивают свою политику и которую в дальнейшем преобразовывают — меняя способы ее реализации и отдельные элементы, однако оставляя неизменной фундаментальную структуру.

Под спецификацией модели надо понимать определение основных существенных характеристик, способных повлиять на функцию потерь Банка России L_t:

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \varphi(y_t - \bar{y}_t)^2, \quad (1)$$

где π_t — инфляция;
π^* — инфляционный ориентир;
y_t — выпуск;
$\bar{y}_t$ — потенциальный выпуск;
φ — коэффициент гибкости, т. е. относительный вес гэпа ВВП в уравнении.

[1] *См.: Чаркин А. Теоретические основы инфляционного таргетирования // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2011. — № 1. — С. 103.*

Таким образом, под основными характеристиками модели понимаются:

— коэффициент φ, характеризующий гибкость реализуемой политики, ее приоритеты;

— таргетируемая переменная — показатель, используемый денежными властями для отражения инфляционного уровня, рассчитанного в соответствии с методикой, которая отвечает текущей экономической ситуации;

— горизонт таргетирования — временной интервал, на который задается инфляционный ориентир. Мировой опыт показывает, что имеет смысл использование двух горизонтов — долгосрочного и краткосрочного;

— способ задания ориентира (интервальный, точечный или точечно-интервальный);

— система информационного взаимодействия с рынком;

— операционный инструмент (механизм его работы, гибкость влияния на экономику).

КОЭФФИЦИЕНТ φ

На основе анализа мирового опыта[2] и изложенного в предыдущих публикациях автора теоретического базиса[3] был составлен список из 10 факторов в форме утверждений с возможными бинарными ответами, которые позволяют выявить влияние макроэкономических, политических и институциональных факторов на возможность реализации режима гибкого инфляционного таргетирования. Экспертная оценка данных критериев органами денежно-кредитного регулирования позволяет соответствующим образом скорректировать гибкость реализуемой политики. Утверждения общие, и бинарные ответы определяют долю коэффициента гибкости — от 0 до 1/10 баллов. Коэффициент гибкости может принимать значения от 0 до 1.

Предлагаются следующие утверждения:

1. Степень доверия к денежным властям в стране высока. Доверие к регулятору — ключевой фактор управления инфляционными ожиданиями. Если степень доверия экономических агентов к денежным властям высока, то публикуемая официальная информация и прогнозы по инфляции позволят снизить инфляционные ожидания в экономике. Под высокой степенью доверия в данном случае следует понимать безусловное принятие экономических схем и действий, предлагаемых регулятором, в надежде на то, что он видит макроэкономическую ситуацию наиболее полно и реагирует на возникающие шоки наиболее оптимальным и рациональным образом.

2. Трансмиссионный механизм представлен в явной форме и работает достаточно эффективно. Явная форма денежно-кредитной трансмиссии заключается в наличии очевидной и постоянной причинно-следственной связи между изменением инструментов денежно-кредитной политики и ответной реакцией экономики. Если имеет место непостоянная или неочевидная, т. е. способная зависеть от сторонних факторов, причинно-следственная связь, то форма трансмиссии неявная. Эффективность трансмиссии характеризуется степенью влияния ГДКП на экономику, т. е. действия денежных властей должны давать эффект, статистически отличный от нуля. В противном случае трансмиссия неэффективна.

3. Денежные власти владеют полным и эффективным набором инструментов ГДКП. Полнота инструментария денежных властей определяется исходя не из некоего стандартного перечня инструментов денежно-кредитного регулирования, а из необходимости достижения конкретных промежуточных (операционных) целей с учетом

---

[2] *См.: Чаркин А. Мировой опыт инфляционного таргетирования // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. — 2012. — № 1. — С. 115.*

[3] *См.: Чаркин А. Теоретические основы инфляционного таргетирования // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2011. — № 1. — С. 103.*

действующих каналов трансмиссионного механизма. Поэтому набор полный, если существуют инструменты, позволяющие воздействовать как на предложение, так и на стоимость денег. Их эффективность определяется аналогично эффективности трансмиссии — по генерируемому эффекту, который должен быть статистически отличен от нуля.

4. Инфляция признается одной из ключевых проблем, препятствующих экономическому росту, на высшем государственном уровне. Для эффективного управления инфляцией необходимо признание высшими органами власти, а в идеале — на законодательном уровне, приоритета инфляционной цели перед всеми другими. Популистские решения могут негативно повлиять на самые эффективные действия денежных властей. Кроме того, при низкой степени независимости регулятору трудно принимать решения, которые будут идти вразрез с действиями правительства, даже если такие решения необходимы для сдерживания инфляции. Таким образом, непризнание на высшем уровне задачи поддержания низкой инфляции в качестве ключевой создает дополнительную проблему для регулятора, а признание, соответственно, служит серьезной дополнительной поддержкой.

5. Не существует проблемы несогласованности между денежными и фискальными властями. Несогласованность может быть:

— информационной — когда официальные лица, представляющие фискальные органы страны и денежно-кредитного регулятора, дают противоречивые прогнозы по инфляции и другим основным макроэкономическим показателям. Информационная несогласованность повышает неопределенность и увеличивает инфляционные ожидания;

— теоретической. Это значит, что лица, принимающие решения в фискальных органах и органах денежно-кредитного регулирования, основываются в своих выводах на разных теоретических моделях. Из концептуально разных теоретических предпосылок, как правило, следуют концептуально разные практические меры, что приводит к проблеме практической несогласованности;

— практической. Она может возникать из-за теоретической несогласованности и заключается в противоречивости действий, совершаемых фискальными и денежно-кредитными властями, что приводит к снижению эффективности действий тех и других. При этом проблема практической несогласованности может быть порождена разницей в конечных целях и при отсутствии теоретической несогласованности. Например, такая ситуация возникает при размещении временно свободных средств бюджета в коммерческих банках в условиях повышенного инфляционного фона. Данная мера, направленная на получение дополнительных доходов для государственного бюджета или поддержание ликвидности банков, приводит к снижению эффективности действий Банка России по сокращению денежного предложения.

Если проблема несогласованности решена (например, путем заключения специальных соглашений), то это увеличивает эффективность проводимой кредитно-денежной политики.

6. Денежно-кредитная и бюджетная политика одинаково приоритетны. Вопрос достижения сбалансированного бюджета и вопрос поддержания стабильно низкой инфляции должны дополнять друг друга ввиду существования взаимосвязи между бюджетным дефицитом и инфляцией в пропорции в среднем 1 : 10[4]. Неправильное распределение приоритетов может привести к потере контроля над конечными целями как бюджетной, так и денежно-кредитной политики.

---

[4] *См.: Кудрин А. Л. Инфляция: российские и мировые тенденции // Вопросы экономики. — 2007. — № 10. — С. 4.*

7. Денежные власти обладают достаточной степенью независимости для принятия необходимых решений в области ГДКП. Для принятия жестких решений, соответствующих стратегической цели поддержания низкой инфляции, денежные власти должны обладать достаточной независимостью, причем она должна быть как нормативной, так и фактической. Для оценки ее уровня можно использовать имеющиеся в международной практике рейтинговые методы оценки независимости центральных банков и сопоставлять их с рейтингами органов денежно-кредитного регулирования государств аналогичного уровня развития.

8. Имеется достаточно эффективный и прозрачный показатель уровня инфляции, который одновременно понятен рынку и подконтролен действиям денежных властей. Под эффективностью в данном случае понимается фактическая возможность таргетирования выбранного показателя — он должен максимально откликаться на воздействие инструментов денежно-кредитного регулирования. Кроме того, этот показатель должен быть рациональным и рассчитываться достаточно простым математическим или статистическим методом, его компоненты должны быть публичны, а методика оценки доступна широкому кругу потребителей информации о денежно-кредитной политике. Наконец, он должен быть экономически обоснованным, т. е. отражающим изменение цен, так, чтобы его оценка экономическими агентами отличалась от официальной на величину, которой можно пренебречь.

9. Уровень инфляции в стране ниже 10 % в год. Международная практика говорит о том, что управление общим инфляционным фоном и инфляционными ожиданиями упрощается, когда уровень инфляции снижается до уровня менее 10 % в год, и это открывает возможности для совмещения стратегических целей по инфляции и экономическому росту[5]. В противном случае органам государственной власти необходимо сначала добиться снижения инфляции, а только потом переходить к ее таргетированию.

10. Инфляционная цель определена явно, ответственность за ее достижение установлена нормативно. В целях повышения ответственности регулятора за достижение инфляционных ориентиров и увеличения прозрачности ГДКП, исходя из мирового опыта внедрения инфляционного таргетирования, инфляционная цель должна фиксироваться в официальных документах, а ответственность органов денежно-кредитного регулирования закрепляться законодательно. В противном случае может возникнуть проблема низкой дисциплины в указанных органах, что, в свою очередь, лишь усложнит достижение стратегических целей. Кроме того, в качестве критерия успешности проводимой политики может использоваться процент достижения инфляционного ориентира за длительный (не менее 5 лет) период.

Определенный таким образом коэффициент гибкости дает ответ на вопрос: какой процент изменения ВВП можно теоретически допустить при ужесточении/смягчении ГДКП, требующемся для корректировки инфляции на 1 п. п.

ТАРГЕТИРУЕМАЯ ПЕРЕМЕННАЯ

Важный элемент модели — таргетируемая переменная. Однако по этому вопросу написано достаточно много научных работ, и ведущие исследователи денежно-кредитной политики склонны считать оптимальной таргетируемой переменной индекс потребительских цен (ИПЦ)[6]. При этом для улучшения управляемости ориентира возможна определенная модификация ИПЦ для исключения из его расчета

---

[5] *См.: Mishkin F., Schmidt-Hebbel K. Does Inflation Targeting Make a Difference? // NBER WP № w12876. — 2007.*

[6] *См.: Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. — Princeton University Press, 1999.*

факторов, не подверженных влиянию ГДКП, таких как регулируемые тарифы, цены на продовольствие, цены на жилье, что согласуется с мировым опытом[7].

ГОРИЗОНТ ТАРГЕТИРОВАНИЯ, СПОСОБ ЗАДАНИЯ ОРИЕНТИРА, СИСТЕМА ИНФОРМАЦИОННОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ С РЫНКОМ

Данные элементы модели взаимосвязаны, поскольку в зависимости от установленного горизонта таргетирования (периода, по прошествии которого цель должна быть достигнута) выбирается способ задания ориентира, и оба этих фактора оказывают существенное влияние на потоки информации, передаваемые на рынок.

Наиболее важен из двух этих факторов горизонт таргетирования. Его главенство определяется существенным влиянием на возможные репутационные потери при его неверном задании. Из существующей практики можно выделить следующие горизонты:

— стратегический — который задает инфляционный ориентир на длительную перспективу, превышающую три года. Он предназначен для определения долгосрочного инфляционного тренда и отличается наибольшей жесткостью;

— плановый — задающий инфляционный ориентир на среднесрочную перспективу — от года до трех лет. Он предназначен для обеспечения поступательного снижения инфляционного уровня путем корректировки денежно-кредитной политики с учетом временных лагов воздействия, способных переносить шок от изменения монетарных условий в реальную экономику за пределами одного календарного года;

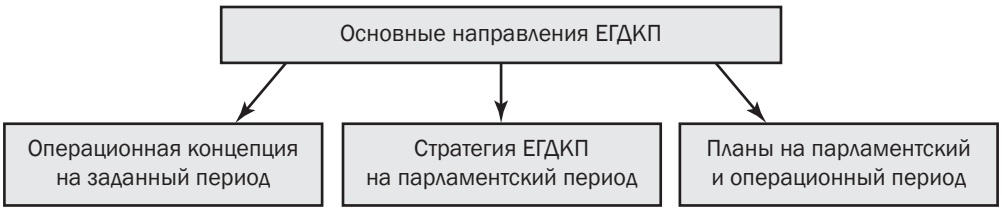
— операционный — задающий инфляционный ориентир на краткосрочную перспективу. Он используется для оперативного (один год) управления инфляцией. В рамках этого горизонта возможно гибкое таргетирование, т. е. учет условных конечных целей[8].

В настоящий момент в России в рамках Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики (далее — Основные направления ЕГДКП) определяются плановый и операционный горизонты таргетирования. Стратегический горизонт не определяется. При этом сами Основные направления ЕГДКП — хотя и качественный, но непрозрачный для рынка документ. В целях обеспечения более широкого информационного обмена с рынком следует увеличить объемы публикации материалов, направленных на информирование рынка о количественных ориентирах, прогнозах и принимаемых мерах.

Основные направления ЕГДКП следует переработать или дополнить несколькими документами (рис. 1).

Рисунок 1

Трансформация информационной системы в части целеполагания



Источник: составлено автором.

---

[7] *См.: Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. — Princeton University Press, 1999.*

[8] *См.: Чаркин А. Теоретические основы инфляционного таргетирования // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2011. — № 1. — С. 103.*

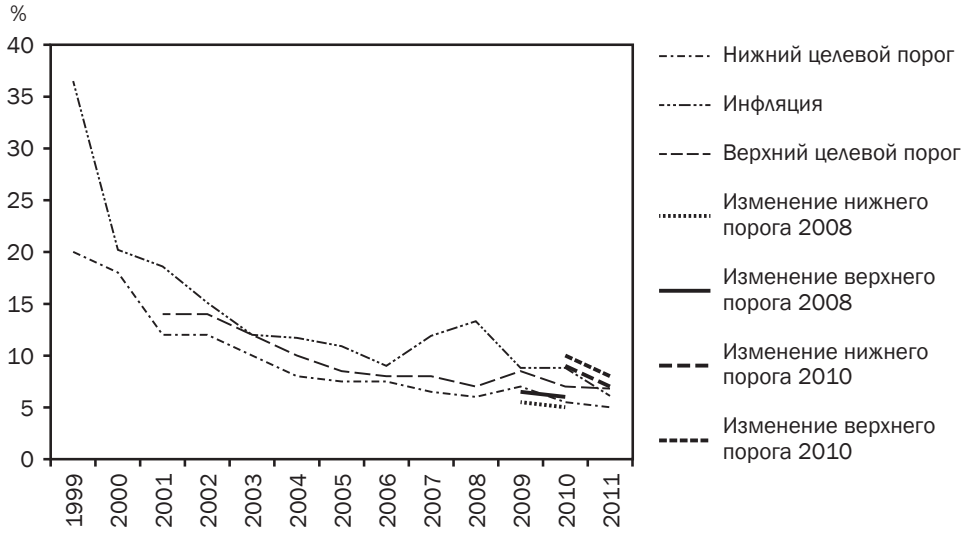
Стратегия — базовый документ, определяющий принципы ГДКП и стратегические задачи, стоящие перед Банком России и банковской системой. В нем устанавливается стратегический (долгосрочный) числовой ориентир ГДКП. Парламентский период — срок работы Государственной Думы очередного созыва, который выбирается исходя из логики: следующий парламент может не поддержать стратегию, утвержденную предыдущим. Достижение именно стратегического (долгосрочного) ориентира должно стать конечной целью Банка России при гибком таргетировании, т. к. внутри стратегического интервала возможен выбор между достижением операционной цели по инфляции и колебанием выпуска. Следовательно, использование его в качестве конечной цели обеспечивает снижение репутационных рисков регулятора в случае недостижения краткосрочных ориентиров. При этом появляется возможность не корректировать ключевой (стратегический) ориентир при недостижении очередного операционного, ужесточив проводимую политику на следующий период. В настоящий момент ориентиры, устанавливаемые на год, систематически не достигаются и требуют корректировок, что снижает уровень доверия к Банку России.

Операционная концепция определяет цели, инструменты и ориентиры на операционный период. Основные направления ЕГДКП представляют собой именно операционную концепцию на ближайший год и плановый среднесрочный период.

Планы и прогнозы разрабатываются и публикуются на стратегический и операционный период. В рамках Основных направлений ЕГДКП существует сценарный анализ на годичную и трехлетнюю перспективу. Эти сценарии следует дополнить стратегическим прогнозом в соответствии со стратегией ГДКП, для того чтобы обеспечить рынок информацией о монетарных условиях, соответствующих стратегическим ориентирам. Подобное преобразование обеспечит явное разделение предоставляемой информации на стратегическую, операционную и прогнозную. Это позволит корректировать отдельные элементы информационного поля, не затрагивая остальные. В текущей ситуации подобная возможность отсутствует, вследствие чего, хотя инфляция в целом снижается, инфляционный ориентир с момента его введения Основными направлениями ЕГДКП ни разу не был достигнут (рис. 2).

Рисунок 2

Динамика инфляции в России и ориентиры в 1999–2011 гг.



Источник: составлено автором на основе данных Росстата и Основных направлений ЕГДКП с 1999 по 2011 годы.

Нижний и верхний пороги на графике указывают инфляционные ориентиры в период публикации Основных направлений ЕГДКП на один год, а также первоначальные ориентиры, заданные на трехлетний период (для каждого года) в соответствующих Основных направлениях ЕГДКП. Изменения порогов — корректировки верхнего и нижнего интервалов в указанных годах. В 2000 г. верхний интервал не задавался. Как видно из графика, инфляция только в 2003 г. соответствовала верхнему порогу, в остальные годы не попадая в заданный ориентир. При этом с момента начала составления Основных направлений ЕГДКП на операционный и плановый периоды за три года было произведено две корректировки ориентира, причем в 2011 г. инфляция попала в первоначальный диапазон, но не соответствовала обновленному.

Очевидно, что если бы в 2008 г. был задан стратегический ориентир (не подлежащий пересмотру), то в 2011 г. он был бы достигнут, несмотря на изменения операционных ориентиров. В рамках действующей системы горизонтов Банк России понес репутационные потери, тогда как в рамках концепции операционных и стратегических горизонтов репутационные потери отсутствуют, поскольку конечная стратегическая цель достигается.

Дополняет данную концепцию система собственно ориентиров. Она привязана к операционным и стратегическим горизонтам и характеризуется тем, что на стратегический горизонт задается интервальный ориентир — в целях снижения репутационных рисков, а для операционного ориентира возможен точечный вариант для более сильного давления на инфляцию.

Кроме того, мировой опыт показывает[9], что отчеты, предоставляемые рынку, должны охватывать каждый уровень целеполагания. Таким образом, при введении концепции стратегических и операционных горизонтов систему исходящей информации можно представить следующим образом:

1. Инфляционный отчет (ежеквартально).
2. Годовой отчет.
3. Отчет о выполнении стратегии ГДКП.

В настоящий момент квартальные и годовые отчеты уже предоставляются рынку Банком России, поэтому при введении стратегического горизонта потребуется только одно дополнительное нововведение — отчет о выполнении стратегии ГДКП.

Операционный инструмент

Разработка эффективного операционного инструмента — еще один из ключевых элементов успеха проводимой ГДКП. Для инфляционного таргетирования наиболее характерно применение в качестве операционного инструмента ключевой или официальной процентной ставки[10]. Изменение режима ГДКП должно учитывать существующие реалии финансового сектора в той части, на которую ГДКП имеет воздействие. Таковыми являются банковский сектор и рынок ценных бумаг, при этом влияние ГДКП на банковский сектор в России более сильное, чем на рынок ценных бумаг, поскольку функции финансового посредничества реализуются в России через банки.

---

[9] *См.: Чаркин А. Мировой опыт инфляционного таргетирования // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. — 2012. — № 1. — С. 115.*

[10] *См.: Svensson L. Evaluating Monetary Policy // From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor / Koenig, Evan, and Robert Leeson, eds. — Hoover Institution Press, 2009.*

В российском банковском секторе существует проблема сегментированности. Доказать ее существование можно, посмотрев на концентрацию активов и пассивов в разрезе основных банковских операций. Рассмотрим концентрацию капитала, депозитов юридических лиц, потоков межбанковских кредитов и объемов вложений в ценные бумаги по 50 крупнейшим (по размеру собственных средств) банкам относительно банковской системы в целом (табл. 1). В январе 2012 г. в банковской системе России действовало 978 банков, таким образом, 50 анализируемых банков составляют 5 % от общего количества кредитных организаций. И поскольку Сбербанк, ввиду масштабов своего бизнеса, серьезно искажает статистику банковского сектора, рационально проводить анализ за исключением его объемов.

Таблица 1

Сегментированность банковской системы России по состоянию на 1 февраля 2012 г.

Показатель	Всего в БС, млн руб.	Без Сбербанка, млн руб.	Топ-50, млн руб.	Без Сбербанка, млн руб.	Доля топ-50 от совокупности по БС, %	Без Сбербанка, %
Капитал	4 647 412,42	3 120 241,52	3 720 664,51	2 193 493,61	80,06	70,30
Выдано межбанковских кредитов	4 311 304,71	4 192 966,89	2 579 628,34	2 461 290,51	59,83	58,70
Привлечено межбанковских кредитов	5 744 291,32	4 761 223,77	3 604 685,44	2 621 617,89	62,75	55,06
Вклады	11 871 293,07	6 339 044,74	9 568 871,94	4 036 623,62	80,61	63,68
Вложения в облигации	4 667 095,41	3 262 109,93	3 499 554,26	2 094 568,78	74,98	64,21

Источник: рассчитано автором на основе рейтинговых данных Информационного портала «Банки.ру» (http://www.banki.ru).

По приведенным данным мы можем сделать следующие выводы:

- Наблюдается значительная недостаточность капитализации банковской системы России. На 5 % банков приходится 80 % всех собственных средств в банковской системе, подобное неравномерное распределение капитала очевидно влияет на ее устойчивость негативным образом.
- В банковской системе в январе 2012 г. имело место чистое заимствование на рынке межбанковских кредитов (МБК), с учетом привлечения от нерезидентства; при этом более 50 % всех операций приходилось на 5 % банков, входящих в топ-50 по капиталу.
- На долю банков, входящих в топ-50, приходится 80 % вкладов физических лиц, являющихся основным источником фондирования прироста кредитного портфеля банков. Очевидно, что это связано с более широким охватом рынка указанными банками и большим доверием к ним со стороны вкладчиков вследствие их размера. Подобная концентрация вкладов приводит к неизбежному росту ставок привлечения в остальных 95 % банков, чтобы они могли конкурировать с указанными 5 %.

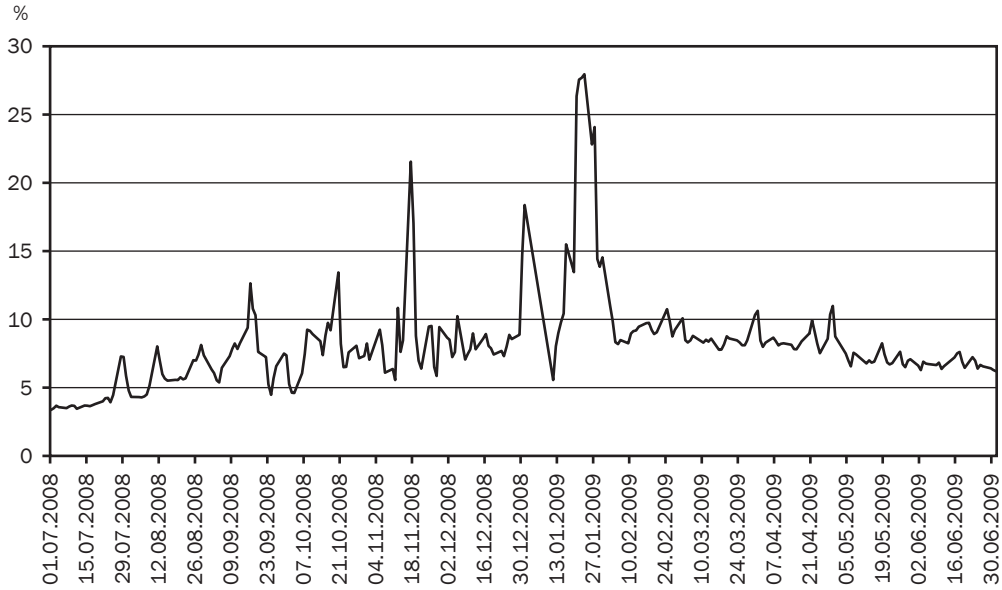
- На данные 5 % банков приходится почти 75 % вложений в облигации. Это означает, что оставшиеся 25 % активов, под которые можно получить рефинансирование, распределены по 95 % банковской системы. При этом объем высоколиквидных облигаций (под залог которых и предоставляется рефинансирование) гораздо меньше объема указанных совокупных вложений. Очевидным образом это влияет на возможности Банка России рефинансировать кредитные организации, как в рамках РЕПО, так и в рамках стационарных инструментов.

Сегментированность приводит к снижению эффективности инструментов рефинансирования. В кризисные моменты действующая система не обеспечивает удержания ставок на приемлемом уровне.

Рассмотрим это явление подробнее. На рис. 3 представлена динамика ставки MIACR по однодневным межбанковским кредитам в период экономического кризиса.

Рисунок 3

Динамика ставки MIACR в 2008–2009 гг.



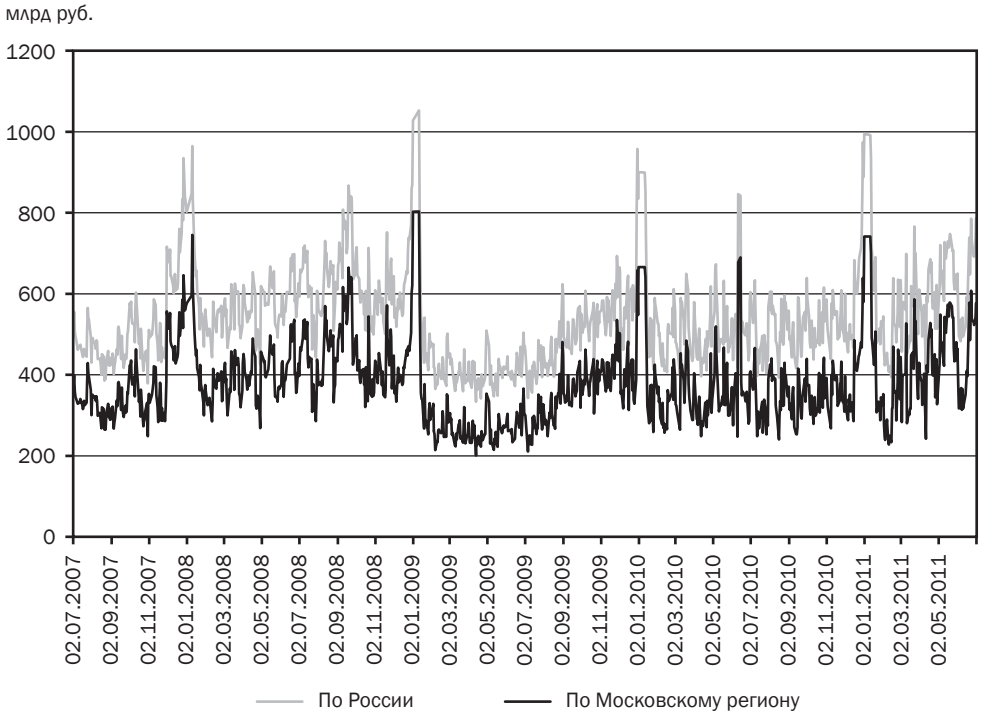
Источник: составлено автором по данным Банка России (http://www.cbr.ru).

Среднее значение составило 8,15 %, а максимальное — 27,95 %; поскольку MIACR — это ставка фактического размещения, то максимальная BID-ставка была еще выше. Стандартное отклонение в период кризиса составляет 3,72. Таким образом, стоимость ресурсов мгновенной ликвидности в период кризиса ликвидности увеличивается в среднем в 3,72 раза, а максимально — более чем в 9 раз. Очевидно, что в условиях дефицита ликвидности рост ставок на рынке бесконтролен, и дело вовсе не в избыточном спросе на ликвидность, а в панике на рынке и снижении доверия банков друг к другу.

Остатки на корсчетах в Банке России — основная составляющая мгновенной ликвидности, поэтому исходя из этих данных можно проводить обобщения и делать выводы о ситуации с ликвидностью в банковской системе (рис. 4).

Рисунок 4

Динамика остатков денежных средств на корреспондентских счетах в Банке России в 2007–2011 гг.



Источник: данные Банка России (http://www.cbr.ru).

Как видно из графика, остатки на корреспондентских счетах Банка России — волатильный показатель, который в разные периоды подвержен сезонным колебаниям (резкий рост на начало года). Кроме того, график дополнительно указывает на сегментированность банковского рынка — в среднем 70 % всей мгновенной ликвидности в банковской системе приходится на банки Московского региона, поэтому, рассматривая проблемы ликвидности банковского сектора России, можно использовать данные только по одному этому региону.

При этом средние значения за кризисный период и за период относительной стабильности по Московскому региону составляют 368,54 млрд руб. и 387,98 млрд руб. соответственно. Таким образом, в среднем уровень ликвидности в банковском секторе не изменился, что говорит об эффективности мер по предоставлению дополнительной ликвидности как Банком России, так и Правительством России.

Если посчитать среднедневные остатки на корреспондентских счетах за период с июля 2007 г. по июль 2011 г., можно увидеть, что средние колебания (стандартное отклонение) составляли 12,25 млрд руб. в день (3,2 % от средних остатков). При этом в докризисный период — с 2006 по 2007 гг. — среднедневные остатки составляли 304,48 млрд руб., что ниже, чем в острую фазу кризиса (табл. 2).

Таблица 2

Среднедневные остатки на корреспондентских счетах в Банке России по Московскому региону в 2006–2011 гг., млрд руб.

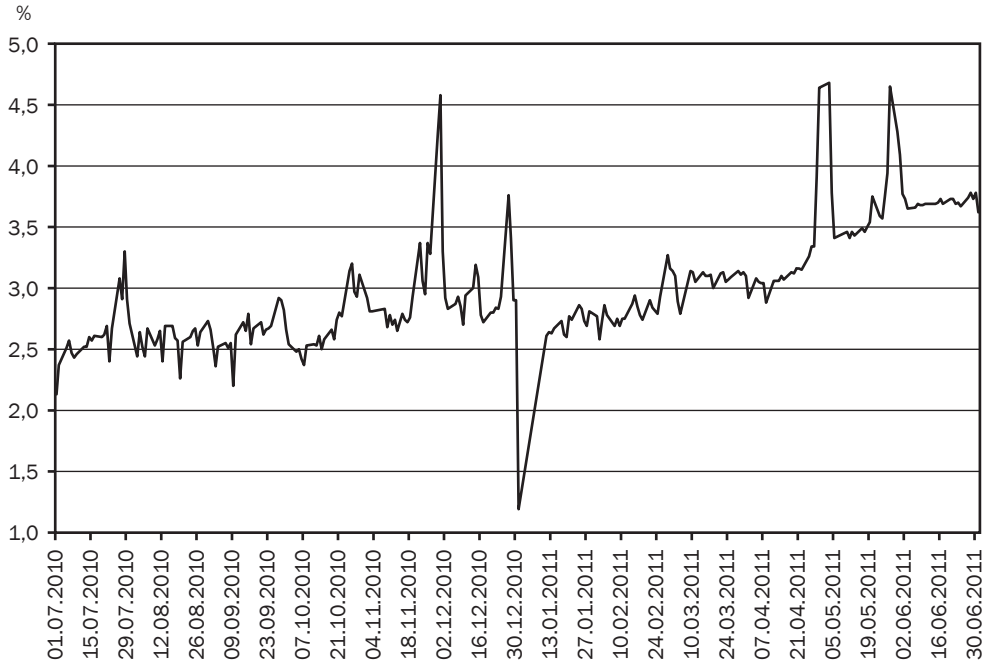
2006–2007	2007–2008	2008–2009	2009–2010	2010–2011
304,48	384,61	368,55	362,43	387,70

Источник: рассчитано автором по данным Банка России (http://www.cbr.ru).

Итак, очевидно, что в среднем объем мгновенной ликвидности находился примерно на одном уровне, как в кризис (с учетом принимаемых мер), так и после него, но при этом волатильность ставки MIACR и ее диапазон (от минимального до максимального значения) в посткризисный период значительно уже, чем в период кризиса (рис. 5).

Рисунок 5

Динамика ставки MIACR в 2010–2011 гг.



Источник: данные Банка России (http://www.cbr.ru).

Максимальное значение ставки — 4,68 %, при этом стандартное отклонение составляет 0,47, а максимальное увеличение — 3,93 раза.

Итак, резкие колебания ставок межбанковского рынка порождаются субъективными факторами — доверием банкиров друг к другу и общей паникой на мировых рынках. При этом видно, что государство в среднем способно погасить объективный фактор кризиса — дефицит ликвидности. Однако это не влияет на волатильность межбанковских ставок, поскольку, вдобавок к субъективным факторам, дополнительная ликвидность из-за сегментированности не предоставляется большей части банковской системы.

Система опорных банков

Проблема предоставления ликвидности на сегментированном межбанковском рынке решается введением опорных банков, с помощью которых обеспечивается доступ к источникам денежных средств для всех участников российской банковской системы через операции рефинансирования Банка России. Основными требованиями к опорным банкам со стороны регулятора могут быть:

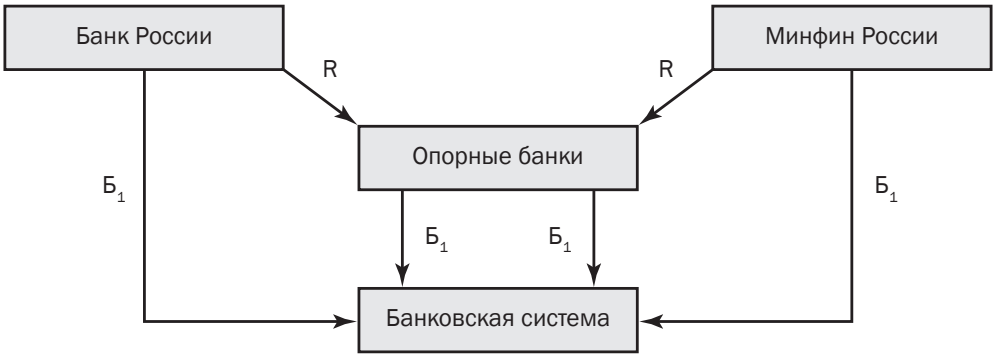
— высокий уровень финансовой устойчивости. Для его оценки может быть применена стандартная методика Банка России (Указание № 2005-У), однако имеет значение динамика — уровень устойчивости должен быть высоким на протяжении длительного периода, равного стратегическому горизонту ГДКП;

— достаточный объем высококачественного обеспечения, позволяющего опорному банку привлекать необходимую ликвидность от Банка России. Для оценки достаточности этого показателя можно использовать отношение привлеченных от Банка России средств к совокупной сумме потенциального обеспечения.

Рефинансирование банковской системы через опорные банки — прообраз трехуровневой банковской системы, но только прообраз, т. к. эта концепция не затрагивает системы расчетов через отделения Банка России и существующих правил лицензирования банковской деятельности. Рефинансирование через опорные банки можно представить в виде схемы (рис. 6).

Рисунок 6

Концепция рефинансирования через опорные банки



Источник: составлено автором.

R — базовая ставка, т. е. ключевая ставка, используемая для определения стоимости денежных средств заданной срочности и определяющая рекомендуемый уровень процентных ставок в экономике. Б1 — банковская ставка первого уровня.

Сущность опорного банка в том, что в кризисный момент через него восстанавливается ликвидность банковской системы: опорным банкам предоставляется дополнительная антикризисная ликвидность по базовой ставке, при этом возникает обязанность рефинансировать остальную банковскую систему по рекомендуемой ставке межбанковского кредитования (банковской ставке).

Такая обязанность может быть установлена:

— при помощи формально зафиксированного обязательства. При этом для опорного банка определяются критерии по группе экономического положения для банков-контрагентов и требованиям по объему и качеству обеспечения;

— путем предоставления соответствующего рефинансирования при наличии портфеля выданных ссуд по ставке Б1.

Поскольку у опорных банков всегда есть возможность предоставить высококачественное обеспечение, то устраняется проблема сегментированности в вопросах рефинансирования — все банки банковской системы теоретически могут получить рефинансирование от Банка России или участвовать в аукционах по размещению временно свободных средств бюджета. Однако если у них недостаточно качественного обеспечения или они не соответствуют критериям допуска к аукционам, они всегда могут рефинансироваться по фиксированной ставке (заданной регулятором) у опорных банков, вместо того чтобы привлекаться по спекулятивно высоким ставкам рынка МБК. Эта ставка заведомо выше рыночной, и в нормальных условиях, вне кризиса ликвидности, данная система влияет на рынок как ориентир (поскольку банки привлекают средства на рынке по более низким ставкам), не оказывая непосредственного воздействия.

Преимущество использования опорных банков в том, что они:

— полностью отвечают по обязательствам перед Банком России и Правительством России по предоставленной антикризисной ликвидности;

— фактически получают целевые средства на рефинансирование остальной банковской системы — эта ликвидность не может быть использована для кредитования опорными банками экономики. Предполагается, что опорные банки в силу широкого охвата рынка и достаточно большого объема источников средств имеют необходимое фондирование и/или могут привлечь существенный объем средств физических лиц при относительно небольшом повышении депозитных ставок;

— берут на себя риски и производят необходимую оценку по выдаваемым остальной банковской системе кредитам в рамках рефинансирования.

Регулятивные ставки

В условиях инфляционного таргетирования ключевая ставка играет роль сигнального маяка для ожиданий рынка, поэтому ее корректировка для сглаживания колебаний ставки межбанковского рынка не представляется возможной. Для этих целей нужны дополнительные, ограничивающие ставки, не являющиеся параметрами операций регулятора и служащие для экономического, а не административного воздействия на рыночные ставки. Для того чтобы регулятор получил возможность определять эти ограничивающие ставки, необходимо ввести систему специальных коэффициентов, корректирующих базовую ставку до нужной величины на каждом уровне регулирования. В качестве уровней регулирования можно выделить:

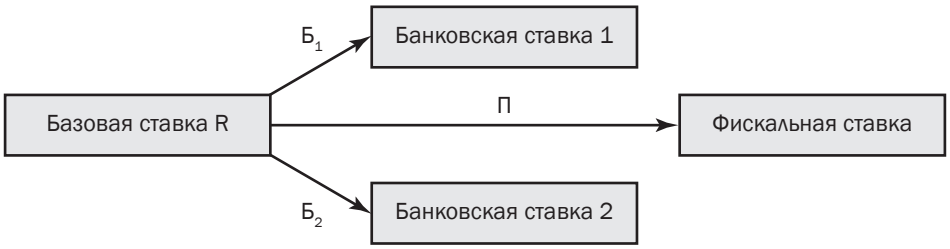
— межбанковский рынок как рынок мгновенной ликвидности;

— остальную экономику как рынок капитала и рынок среднесрочных и долгосрочных ссуд.

Концепция системы регулятивных ставок и их зависимости от базовой ставки может быть представлена в виде схемы (рис. 7).

Рисунок 7

Концепция регулятивных ставок



Источник: составлено автором.

R — базовая, или ключевая, ставка, операционный инструмент органов денежно-кредитного регулирования.

Б1 — банковский коэффициент первого уровня. По формуле R × Б1 определяется банковская ставка 1. Это банковская ставка первого уровня, ограничивающая максимальную цену размещения денежных средств на рынке МБК. Регулятивное ограничение носит фискальный характер: повышенной ставкой налога на прибыль организаций облагаются доходы по операциям МБК (в т. ч. РЕПО) в части превышения Банковской ставки 1. Опорные банки рефинансируют кредитные организации в рамках соответствующих программ по Банковской ставке 1.

Б2 — банковский коэффициент второго уровня. По формуле R × Б2 определяется банковская ставка 2. Это банковская ставка второго уровня, ограничивающая максимальную цену размещения денежных средств на рынке коммерческих ссуд. Регулятивное ограничение носит фискальный характер: повышенной ставкой налога на прибыль организаций облагаются доходы по операциям кредитования в части превышения Банковской ставки 2.

П — фискальный коэффициент. По формуле R × П определяется фискальная ставка. Это регулятивная ставка второго уровня, ограничивающая максимальную цену привлечения денежных средств на рынке коммерческих ссуд. Ограничение носит фискальный характер: расходами в целях уменьшения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль признаются процентные расходы по операциям привлечения денежных средств в части, не превышающей фискальную ставку.

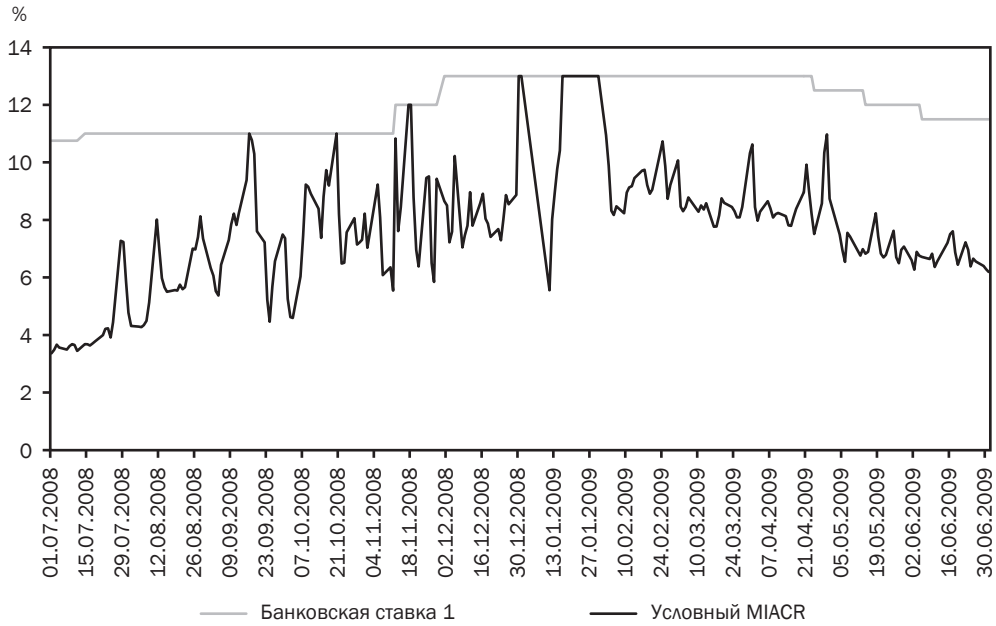
В условиях рассматриваемой системы рефинансирования введение ограничителя (Банковской ставки 1) приводит к следующему результату:

- В банковском секторе появляется источник ликвидности с фиксированной ценой. Поскольку опорные банки также получают ликвидность по фиксированной и более низкой цене от Банка России и Правительства России, у них есть возможность, снижая риски путем получения качественного обеспечения, рефинансировать остальные банки по этой ставке. При этом необязательно данная ставка будет самой низкой на межбанковском рынке.
- Прочий межбанковский рынок получает жесткий ориентир, оказывающий давление с помощью фискальных мер на максимальные ставки предложения. В результате резкие колебания ставки MIACR сглаживаются ввиду того, что они невыгодны банкам, проводящим размещение, а у банков, нуждающихся в дополнительной ликвидности, всегда есть возможность обратиться за рефинансированием в опорные банки.

В результате происходит коррекция ставок на межбанковском рынке в сторону понижения и ценовой шок ослабевает. Можно провести сценарный анализ с введением Банковской ставки 1 для рассмотренной выше ситуации со ставкой MIACR, исходя из предположения, что Банковская ставка 1 равна ставке рефинансирования в конкретный момент времени (рис. 8).

Рисунок 8

Сценарный анализ ставки MIACR в период с 1 июля 2008 г. по 1 июля 2009 г.



Источник: рассчитано автором.

В этом случае среднее значение ставки MIACR снижается с 8,15 до 7,70 %, т. е. на 0,45 п. п.; стандартное отклонение снижается с 3,73 до 2,16 %, т. е. на 1,57 п. п.; график из рис. 2 приобретает вид графика из рис. 5.

Использование процентных ставок в качестве операционного ориентира, как поступает большинство центральных банков развитых стран, направлено на снижение волатильности на рынке МБК. Управление осуществляется на регулярной основе, при этом в промежутках между принятием решений по ключевой ставке участники рынка могут быть уверены, что условия заимствования будут стабильными. При этом некоторые центральные банки дают вероятностные ориентиры по процентной политике, например Банк Норвегии и Федеральная резервная система США[11]. В предлагаемой системе регулятивных ставок управление ставками на рынке МБК упрощено по сравнению с классической схемой воздействия на рынок ключевой ставкой, поскольку у регулятора появляется возможность точечного воздействия на отдельный сегмент экономики — межбанковский рынок ссуд или рынок коммерческих ссуд, без изменения ключевых параметров ГДКП.

Формат статьи научного журнала не позволяет полностью раскрыть принципы работы регулятивных ставок для остальной экономики, однако показанный выше пример

[11] *См.: Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. — Princeton University Press, 1999.*

с использованием их для сдерживания спекулятивного роста ставок межбанковского рынка свидетельствует об эффективности этой системы.

Регулятивные ставки имеют значение для гибкого инфляционного таргетирования, т. к. они:

— обеспечивают единой базовой ставке роль устойчивого якоря для инфляционных ожиданий, поскольку ее корректировка мгновенно влияет на межбанковский рынок и на стоимость размещаемых в остальной экономике и привлекаемых из нее денежных средств;

— позволяют влиять на объемы кредитования экономики без совершения рыночных операций Банком России (за счет корректировки рентабельности и процентной маржи). Аналогичным образом можно влиять на объемы привлекаемых денежных средств. Таким образом, путем регулирования ликвидности в экономике через управление рентабельностью банковских операций достигается гибкость режима таргетирования — ГДКП может влиять на платежеспособный спрос;

— обеспечивают стабильное денежное предложение в межбанковском секторе в рамках системы рефинансирования через опорные банки, что придает дополнительную устойчивость перед внешними шоками.

Итак, внедрение гибкого инфляционного таргетирования в России требует проведения определенных реформ. В частности, для наиболее эффективного целеполагания необходимо выделить и рассматривать два вида целей, задаваемых на разные горизонты таргетирования, — стратегическую (равную парламентскому периоду) и операционную.

Кроме того, для решения проблемы сегментированности банковской системы в части рефинансирования может быть введена система ее рефинансирования через опорные банки, т. е. добавлена одна из характеристик трехуровневой банковской системы в существующую. В качестве меры, обеспечивающей гибкость операционного инструмента, предлагается введение единой базовой ставки для операций Банка России, а также системы регулятивных ставок. Система регулятивных ставок обеспечит Банку России возможность управления направлениями потоков денежных средств с межбанковского рынка краткосрочных ссуд на рынок коммерческих ссуд и депозитов за счет изменения рентабельности процентных операций путем повышенного налогообложения соответствующих превышений в рамках налога на прибыль. Кроме того, регулятивные ставки сдерживают спекулятивный рост процентных ставок по депозитам и кредитам и обеспечивают дополнительные доходы в бюджет со ссудных операций, проводимых по высоким ставкам, при этом не требуется существенных изменений налоговой системы.

Библиография

1. Кудрин, А. Л. Инфляция: российские и мировые тенденции // Вопросы экономики. — 2007. — № 10. — С. 4.
2. Чаркин, А. Мировой опыт инфляционного таргетирования // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. — 2012. — № 1. — С. 115.
3. Чаркин, А. Теоретические основы инфляционного таргетирования // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2011. — № 1. — С. 103.
4. Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., Posen, A. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. — Princeton University Press, 1999.
5. Mishkin, F., Schmidt-Hebbel, K. Does Inflation Targeting Make a Difference? // NBER WP № w12876. — 2007.
6. Svensson, L. Evaluating Monetary Policy // From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor / Koenig, Evan, and Robert Leeson, eds. — Hoover Institution Press, 2009.