

**ЭВОЛЮЦИЯ ПРОЦЕНТНОЙ ПОЛИТИКИ
НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ**

**Золотарева Ольга Александровна, к.э.н., доцент,
заведующий кафедрой банковского дела,
Полесский государственный университет**

Zolotareva Olga, PhD, Polessky State University, olgaztv@gmail.com

**Янковский Игорь Анатольевич, к.э.н., доцент,
декан факультета банковского дела,
Полесский государственный университет**

Yankovskiy Igor, PhD, Polessky State University, yanki_by@mail.ru

**Минченко Анатолий Александрович, старший преподаватель,
Гомельский филиал Международного университета «МИТСО»**

Minchenko Anatoliy, International University «MITSO»

**Теляк Оксана Александровна, к.э.н., доцент кафедры банковского дела,
Полесский государственный университет**

Telyak Oksana, PhD, Polessky State University, tcfm@yandex.ru

Аннотация: в статье производится оценка эффективности степени последовательности Национального банка Республики Беларусь в достижении заявленной операционной цели – установлении ставки по однодневному МБК на уровне, близком к ставке рефинансирования. С этой целью производится анализ практики денежно–кредитного регулирования 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.

Ключевые слова: рефинансирование, ставки денежного рынка, финансовый рынок, операции предоставления и изъятия ликвидности, межбанковский кредит, денежно–кредитная политика, трансмиссионный механизм.

Процентные ставки, используемые центральными банками 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.

Так, в США 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). Главным механизмом поддержания ее стабильного уровня являются операции РЕПО с краткосрочными казначейскими векселями. В настоящее время ее значение находится в диапазоне от 0,25 до 0,5%. 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 этой ставке Евросистема привлекает избыточные резервы банковской системы. С 16 марта 2016 года она составляет $-0,4\%$. Ставка по постоянным инструментам предоставления ликвидности – $0,25\%$, базовая ставка снижена до 0% . В Евросистеме ставка рефинансирования является действующим инструментом предоставления ликвидности банковскому сектору. В Российской Федерации ставка рефинансирования в настоящее время ставка рефинансирования не выполняет необходимую функцию воздействия на ставки денежного рынка. Основной объем рефинансирования предоставляется в рамках аукционов РЕПО сроком на 1 неделю. Процентная ставка по этим операциям в сентябре 2013 года была объявлена Банком России ключевой. Тем не менее, поскольку ставка рефинансирования используется в целях налогообложения, для начисления штрафов и пеней, ее техническая роль сохраняется. В 2016 году Банк России планирует уравнивать ключевую ставку и ставку рефинансирования. В Республике Беларусь, так же как и в России, ставка рефинансирования практически не используется для предоставления ликвидности со стороны Национального банка банкам второго уровня, а служит основой для расчета ставок финансового рынка. Достижение динамики средней процентной ставки однодневных межбанковских кредитов (далее – МБК) в белорусских рублях на уровне, близком к ставке рефинансирования, как операционной цели денежно-кредитной политики впервые было заявлено в Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2006 год. Для снижения волатильности ставки однодневных МБК в белорусских рублях Национальный банк еще в 2000 году осуществил переход к формированию банками обязательных резервов на основе принципа усреднения, что должно было обеспечить сглаживание колебаний процентных ставок межбанковского кредита и способствовать более равномерному формированию спроса на валютном рынке. С этой же целью, для повышения эффективности операций на открытом рынке, а также для облегчения планирования банками своей ликвидности операции регулирования текущей ликвидности и решения об изменении уровня процентных ставок были синхронизированы с периодами выполнения резервных требований.

Для оценки эффективности и последовательности в достижении Национальным банком объявленной операционной цели необходимо проанализировать практику денежно-кредитного регулирования 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.

Сформировавшаяся структура операций поддержки и изъятия ликвидности предполагает, что 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.

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. Как отмечалось в годовом отчете Национального банка, их удель-

ный вес по остатку в операциях изъятия ликвидности составил 72%, а в операциях поддержки ликвидности – 58,6% [1].

С развитием аукционных инструментов роль ставки рефинансирования в формировании процентных ставок финансового рынка должна была определяться тем, чтобы задавать минимальный уровень процентных ставок по аукционным операциям предоставления ликвидности и максимальный уровень процентных ставок по аукционным операциям изъятия ликвидности.

Динамика развития аукционных операций поддержки ликвидности в 2000–2015 годах по их доле в структуре операций рефинансирования по среднему остатку представлена на рисунке 1. Как видно из рисунка после 2008 года удельный вес аукционных операций в рефинансировании банков сокращался. В 2009 году доля аукционных операций в регулировании текущей ликвидности банков была еще достаточно велика. Их удельный вес по остатку задолженности в общем объеме операций поддержки ликвидности составлял в этот период 55,4%. В 2012 году доля аукционных операций в общем объеме операций рефинансирования составляла уже 5,9%. В 2014 году операции поддержки ликвидности в рамках аукционных операций на открытом рынке не осуществлялись. Однако начиная с 2015 года, регулярные аукционы на открытом рынке были возобновлены, и по итогам этого года доля операций на открытом рынке по остатку в общем объеме операций рефинансирования составила 41%.

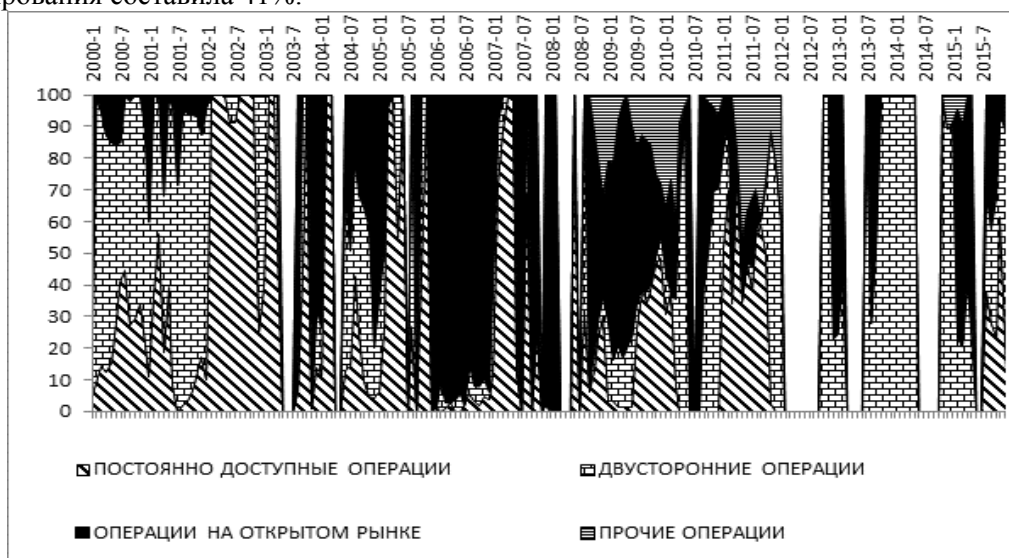


Рисунок 1 – Динамика структуры операций поддержки текущей ликвидности по остатку в 2000–2015 годах

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [2; 3]

Анализ структуры операций рефинансирования по обороту еще более рельефно показывает динамику удельного веса различных инструментов рефинансирования в последние годы. Структура операций поддержки ликвидности по обороту представлена на рисунке 2.

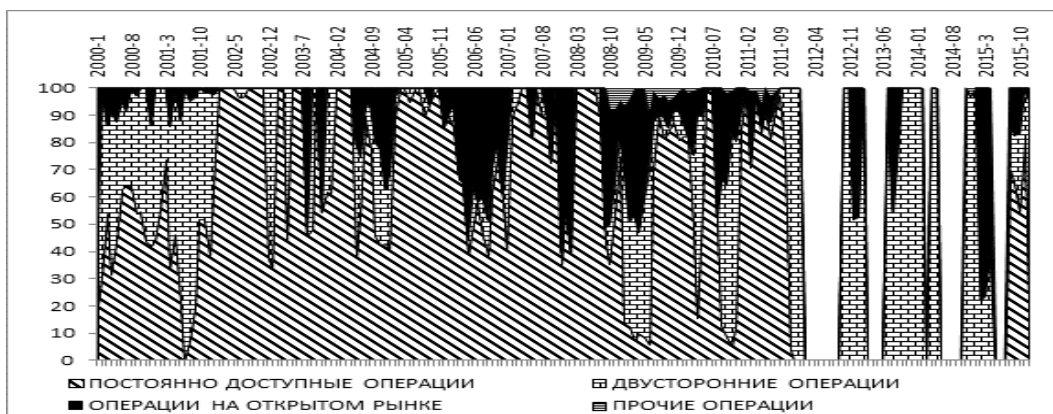


Рисунок 2 – Динамика структуры оборотов по операциям поддержки текущей ликвидности в 2000–2015 годах

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [2; 3]

Динамика структуры операций изъятия ликвидности по обороту и остатку представлена на рисунках 3,4.

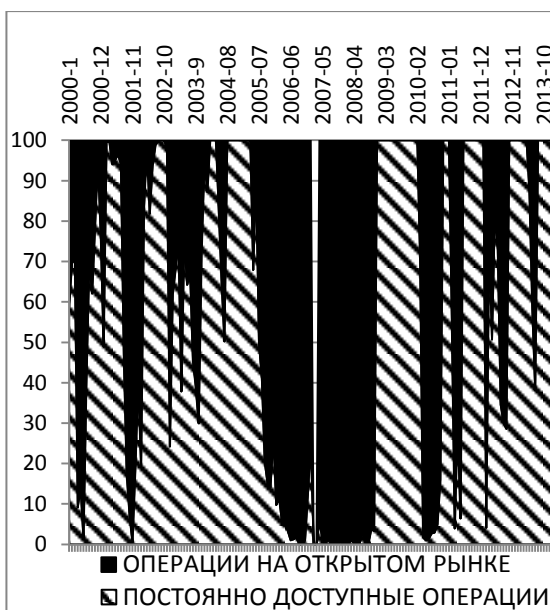


Рисунок 3 – Динамика структуры операций изъятия текущей ликвидности по остатку в 2000–2015 годах

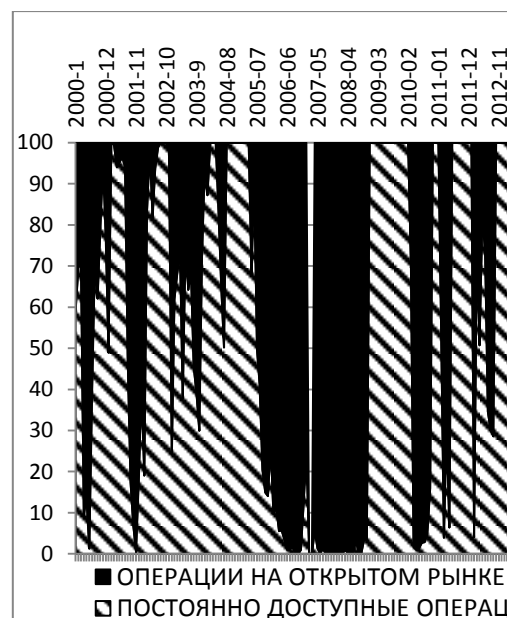


Рисунок 4 – Динамика структуры оборотов по операциям изъятия текущей ликвидности в 2000–2015 годах

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [2; 3]

Анализ состава, структуры и динамики операций поддержки и изъятия ликвидности по обороту и остатку за период с 2000 по 2015 годы, 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.

Виды процентных ставок Национального банка по операциям поддержки и изъятия ликвидности представлены в таблице.

Таблица – Ставки по операциям Национального банка Республики Беларусь

Вид ставки	Назначение	Порядок установления ставки, ее характеристика	Характеристика условий операции/срок (дней)/периодичность
<u>Ставки по постоянно доступным операциям:</u>	Ограничение колебаний процентных ставок по однодневным МБК. Формирование коридора ставки МБК		Автономность
<ul style="list-style-type: none"> • кредиты овернайт; • СВОП овернайт; 	Верхняя граница коридора. Носят штрафной характер.	Ставки фиксированные, менее привлекательные по сравнению со ставками по операциям на открытом рынке	Автономность операций, инициатором являются банки, сделка двусторонняя. Срок операции – 1 день, периодичность ежедневно
<ul style="list-style-type: none"> • депозиты овернайт. 	Нижняя граница коридора		
<u>Ставки по двусторонним операциям:</u>	Дополняют постоянно доступные операции	Ставки фиксированные, равны ставкам по постоянно доступным операциям	Те же условия, сроки и периодичность за исключением автономности
<u>Ставки по основным и дополнительным операциям на открытом рынке:</u>	Основная роль в достижении операционной цели (динамика процентной ставки однодневных межбанковских кредитов в пределах коридора, заданного фиксированными ставками, на уровне близком к ставке рефинансирования)	Определяются Национальным банком непосредственно в ходе аукционных торгов или накануне проведения операций (в зависимости от формы проведения аукциона)	
<ul style="list-style-type: none"> • ломбардные кредиты на аукционной основе; • аукционный СВОП; • прямое РЕПО; 		Устанавливаются на уровне не ниже ставки рефинансирования и не выше ставок по постоянно доступным операциям поддержки текущей ликвидности	Процедура – аукцион; инициатором является Национальный банк; основные операции осуществляются ежедневно по средам на срок не более 7 дней и ежемесячно в последний рабочий день периода усреднения резервов на срок 1 день. Дополнительные операции не стандартизированы по срокам и периодичности
<ul style="list-style-type: none"> • депозиты на аукционной основе; • эмиссия краткосрочных обязательств Национального банка; • обратное РЕПО; 		Устанавливаются на уровне не выше ставки рефинансирования и не ниже ставок по постоянно доступным операциям поддержки текущей ликвидности	

Представленная структура процентных ставок 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. Управляя процентным коридором, Национальный банк устанавливает ориентир стоимости краткосрочной 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 инструментам. Ширина коридора была увеличена к концу 2011 года до 40 п. п. 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 5 представлена динамика ставки однодневных МБК в национальной валюте с 2003 года по настоящее время по среднемесячным данным.

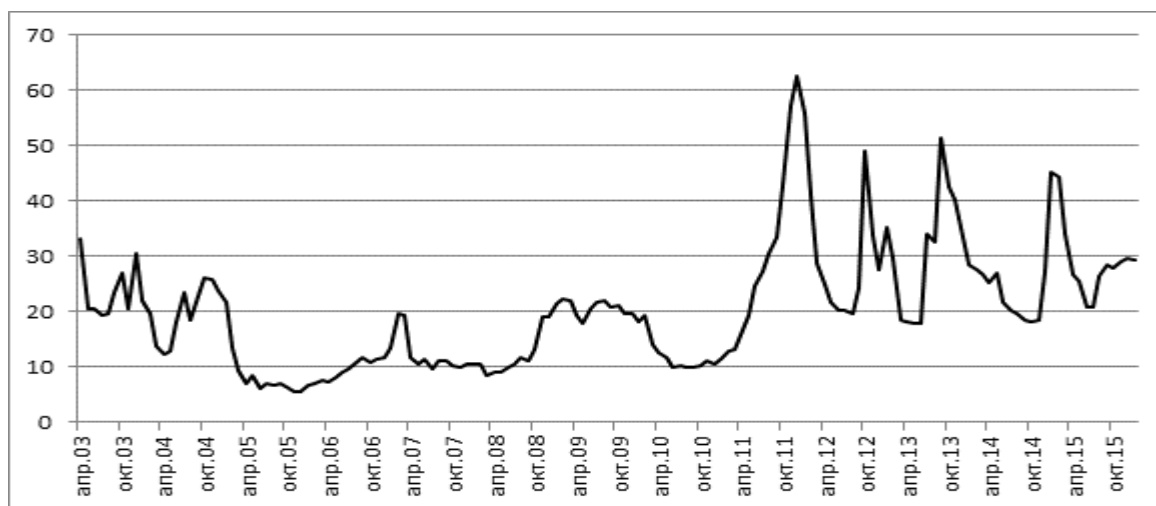


Рисунок 5 – Динамика средней процентной ставки на рынке однодневных МБК в национальной валюте, %

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [4]

График показывает существенное увеличение волатильности со второй половины 2011 года. Для количественного определения исторической волатильности за 2003–2015 годы было рассчитано стандартное отклонение 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 6. Как

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

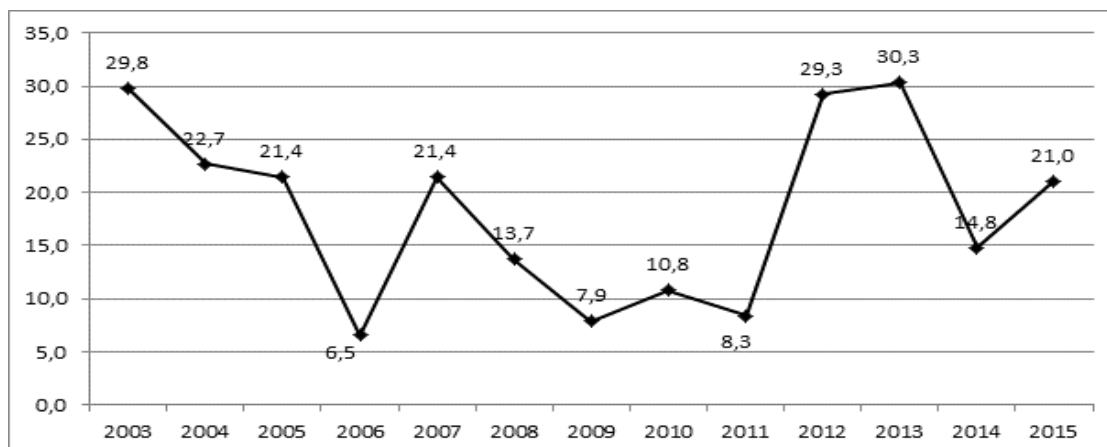


Рисунок 6 – Динамика волатильности ставки МБК по годам за период с 2003 по 2015 годы

Источник: рассчитано на основании данных Национального банка Республики Беларусь: [4]

Проявлением волатильности является и выход ставки однодневного МБК за пределы установленного коридора. С марта 2008 года и по настоящее время ставка однодневного МБК неоднократно выходила за него. 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 7.



Рисунок 7 – Динамика ставок по операциям Национального банка Республики Беларусь на финансовом рынке

Источник: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [4; 5]

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. 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, мы произвели оценку эффективности степени последовательности Национального банка в следовании заявленной операционной цели, каковой является установление ставки по однодневному МБК на уровне, близком к ставке рефинансирования. Все три верификационных критерия решения данной задачи – 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. Основными причинами такого положения вещей являются неразвитость финансового рынка и административный механизм распределения кредитных ресурсов в стране. Действие процентного канала проявляется главным образом в области воздействия процентных ставок на сберегательное поведение населения посредством влияния на валютный курс. Для успешного функционирования процентного канала в Республике Беларусь необходимо создать полномасштабный рынок капитала, формирующий долговременный план относительно сбережений и инвестиций. Стабильно функционирующий рынок капитала обеспечивает автоматизм передачи импульсов от краткосрочных ставок денежного рынка к долгосрочным ставкам рынка капитала.

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

Список использованных источников:

1. Годовые отчеты Национального банка Республики Беларусь за 2001–2014 годы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/publications/report>, свободный. – Загл. с экрана.
2. 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.
3. Операции по регулированию ликвидности / Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/mp/liquidity/>, свободный. – Загл. с экрана.
4. Ставки межбанковского рынка / Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа. – <http://www.nbrb.by/statistics/PrStavkiN/>, свободный. – Загл. с экрана.
5. 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.