



# РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ЭКОНОМИКА

НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ

16 / 7

Н. В. Ващелюк, П. В. Трунин

## НЕСТАНДАРТНЫЕ МЕРЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ И РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА

М О С К В А • 2 0 1 6

**Павел Вячеславович Трунин  
Наталья Васильевна Ващелюк**

**Нестандартные меры  
монетарной политики.  
Международный опыт  
и российская практика**

**Серия «Научные доклады: экономика»**

*Текст предоставлен правообладателем*

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=33204525](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=33204525)*

*Нестандартные меры монетарной политики. Международный опыт и  
российская практика: «Дело» РАНХиГС; Москва; 2016  
ISBN 978-5-7749-1120-2*

### **Аннотация**

Целью настоящей работы является анализ воздействия нестандартных мер денежно-кредитной политики на функционирование денежного рынка и экономики в целом. Рассмотрены особенности реализации основных видов нестандартных мер денежно-кредитной политики (количественное и кредитное смягчение, формирование системы заявлений о намерениях центрального банка) в развитых и развивающихся странах. Осуществлен эконометрический

анализ влияния нестандартных инструментов Банка России по предоставлению ликвидности на функционирование денежного рынка. Полученные результаты позволяют сделать вывод об эффективности нестандартных инструментов, используемых ЦБ РФ, в частности аукционов по предоставлению трехмесячных кредитов, обеспеченных нерыночными активами.

# Содержание

|  |    |
|--|----|
| Введение   | 6  |
| 1. Анализ опыта применения нестандартных мер денежно-кредитной политики в развитых и развивающихся странах | 9  |
| 1.1. Стандартные инструменты денежно-кредитной политики  | 10 |
| 1.1.1. Операции постоянного действия (standing facilities)   | 12 |
| 1.1.2. Операции на открытом рынке (open market operations)   | 14 |
| 1.1.3. Резервные требования  | 15 |
| 1.1.4. «Новый взгляд» на осуществление денежно-кредитной политики  | 16 |
| Конец ознакомительного фрагмента.  | 22 |

**Н. В. Ващелюк,  
П. В. Трунин**

**Нестандартные меры  
монетарной политики.  
Международный опыт  
и российская практика**

© ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2016

\* \* \*

# Введение

Мировой финансовый кризис 2007–2009 гг. привел к существенным изменениям в деятельности и роли центральных банков (ЦБ) во многих развитых странах. Широкое распространение получили так называемые нестандартные меры монетарной политики, которым соответствовала трансформация статуса ЦБ в экономической системе: он не только выполнял функции наблюдателя и регулятора, но и превратился в активного участника операций на финансовых рынках. По словам бывшего главы ФРС Б. Бернанке [1], центральные банки, традиционно считавшиеся наиболее консервативными институтами, в период острой фазы финансового кризиса начали разрабатывать и реализовывать новаторские подходы к управлению монетарной сферой, непосредственно вмешиваясь в функционирование кредитной системы.

Такая модификация деятельности ЦБ произошла из-за того, что были исчерпаны возможности стандартной меры стимулирующей денежно-кредитной политики (ДКП) – снижения процентной ставки. В период кризиса во многих развитых странах ключевые процентные ставки были снижены практически до нуля, однако при этом процентные ставки по долгосрочным операциям оставались относительно высокими. Произошли существенные нарушения в функциони-

ровании трансмиссионного механизма ДКП. В сложившихся условиях кризиса центральные банки перешли к применению нестандартных мер монетарной политики. Стоит отметить, что к подобным мерам были вынуждены обратиться центральные банки не только развитых, но и развивающихся стран. Однако масштаб применения нестандартных мер ДКП в развивающихся странах был намного меньше. Также существенным образом отличался набор инструментов, применяемых центральными банками развитых и развивающихся стран в период кризиса.

Большинство центральных банков развитых стран продолжают функционировать в условиях, требующих поддержания процентных ставок на уровне, близком к нулевому, и применения нестандартных мер ДКП. В некоторых развивающихся странах по-прежнему используются нестандартные меры, хотя они играют не столь значимую роль в практике центральных банков. В настоящее время также часто обсуждается вопрос о необходимости сохранения нестандартных мер ДКП в арсенале инструментов центральных банков после устранения последствий мирового финансового кризиса. Это обуславливает необходимость анализа и систематизации опыта применения мер нестандартной монетарной политики в развитых и развивающихся странах, а также изучения их эффективности с точки зрения влияния на ключевые финансовые и макроэкономические переменные.

Цель настоящей работы состоит в анализе особенностей

применения мер нестандартной денежно-кредитной политики в развитых и развивающихся странах и исследовании их влияния на основные макроэкономические и финансовые показатели.

Для достижения поставленной цели в работе последовательно решаются следующие задачи:

- изучаются основные виды нестандартных мер ДКП и подходы к их классификации;
- проводится сравнительный анализ нестандартных мер монетарной политики, предпринятых в развитых и развивающихся странах;
- выявляются особенности и ограничения применения нестандартных мер ДКП в странах с развивающимися рынками;
- определяются меры денежно-кредитной политики Банка России, которые могут быть классифицированы как нестандартные;
- производится эконометрическая оценка наличия и характера влияния нестандартных мер ЦБ РФ на индикаторы функционирования денежного рынка в России;
- формулируются выводы о соответствии применения нестандартных инструментов предоставления ликвидности в России лучшему мировому опыту, предлагаются рекомендации в области реализации нестандартных мер монетарной политики.



# **1. Анализ опыта применения нестандартных мер денежно-кредитной политики в развитых и развивающихся странах**

Для исследования влияния нестандартных мер ДКП на макроэкономические и финансовые переменные необходимо выявить критерии, на основе которых та или иная мера ДКП оценивается как стандартная или нестандартная, а также изучить опыт применения нетрадиционных мер монетарной политики в развитых и развивающихся странах.

В данном разделе представлен обзор инструментов ДКП, считающихся стандартными; рассматриваются определение нестандартной монетарной политики и различные классификации ее мер, опыт использования данных мер центральными банками развитых и развивающихся стран; проводится анализ ограничений и перспектив применения нестандартных мер ДКП в развивающихся странах.

# **1.1.Стандартные инструменты денежно-кредитной политики**

Меры, предпринятые многими центральными банками в период мирового финансового кризиса, называются нестандартными в связи с тем, что они отличаются от тех инструментов, которые до этого обычно применялись монетарными регуляторами в развитых странах.

Вопрос об определении «стандартных» мер ДКП тесно связан с проблемами реализации монетарной политики (в англ. терминологии, *monetary policy implementation*) в рамках того или иного режима ДКП. В настоящее время, как и до начала мирового финансового кризиса, в большинстве развитых стран и во многих развивающихся экономиках приоритетной целью монетарной политики является поддержание ценовой стабильности, для достижения которой часто используется режим таргетирования инфляции. Ключевым элементом в осуществлении ДКП в этом случае становится управление процентными ставками, для реализации которого необходимо определение параметров трех основных элементов монетарной политики [2].

Во-первых, требуется выбрать операционный целевой показатель (*operational target*) ДКП. В качестве такого операционного целевого показателя выбирается экономическая переменная, которую ЦБ стремится и в состоянии контролиро-

вать на ежедневной основе с помощью инструментов ДКП. Целевой уровень этой переменной с одной стороны определяет порядок действий структур центрального банка, отвечающих за проведение ежедневных операций, а с другой – информирует экономику о направленности денежно-кредитной политики.

Вторым элементом процесса реализации ДКП является формирование операционной структуры инструментов и правил, позволяющей центральному банку управлять выбранным целевым показателем.

Третий элемент реализации монетарной политики – это применение выбранных инструментов на ежедневной основе с целью достижения целевого уровня выбранного ориентира.

В последние два десятилетия ЦБ во многих развитых и развивающихся странах мира перешли к режиму таргетирования инфляции и в качестве операционного целевого показателя используют краткосрочные процентные ставки. Для управления этими ставками используются инструменты постоянного действия, операции на открытом рынке и установление нормативов обязательных резервов. Рассмотрим перечисленные инструменты и их стандартные для ежедневной практики центральных банков параметры более подробно.

### **1.1.1. Операции постоянного действия (standing facilities)**

Операции постоянного действия стали применяться центральными банками раньше, чем другие виды инструментов. Их можно определить как инструменты, которые кредитные организации-контрагенты центрального банка могут использовать по собственной инициативе в любое время в течение рабочего дня. Центральный банк устанавливает правила доступа к применению этих инструментов, прежде всего процентные ставки по операциям, а также список бумаг, принимаемых для переучета, использования в операциях РЕПО, залога.

Несмотря на то что операции постоянного действия могут быть использованы в любое время операционного дня, коммерческие банки обращаются к ним, как правило, в конце дня. При этом по операциям постоянного действия устанавливаются штрафные процентные ставки, с тем чтобы банкам было невыгодно слишком полагаться на их применение.

Инструменты постоянного действия (как и операции на открытом рынке) можно разделить на две группы – кредитные и депозитные. Кредитование коммерческих банков центральным банком направлено на решение двух задач. Во-первых, инструменты по предоставлению ликвидности служат для управления операционным целевым показателем

(процентной ставкой по краткосрочным кредитам на денежном рынке). Во-вторых, они должны обеспечивать проведение платежей и сохранение финансовой стабильности.

До начала мирового финансового кризиса в практике центральных банков в качестве инструмента постоянного действия, направленного на кредитование коммерческих банков, применялись так называемые ломбардные кредиты. Они характеризуются стандартизованными сроками предоставления кредитов и наличием списка активов, которые могут быть использованы в качестве обеспечения.

Депозитные операции постоянного действия в определенном смысле являются менее важными, чем кредитные, так как не выполняют функцию обеспечения финансовой стабильности. В то же время они имеют существенное значение при управлении целевым операционным ориентиром. Если фиксированная ставка по депозитным операциям постоянного действия отлична от ставки, служащей целевым показателем, то она формирует нижнюю границу для процентных ставок по краткосрочным кредитам на денежном рынке, тем самым предотвращая чрезмерное смягчение условий кредитования.

Если в денежно-кредитной системе функционируют оба вида инструментов постоянного действия с одинаковым сроком проведения операций (как правило, составляющим один день), то образуется коридор для процентных ставок денежного рынка, верхнюю и нижнюю границы для которого обра-

зуют процентные ставки по кредитам и депозитам соответственно.

### **1.1.2.Операции на открытом рынке (open market operations)**

В отличие от инструментов постоянного действия операции на открытом рынке проводятся по инициативе центрального банка на основе добровольного участия в них коммерческих банков. Операции на открытом рынке могут осуществляться как на регулярной основе, так и в любое время, которое определит центральный банк. С помощью операций на открытом рынке центральный банк может предоставлять ликвидность, проводя операции РЕПО или операции по прямому выкупу активов, или абсорбировать ее, размещая средства коммерческих банков на депозитах, осуществляя операции обратного РЕПО или прямую продажу активов.

На современном этапе господствует представление о том, что в стандартной ситуации операции на открытом рынке проводятся с целью управления процентными ставками денежного рынка, причем таким образом, чтобы предотвращать появление структурной зависимости коммерческих банков от инструментов постоянного действия. Операции на открытом рынке призваны нивелировать влияние изменения автономных факторов на состояние денежного рынка.

До начала мирового финансового кризиса в практике цен-

тральных банков большинства развитых стран преобладали операции на открытом рынке, предполагающие проведение обратной транзакции и осуществляемые через механизм аукционов на ежедневной или еженедельной основе на срок от одного дня до трех месяцев.

### **1.1.3. Резервные требования**

Обязательные резервы – это доля определенных видов обязательств коммерческого банка, которая должна храниться на счетах центрального банка. При прочих равных условиях увеличение нормативов обязательных резервов приводит к тому, что кредитные организации начинают отчислять больше средств для размещения их на счетах в центральном банке.

Исторически система обязательного резервирования рассматривалась центральными банками прежде всего как механизм, обеспечивающий коммерческие банки средствами, необходимыми для возврата депозитов, а не инструмент монетарной политики. Со временем в большинстве развитых стран обязательные резервы стали выполнять другие функции.

В настоящее время в большинстве развитых стран резервные требования рассматриваются как инструмент, позволяющий центральному банку более точно прогнозировать спрос коммерческих банков на ликвидность и, следовательно-

но, лучше контролировать краткосрочные процентные ставки денежного рынка. При отсутствии резервных требований центральному банку пришлось бы дополнительно прогнозировать компоненту спроса на ликвидность со стороны коммерческих банков, характеризующую потребность в резервах ЦБ, необходимых для осуществления межбанковских расчетов. Как правило, эта часть спроса наиболее изменчива и непредсказуема. Поэтому центральные банки стран, в которых отсутствует система обязательного резервирования, вынуждены проводить операции на открытом рынке несколько раз в день.

Также иногда подчеркивается, что наличие резервных требований повышает потребность коммерческих банков в рефинансировании со стороны центрального банка, что повышает эффективность системы осуществления монетарной политики. При наличии механизма усреднения обязательных резервов они могут также стать дополнительным временным источником ликвидности.

#### **1.1.4. «Новый взгляд» на осуществление денежно-кредитной политики**

После описания основных инструментов денежно-кредитной политики следует перейти к характеристике современных представлений о том, какими должны быть «стандартные» параметры этих операций. Данные подходы



представляют собой часть так называемого нового взгляда (new view) на осуществление денежно-кредитной политики, сформировавшегося и получившего широкое распространение в развитых странах в последнее десятилетие XX века.

«Новый взгляд» на осуществление денежно-кредитной политики состоит из рекомендаций по организации ее ключевых элементов (выбора целевого операционного показателя, определения параметров инструментов монетарной политики, ежедневное использование выбранных инструментов с целью достижения целевого уровня операционного ориентира). Обычно указывают четыре основные черты «нового взгляда» на осуществление денежно-кредитной политики [2]:

***1.1.4.1. Единственным целевым операционным показателем центрального банка должна быть процентная ставка по краткосрочным межбанковским кредитам***

Согласно концепции «нового взгляда» текущий уровень целевого операционного показателя и ожидания по поводу его будущих значений достаточно полно характеризуют направленность денежно-кредитной политики. Так, сопоставление целевого уровня операционного показателя с его нейтральным уровнем (не приводящим к изменению конечных

целей монетарной политики<sup>1)</sup> позволяет понять, сдерживающую или стимулирующую политику проводит центральный банк.

Следовательно, изменение объема операций центрального банка (прежде всего, операций на открытом рынке) не должно являться сигналом о каких-либо модификациях в направленности денежно-кредитной политики. Это существенно упрощает ежедневное осуществление денежно-кредитной политики: центральный банк может сконцентрировать внимание на проведении прозрачных, простых и действенных операций для достижения объявленного целевого ориентира операционного показателя. При этом сами операции не несут никаких нежелательных дополнительных сигналов.

В качестве операционной переменной должны использоваться именно краткосрочные ставки, так как согласно гипотезе ожиданий они определяют временную структуру процентных ставок, а также являются оптимальными с точки зрения возможности управления ими центральным банком.

---

<sup>1)</sup> Под конечной целью монетарной политики (final target) понимается экономическая переменная, на управление которой направлена деятельность центрального банка, например уровень цен, занятости, темпы экономического роста и пр.

#### ***1.1.4.2. Выбор краткосрочной процентной ставки в качестве целевого операционного показателя деятельности центрального банка не зависит от стратегии денежно-кредитной политики***

Под стратегией денежно-кредитной политики понимается система, состоящая из двух элементов: макроэкономической модели трансмиссионного механизма монетарной политики<sup>2</sup>, разработанной центральным банком, и способов, на основе которых регулятор в рамках данной модели изменяет целевой операционный ориентир, реагируя на новую информацию, и сообщает об этих изменениях, чтобы оказать влияние на конечные цели ДКП. В соответствии с концепцией «нового взгляда», краткосрочную процентную ставку можно использовать в качестве целевого ориентира при любой промежуточной и конечной цели ДКП, то есть при любом режиме ДКП.

---

<sup>2</sup> Модель трансмиссионного механизма характеризует, как целевой операционный показатель, промежуточные и индикативные переменные, а также случайные шоки связаны с конечной целью денежно-кредитной политики.

### ***1.1.4.3. Параметры инструментов денежно-кредитной политики, согласно концепции «нового взгляда», должны быть по-особому специфицированы***

Доступ к инструментам постоянного действия должен быть ограничен только необходимостью наличия залога надлежащего качества, обеспечивающей контроль над уровнем риска, а также стоимостью заимствования. При этом информация о ставках по операциям постоянного действия должна быть известна всем участникам рынка.

Согласно концепции «нового взгляда» требования к обеспечению не важны с точки зрения ДКП, поэтому при их разработке необходимо руководствоваться доступностью ценных бумаг, которые могут быть использованы в качестве залога, для коммерческих банков; эффективностью;

возможностью осуществления контроля кредитного риска на достаточном уровне.

Необходимо также предотвращать появление структурной зависимости банковского сектора от инструментов постоянного действия, так как она, как правило, приводит к сокращению объема операций в краткосрочном сегменте межбанковского рынка и переключению банков на получение ликвидности от центрального банка. Обычно это достигает-

ся за счет управления вероятностью обращения к данным инструментам с помощью регулирования объема операций на открытом рынке и установления достаточно большого разрыва между ставками по инструментам постоянного действия и целевым уровнем операционного показателя. Срок операций, проводимых в режиме постоянного действия, должен совпадать со сроком инструментов, для которых рассчитывается целевой операционный ориентир.

*Среди операций на открытом рынке*

# Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.