ЭВОЛЮЦИЯ ДЕНЕЖНОГО МЕХАНИЗМА И ФЕНОМЕН ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Бурлачков В.К., д.э.н., профессор

Москва - 2017

ВОПРОСЫ

- 1. ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ В МИРОВОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ.
- 2. ОСОБЕННОСТИ СОВРЕМЕННОГО ДЕНЕЖНОГО МЕХАНИЗМА.
- 3. ПОСЛЕДСТВИЯ ЭВОЛЮЦИИ ДЕНЕЖНОГО МЕХАНИЗМА.

Характерными особенностями современного состояния финансово-кредитной сферы ведущих стран являются:

- снижение депозитных ставок центральных банков до отрицательных значений;
- падение реальных процентных ставок;
- нарастание государственного и частного долга, т.е. повышение левериджированности общественного сектора и домашних хозяйств;
- изменения в действии денежного механизма.

Процентная ставка Европейского центрального банка по однодневным депозитам коммерческих банков была установлена на уровне **минус 0,10%** в июне 2014 г. и снижена до **минус 0,40%** в марте 2016 г.

Банк Японии объявил 29 января 2016 г. о переходе к политике «количественного и качественного монетарного смягчения с отрицательной процентной ставкой» и установил ставку по избыточным резервам коммерческих банков на уровне **минус 0,1%.**

Отрицательные процентные ставки также введены центральными банками Дании и Швеции.

Указанные выше действия центральных банков следует рассматривать не только как попытку стимулирования экономической активности, но и как реакцию на проявление новых тенденций формирования процентных ставок.

В развитых странах в последнее десятилетие наблюдается:

- устойчивое снижение доходности долгосрочных государственных облигаций;
- снижение реальной процентной ставки монетарной политики (real policy rate), определяемой как разность между таргетируемой краткосрочной процентной ставкой центрального банка и индексом потребительской инфляции.

Новые тенденции также проявились в функционировании денежного механизма, т.е. **механизма формирования денежного предложения.**

Как отмечают аналитики Банка Англии М. Маклеу, М. Рэдиа, Р. Томас (McLeay M., Radia A., Thomas R.): «Создание денег на практике отличается от популярных, но ошибочных концепций: банки не действуют как посредники, предоставляя в кредит размещенные сберегателями депозиты, но они и не мультиплицируют деньги центрального банка при предоставлении кредитов и, соответственно, создании депозитов.

Аналитики ФРС США С. Карпентер и С. Демиральп (Carpenter S., Demiralp S.) утверждают: «Недавний рост банковских резервов предопределяет необходимость переоценки связи, идущей от банковских резервов к денежным агрегатам и банковскому кредитованию. Мы полагаем, что анализ институциональной структуры в США и эмпирические данные за период с 1990-х гг. однозначно показывают, что трансмиссионный механизм не работает через стандартную модель денежного мультипликатора от резервов к денежным агрегатам и банковским займам».

Современная практика создания безналичных денег означает, что в экономической системе перестал действовать классический для второй половины XX в. механизм денежного мультипликатора.

Как известно, в концепции этого механизма предполагалось, что денежные агрегаты формируются на основе денежной базы, контролируемой центральным банком.

В современной экономике денежные агрегаты изменяются при проведении коммерческими банками кредитных операций и без прямой связи с изменениями резервов, создаваемых центральными банками и используемыми для осуществления межбанковских расчетов.

Тенденции, наблюдаемые в настоящее время в монетарных сферах ведущих стран и выразившиеся в снижении как реальных, так и номинальных процентных ставок, складывались в течение длительного периода и были предопределены изменениями в денежном механизме современной экономики, т.е. механизме формирования денежного предложения. Именно рост денежного предложения обусловил понижательную динамику процентных ставок.

Трансформация денежного механизма ведущих стран стала результатом:

- развития системы пруденциального надзора за деятельностью коммерческих банков, в частности, введения нормативов **Базель I** (1988 г.), а впоследствии – **Базель II**;
- создания платежных систем центральных банков, обеспечивающих расчеты между коммерческими банками.

Эти события произошли в начале 90-х годов XX в. и привели к неожиданным последствиям.

Первое из последствий состояло в том, что в сложившихся условиях естественным ограничителем банковского кредитования оказался не приток депозитов в коммерческий банк, а **базельский норматив соотношения капитала к активам**.

Коммерческие банки получили возможность наращивать объем кредитования независимо от динамики остатков на счетах клиентов.

Вторым последствием, связанным с появлением платежных систем центральных банков, стало приобретение деньгами, обращающимися в таких системах, т. е. остатками на корреспондентских счетах (резервами), особых свойств, отличающих их от денег в банковских депозитах.

Оказалось, что деньги на корсчетах (резервы) не подвержены мультиплицированию и полностью контролируются центральными банками.

Это связано с тем, что они формируются в закрытой системе, а списание средств с одного корсчета происходит одновременно с их зачислением на другой корсчет.

В настоящее время помимо термина «резервы» также используется термин «ликвидность банковского сектора», означающий совокупный объем резервов коммерческих банков в центральном банке.

Как отмечают экономисты Банка Норвегии Т. Бернхардсен и А. Клостер:

- «Резервные деньги центрального банка являются единственным общепринятым средством платежа в межбанковских расчетах, и только центральный банк может создавать их.
- Резервные деньги центрального банка перемещаются по счетам коммерческих банков в центральном банке в закрытой системе. Коммерческие банки не могут по собственному усмотрению влиять на общее количество резервов в банковской системе».

Сложилась в определенном смысле парадоксальная ситуация, – коммерческие банки получили возможность создавать при осуществлении кредитных операций объем денежной массы, ограниченный лишь спросом на кредиты со стороны корпоративного сектора и домашних хозяйств.

Для создания денег коммерческим банкам достаточно дебетовать счет «Кредиты предоставленные» и кредитовать счет клиента – получателя кредита. Но проблема возникает в момент, когда клиент дает банку поручение перевести деньги в другой банк.

Если средств на корреспондентском счете в центральном банке не хватает, их необходимо занять на межбанковском рынке или у центрального банка.

В настоящее время существенной спецификой характеризуется не только в денежный механизм национальных экономик, но и механизм формирования денежной ликвидности в глобальной экономике.

Обращающиеся в этой сфере мировые валюты по сложившейся еще в начале 60-е гг. XX в. традиции называют евровалютами. Основной из них является евродоллар.

Как отмечает С. Фоулер: «В определенном смысле можно представлять евродоллары не как фонды, а как **«решения» (decisions):** евродоллары создаются, когда зарубежный банкир решает взять на себя номинированное в долларах обязательство в виде депозита, несмотря на то, что ни один цент не покинет Федеральную резервную систему (США)».

Из приведенной выше цитаты следует, что зарубежный, например, европейский банк, может создать долларовый депозит (т.е. выдать кредит клиенту), осуществив банковскую проводку по счетам баланса. Но в случае, если клиент даст поручение перевести эти средства в банк на территории США, то банк, выдавший кредит и, соответственно, создавший долларовый депозит, должен будет привлечь соответствующую сумму с межбанковского рынка.

Деньги центральных банков в настоящее время необходимы коммерческим банкам не для того, чтобы выдавать кредиты, а для того, чтобы переводить созданные ими деньги из одного банка в другой по распоряжению клиентов, получивших кредиты.

Трансформация денежного механизма, вызвавшая рост денежного предложения и, соответственно, падение процентных ставок, не могла не привести к масштабному перекредитованию корпораций и домашних хозяйств. Она предопределила формирование тенденции к резкому снижению процентных ставок.

Первое, что заметили монетарные власти в изменившейся в начале 2000-х гг. ситуации, было проявление неустойчивости денежных и кредитных агрегатов.

Это предопределило отказ от **таргетирования денежных показателей** и заставило перейти к **регулированию процентных ставок.**

Попытки управления процентными ставками ранее неоднократно предпринимались в различных странах. Однако эффективность такого регулирования была низкой и не позволяла оказывать оперативное воздействие на экономическую активность и ценовую динамику.

Переход в ведущих странах в начале 2000-х гг. к регулированию процентных ставок происходил в условиях значительных изменений их формирования.

Эволюция денежного механизма привела к тому, что контролируемая центральными банками краткосрочная процентная ставка фактически превратилась в **«тариф на транспортировку»** денег из одного коммерческого банка в другой через их корреспондентские счета в центральном банке.

При проведении процентной политики ФРС США устанавливает **таргетируемое (целевое) значение ставки** по федеральным фондам.

Процентная ставка по федеральным фондам – это ежедневная (overnight) ставка, по которой банки с избыточными обязательными резервами предоставляют кредиты банкам с недостаточными обязательными резервами.

Таргетируемая ФРС ставка по федеральным фондам является важнейшим индикатором рынка избыточных обязательных резервов.

Эффективная ставка по федеральным фондам (federal funds effective rate) – это средневзвешенный курс рыночных сделок коммерческих банков с федеральными фондами, т.е. сделок по кредитованию федеральными фондами.

В США помимо таргетируемой ставки по федеральным фондам используются:

- **ставка по обязательным резервам** (interest on required reserves rate – IORR rate);
- **ставка по превышающим резервам** (interest on excess reserves rate– IOER rate).

IORR выплачивается по обязательным резервам, которые американские банки обязаны держать в ФРС.

IOER начисляется на сумму превышения фактических резервов (т. е. средств коммерческих банков на счетах в ФРС) над объемом обязательных резервов.

Использование **IOER**, т. е. начисление процентов на превышающие (excess) резервы, является инструментом ФРС по абсорбированию избыточной ликвидности, т. е. аналогом используемого ЕЦБ привлечения излишних ресурсов в депозиты.

ЕЦБ при проведении процентной политики поддерживает коридор процентных ставок. **Верхняя граница коридора** – предельная ставка кредитования (marginal lending facility rate).

По этой ставке ЕЦБ предоставляет ликвидность банковскому сектору в случае повышения рыночной **ежедневной (overnight) процентной ставки** денежного рынка.

Нижнюю границу коридора образует ежедневная ставка по депозитам (deposit facility rate). По этой ставке ЕЦБ в обычных условиях должен привлекать **избыточную ликвидность** в депозиты.

В условиях политики количественного смягчения ЕЦБ установил отрицательную ставку по депозитам на уровне **минус 0,40%** с целью стимулирования использования коммерческими банками их резервов.

Помимо указанных ставок ЕЦБ использует **основную ставку рефинансирования (main refinancing rate).** Она применяется при еженедельных операциях ЕЦБ по предоставлению дополнительной ликвидности банковскому сектору.

Банк Англии при реализации процентной политики устанавливает **целевое значение ежедневной (overnight) ставки, т. е. bank rate.**

Избыточная ликвидность абсорбируется путем привлечения в депозиты Банка Англии по **депозитной ставке (deposit rate).** В случае нехватки ликвидности и, соответственно, повышения краткосрочной процентной ставки Банк Англии предоставляет банковской системе дополнительные резервы по **кредитной ставке – lending rate.**

Тем самым Банк Англии обеспечивает поддержание банковской ставки (bank rate) в коридоре. **Его верхняя граница – lending rate, а нижняя – deposit rate.**

Наиболее распространенным методом управления однодневной процентной ставкой является установление центральными банками **симметричного коридора ее колебаний.**

Аналогичная модель используется в России с применением ключевой ставки.

При использовании процентного коридора центральные банки ведущих стран осуществляют как **предложение денежной ликвидности** (в случае достижения таргетируемой процентной ставкой верхней границы коридора), так и **абсорбирование избыточной ликвидности** путем ее привлечения в депозиты (в случае достижения таргетируемой ставкой нижней границы коридора).

При реализации таких мер регулирования межбанковская процентная ставка оказывается в середине установленного коридора.

При прогнозировании движения таргетируемой процентной ставки в рамках установленного коридора центральным банкам важно учитывать изменения т. н. **автономных факторов** – спроса банковской системы на наличные деньги и операций государственного казначейства.

Такие операции состоят в получении казначействами доходных поступлений и осуществлении расходов.

Первоначально процентные коридоры были введены ЕЦБ и центральными банками Австралии, Канады, Новой Зеландии.

Из четырех перечисленных центральных банков только один – ЕЦБ – использует **систему обязательного резервирования**.

Процентные коридоры с момента своего появления стали рассматриваться в качестве универсального инструмента регулирования денежной ликвидности, предоставляемой центральными банками.

В США избыточная ликвидность банковской системы не привлекается в депозиты, но по ней выплачивается процент. Эта практика имела важное последствие – избыточные обязательные резервы превратились в разновидность безрисковых активов.

Превращение в ходе эволюции **денежного механизма** (1) **банковских депозитов** и (2) **остатков средств на корреспондентских счетах** (резервов) в два обособленные элемента денежной массы предопределило специфику функционирования процентных коридоров в современной экономике.

Они обеспечивают регулирование процентной ставки по резервам, т. е. деньгам ЦБ.

Но спрос на эти деньги коммерческие банки предъявляют для перевода депозитов клиентуры, т. е. денег, создаваемых ими в процессе кредитования.

Если спрос на резервы со стороны коммерческих банков превышает их предложение центральным банком, то последний, решая задачу удержания процентной ставки в заданном коридоре, вынужден **увеличить** объем создаваемых им денег (резервов).

Это означает, что фактически процентный коридор является инструментом приспособления объема денег ЦБ к объему денег, создаваемых коммерческими банками.

Но на практике действие такого механизма **приводит к перекредитованию экономики и падению процентных ставок.**

Как показал опыт, использование процентного коридора представляет существенную опасность для стран с т. н. **сырьевыми валютами**, в частности, для России.

В таких странах падение мировой цены на основной экспортный товар приводит к **турбулентности на национальных валютных рынках**.

При развитии подобной ситуации коммерческие банки переводят средства через платежную систему центробанка на валютную биржу.

Причем, эти средства – деньги, созданные коммерческими банками.

Центральный банк, поддерживая таргетируемую процентную ставку в установленном коридоре, увеличивает объем ликвидности, т. е. **эмитирует резервы как особый элемент денежной массы.**

В этой ситуации единственным способом противодействия спекулятивной атаке против национальной валюты является такое увеличение таргетируемой ставки (в России – ключевой), которое могло бы **резко снизить доходность** спекулятивных валютных операций для коммерческих банков.

Как показывает опыт, резкое повышение ключевой процентной ставки дезорганизует процесс кредитования в национальной экономике.

Особенностью процентной политики ФРС США является **таргетирование ставки по федеральным фондам (federal funds rate – FFR).**

Необходимость привлечения федеральных фондов под процент для проведения расчетов клиентуры не могла не стимулировать попытки коммерческих банков США к снижению потребности в таких фондах.

Для решения этой проблемы коммерческие банки с середины 90-х гг. XX в. начали использовать перевод в конце рабочего дня остатков средств клиентуры с депозитных счетов на счета денежного рынка, поскольку на них не распространяются резервные требования.

Важным направлением минимизации потребностей коммерческих банков в федеральных фондах стало использование **частных расчетных палат**, осуществляющих взаимозачеты (неттинг) платежей.

Значительный объем клиринга между американскими банками осуществляется через частную систему **CHIPS** (Clearing House and Interbank Payments System), а платежная система ФРС **(Fedwire)** используется для окончательного урегулирования расчетов.

Небольшие банки начали проводить расчеты через **локальные системы**.

Расчеты по сделкам с ценными бумагами осуществляются через **DTCC** (Depositary Trust and Clearing Corp.), а также через **FICC** (Fixed Income Clearing Corp.).

Для снижения потребностей в федеральных фондах американские банки стали активно привлекать ресурсы с рынка евродолларов и проводить **операции репо**.

Развитие таких операций имело важный эффект, – в результате их проведения усилилось влияние ставки по федеральным фондам (FFR) на краткосрочные процентные ставки, формирующиеся на других рынках, в частности, на рынках евродолларов и репо. Между этими рынками стали проводиться **арбитражные сделки**.

В результате развития взаимозачетов потребность банковской системы США в федеральных фондах значительно снизилась, а банки стали привлекать меньше внутридневных кредитов для осуществления платежей.

Но уменьшение объема резервных фондов привело к **росту волатильности FFR.** Причина неустойчивости этой ставки – нехватка в определенные периоды времени средств для проведения платежей.

Расширение взаимозачетов может привести к значительному снижению роли федеральных фондов в проведении монетарной политики ФРС.

Ряд стран, в частности, Австралия и Канада, предприняли законодательные меры по использованию исключительно денег центральных банков для окончательного урегулирования платежей в банковской системе.

По законам этих стран только деньги центральных банков обеспечивают окончательные расчеты между коммерческими банками.

Эволюция денежного механизма предопределила изменения в формировании процентных ставок, связанные прежде всего с особой ролью таких элементов денежной массы, как банковские депозиты и резервы (остатки на корреспондентских счетах).

В современной экономике кредитование корпоративного сектора и домашних хозяйств осуществляется **эндогенными (внутренними) деньгами**, создаваемыми коммерческими банками.

Процентные ставки, применяемые при таком кредитовании, определяются спросом на кредитные ресурсы и возможностями банков по предоставлению заемных средств, зависящими от действующих норм пруденциального надзора и рисков кредитования конкретных классов заемщиков.

Для перевода коммерческими банками средств клиентуры, в том числе созданных в результате кредитной операции, в платежной системе центрального банка используются **экзогенные (внешние) деньги**, создаваемые монетарными властями при обеспечении ликвидности банковского сектора, т. е. деньги на корреспондентских счетах коммерческих банков в центральном банке.

Процентная ставка по кредитам в этих деньгах определяется центральными банками.

Процентная ставка, используемая коммерческими банками при кредитовании клиентуры – это ставка на эндогенные деньги, создаваемые коммерческими банками. Но **процентная ставка, регулируемая центральным банком в границах коридора**, это ставка на экзогенные деньги, создаваемые центральными банками.

Эта ставка – фактически тариф на перечисление денег из одного коммерческого банка в другой.

Таргетируемая центральными банками процентная ставка не оказывает непосредственного воздействия на объемы кредитования коммерческими банками реального сектора и домашних хозяйств.

Но она определяет возможности коммерческих банков своевременно осуществлять переводы средств в платежной системе по распоряжению клиентов.

Ставка по резервам способна влиять на состояние финансового рынка и является в определенном смысле якорной вследствие отсутствия иных количественных ориентиров процентной политики центральных банков.

Деньги, аккумулируемые на депозитных счетах коммерческих банков в центральном банке при осуществлении операций по поддержке таргетируемой ставки в границах установленного коридора, – это не ресурсы, которые предоставляются коммерческими банками клиентуре при кредитовании, а деньги, обеспечивающие перевод средств из одного банка в другой в ходе проведения платежей.

Поэтому невозможно стимулировать кредитную активность в экономике, устанавливая по депозитам в этих деньгах отрицательную процентную ставку.

В результате отмеченных выше изменений в денежном механизме в последнее десятилетие резко снизилось влияние процентной политики центральных банков на формирование ставок по банковским кредитам компаниям и домашним хозяйствам.

Произошло **падение** эффективности процентной политики монетарных властей.

Проблема состоит в том, что ставка по резервам, устанавливаемая центральными банками, способна оказывать ограниченное воздействие на кредитную активность коммерческих банков, определяемую в современных условиях нормативом капитал/активы.

В современной экономике уменьшились возможности влияния центральных банков на совокупный спрос и ценовую динамику.

Поэтому регулирование ставки по резервам (в России – ключевой ставки), широко распространенное в современной экономике, не может рассматриваться как эффективный инструмент таргетирования инфляции, т. е. воздействия на цены.

Низкий уровень процентной ставки часто называют **ликвидной ловушкой (liquidity trap).**

Этот термин используется в кейнсианской теории спроса на деньги для характеристики особенностей ситуации, складывающейся на фазе циклической депрессии, т.е. в условиях падения совокупного спроса и дефляционных тенденций. Но такая ситуация является кратковременной.

Крайне низкие процентные ставки в современной мировой экономике объясняются иными причинами, а именно: изменениями в денежном механизме вследствие создания закрытых платежных систем центральных банков и введения базельского норматива достаточности собственного капитала, предопределившими увеличение денежного предложения.

Эволюция денежного механизма привела к ситуации, при которой краткосрочная процентная ставка, таргетируемая центральными банками, имеет ограниченное воздействие на кредитную активность коммерческих банков.

Это связано с тем, что резервы, по которым устанавливается указанная ставка, используются коммерческими банками не для предоставления ссуд компаниям и домашним хозяйствам, а для перевода средств по распоряжению клиентов (получателей кредитов) в закрытой платежной системе центрального банка.

В условиях сложившегося денежного механизма использование краткосрочной процентной ставки по денежной ликвидности, обращающейся в платежной системе центральных банков, не может обеспечить эффективность монетарной политики, направленной на достижение таких целей, как поддержка экономического роста и обеспечение относительной стабильности ценовых показателей.

Приближение процентных ставок, таргетируемых денежными властями стран с развитыми рынками, к нулевым значениям и падение ставок по депозитам кредитных учреждений в центральных банках до отрицательных величин **не являются случайными последствиями нестандартной монетарной политики.**

Они представляют закономерные результаты трансформации денежного механизма под влиянием как эволюции государственного регулирования, так и «отклика» рыночных сил на действия регуляторов.

Изменения в денежном механизме состояли в особой роли резервов (остатков на корреспондентских счетах) коммерческих банков в окончательном урегулировании межбанковских расчетов в закрытой платежной системе центрального банка, а также в зависимости (с принятием базельских нормативов) кредитной активности коммерческих банков от отношения капитал/активы.

Изменения в денежном механизме вызвали увеличение денежного предложения в экономиках ведущих стран и привели к перекредитованию корпоративного сектора и домашних хозяйств.

Попытки оптимизации долговой нагрузки предопределили дефляционные тенденции. Но преодоление таких тенденций возможно лишь в результате относительно длительного периода делевериджинга.

В современных условиях необходим переход в политике центральных банков от регулирования процентных ставок к комплексному управлению кредитными агрегатами.

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!