

*Александр Хандруев*

# **Перспективы дальнейшего ужесточения процентной политики Банка России**

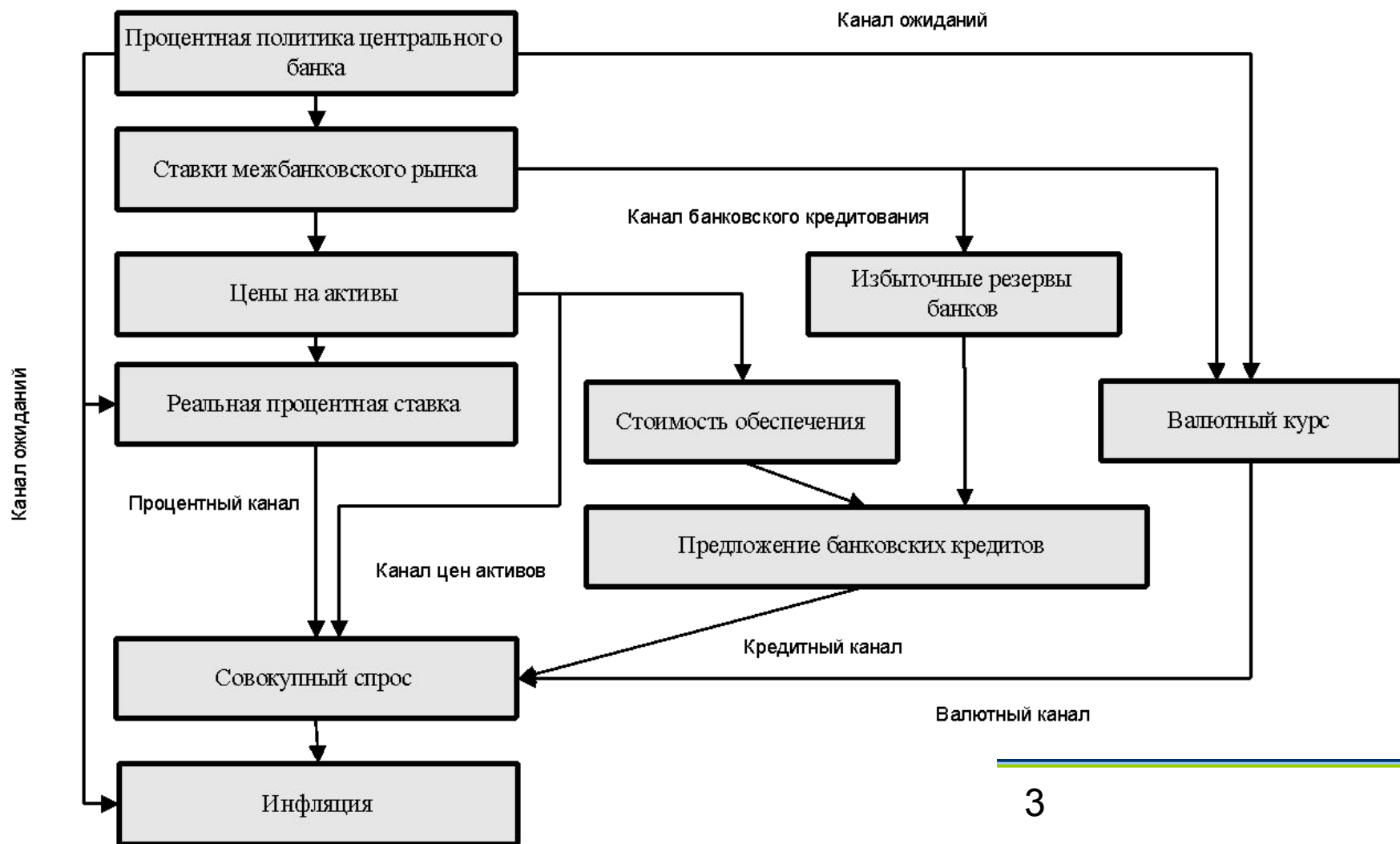
---

Февраль, 2011

## Процентная политика центральных банков

- Процентная политика центрального банка в современном понимании:
  - Использование доступных центральному банку инструментов управления ликвидностью для поддержания ставок денежного рынка на уровне, обеспечивающем посредством работы механизма денежной трансмиссии достижение промежуточных и конечных целей денежной политики.
- Система процентных ставок центрального банка, как правило, включает в себя:
  - Ставку денежной политики (служащую ориентиром для ставок денежного рынка)
  - Ставки по инструментам постоянного доступа (кредиты дисконтного окна и депозитные операции)
  - Ставку по операциям на открытом рынке (как правило, соответствует ставке денежной политики)

# Схема каналов денежной трансмиссии, предполагающая использование процентной ставки в качестве инструмента денежной политики



- Центральный банк воздействует через ставки денежного рынка на рыночную кривую доходности, что приводит к изменению реальных издержек заимствования и, в конечном плане, оказывает влияние на совокупный спрос и инфляцию:

$$i_p \Rightarrow ER \Rightarrow i_m \Rightarrow r_m \Rightarrow C, I \Rightarrow Y \Rightarrow \pi$$

Ставка  
денежной  
политики

Избыточные  
резервы  
банков

Номинальная  
рыночная  
ставка

Реальная  
рыночная  
ставка

Потребительский и  
инвестиционный  
спрос

Совокупный  
спрос

Инфляция

- Ключевые предпосылки для работы процентного канала:
  - развитые финансовые рынки, предоставляющие предприятиям и населению возможность межвременного арбитража
  - относительная жесткость цен и заработной платы, обеспечивающие влияние процентной политики на реальные издержки заимствования
- В развитых странах процентный канал денежной политики является основным.

## **Процентная ставка в операционных процедурах денежной политики**

Операционные процедуры денежной политики нацелены на обеспечение соответствия рыночных ставок целевому уровню – т.н. ставке денежной политики (policy rate). Ключевые элементы системы управления процентными ставками:

- механизм предоставления внутридневной ликвидности
- коридор (как правило, симметричный относительно ставки денежной политики) ставок по операциям постоянного доступа (депозитам и кредитам дисконтного окна)
- механизм усреднения обязательных резервов
- операции на открытом рынке, параметры которых должны быть четко согласованы со ставкой денежной политики
- цикл принятия решений в области денежной политики, согласованный с периодом усреднения резервов и регулярностью проведения операций на открытом рынке

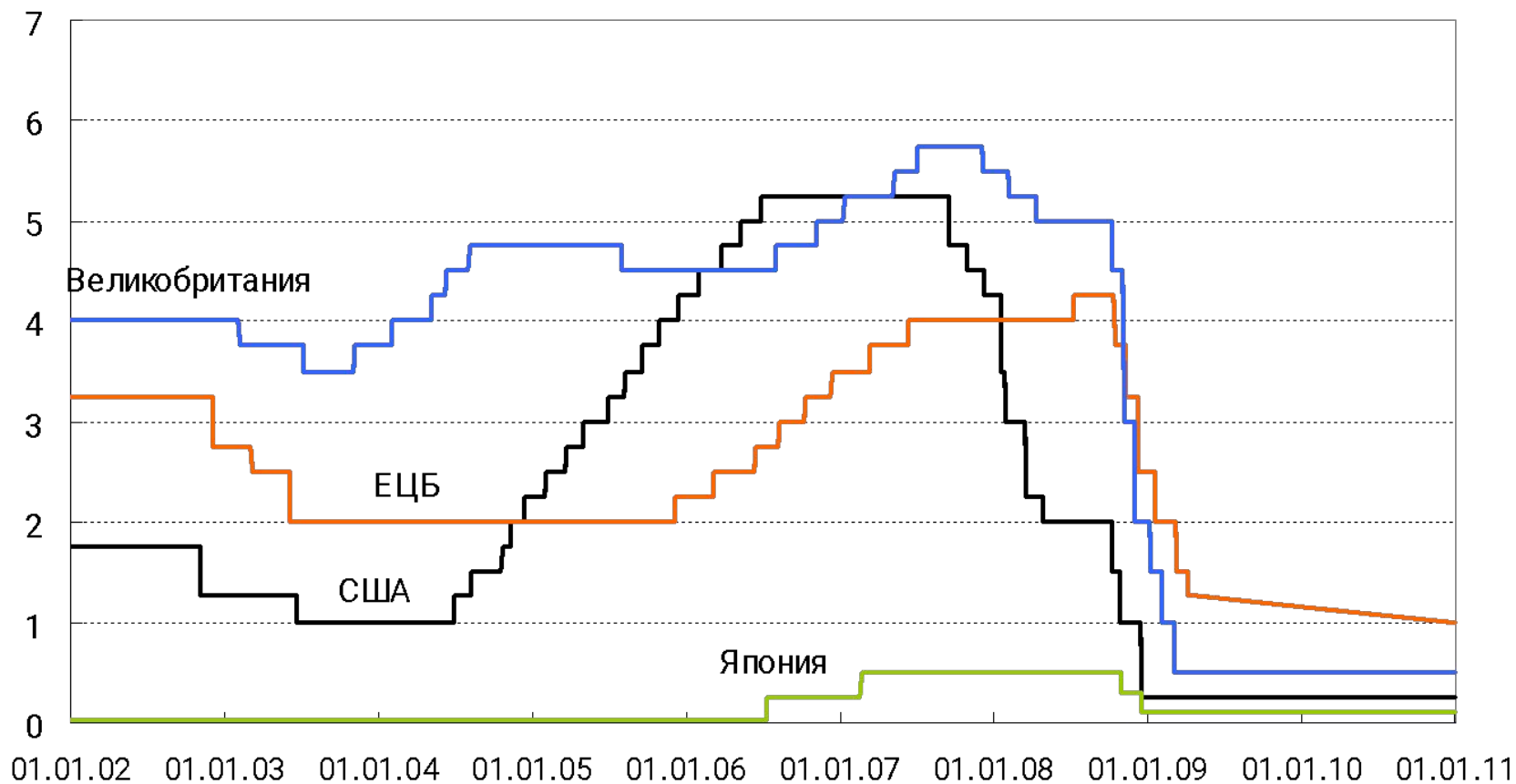
## Ограничения для проведения процентной политики

- В ситуации глобального спада развитые страны были вынуждены переходить к политике низкой процентной ставки, что говорит об их близости к «ловушке ликвидности»
- В классическом понимании «ловушка ликвидности» возникает по причине низкой эластичности инвестиционного спроса по процентной ставке
- В современном понимании «ловушка ликвидности» обусловлена усилением неприятия риска со стороны инвесторов и дефляционными ожиданиями:

**Реальная процентная ставка = номинальная ставка +  
рисковая премия – ожидаемые темпы инфляции**

- В этих условиях, тем не менее, центральные банки сохраняют возможность влияния на реальную процентную ставку:
  - Посредством изменения разрыва между краткосрочными и долгосрочными ставками
  - Посредством уменьшения рисковой премии
  - Посредством воздействия на ожидания

# Ставки денежной политики развитых стран



## **Трилемма «обменный курс – процентные ставки – свободное движение капиталов»**

- В условиях отсутствия ограничений по капитальным операциям центральный банк не может одновременно контролировать валютный курс и процентные ставки
- На практике многие страны с развивающимися рынками следуют режиму управляемого плавления национальных валют, в рамках которого ставки по инструментам центрального банка используются для сглаживания курсовой динамики. Такая политика может быть оправданной в условиях:
  - Высокой зависимости экономики от импорта и, как следствие, сильного воздействия курса на цены
  - Значительных относительно масштабов экономики внешних потоков капитала и низкой емкости внутреннего финансового рынка
  - Нестабильных курсовых ожиданий и значимой рискованной премии
  - Невысокого уровня доверия к денежным властям и, как следствие, отсутствия альтернативного валютному курсу якоря денежной политики



# Вызовы денежной политике стран с развивающимися рынками: до и во время кризиса

## ДО

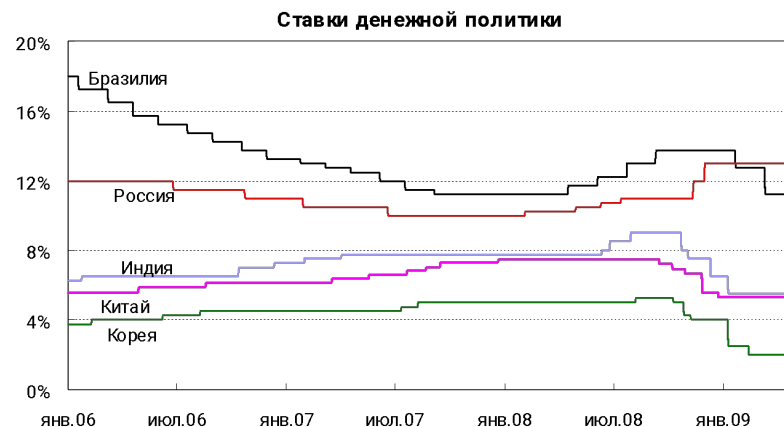
- Приток капитала и сильное повышательное давление на курсы национальных валют
- Высокие темпы роста кредитования
- Интенсивная динамика внутреннего спроса и риски перегрева экономики
- Повышательное давление на цены потребительского рынка, заработные платы и стоимость активов

## ВО ВРЕМЯ

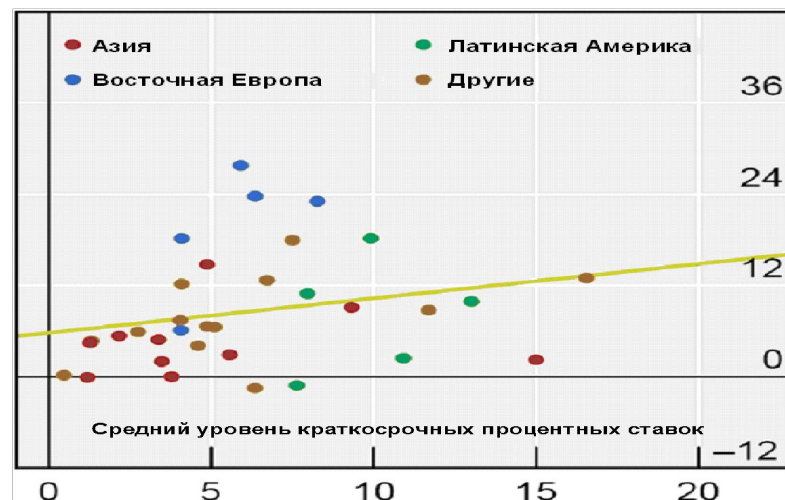
- Сжатие глобальных финансовых рынков, бегство инвесторов из рискованных активов, девальвация национальных валют
- Ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры и спад деловой активности
- Высокие риски системной устойчивости банковского сектора

# Денежная политика стран с развивающимися рынками в условиях глобального кризиса

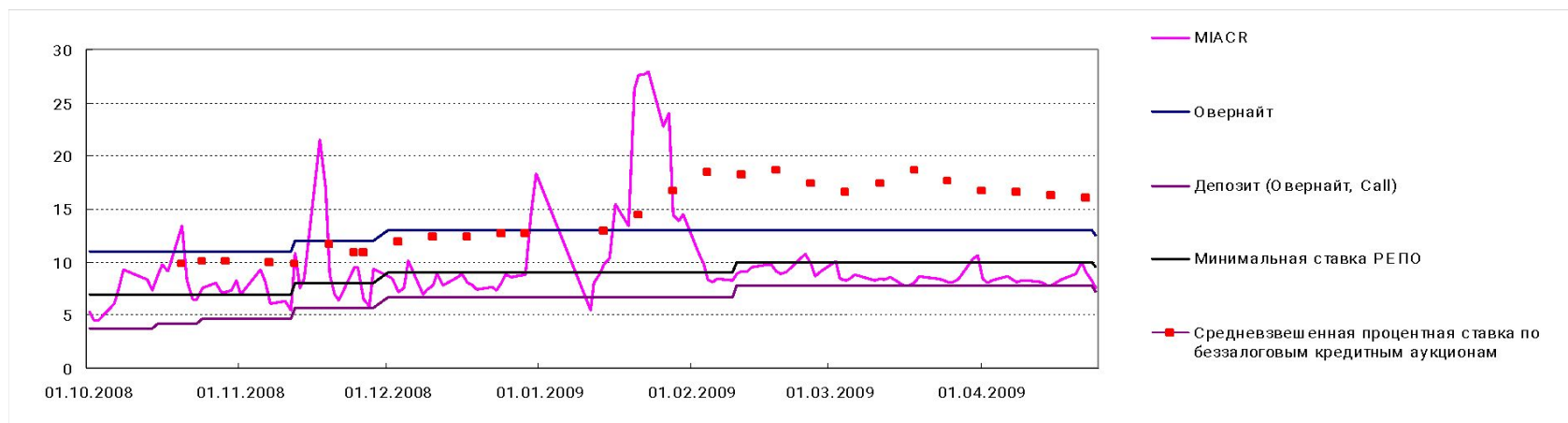
- Политика теряет анти-инфляционную направленность: на первый план выходят задачи стабилизации валютных курсов, поддержания финансовой стабильности и стимулирования экономики
- Недопущение перелета валютного курса посредством валютных интервенций и регулирования процентной ставки
- Расширение операций рефинансирования банков, а также принятие мер по поддержке их капитальной базы



Темп девальвации национальных валют к доллару США в январе-феврале 2009 г.

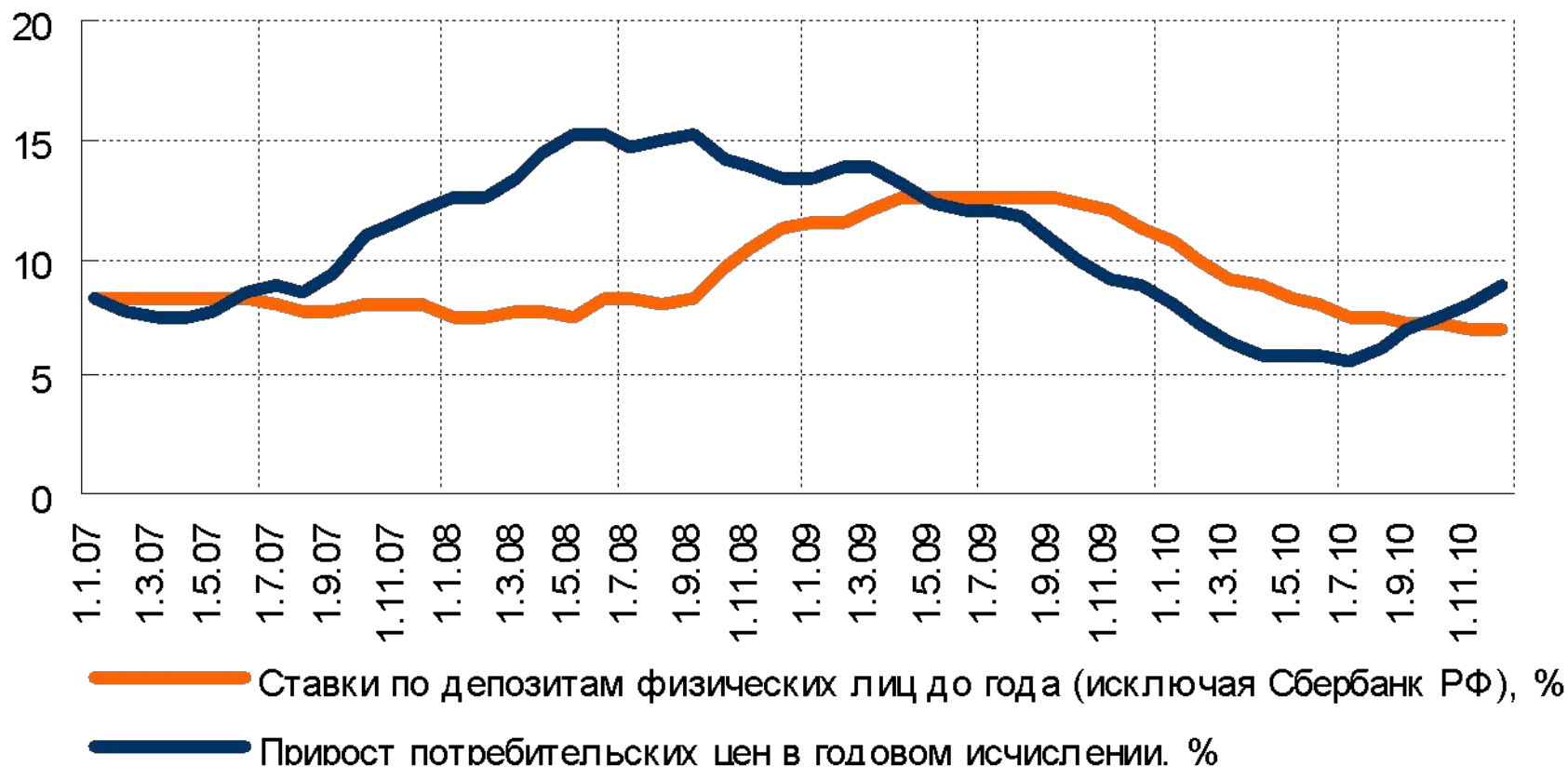


## Процентная политика Банка России с 4 квартала 2008 по 1 квартал 2009 годов



- В IV квартале 2008 – I квартале 2009 года основные усилия Банка России были направлены на предотвращение кризиса ликвидности: снижены нормативы обязательных резервов, расширен перечень банковских активов, принимаемых в залог при рефинансировании, введен новый инструмент – беззалоговые кредитные аукционы.
- В условиях сильного давления на рубль действия Банка России в значительной степени были нацелены на сдерживание девальвационных ожиданий (снижение лимитов по беззалоговым кредитам и валютным свопам, усиление контроля за валютной позицией банков, пользующихся государственной поддержкой).
- В настоящее время Банк России считает что перелом в девальвационных и инфляционных ожиданиях уже произошел. В этих условиях Банк России в конце апреля 2009 года снизил ставку рефинансирования и ставки по инструментам денежной политики на 0,5 п.п.

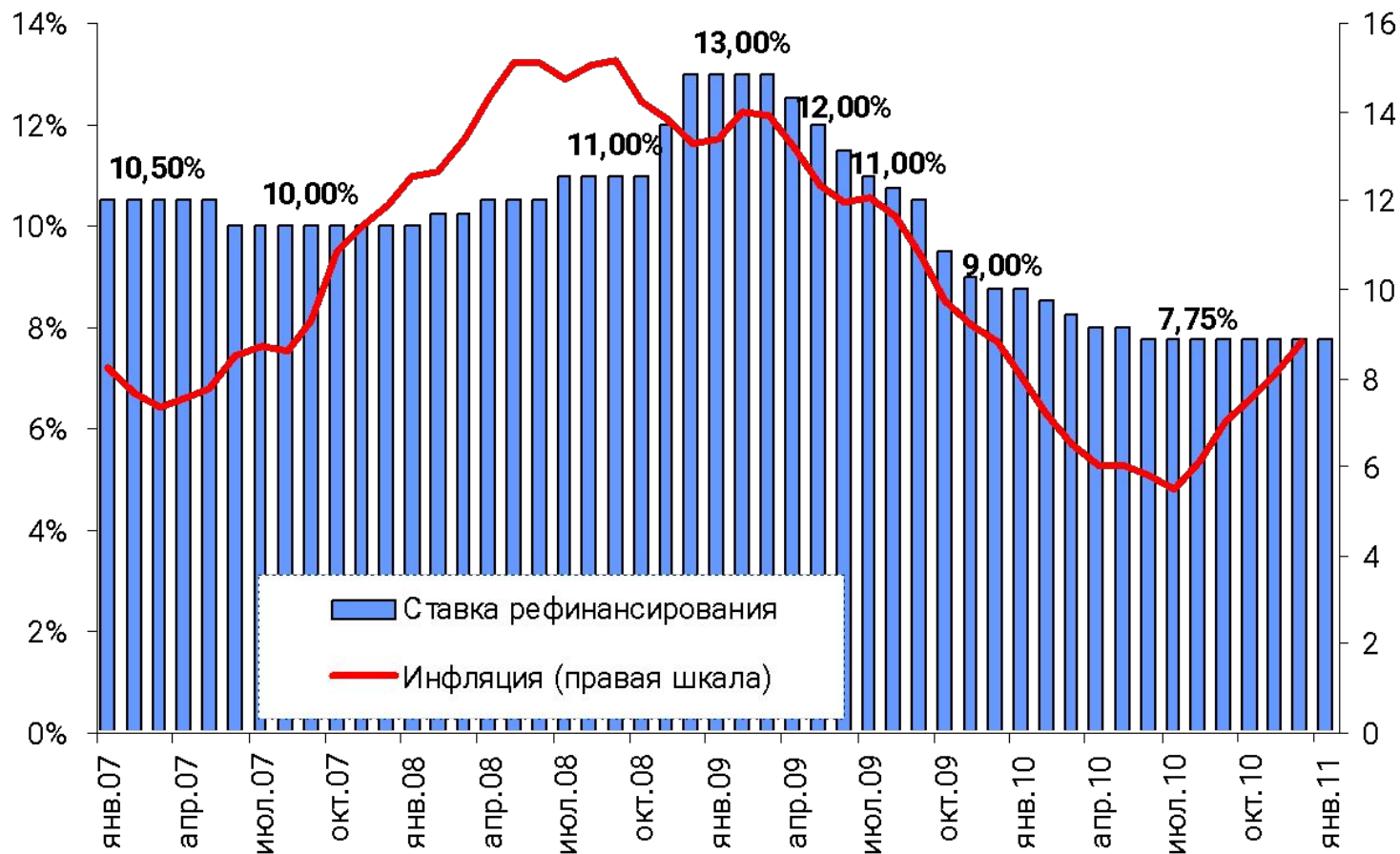
## Динамика ставок по рублевым депозитам физических лиц сроком до 1 года (без вкладов «до востребования») и темпы инфляции



# Динамика ставок по рублевым кредитам нефинансовым организациям сроком до 1 года и темпы инфляции



# Ставка рефинансирования и темпы инфляции



# Можно ли ожидать повышения ставки рефинансирования Банка России???

**Спасибо за внимание!**

---