

Д. В. Швандар, О. В. Концевич

Управление структурным профицитом ликвидности банковской системы

Аннотация

В 2014–2016 гг. шоки снижения цен на нефть и санкций, девальвации рубля значительно отклонили инфляцию от целевой области. Сейчас, когда наблюдается снижение темпов роста цен, расходование средств суверенных фондов генерирует профицит банковской ликвидности, угрожающий «размыванием» сигналов денежно-кредитной политики. Это заставляет взвешивать аргументы за и против разных подходов к решению возникшей проблемы, опираясь на собственный российский и зарубежный опыт, и, в частности, задуматься о возможностях взаимодействия между монетарным регулятором и правительством, которое единственное кроме центрального банка обладает рычагами целенаправленного воздействия на ликвидность банковской системы.

Ключевые слова:

ликвидность банковской системы, структурный профицит, суверенные фонды, центральный банк, прибыль (убытки), капитал, инструменты денежно-кредитной политики, floor system

JEL: E51, E52, E58, E63

Актуальной темой российской финансовой повестки в 2017 г. становится структурный профицит ликвидности в национальной банковской системе. С 2011 г. денежно-кредитная политика (далее — ДКП) Банка России проводилась в условиях дефицита. Однако в 2016 г. наблюдалось устойчивое сокращение чистых требований ЦБ РФ к кредитным организациям (далее — КО) вследствие расходования средств, аккумулированных в суверенных фондах, вызванного недостаточностью сузившейся из-за снижения нефтегазовых доходов налоговой базы для финансирования бюджетных обязательств. Складывающуюся ситуацию можно рассматривать как своего рода «отложенный профицит». Именно аккумуляция избыточного предложения иностранной валюты в Стабилизационном фонде¹ помогало в период с 2004 г. добиваться сокращения профицита ликвидности БС. Это позволило Банку России снизить процентные ставки и обязательные резервные требования, а в дальнейшем — утвердиться в позиции нетто-кредитора банковской системы, что подвело основу под переход к модели денежно-кредитного регулирования с опорой на передачу сигналов через процентную ставку. Теперь, когда избыток ликвидности вновь становится реальностью, эта задача может стать сложнее.

ЧТО ТАКОЕ ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ И ЧЕМ НЕБЛАГОПРИЯТЕН СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ: ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Ликвидность банковской системы (далее мы используем сокращение БС, не относя к ней центральный банк) — это суммарный объем средств на транзакционных (корреспондент-

¹ Стабилизационный фонд Российской Федерации в 2008 г. был преобразован в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния.

ских) счетах КО (банков и небанковских организаций, осуществляющих депозитно-кредитные и расчетные операции) в центральном банке (далее — ЦБ). Эти средства (которые мы далее называем также резервами КО, или резервными деньгами) в сумме с наличными деньгами образуют денежную базу — имеющийся в экономике ресурс денег для расчетов.

За счет средств на транзакционных счетах КО проводят взаимные расчеты, расчеты с ЦБ и с правительством. Только правительство наряду с КО имеет собственные счета в ЦБ, что позволяет ему действовать в качестве самостоятельного участника безналичных расчетов (расчеты прочих экономических агентов проводятся через КО).

Оборот средств на корреспондентских счетах КО представляет собой систему с тремя каналами притока или оттока, в результате которых может происходить расширение или сжатие банковской ликвидности: движение средств между БС и ЦБ, между БС и счетами правительства в ЦБ, а также наличных денег между БС и реальным сектором экономики. В остальном это — замкнутый платежный оборот между КО.

Единственный участник системы оборота платежных средств, операции которого могут приводить к изменению их суммарного объема, — ЦБ. Исключительное право денежной эмиссии наделяет его способностью управлять ликвидностью БС в целях контроля денежной базы и (или) процентной ставки. Факторы, приводящие к изменениям ликвидности БС, но не относящиеся к операциям ЦБ, которые направлены на реализацию ДКП, — это автономные факторы предложения ликвидности, в т. ч.:

- величина чистых иностранных активов ЦБ;
- операции ЦБ по рефинансированию КО, не относящиеся к ДКП;
- нетто-кредит ЦБ сектору государственного управления;
- изменение объема наличных денег в обращении.

Расплачиваясь с КО или через них за приобретенную иностранную валюту (золото), ЦБ увеличивает ликвидность БС. Напротив, продажа ЦБ золотовалютных активов ведет к ее сокращению. Отметим, что величина чистых иностранных активов ЦБ может изменяться не только в результате операций, но и вследствие курсовых (ценовых) переоценок. Такие изменения не влияют на ликвидность БС и учитываются в величине капитала ЦБ.

На ликвидность БС могут влиять объемы операции ЦБ по рефинансированию КО, находящихся в проблематичном финансовом положении. Проведение таких операций подчинено задаче поддержания стабильности финансовой системы и не имеет отношения к регулированию ликвидности БС в интересах достижения основной цели ДКП. То же свойство характеризует и еще одну возможную область деятельности ЦБ — поддержку субсидируемого кредитования приоритетных заемщиков. Если программы субсидируемого кредитования с участием ЦБ в той или иной стране достигают больших объемов в масштабах экономики, не лишено оснований их отнесение к автономным факторам.

В современном мире во многих странах эмиссионное финансирование бюджетного дефицита находится под запретом, и под чистым кредитом ЦБ сектору госуправления подразумеваются в основном чистые обязательства, образуемые остатками средств на счетах правительства в ЦБ². Они изменяются в зависимости от движения средств между государственным сектором и БС в связи с перечислением в бюджет налогов и других поступлений от хозяйствующих субъектов и населения, исполнением расходов бюджета, размещением (погашением) государственного долга, размещением (изъятием) депозитов правительства в КО, формированием (расходованием) суверенных

² Отметим, однако, что в зависимости от законодательства или практики в той или иной стране к кредиту ЦБ сектору госуправления могут быть отнесены в учетных либо аналитических целях кредиты проблемным КО, правительственным агентствам, ответственным за реструктуризацию банков и страхование вкладов, а также программы субсидируемого кредитования.

фондов. Положительные изменения величины чистого кредита ЦБ сектору государственного управления (в узком смысле — сокращение остатков на счетах правительства в ЦБ, переток средств на транзакционные счета КО) ведут к росту ликвидности БС, отрицательные — к ее сокращению.

Рост наличной денежной массы в обращении ведет к сжатию ликвидности БС, сокращение — к ее расширению. Сверх имеющихся у КО кассовых запасов наличности ее выдача клиентам со счетов и вкладов производится КО путем обмена средств на своих транзакционных счетах в ЦБ на наличные денежные знаки. Напротив, получая наличность в результате платежей клиентов и притока вкладов, КО на сумму, превышающую рациональный размер кассовых резервов, возвращают ее ЦБ в обмен на эквивалентную сумму, поступающую на их транзакционные счета. Объем наличных денег в современной экономике зависит главным образом от спроса на них со стороны физических лиц.

Рассмотрев факторы предложения ликвидности, обратимся теперь к причинам спроса на нее банковской системы. Средства на транзакционных счетах в ЦБ нужны КО для осуществления расчетов, основную массу которых составляют взаимные расчеты по поручениям клиентов. Они наряду с наличными деньгами обслуживают оборот денежной массы, величина которой зависит в т. ч. от масштабов кредитной экспансии (это различие между денежной базой и денежной массой имеет ключевое значение для корректного понимания монетизации экономики).

Средства на транзакционных счетах КО в ЦБ никогда не покидают межбанковский платежный оборот, если не возвращаются к эмитенту (ЦБ) или не переходят на счета правительства. Но, имея ресурсы для проведения расчетов между собой, банки могут кредитовать заемщиков путем открытия депозита на сумму предоставляемой ссуды. Ресурсная база кредитования, которой располагает БС в целом, складывается за счет действия автономных факторов, включая приток наличных денег во вклады, и рефинансирования, источником которого является ЦБ. Регулятор может контролировать кредитную экспансию, предоставляя или, в зависимости от ситуации, изымая ресурсы непропорционально спросу БС (через объем денежной базы) или пропорционально, но изменяя их стоимость (через процентную ставку).

Наличием ликвидности обусловлена только способность КО осуществлять кредитование небанковского сектора. Объем предоставленных кредитов определяется спросом на них небанковского сектора и их предложением банками. Спрос зависит от состояния деловой активности в экономике, ее структурной готовности к наращиванию инвестиций и в этих пределах — от объема денежной базы и стоимости кредита (процентной ставки). Предложение — от собственной политики банков в отношении кредитного риска и риска ликвидности, действующих в этом отношении пруденциальных норм, а также от размера установленных обязательных резервных требований, первичная функция которых заключается в ограничении эффекта мультипликации депозитов.

Минимальный спрос БС на ликвидность определяется величиной обязательных резервов. Достаточно ли объема ликвидности, равного этой величине, для бесперебойного выполнения КО платежных поручений — это зависит от способа выполнения резервных требований, зрелости финансового рынка и платежной системы. Дополнительные потребности в резервах могут возникать по следующим причинам:

- КО не пользуются правом выполнять резервные требования всецело методом усреднения (или не до конца используют это право);
- не имеют достаточных возможностей (мотивации) с должной интенсивностью и результативностью контролировать потоки входящих и исходящих платежей;
- испытывают трудности в привлечении при необходимости ресурсов на межбанковском рынке или у ЦБ;
- не уверены в надежности платежной системы.

Состояние дефицита или профицита ликвидности БС определяется ее предложением под действием автономных факторов и спросом со стороны БС. В условиях дефицита ликвидности БС испытывает недостаток резервов относительно потребностей в них, которые определяются суммой обязательных и необходимых дополнительных резервов. В состоянии профицита, напротив, образуются избыточные резервы. Структурный дефицит ликвидности БС выражается устойчивой необходимостью привлечения ликвидности от ЦБ, а структурный профицит — постоянным избытком резервов.

Чем больше рамочный механизм ДКП отличается от формата, в котором «номинальным якорем» служит валютный курс, тем большее значение имеет состояние ликвидности БС для достижения целей политики. Когда операционной целью становится уровень процентной ставки, управление ликвидностью служит ее достижению, а не контролю величины денежной базы. Для управления ликвидностью ЦБ использует инструменты, разделяющиеся на две группы в зависимости от способов применения:

- операции на открытом рынке, которые проводятся по инициативе ЦБ на условиях, приближенных к рыночным (на аукционной основе), для воздействия на общий объем ликвидности БС;
- инструменты постоянного действия, которые используются отдельными КО по собственной инициативе для привлечения от ЦБ недостающей или размещения в ЦБ избыточной ликвидности.

На этой основе формируется система процентных ставок ЦБ, которая в классическом варианте складывается из ключевой ставки по инструментам открытого рынка, играющей основную роль в передаче сигналов ДКП, и диапазона волатильности рыночной ставки в границах ставок ЦБ по инструментам постоянного действия. Теоретически ЦБ может держать под контролем рыночную ставку как в условиях дефицита ликвидности, предоставляя БС недостающие резервы, так в ситуации профицита, отвлекая избыточные резервы. Важно, чтобы и в том и в другом случае операции на открытом рынке проводились на условиях, близких к ключевой ставке. Однако в ситуации дефицита КО в силу необходимости привлекают ликвидность от ЦБ во избежание неплатежеспособности и санкций за несоблюдение обязательных резервных требований.

В ситуации профицита размещение банками избыточных резервов в ЦБ — одна из альтернатив, но не настоятельная необходимость. Они могут оседать на транзакционных счетах КО в ЦБ, размещаться в инструменты постоянного действия или распыляться на межбанковском рынке, что ведет к росту волатильности рыночной ставки. В общем итоге происходит размывание сигналов ДКП, снижается способность ЦБ обеспечивать стабильность цен.

Это — один из вывозов, с которым сопряжен профицит ликвидности банковской системы. Другой заключается в потенциальных убытках ЦБ. Предоставляя рефинансирование, ЦБ получает чистый процентный доход от операций, что приносит ему прибыль, дает возможность увеличивать капитал и резервные фонды. Абсорбирование ликвидности, напротив, связано с уплатой ЦБ процентных вознаграждений. Это может приводить к убыткам регулятора, превосходящим величину его капитала и резервов.

ЦБ, обладая правом денежной эмиссии, способен продолжать свою деятельность с отрицательной величиной чистого капитала. Но это ведет к образованию у ЦБ необеспеченных активами обязательств, а на практике — к подрыву доверия к эмитенту денежной единицы и к ней самой. Государство недополучает доходы от распределения прибыли ЦБ и может оказаться перед необходимостью его докапитализации (в некоторых странах она предписана законодательством). Ослабление финансовой автономии ЦБ способно подорвать и его операционную независимость.

СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ ЛИКВИДНОСТЬЮ В УСЛОВИЯХ ПРОФИЦИТА И ВОПРОСЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ МЕЖДУ ЦБ И ПРАВИТЕЛЬСТВОМ

Причины структурного профицита ликвидности БС могут быть устранены путем структурных реформ, в т. ч. пересмотра курсового режима и валютного законодательства, запрета эмиссионного финансирования бюджетного дефицита, реформ в банковском секторе. Но ясно, что структурные реформы могут лишь создать предпосылки к исключению в будущем причин для возникновения профицита ликвидности, но не являются средством оперативного решения проблемы.

Структурный профицит может поставить ЦБ перед альтернативой пересмотра рамочного механизма ДКП или принятия решений, обеспечивающих возможность достижения ее целей и в условиях профицита. Если целесообразность сохранения рамочного механизма не подвергается сомнению, ЦБ может опираться на одну из двух стратегий:

- использовать инструменты повышения спроса банковской системы на ликвидность или изъятия избыточных резервов;
- использовать в качестве ключевой ставки размер процентного вознаграждения по избыточным резервам КО, что приводит операционный механизм ДКП к модели floor system.

Рассмотрим сперва вторую из них — floor system.

Некоторые ЦБ уплачивают процентное вознаграждение на сумму обязательных резервов КО, но уплачиваемое напрямую вознаграждение по избыточным резервам — исключительная практика, наблюдаемая в основном только в экономиках, где были применены методы количественного смягчения. Однако по существу это — то же самое, что уплата ЦБ процентов банкам, пользующимся инструментом постоянного действия для размещения избыточных резервов. В стандартной операционной модели ставка по такому инструменту ниже ключевой, а разница — своего рода «штраф» за пассивность КО в управлении собственной ликвидностью или допущенные ошибки. В модели floor system она, напротив, служит ключевой ставкой, через которую передается сигнал денежно-кредитной политики. Главное преимущество здесь заключается в возможности вывести передачу этих сигналов из зависимости от объема ликвидности [1].

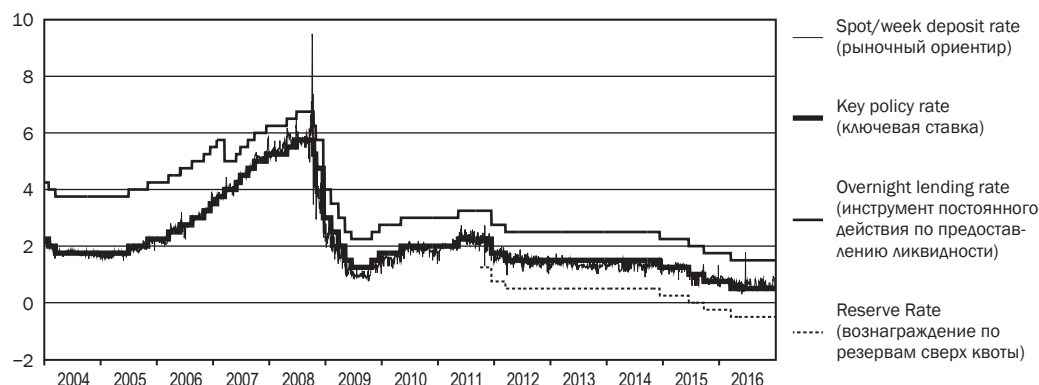
В восьми странах мира (не считая отдельных мелких экономик) центральные банки в настоящее время не используют инструмент обязательных резервных требований (Дания, Норвегия, Швеция, Канада, Австралия и Новая Зеландия) или применяют его со значительными отличиями от обычной практики (Соединенное Королевство, Мексика).

Отсутствие резервных требований лишает ЦБ «буфера» на случай действия автономных факторов, генерирующих профицит ликвидности. Поэтому в трех из указанных стран применялась модель floor system — в Дании, Норвегии и Новой Зеландии. Эти примеры доказывают, что данная модель может быть результативной при балансировании на грани дефицита и профицита ликвидности, но не в условиях систематического профицита.

В начале 2010-х годов Дания и Норвегия столкнулись с одинаковой проблемой увеличения профицита, которая в первом случае была вызвана привязкой национальной валюты к евро (Дания — участница ERM2), а во втором — зависимостью от возраставших нефтегазовых доходов [2]. В этой ситуации модель floor system подверглась существенной модификации.

Банк Норвегии в 2011 г. ввел лимит допустимого суммарного остатка на корреспондентских счетах КО в размере 35 млрд норвежских крон. В пределах этой суммы установлены индивидуальные квоты КО в зависимости от веса в суммарных активах БС. Процентное вознаграждение в размере ключевой ставки уплачивается на сумму остатков в пределах индивидуальной квоты. В отношении суммы остатков, превышающих квоту, применяется пониженная ставка, имеющая отрицательное значение (рис. 1).

Floor system: Банк Норвегии, % годовых



Источники: рассчитано авторами по данным Банка Норвегии и Reuters.

Национальный банк Дании и ранее устанавливал в отношении допустимого размера остатков на корреспондентских счетах индивидуальные лимиты (в отношении каждой КО) и общий лимит (в отношении банковской системы в целом). При превышении общего лимита остатки на счетах КО, превышающие индивидуальные лимиты, автоматически переоформляются в срочные депозитные сертификаты³. В 2012 г. ключевая ставка была снижена до нулевого значения, а ставка по депозитным сертификатам установлена ниже нее — с отрицательным значением.

В обоих случаях ключевая ставка перестала формировать нижнюю границу официальных процентных ставок и переместилась во внутреннюю область коридора (симметричного в Норвегии, асимметричного в Дании) с отрицательной нижней границей. Это уже не floor system в классическом виде. Напротив, к модели floor system с 2008—2009 гг. пришла ДКП центральных банков, осуществлявших количественное смягчение, в т. ч. Банка Англии, а также Федеральной резервной системы США, Банка Японии. Большой объем активов, приобретенных этими ЦБ в ходе количественного смягчения, обеспечил их достаточными доходами для возмещения издержек, связанных с уплатой процентных вознаграждений по избыточным резервам.

Итак, операционная модель floor system становится чрезмерно затратной для ЦБ в условиях значительного структурного профицита ликвидности БС. Не меняя операционную модель, ЦБ могут опираться на имеющиеся в их распоряжении инструменты, позволяющие сохранять контроль над процентной ставкой в условиях профицита ликвидности. При этом имеется альтернатива между применением инструментов, требующих или не требующих затрат со стороны ЦБ. К числу последних относятся:

- повышение обязательных резервных требований;
- продажа ЦБ принадлежащих ему активов.

Простое административное указание ЦБ о повышении резервных требований автоматически увеличивает потребность БС в ликвидности. Этот инструмент не затратен для ЦБ в том случае, если по обязательным резервам не уплачивается процентное вознаграждение. Однако именно в этом случае проявляется контрпродуктивный эффект обязательных резервов. Являясь по существу «налогом» на банковскую деятельность, они сдерживают развитие финансового посредничества, могут уводить его «в тень».

³ Данный механизм был рассчитан на то, чтобы предотвращать рост остатков на корреспондентских счетах, которые могут быть использованы для покупки иностранной валюты.

Что касается поглощения ЦБ избыточной ликвидности путем продажи активов — его возможности ограничены. Обычно регуляторы располагают относительно небольшими портфелями ценных бумаг, принадлежащих им по праву собственности. Кроме того, продажа ценных бумаг не исключает издержек для ЦБ (ввиду разницы между ценами их покупки и реализации) и может вызвать нежелательные эффекты на финансовом рынке. Режимы валютного курса, не допускающие активного вмешательства регулятора в курсообразование, исключают дезаккумуляцию валютных резервов в целях управления ликвидностью.

Все это говорит о неизбежности в конечном счете использования ЦБ тех инструментов, которые сопряжены с уплатой вознаграждений банкам. К их числу в практике разных стран относятся аукционы по приему срочных депозитов от КО или размещение ЦБ депозитных сертификатов, сделки обратное РЕПО⁴, валютные свопы по продаже ЦБ иностранной валюты и размещение ЦБ ценных бумаг (облигаций) от своего лица. Посредством этих инструментов могут совершаться сделки и на короткие и на более длительные сроки, но депозиты, сделки обратное РЕПО и валютные свопы на практике обычно не ассоциируются с большими сроками. В качестве долгосрочных инструментов чаще всего используются облигации ЦБ, сроки размещения которых в известных примерах достигали 20 лет (в Чили).

Задача ЦБ — оптимизировать использование этих инструментов, максимизируя эффективность передачи сигналов ДКП и минимизируя собственные издержки и риски и неблагоприятные побочные эффекты. Это во многом зависит от ожидаемых масштабов и длительности влияния автономных факторов, генерирующих профицит. Обратимся сразу к сценарию, когда масштабы достаточно большие. У ЦБ есть выбор между двумя вариантами (в комбинации их с использованием незатратных инструментов):

- абсорбировать профицит (полностью или не полностью, допуская волатильность процентной ставки) с опорой на краткосрочные инструменты изъятия ликвидности на возвратной основе, обеспечивающие передачу сигналов ДКП через процентную ставку;
- попытаться искусственно сформировать дефицит ликвидности, применив долгосрочные инструменты изъятия, и тем самым восстановить свою способность контролировать ставку через краткосрочные инструменты рефинансирования.

Вторая альтернатива кажется предпочтительной с точки зрения передачи сигналов ДКП, но может быть существенно более «дорогостоящей» в зависимости от разницы между процентными ставками в краткосрочном сегменте финансового рынка, где совершались бы операции рефинансирования, и в долгосрочном сегменте, где ЦБ размещал бы свои обязательства. Размещение в разных странах облигаций ЦБ достигало максимума относительно ВВП при спреде между доходностью финансовых инструментов со сроками до погашения три месяца и один год, стремящемся к нулю, а минимума — при спреде, стремящемся к 0,5 процентного пункта [3].

Рассмотрим некоторые примеры из зарубежного опыта.

В Чили причинами крупных профицитов ликвидности БС становились поддержка проблемных КО в 1980-х гг. и валютные интервенции в 1990-х. В обоих случаях ЦБ осуществлял выпуск облигаций, срок которых достигал 20 лет. Их вес в его обязательствах в начале 2000-х гг. приближался к 75 % (в настоящее время — почти 45 %). Постоянный чистый убыток на разнице полученных и выплаченных вознаграждений сделали его хрестоматийным примером регулятора, функционирующего длительное время с отрицательной

⁴ При имеющихся различиях определений сделок РЕПО (*repo*) и обратное РЕПО (*reverse repo*) в практике разных ЦБ мы придерживаемся наиболее распространенной терминологии, подразумевающей под обратным РЕПО продажу ЦБ ценных бумаг с кассовой стороны сделки и их выкуп с ее срочной стороны.

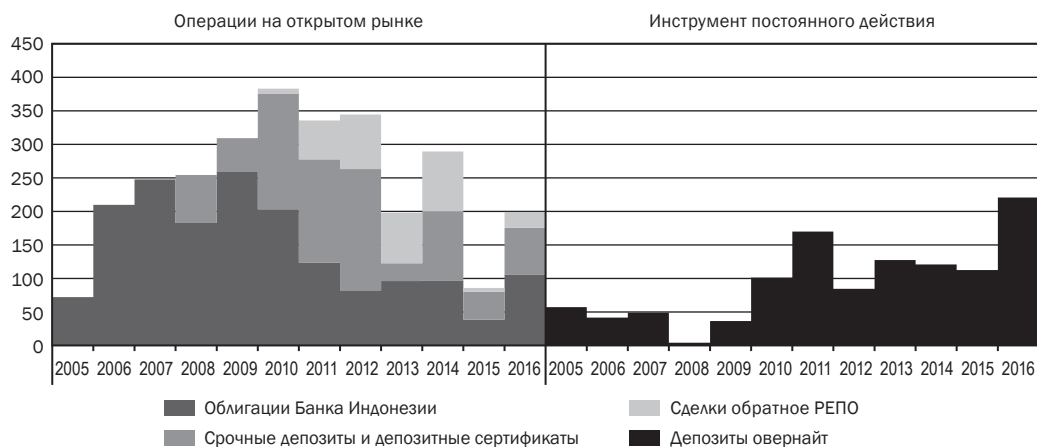
чистой стоимостью капитала. Он так и не был восстановлен, но нельзя сказать, что сейчас, по прошествии многих лет, это наносит серьезный ущерб стабильности чилийской валюты.

За время проведения Банком Кореи ДКП на принципах таргетирования инфляции (с 1998 г.) влияние автономных факторов часто приводило к образованию избытков ликвидности в БС. Инструментом ее изъятия, предназначенным для выполнения сигнальной функции ключевой ставкой Банка Кореи, являются сделки обратное РЕПО, но они составляли значительную часть операций на открытом рынке только при относительно небольших объемах профицита [4]. В периоды крупных профицитов основную роль играло размещение облигаций Банком Кореи, и сейчас обязательства по ним составляют 45 % его внутренних пассивов. Завершив 2005–2006 гг. с убытками, Банк Кореи возместил их за счет прибыли двух следующих лет. Тем не менее в 2011 г. с целью увеличения капитала и резервов ЦБ были внесены изменения в законодательство, увеличившие с 10 до 30 % долю его не распределяемой в бюджет прибыли.

Профицит ликвидности в Индонезии, образовавшийся в конце 1990-х гг. после профинансированной ЦБ докапитализации банков, неоднократно нарастал под влиянием притока капитала. Среди инструментов ЦБ активнее всего применял выпуск облигаций. Стремясь минимизировать издержки и избегая привлечения еще большего притока капитала предложением надежных инструментов с доходностью, отвечающей рыночным условиям, Банк Индонезии придерживался такой стратегии при проведении операций на открытом рынке, которая допускала частичное сохранение профицита [5]. Немалые объемы операций, ведущих к изъятию избыточных резервов из БС, проходили по каналу инструмента постоянного действия (см. рис. 2). Процентные ставки на денежном рынке постоянно складывались ниже ключевой ставки Банка Индонезии, которая прежде не была привязана к конкретному инструменту, а обозначала целевое значение по всем операциям на открытом рынке.

Рисунок 2

Банк Индонезии: инструменты изъятия ликвидности, трлн рупий (обязательства по состоянию на конец периода)



Источник: рассчитано авторами по данным Банка Индонезии.

В целях улучшения передачи сигналов ДКП с 2016 г. была введена новая ключевая ставка — по совершаемым ЦБ сделкам обратное РЕПО на срок семь дней. Соответствующие аукционы проводятся регулярно дважды в неделю и дополняются ежемесячными аукционами по размещению облигаций и депозитных сертификатов ЦБ. Переход от долгосрочного

к краткосрочному профилю операций по изъятию ликвидности способствовал возвращению рыночной процентной ставки к уровню ключевой ставки ЦБ, но он состоялся, когда воздействие автономных факторов стало генерировать дефицит ликвидности и при этом ключевая ставка была снижена.

Обратимся теперь к последней теме, которую охватывает вопрос об управлении ликвидностью в условиях профицита. Это — роль правительства, обладающего автономными возможностями содействовать его сокращению двумя способами: путем перевода депозитов из коммерческих КО в ЦБ или размещения государственного долга (при условии, что привлеченные средства не покидают счетов правительства в ЦБ).

Теоретически ничто не обязывает правительство принимать на себя прямые (по уплате процентов) или альтернативные издержки, которые в силу различия компетенций должен нести ЦБ. Особенно если нагрузка по обслуживанию государственного долга уже и так слишком высока, чтобы усиливать ее размещением займов, направленных на изъятие ликвидности из БС в дополнение к задаче финансирования бюджетного дефицита. Но есть весомый контраргумент: если издержки абсорбирования ликвидности возлагаются всецело на ЦБ, это ведет к сокращению его прибыли и, соответственно, ее части, перечисляемой в бюджет, а при возникновении у ЦБ убытков, превышающих резервы и не компенсированных доходами следующих лет, может потребоваться докапитализация за счет бюджета. Следовательно, здесь имеются основания взвесить все «за» и «против».

Взаимодействие необходимо для согласования государственных займов с размещением облигаций ЦБ. Правительство может опасаться нежелательной конкуренции своим ценным бумагам со стороны аналогичных по инвестиционному качеству обязательств монетарного регулятора. Приемлемым решением здесь может быть размещение специальных выпусков государственных ценных бумаг исключительно в целях изъятия избыточной ликвидности из БС и аккумуляции привлеченных средств на счетах правительства в ЦБ. Примеры: действующий в Индии с 2004 г. механизм Monetary Stabilization Scheme и реализованная в 2009–2010 гг. в США программа Supplementary Financing Programm.

Нередко государственные займы концентрируются в тех или иных срочных сегментах финансового рынка, оставляя другие «свободными». Их может использовать ЦБ с пользой не только для структурного регулирования ликвидности БС, но и для конструирования целостной кривой доходности в интересах развития облигационного рынка. Например, Банк Кореи выпускает облигации на сроки от 14 дней до двух лет. Не создавая конкуренцию выпускам государственных облигаций, размещаемым на сроки от трех до 20 лет, они обеспечивают формирование кривой доходности в своем сегменте рынка.

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ В РОССИЙСКОЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ: ПРЕДЫСТОРИЯ, ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ И ВОПРОСЫ АБСОРБИРОВАНИЯ

Структурные предпосылки к возникновению профицита ликвидности в российской БС за годы экономических преобразований сократились. Это — результат законодательного запрета финансирования бюджетного дефицита из эмиссионного источника, завершения в 2007 г. либерализации валютного законодательства, перехода с 2014 г. к режиму плавающего курса рубля и продолжающейся работы по укреплению банковского сектора.

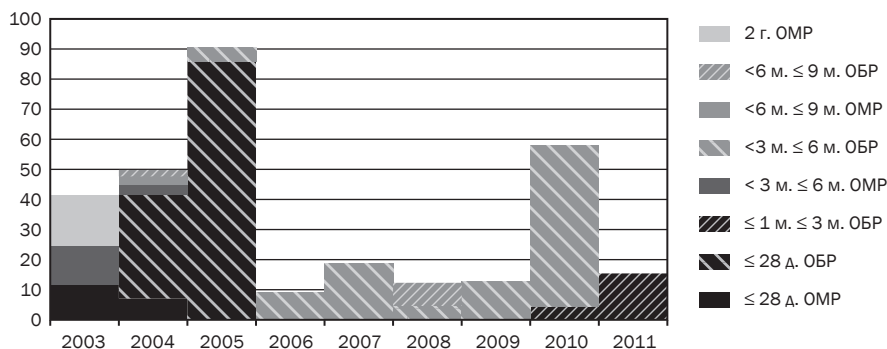
Российский ЦБ имеет длительный опыт проведения ДКП в условиях профицита ликвидности. В 2003–2008 гг. приток доходов от нефтегазового экспорта при ограниченной гибкости курса рубля в рамках действовавшего курсового режима постоянно приводил к образованию избытков ликвидности в результате валютных интервенций ЦБ. Банк России использовал абсорбирующие инструменты настолько, насколько возможности

их применения не ограничивались риском контрпродуктивных последствий появления на финансовом рынке высокодоходных надежных инструментов, что могло усилить предпосылки к притоку капитала [6].

В 2003–2004 гг. в качестве инструмента для проведения на открытом рынке операций, направленных на изъятие ликвидности, использовались аукционы по заключению сделок обратное биржевое модифицированное РЕПО. С 2004 г. Банк России перешел от применения этого инструмента к размещению облигаций от своего лица (ОБР), которое осуществлялось вплоть до 2011 г. В 2004–2005 гг. операции Банка России по изъятию ликвидности в преобладающем объеме производились на срок до одного месяца, в 2006–2010 гг. — от трех до шести месяцев. Операции на срок более девяти месяцев не осуществлялись, за исключением единственного случая проведения аукциона биржевого модифицированного РЕПО на срок два года в апреле 2003 г. (см. рис. 3).

Рисунок 3

Банк России: средние объемы привлеченных средств на аукционах по заключению сделок обратное биржевое модифицированное РЕПО (ОМР) и размещению облигаций Банка России (ОБР), млрд руб.



Источник: рассчитано авторами по данным Банка России.

Ключевое значение имело создание Стабфонда, которым в 2004–2007 гг. аккумулировалось 30–45 % прироста международных резервов. Функционирование этого механизма позволило ЦБ сократить объемы абсорбирующих операций и в дальнейшем осуществлять нетто-кредитование БС, снизить стоимость рефинансирования, уменьшить резервные требования. С 2004 г. ЦБ РФ начал подготавливать условия для выполнения сигнальной функции ДКП процентной ставкой. Постепенно внедрялся механизм усреднения при выполнении резервных требований, был сформирован коридор официальных ставок по инструментам постоянного действия.

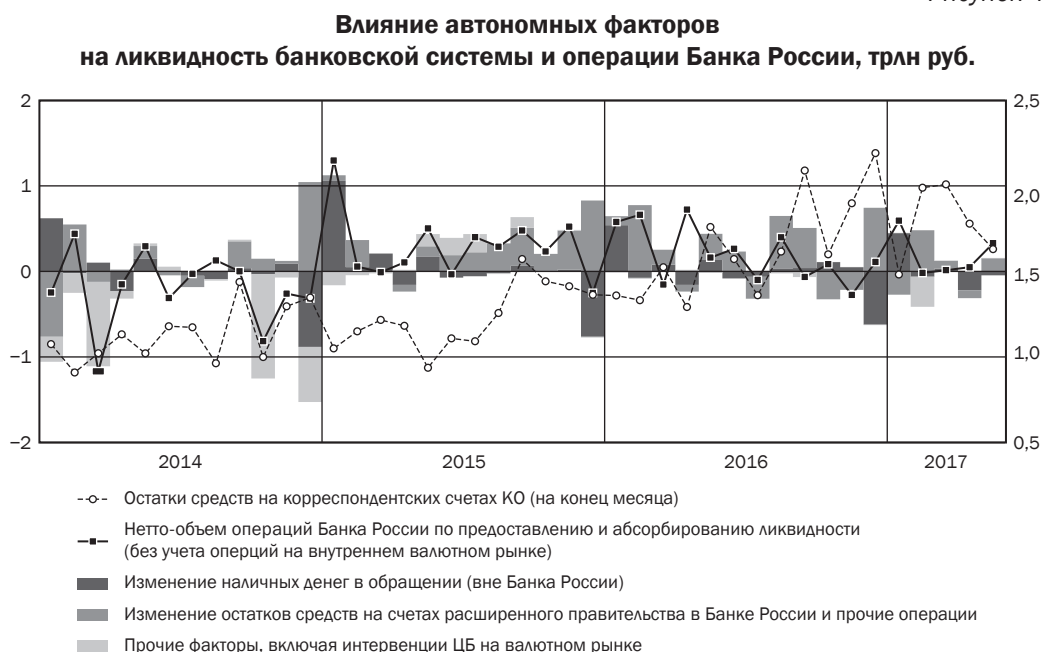
Ситуация в 2010 г. потребовала вновь увеличить размещение ОБР для абсорбирования избытка банковской ликвидности. Прибыль Банка России в 2010–2011 гг. сократилась (в основном вследствие снижения процентных доходов), в 2011 г. в федеральный бюджет из нее поступило лишь 16 млрд руб. Снижение чистого процентного дохода отчасти компенсировалось доходами ЦБ от восстановления провизий в результате стабилизации финансового рынка. Сокращение расходов на формирование провизий, обусловленное возвращением к менее рисковому профилю активов ЦБ, способствовало росту прибыли в 2012 г.

В 2009–2010 гг. Банк России сужал границы коридора официальных процентных ставок, усиливая контроль над рыночной ставкой, и увеличивал гибкость курса рубля. В 2012 г. границы коридора приняли симметричную расстановку относительно основного инструмента (ставки по сделкам РЕПО на аукционной основе), а его ширина уменьшилась

до нынешних 2 п. п. В 2013 г., с введением ключевой ставки ЦБ и унификацией процентных ставок по инструментам постоянного действия, реформа инструментария в основном завершилась. В 2014 г. состоялся переход к режиму плавающего курса рубля, и с 2015 г. ДКП базировалась на принципах таргетирования инфляции [7; 8].

В 2011 г. свертывание антикризисных мер привело ликвидность БС в состояние дефицита, и спрос БС на рефинансирование создал благоприятные условия для передачи сигналов ДКП. Однако с 2015 г. расходование средств Резервного фонда на финансирование бюджетного дефицита генерировало рост ликвидности БС. Чистым итогом операций ЦБ систематически становилось отвлечение ликвидности из БС вследствие сокращения объемов рефинансирования и проведения абсорбирующих операций (рис. 4).

Рисунок 4



Примечание: знак «+» означает рост предложения ликвидности под воздействием автономных факторов, изъятие ликвидности нетто-итогом в результате операций, «-» — сокращение предложения ликвидности, предоставление ликвидности в результате операций.

Источник: рассчитано авторами по данным Банка России.

Отметим еще одну причину, вследствие которой снижались потребности БС в рефинансировании. С IV квартала 2014 г. наблюдалось устойчивое превышение объема привлеченных КО вкладов населения и средств некредитных организаций в рублях над величиной предоставленных им кредитов. Высокие процентные ставки привели к росту склонности к сбережению, в то время как спрос на кредиты банков снизился [9].

Опуская детали событий в 2014–2015 гг., связанных с обесценением рубля, усилением инфляции и ростом процентных ставок, отметим лишь несомненный успех нового рамочного механизма ДКП. В 2016 г. по мере исчерпания девальвационного эффекта инфляция вернулась к докризисному уровню (около 6 %). Но именно в этот момент влияние автономных факторов сделало неизбежным возникновение структурного профицита БС.

В 2016 г. ЦБ РФ вначале применял для абсорбирования ликвидности инструменты, не сопряженные с уплатой вознаграждений: повышение обязательных резервных требований и продажу ценных бумаг. С октября 2016 г. ввиду отсутствия спроса было прекращено

рефинансирование КО посредством применения ЦБ основного инструмента предоставления ликвидности (аукционы по сделкам РЕПО на срок одна неделя). Вместо них по графику операций на открытом рынке стали проводиться аукционы по приему Банком России депозитов на тот же срок (это основной инструмент абсорбирования, предназначенный, как и сделки РЕПО, для передачи сигналов ДКП, но в условиях избытка банковских резервов).

В конце 2016 г. только долгосрочные требования Банка России по рефинансированию через специализированные механизмы оставляли ЦБ нетто-кредитором БС, однако и здесь ситуация балансировала на грани. Учитывая специфику этих требований, не относящихся к деятельности ЦБ по достижению основной цели ДКП, по существу структурный дефицит ликвидности БС стал состоявшимся фактом уже в 2016 г.

Проектом федерального бюджета предусмотрено расходование в 2017 г. всего остатка средств Резервного фонда и части Фонда национального благосостояния. В общей сложности это 1,8 трлн руб. Расходы из ФНБ на 2018 г. предусмотрены в размере 1,2 трлн руб. Таким образом, не менее двух предстоящих лет приток в банковскую систему ликвидности по бюджетному каналу продолжит генерировать профицит.

Однако не стоит драматизировать ситуацию. Проводится консервативная бюджетная политика. Рост цен на нефть, хотя и вызванный сокращением добычи, может содействовать восстановлению деловой активности и уменьшению бюджетного дефицита. Тем не менее пока можно лишь утверждать, что планы расходования суверенных фондов на предстоящие два года дают основания рассматривать сценарий сохранения профицита ликвидности БС в течение этого срока.

Затраты на абсорбирование будут сокращать операционную прибыль Банка России и могут привести к убыткам. В ближайшие годы нет оснований ожидать, что у него появятся возможности увеличивать доходы, например за счет снижения провизий. Следует ли исключать даже и такой сценарий, в котором убытки ЦБ за один год не будут покрыты прибылью следующего года?

В 2014–2015 гг. переоценка рублевого эквивалента валютных активов вследствие девальвации позволила ЦБ значительно повысить показатель собственной обеспеченности резервами. Сразу отметим, что резервы от переоценки — исключительно учетная величина. Этот буфер, конечно, все еще есть, и немалый, но укрепление рубля ведет к его истощению. Между тем рубль восстановил две трети потери своей стоимости за 2014–2015 гг. Резервы Банка России уже сейчас меньше, чем были в конце 2014 г.⁵

Можно предлагать варианты оптимизации. Например, условия на финансовом рынке сейчас позволяют ЦБ пользоваться стратегией изъятия ликвидности из долгосрочного сегмента, предоставляя ее в краткосрочном. Эту возможность дает инверсия кривой доходности с резким перепадом (к началу 2017 г. — 1,5 п. п.) между ставками на срок до одного месяца и доходностью инструментов на срок от одного года. Около 90 % государственных займов составляют выпуски на сроки более двух лет, и сегмент с меньшими сроками остается «свободным» для облигаций ЦБ. Однако выбор такой стратегии может стать ошибкой, если нет убедительных долгосрочных прогнозов ликвидности⁶, да и инверсия кривой доходности — не постоянное состояние.

⁵ Напомним, что накопленные курсовые разницы отражаются в балансе Банка России только по итогам года, и сейчас мы еще не видим его истинного состояния даже за 2016 г.

⁶ Конечное воздействие операций ЦБ на ликвидность БС определяется балансом встречных потоков по вновь заключенным и ранее совершенным сделкам. Структурный профицит под влиянием автономных факторов образуется тем дольше, чем большая часть требований ЦБ к БС ранее приходилась на операции с длительными сроками. Точно так же, если ЦБ изымает ликвидность на большие сроки, дальше и горизонт, на котором она будет возвращаться в БС.

Можно рассматривать варианты, в которых правительство принимает на себя часть издержек во избежание убытков ЦБ и возникновения вопроса о докапитализации (пусть и не предусмотренной российским законом). Например, оно может выпускать специально предназначенные для изъятия ликвидности выпуски облигаций от своего лица. Со своей стороны ЦБ мог бы возмещать разницу между расходами на изъятие ликвидности и частью прибыли, распределяемой в бюджет согласно закону, за счет остатка прибыли (правда, сейчас он невелик).

Так или иначе, корень проблемы заключается в необходимости в интересах ДКП изъятия из БС избыточной ликвидности, которая представляет собой по существу недостающее финансирование бюджетных расходов, осуществляемое за счет резервных источников. Двойственность данной ситуации говорит о том, что решением все же может стать допущение большей волатильности процентной ставки, ее снижение (предложение альтернатив в виде повышения налогов, секвестров не кажется рациональным). Отметим, что достижение целей ДКП в рамках таргетирования инфляции в последние годы требовало поддержания ЦБ РФ высокой ключевой ставки.

Библиография

1. Vasilieva E. Russia: Managing Surplus Liquidity // Central Bank Management of Surplus Liquidity. Lecture Series № 6. 2006. P. 41–51.
2. Aamodt E., Tafjord K. Structural liquidity. Economic Commentaries № 9 / Norges Bank, 2013.
3. Maehle N. Monetary Policy Implementation: Operational Issues for Countries with Evolving Monetary Policy Regimes // IMF Working Paper. 2014. WP/14/xx.
4. Gray S. T., Pongsaparn R. Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines // IMF Working Paper. 2015. WP/15/106.
5. Monetary Policy in Korea / The Bank of Korea, 2012. URL: <http://eng.bok.or.kr/broadcast.action?menuNavild=742>.
6. M. Barik Bathaluddin, Nur M. Adhi P., Wayau A. W. The Impact of Excess Liquidity on Monetary Policy / Bank Indonesia, Bulletin on Monetary Economics and Banking, January 2012.
7. Журавлева Т. Л., Леонов М. А. Банковская система России в последние годы: общий и региональный взгляд // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 6. С. 47–58.
8. Смирнова Н. А. Развитие механизма формирования обменного курса рубля в России // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 6. С. 59–66.
9. Мусаев Р. А., Клешко Д. В. Развитие системы рефинансирования банковского сектора России // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 2. С. 42–51.

Авторы



Швандар Дарья Владимировна, к. э. н., доцент кафедры «Экономика организации» Финансового университета при Правительстве РФ
(e-mail: dshv75@mail.ru)



Концевич Ольга Владимировна, лаборант-исследователь Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: olga_koncevich@rambler.ru)

D. V. Shvandar, O. V. Kontsevich

Management of Structural Liquidity Surplus of the Banking System

Abstract

Shocks of fallen oil price, sanctions and devaluation declined inflation significantly from the target range throughout 2014–2016. Now when price growth is observably coming down disbursements from sovereign funds generate banking liquidity surplus, treating to erode the monetary policy signals. This forces to analyze pros and cons of different solutions relying on available Russian and international experience and, in particular, to consider the scope of interaction between the monetary regulator and the government, which is only one besides the central bank has the tools for targeted impact on the banking system liquidity.

Keywords:

banking system liquidity, structural surplus, sovereign funds, central bank, profit (losses), capital, monetary policy instruments, floor system

JEL: E51, E52, E58, E63

Authors' affiliation:

Shvandar Darya V. (e-mail: dshv75@mail.ru),

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow 125993, Russian Federation

Koncevich Olga V. (e-mail: olga_koncevich@rambler.ru),

Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation

References

1. Vasilieva E. Russia: Managing Surplus Liquidity. Central Bank Management of Surplus Liquidity. Lecture Series no. 6, 2006, pp. 41–51.
2. Aamodt E., Tafjord K. Structural Liquidity. Economic Commentaries no. 9. Norges Bank, 2013.
3. Nils Maehle. Monetary Policy Implementation: Operational Issues for Countries with Evolving Monetary Policy Regimes. *IMF Working Paper*, 2014, WP/14/xx.
4. Gray S. T., Pongsaparn R. Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines. *IMF Working Paper*, 2015, WP/15/106.
5. Monetary Policy in Korea. The Bank of Korea, 2012. Available at: <http://eng.bok.or.kr/broadcast.action?menuNavild=742>.
6. Barik Bathaluddin M., Nur M. Adhi P., Wayau A.W. The Impact of Excess Liquidity on Monetary Policy. Bulletin on Monetary Economics and Banking, Bank Indonesia, January 2012.
7. Zhuravleva T., Leonov M. Russian Banking System in Recent Years: General and Regional Perspectives. *Finansovyy zhurnal – Financial Journal*, 2015, no. 6, pp. 47–58.
8. Smirnova N. Development of the Formation Mechanism of the Russian Ruble Exchange Rate. *Finansovyy zhurnal – Financial Journal*, 2015, no. 6, pp. 59–66.
9. Musaev R., Kleshko D. Development of Refinancing System of the Russian Banking Sector. *Finansovyy zhurnal – Financial Journal*, 2015, no. 2, pp. 42–51.