

И.Я. Лукасевич, Е.А. Фёдорова, А.С. Мухин

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦБ РФ В ПЕРИОД ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

В статье проведена оценка эффективности денежно-кредитной политики Банка России с помощью эконометрического моделирования. Определены характер и степень влияния используемых инструментов денежно-кредитной политики на ее целевые ориентиры, сделаны выводы о различном действии указанных инструментов в кризисные и докризисные периоды.

Проявления финансовой нестабильности на протяжении многих лет можно свести к трем основным типам кризисов: банковским, валютным и финансовым. Существенное ухудшение ситуации на мировых финансовых рынках с августа 2008 г. обусловило масштабный отток капитала из России, равно как и из развивающихся стран. Сильно пошатнулось финансовое положение производителей экспортной продукции. Возникли трудности с привлечением средств на рынке межбанковских кредитов, массовый отток вкладчиков в совокупности с критическим обострением ситуации на рынке ценных бумаг нарушил нормальное функционирование рыночного механизма перераспределения ликвидности. Следствием этих процессов стали дефицит банковской ликвидности и резкое повышение спроса кредитных организаций на рефинансирование со стороны Банка России.

По оценке Всемирного Банка, российский кризис 2008 г. начался как кризис частного сектора, спровоцированный его чрезмерными заимствованиями в условиях глубокого тройного шока: со стороны условий внешней торговли, оттока капитала и ужесточения условий внешних заимствований. Кризис, изначально финансовый, к середине ноября 2008 г. охватил реальный сектор экономики. Экономические последствия кризиса выразились в падении темпов роста ВВП, сокращении объема промышленного производства, увеличении безработицы, в росте инфляции. Так, по сообщению Росстата, промышленное производство в I кв. 2009 г. по сравнению с I кв. 2008 г. снизилось на 14,3%, ВВП уменьшился на 9,5% при прогнозе «минус 7-8%».

Экономические издержки современных финансовых кризисов настолько возросли, что ни одно государство уже не может их игнорировать. Для стабилизации своих финансовых систем страны вынуждены все шире использовать механизмы денежно-кредитной политики (ДКП). В сентябре – декабре 2008 г. Банк России оперативно принял комплекс мер по сглаживанию негативных последствий кризисного состояния международных финансовых рынков для российских кредитных организаций, в первую очередь по расширению их возможностей в получении ликвидности от Банка России.

В этой связи представляет интерес анализ эффективности инструментов ДКП Банка России, направленной на достижение заявленных им целей в докризисный период и во время финансово-экономического кризиса.

ДКП Банка России должна сочетаться с гибкой бюджетной, налоговой и структурной политикой Правительства РФ. В соответствии с «Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов» [1] ее целями являются:

– снижение инфляции и поддержание ее на уровне, обеспечивающем условия для долгосрочного устойчивого экономического роста;

- поддержание курса национальной валюты в установленном коридоре, исключение его резких колебаний;
- укрепление и поддержание стабильности банковской системы;
- поддержка финансовых рынков и ограничение негативного влияния мирового финансово-экономического кризиса на состояние российской экономики.

Для достижения этих целей (далее – цели ДКП) Банк России может использовать методы регулирования денежно-кредитной политики, законодательно закрепленные в соответствующих правовых актах. Банк России наряду с иными органами государственной власти обеспечивает реализацию денежно-кредитной политики в РФ [2]. Методами регулирования кредитной системы (далее – методы ДКП) при этом выступают: процентные ставки по операциям Банка России, нормативы обязательных резервов, депонируемых в Банке России (резервные требования), операции на открытом рынке, рефинансирование кредитных организаций, валютная интервенция, установление ориентиров роста денежной массы, прямые количественные ограничения, эмиссия облигаций [2]. Эффективность проводимых Банком России мер также зависит и от действий кредитных организаций, их доверия к финансовой системе РФ.

Цель нашего исследования – выяснить, насколько использование методов ДКП Банка России позволяет достигать заявленных Банком целей ДКП, как изменяется ситуация во время финансового кризиса. Первые три из вышеописанных целей ДКП являются стандартными, что касается четвертой, то поддержание финансовых рынков, строго говоря, не входит в компетенцию Банка России. В связи с этим возникает вопрос, может ли вообще Банк России с помощью указанных методов регулировать финансовые рынки?

Проведем исследование с помощью количественных методов. Первым этапом исследования является выражение целей и методов ДКП через определенные количественные характеристики.

Применительно к первым двум целям в качестве их результирующих количественных показателей использованы индекс потребительских цен и эффективный курс рубля.

Третья цель (укрепление и поддержание стабильности банковской системы) была выражена через индекс состояния банковской системы (ИСБС), разработанный в агентстве «Мобиле» [3]. Использование данного индекса предпочтительно, поскольку: а) расчет индекса осуществляется ежемесячно для всех банков России на основе доступной финансовой отчетности – балансов по счетам второго порядка (форма 0409101 «Оборотная ведомость по счетам бухгалтерского учета кредитной организации»); б) расчет индекса производится на основе распределения банков по классам рейтинга по индексу динамической финансовой стабильности (ИДФС) банков. Чем больше банков попадает в классы более высокой финансовой стабильности, тем выше значение ИСБС. Само значение ИСБС показывает текущее состояние банковской системы России, а его изменение – общие тенденции динамики ее развития.

Что касается четвертой цели, то в качестве индикатора финансового рынка взят фондовый индекс «ММВБ финансы», отражающий стоимость акций крупнейших российских банков. В базу расчета данного индекса входят: Группа ВТБ (31,24%), Банк Москвы (25,68%), Сбербанк (25,19%), Банк «Возрождение» (4,56%), «Росбанк» (2,01%) и др. [3]. Следует заметить, что фондовый рынок в значительной степени зависит от информационного поля, содержащего: данные о вводимых мерах и используемых инструментах ДКП; информационные отчеты о состоянии дел в экономике, включая различные ее отрасли; аналитические отчеты, прогнозы, статистику. Кроме того, существенное влияние на торги и, следовательно, фондовые индексы, оказывает непосредственная отчетность компаний.

На следующем этапе исследования методы ДКП Банка России были выражены через количественные показатели. Эти индикаторы взяты из данных сайта Банка России, Федеральной службы государственной статистики, российских фондовых бирж (табл. 1) [3].

Таблица 1

**Количественные индикаторы, характеризующие методы
денежно-кредитной политики Банка России**

Метод ДКП	Количественный фактор	Обозначение
Управление ставками по операциям Банка России Рефинансирование кредитных организаций (предоставление ликвидности)	Ставка рефинансирования	REF
	Объем кредитования Банком России кредитных организаций (складывается из объема внутрисдневных, ломбардных кредитов, а также кредитов «овернайт», кредитов с нерыночным обеспечением и кредитов без обеспечения – последние стали применяться в период кризиса с конца 2008 г.)	CREDIT
	Объем операций прямого РЕПО	REPO
	Объем сделок «валютный своп»	SWAP
Абсорбирование ликвидности	Размер депозитов кредитных организаций в Банке России	DEPOS
	Обязательства Банка России перед кредитными организациями по облигациям Банка России	OBR
Управление нормативами по резервным требованиям	Норма резервных требований	NORM
	Объем обязательных резервов, депонированных кредитной организацией в Банке России	RESERVES
Валютные интервенции	Объем произведенных валютных интервенций	INTERVENTS

Для проверки влияния методов на цели ДКП использован регрессионный анализ – модель ARCH(1). Модель является стандартной, подробное описание которой можно найти, например, в работе С.А. Айвазяна [4]. Преимущества использования данной модели перед стандартной линейной регрессией заключаются в возможности учитывать влияние прошлых значений оцениваемой переменной на ее текущее состояние, что может быть полезным при моделировании ДКП. Оценка модели производилась в эконометрическом пакете EvIEWS версии 7.1. Опуская математические расчеты, сосредоточимся на экономической интерпретации результатов исследования.

При использовании Банком России какого-либо метода результат в виде достижения цели (изменения соответствующего количественного показателя) может осуществиться не сразу, а с временным лагом. Например, изменение ставки рефинансирования может повлиять на цель – снижение инфляции – и в этом периоде (в этом же месяце), и в следующем (через месяц). Однако в кризисный период ситуация меняется, и те же методы могут либо быть не результативными, либо воздействовать не так, как предполагалось. Поэтому была выполнена оценка того, в какой степени указанные методы способствуют достижению целей ДКП на всем периоде исследования – с 1 января 2006 г. по 31 декабря 2009 г. (данный период был обозначен как «общий») и в кризисный период.

Обобщенная оценка эффективности инструментов ДКП, применяемых Банком России для достижения заявленных им целей, выявленная авторами данного исследования с помощью эконометрического моделирования, приведена в табл. 2.

Так, например, при увеличении ставки рефинансирования и абсорбировании ликвидности Банком России происходит снижение инфляции (табл. 2, общий период, цель – «снижение инфляции»). Вместе с тем увеличение нормы обязательных резервов и предоставление ликвидности вызывают инфляционный рост.

Таблица 2

Обобщенные результаты исследования

Цель ДКП	Фактор (метод ДКП)				
	Ставка рефинансирования	Нормы обязательных резервов	Предоставление ликвидности	Абсорбирование ликвидности	Валютные интервенции
Общий период (01.01.2006 – 31.12.2009)					
Снижение инфляции	+	–	–	+	незначимый фактор
Укрепление курса рубля	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Повышение стабильности банковской системы	+	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор
Поддержка фондового рынка	–	+	незначимый фактор	+	незначимый фактор
Общий период (лаг – один месяц)					
Снижение инфляции	+	–	–	+	незначимый фактор
Укрепление курса рубля	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Повышение стабильности банковской системы	+	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор
Поддержка фондового рынка	–	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор
Кризисный период (01.09.2008 – 31.12.2009)					
Снижение инфляции	+	–	+	–	незначимый фактор
Укрепление курса рубля	незначимый фактор	незначимый фактор	–	+	–
Повышение стабильности банковской системы	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор
Поддержка фондового рынка	–	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор
Кризисный период (лаг – один месяц)					
Снижение инфляции	+	–	+	–	незначимый фактор
Укрепление курса рубля	–	незначимый фактор	–	+	незначимый фактор
Повышение стабильности банковской системы	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор
Поддержка фондового рынка	–	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор	незначимый фактор

Примечание: знаки «+» и «–» означают соответственно прямую или обратную зависимость целей ДКП от факторов (методов) ДКП. Затылок «незначимый фактор» говорит о том, что фактор не является значимым на уровне 0,1 и принимается «нулевая гипотеза» об отсутствии взаимосвязи между фактором и целью.

Для оценки качества модели проводились стандартные тесты: рассматривался уровень коэффициента детерминации R^2 , использовался F -критерий Фишера, информационные статистики Акаике и Шварца, тест Jarque-Bera и ARCH LM-тест. Качество моделей в целом было удовлетворительным.

В условиях активного вывода инвесторами средств из российских активов и связанного с этим повышения спроса на иностранную валюту действия Банка России были направлены на недопущение чрезмерного ослабления рубля и удержание стоимости бивалютной корзины. В этой связи Банк России в августе-декабре

2007 г. осуществлял продажи иностранной валюты на внутреннем рынке (впервые с августа 2007 г.). В результате объем международных резервов резко сократился. По состоянию на 1 января 2009 г. он снизился (с учетом прочих изменений и курсовой переоценки) до 427,1 млрд. долл. Многими экспертами расходование международных резервов на поддержку рубля расценивалось как «неадекватная политика». Однако эта политика продолжалась вплоть до января 2009 г., так как Правительство РФ делало все возможное, чтобы резких колебаний курса рубля не произошло. Таким образом, данный инструмент является эффективным и влияет на курс рубля с лагом в один месяц (см. табл. 2).

Анализируя табл. 2, можно сделать следующие выводы:

- в целом, прослеживается устойчивая связь между действиями, предпринимаемыми при реализации ДКП и целевыми ориентирами ДКП;
- в кризисный период действует меньшее количество инструментов ДКП, чем в докризисный;
- влияние некоторых инструментов ДКП на снижение инфляции (предоставление ликвидности и абсорбирование ликвидности) неодинаково за весь период и за период кризиса, что говорит о некоторой смене приоритетов государства в кризисный период (добавление к ключевой задаче снижения инфляции цели по поддержанию банковского сектора путем предоставления объемов ликвидности).

Представляет интерес выявленный факт, свидетельствующий о противоречивости влияния методов ДКП на цели ДКП: невозможно одновременно достичь всех целей ДКП путем изменения одного инструмента. Например, повышение ставки рефинансирования снижает инфляцию и увеличивает стабильность банковской системы, однако отрицательно влияет на курс рубля и поддержку фондового рынка (см. табл. 2). В этих условиях Правительству РФ и Банку России необходимо выбирать приоритетные цели ДКП и использовать имеющиеся в их распоряжении инструменты соответствующим образом. Так, в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов» главной целью было заявлено снижение инфляции до 9-10% в 2010 г. и 5-7% в 2012 г. После того, как инфляция начала медленно снижаться (с середины 2009 г.) Банк России стал снижать и ставку рефинансирования для поддержки реального сектора и уменьшения стоимости кредитов.

Выявленные в процессе исследования зависимости между методами ДКП и целями ДКП можно использовать для формирования *прямой* эффективной политики Банка России, результаты которой отражаются в этом же месяце или через месяц.

Как и предполагалось, инструменты ДКП Банка России практически не влияют на цели, связанные с поддержанием необходимого уровня банковской системы и финансовых рынков РФ, если брать краткосрочный период (лаг – один месяц) (см. табл. 2). Однако вполне возможно, что их действие оказывает влияние на достижение вышеназванных целей с некоторым опозданием или с большим лагом. Таким образом, было исследовано влияние инструментов ДКП на нескольких лагах, поскольку действие различных инструментов может начинаться в разное время: на следующем этапе исследования было заново оценено влияние методов ДКП на цели ДКП только для двух последних целей и на временном отрезке, равном восьми лагам. Выбор именно восьми лагов (один лаг – один месяц) обусловлен тем, что с девятого лага практически ни один показатель не был значим.

Результаты оценки для третьей цели представлены в табл. 3.

Как и предполагалось, методы Банка России достигают поставленных целей только с шестого лага и продолжают действовать до восьмого лага. Для развития банковской системы в целом и каждой кредитной организации в частности необхо-

дима ликвидность. По результатам проведенного исследования ключевыми индикаторами, от которых зависят объемы ликвидности, предоставляемой Банком России кредитным организациям, являются ставка рефинансирования, нормативы обязательных резервов и фактические объемы кредитования.

Таблица 3

Влияние инструментов ДКП Банка России на укрепление и поддержание стабильности банковской системы

Лag (месяц)	Регрессор							
	Ставка рефинансирования	Рефинансирование кредитных организаций	Объем операций РЕПО	Объем сделок SWAP	Объем депозитов банков в Банке России	Обязательства Банка России по ОБР	Норма резервов	Размер обязательных резервов
0						+		
1								
2								
3	+							
4	+							-
5	+					-		
6	+			+		-	+	-
7	+					-		
8	+	+	-	+		-		

Примечание: обозначения «+», «-» аналогичны используемым в табл. 2. Пустая ячейка говорит об отсутствии зависимости.

Наиболее эффективная мера для банковской системы – уровень ставки рефинансирования. Действие данного инструмента начинается с третьего лага и продолжается до восьмого лага. Действие операций по кредитованию (абсорбированию) ликвидности сказывается через некоторое время, значимость обязательств России перед кредитными организациями по облигациям Банка России проявляется с пятого и продолжается до восьмого лага. Расчеты показали, что фактор «объем депозитов банков в Банке России» не оказывает никакого влияния на укрепление и поддержание стабильности банковской системы. Инструменты управления нормативами по резервным требованиям влияют на четвертом и шестом лагах, при этом норма резервных требований и объем обязательных резервов, депонированных кредитной организацией в Банке России, оказывают противоположное влияние. Влияние рефинансирования кредитных организаций на поддержание приемлемого уровня стабильности банковской системы обнаруживается на восьмом лаге.

Как следует из полученных результатов, методы ДКП Банка России начинают воздействовать на индекс стабильности банковской системы с лагом в три – шесть месяцев, на восьмом лаге из 8 анализируемых инструментов значимы 5. Такие большие лаги связаны с фактическим приходом в кредитные организации денежных средств, «их работой» и появлением определенного результата, отраженного в балансах и отчетности.

Рассмотрим влияние инструментов ДКП Банка России на поддержание необходимого уровня финансового рынка (четвертая цель ДКП, результаты представлены в табл. 4).

По результатам исследования можно отметить, что финансовый рынок гораздо быстрее реагирует на действия Банка России, ставка рефинансирования действует с первого лага на всем периоде исследования. Чем ниже ставка рефинансирования, тем больше значение индекса ММВБ, отражающего состояние финансовой системы. Однако на уровень банковской стабильности ставка рефинансирования влияет противоположно: чем ниже ставка рефинансирования, тем ниже индекс банковской стабильности. Наблюдает-

ся факт, о котором говорили выше: один и тот же метод позволяет достичь определенной цели, негативно влияя при этом на достижение другой цели.

Таблица 4

Влияние инструментов денежно-кредитной политики Банка России
на финансовый рынок

Лаг (месяц)	Регрессор							
	Ставка рефинансирования	Рефинансирование кредитных организаций	Объем операций РЕПО	Объем сделок SWAP	Объем депозитов банков в Банке России	Обязательства Банка России по ОБР	Норма резервов	Размер обязательных резервов
0	-							
1	-							+
2	-					+	-	
3	-					+		
4	-	-		-		+		
5	-	-				+		
6	-	-				+		
7	-	-				+	-	
8	-					+		

Примечание: обозначения «+», «-» аналогичны используемым в табл. 2. Пустая ячейка говорит об отсутствии зависимости.

Можно также отметить, что кроме стандартных методов ДКП Банк России в кризисный период (с октября 2008 г.) начал использовать новый инструмент – предоставление российским кредитным организациям кредитов без обеспечения. Это стало возможным после вступления в силу Федерального закона от 13 октября 2008 г. № 171-ФЗ «О внесении изменения в статью 46 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» [5], в соответствии с которым Банк России получил право предоставлять кредиты без обеспечения на срок не более шести месяцев. Установленный на уровне полугода срок, однако, не вполне удовлетворял потребностям рынка, и 30 декабря 2008 г. Федеральный закон № 317-ФЗ «О внесении изменений в статьи 46 и 76 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» разрешил Банку России предоставлять необеспеченные кредиты на срок не более года [6].

Данный инструмент предназначался для поддержки банковской системы, однако наши расчеты показали, что он больше влияет на состояние финансового рынка. Его действие начинает проявляться с четвертого лага и продолжается до седьмого.

Третьим значимым инструментом являются обязательства Банка России перед кредитными организациями по облигациям Банка России. Его влияние на уровень финансового рынка начинается со второго лага и продолжается до восьмого.

В целом, по результатам анализа табл. 3 и 4 можно отметить, что Банк России способен эффективнее управлять банковской системой, чем финансовым рынком, в долгосрочном периоде, так как на состояние банковской системы влияет большее количество инструментов ДКП. Однако в краткосрочном периоде финансовый рынок быстрее реагирует на действия Банка России – влияние отдельных инструментов ДКП начинает проявляться с первого лага и продолжается на всем периоде исследования.

Проведенное в данной статье исследование позволяет сделать нижеследующие выводы относительно эффективности ДКП Банка России.

1. Действия Правительства РФ совместно с Банком России, которые позволили удержать под контролем ситуацию с инфляцией, валютным курсом и банковской системой, следует признать эффективными. Об этом свидетельствуют зависимости

в построенных нами моделях и достигнутые положительные результаты в посткризисный период (снижение инфляции, укрепление национальной валюты, определенная стабильность банковских институтов).

2. Новые инструменты, введенные Банком России – предоставление российским кредитным организациям кредитов без обеспечения и продажа иностранной валюты на внутреннем рынке, – также можно считать эффективными.

3. Правительству РФ и Банку России при выстраивании приоритетов следует выбирать значимые цели ДКП и использовать имеющиеся в их распоряжении методы и инструменты соответствующим образом. Так, в результате исследования было выявлено, что эффект применения процентных ставок как инструмента ДКП слабо предсказуем. Практически по всем результатам оценки моделей данный инструмент имеет *разнонаправленное* влияние на достижение целей ДКП. То же относится и к учету временных лагов – объем кредитования Банком России кредитных организаций начинает влиять на стабильность банковской системы лишь на восьмом лаге. Основываясь на результатах исследования, можно определить временной лаг и уровень влияния конкретного инструмента на достижение целей ДКП. Это следует использовать при формировании государственной ДКП Банка России.

Таким образом, важнейшей задачей в области совершенствования государственного антикризисного управления является переход от статистического наблюдения уже сформировавшейся кризисной ситуации к планированию предупредительных мер государственного регулирования. Этому должно способствовать более активное внедрение мониторинга действий Банка России.

Литература

1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов // Вестник Банка России. 2009. № 68.
2. Федеральный закон от 10 июля 2002 г. N 86-ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)». <http://www.garant.ru>
3. Интернет-ресурсы Банка России <http://www.cbr.ru>, сайт Московской межбанковской валютной биржи <http://www.micex.ru> (ММВБ), индекс состояния банковской системы. Электронный ресурс: http://mobile.ru/bank/info/bank_index.php
4. Айвазян С.А. Методы эконометрики. М.: Магистр: ИНФРА-М, 2010.
5. <http://www.garant.ru>
6. Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 317-ФЗ «О внесении изменений в статьи 46 и 76 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» // СЗ РФ. 2009. № 1. Ст. 25.