



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ОПЕРАЦИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

*Автор: Специалист департамента
Денежно-кредитной политики Мадина Гайфулина*

Ташкент 2021

I. Введение

Рост кредитования и инвестиционной активности является одним из основных условий развития экономики. Наряду с этим, необходимо обеспечить оптимальный уровень кредитования экономики с целью предотвращения негативных последствий, связанных с возможностью «кредитного бума» и финансовой нестабильности. В таких условиях большое значение приобретает грамотное макроэкономическое управление.

Одной из ключевых составляющих данного процесса является эффективная денежно-кредитная политика. Главным инструментом Центрального банка при реализации денежно-кредитной политики является основная ставка, которая рассматривается на заседаниях Правления. С помощью этого инструмента Центральный банк оказывает влияние на ставки межбанковского денежного рынка. Операционная цель состоит в том, чтобы сблизить ставки денежного рынка с основной ставкой. Для достижения операционной цели используется набор инструментов денежно-кредитной политики, позволяющий управлять ликвидностью в банковской системе.

В целом, сущность работы трансмиссионного механизма состоит в том, что изменение основной ставки передается на ставки межбанковского денежного рынка, а затем на банковские и прочие ставки финансового рынка.

На решения банков об уровне ставок по депозитам и кредитам, в том числе на отдельных сегментах, влияют также инфляционные ожидания как самих банков, так и их клиентов – населения и бизнеса.

В частности, текущая инфляция и инфляционные ожидания населения ограничивают уровень депозитных ставок снизу, ввиду снижения привлекательности депозитов при ставках ниже уровня инфляции, и дальнейшее снижение депозитных ставок становится неоправданным для банков.

Кроме того, существенную роль играет уровень доверия населения и бизнеса к банковской системе, а также девальвационные ожидания и стабильность обменного курса.

Изменение процентных ставок через финансовый рынок влияют на доходность и соответственно стоимость финансовых и нефинансовых активов и соответственно на инвестиционные и потребительские решения, уровень кредитования экономики и соответственно совокупный спрос.

Уровень процентных ставок также во многом определяет относительную привлекательность сбережений и финансовых инструментов в национальной и иностранной валютах и таким образом влияет на валютный курс.

В этом исследовании оценивается степень трансмиссии решений по денежно-кредитной политике Центрального банка в межбанковский денежный рынок и экономику Узбекистана.

Было обнаружено статистически значимое влияние решений по денежно-кредитной политике на ставки розничного кредитования и депозитов в национальной валюте в период после либерализации обменного курса и трансформации денежно-кредитной политики. Однако, в период до либерализации не было найдено практически заметного эффекта. Более того, изучая связь между обменным курсом и депозитным ставками, можно выделить период с 2013 по 2015 год, когда банки с целью привлечения денег в банковскую систему повышали процентные ставки по депозитам в национальной валюте, что, в свою очередь, привело к укреплению курса национальной валюты.

Исследование начинается с краткого введения и описания денежно-кредитной политики в Узбекистане до и после 2017 года, после чего следует обсуждение методологии и эмпирических результатов. В заключительной части делаются выводы по полученным результатам.

Методология и данные

С учетом вышеизложенных фактов, будет протестирована следующая гипотеза: до 2017 года рынок был менее чувствителен к решениям Центрального банка и, вероятно, более чувствителен к некоторым другим факторам, в том числе к динамике обменного курса.

В целях проверки этой гипотезы на основе эконометрических подходов будет проверено наличие статистически значимых связей между различными процентными ставками, а также обменным курсом и др.

Для проведения данного анализа, была получена выборка из 102 ежемесячных наблюдений, с января 2013 года по июнь 2021 года, включающая данные по основной ставке Центрального банка, средневзвешенным процентным ставкам денежного рынка, процентным ставкам по депозитам и кредитам в национальной валюте, общим объемам кредитования экономики, объемам депозитов в национальной и иностранной валюте, обменному курсу национальной валюты (сум за 1 доллар США).

В исследовании тестируется гипотеза, о том, существует ли статистически значимое влияние основной ставки на розничные ставки (ставки по кредитам и ставки по депозитам домашних хозяйств) до и после сентября 2017 года - периода, когда имела место широкомасштабная экономическая либерализация.

Для тестирования данной гипотезы выборка была разделена на 2 подвыборки: с 2013 г. по август 2017 г. (56 наблюдений) и с сентября 2017 г. по июнь 2021 г. (46 наблюдений).

Далее протестировано влияние Центрального банка на межбанковский рынок, рынок розничных банковских услуг, а также связь между обменным курсом и процентными ставками по депозитам в национальной валюте с целью оценить эффект замещения между иностранной валютой и национальными сбережениями. В отношении последнего пункта, делается допущение, что ослабление национальной валюты может подтолкнуть банки к повышению процентов по депозитам в национальной валюте для привлечения денег, таким образом ослабляя трансмиссию денежно-кредитной политики и усиливая валютный канал.

В основном было задействовано два эконометрических подхода - модели **ARDL** с одним уравнением, когда причинно-следственная связь является однонаправленной, и систему уравнений в моделях **VAR** - когда выявляется двунаправленная связь. Более того, для второй подвыборки - с 2017 по 2021 год была добавлена «дамми» переменная для периода «приемлемых ставок», которые действовали около 6 месяцев 2020 года (июль-декабрь 2020 года). Это делается с целью оценки чистого эффекта трансмиссии денежно-кредитной политики, без каких-либо административных вмешательств.

Все переменные, кроме процентных ставок, сезонно сглажены и выражены в натуральных логарифмах. Также, были сделаны все необходимые статистические тесты, в том числе тесты на стационарность. Расчеты проводились с помощью пакета Eviews.

Результаты эконометрической оценки трансмиссии процентных ставок

Результаты моделированию показывают, что, как и ожидалось **до либерализации** (обменный курс на «теневом» рынке был примерно в 2 раза выше официального обменного курса Центрального банка, операции по покупке иностранной валюты были ограничены) **трансмиссия денежно-кредитной политики была намного слабее**, чем в последующий период. Все результаты и коэффициенты обобщены в табл.2.

В частности, трансмиссия основной ставки на межбанковские ставки была относительно сильной в обоих периодах (при изменении основной ставки на 1 п.п. изменение ставки межбанковского рынка на **0,54 п.п.** в **2013-2017 гг.** и на **0,46 п.п.** в 2017-2021 годы). Однако, во второй выборке (с 2017 г.) связь между переменными является двунаправленной, что означает, что межбанковские ставки реагируют на основную ставку, а основная ставка также реагирует на межбанковский денежный рынок. Между тем, нет эмпирических доказательств существования такой связи в предыдущем периоде.

Основной канал, идущий от основной ставки к процентным ставкам по кредитам и депозитам, должен быть опосредован через межбанковский денежный рынок.

Тем не менее, за период **2013-2017 гг.** **статистически доказанное влияние межбанковского рынка на ставки розничного кредитования отсутствует**, в отличие от **2017-2021 гг.**, когда межбанковские ставки хотя и на уровне значимости 10%, но все же **вливают** на ставки кредитования.

Следовательно, учитывая небольшую роль межбанковского рынка до либерализации, предполагается более слабая трансмиссия от основной ставки к ставкам по кредитам и депозитам в этот период. Это подтверждается полученными коэффициентами. Кредитные ставки отреагировали примерно на **0,2 п.п.** на изменение **основной ставки** на 1 п.п. в **2013-2017 гг.** и на **0,47 п.п.** в **2017-2021 гг.**

Более того, не было найдено статистически значимого влияния ни межбанковских ставок, ни основной ставки на ставки по депозитам в национальной валюте в выборке 2013–2017 годов. Однако в период с 2017 года и далее ставки по депозитам начали реагировать на изменение ключевой ставки с коэффициентом эластичности **0,39**.

Трансмиссия кредитного канала протестирована путем регрессионного анализа соответствующих розничных процентных ставок и объемов кредитования, а также депозитов банков.

Как до 2017 года, так и после 2017 года процентные ставки по кредитам не влияют на объемы кредитования. Однако, после 2017 года изменение наблюдается в объемах депозитов в национальной валюте, которые реагируют увеличением объемов примерно на **0,02 п.п.** в ответ на повышение процентной ставки на **1 п.п.**

Еще один интересный вывод этого исследования - отрицательная связь между обменным курсом национальной валюты и процентными ставками по депозитам в национальной валюте в период с 2013 по 2017 год. Было обнаружено, что обменный курс реагировал на изменение процентных ставок в противоположном направлении.

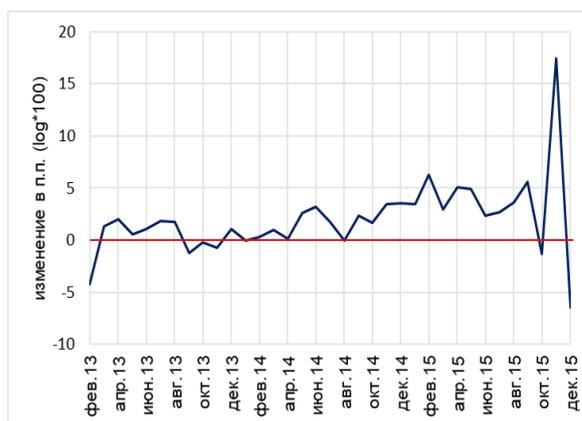
Это эмпирически подтверждается тем фактом, что в течение 2013-2015 годов в банковской системе наблюдался дефицит наличных средств, поэтому банкам приходилось повышать процентные ставки по депозитам в национальной валюте для привлечения денег. Это побуждало население обменивать свои валютные сбережения на «черном» рынке на национальную валюту, чтобы открыть сберегательные счета в банках и получать привлекательные проценты в размере около 20-25% годовых. Процентная ставка была достаточно высокой, чтобы покрыть ослабление национальной валюты, которое в то время составляло около 5-6%.

Рисунки 1 и 2 ясно иллюстрируют, что в период 2013–2014 годов, после которого ставки по депозитам резко упали с около 23% до примерно 15%, были периоды умеренного ослабления национальной валюты, иногда сменявшиеся периодами укрепления. Однако в начале 2015 года ставки значительно упали, при этом ежемесячное ослабление валюты приблизилось к 5% и даже выше.

Результаты показывают, что в рассматриваемом периоде ставки по депозитам **отрицательно влияют на обменный курс**, а это означает, что повышение процентных ставок приводило к укреплению национальной валюты. Несмотря на то, что результаты не являются статистически значимыми при использовании сезонно сглаженного обменного курса, коэффициенты имеют ожидаемый отрицательный знак.

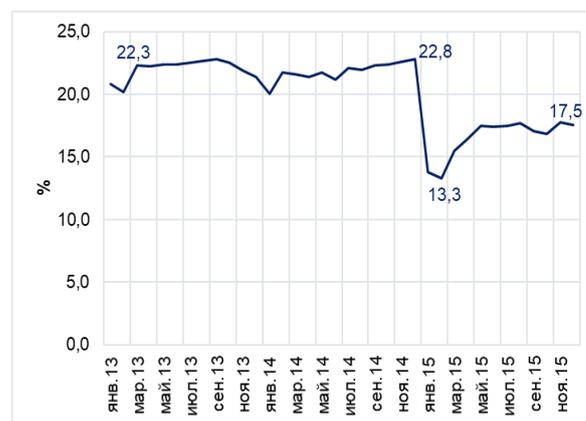
Кроме того, гипотеза об эффекте замещения между иностранной валютой и сбережениями эмпирически не подтверждается в этом исследовании, поскольку депозиты не оказывают существенного влияния на изменение обменного курса до 2017 года.

Рисунок 1. Месячная динамика курса национальной валюты (UZS/USD)



Источник: Центральный банк

Рисунок 2. Процентные ставки по депозитам физических лиц в национальной валюте



Источник: Центральный банк

Результаты в Таблице показывают, что после либерализации решения Центрального банка начали частично передаваться в экономику, сначала воздействуя на межбанковский рынок на 0,46 п.п., а затем перейдя на сектор розничных банковских услуг. В частности, ставки по кредитам повышаются примерно на 0,5 п.п., когда основная ставка увеличивается на 1 п.п., а ставки по депозитам реагируют на 0,39 п.п.

Таблица. Обобщенные результаты по коэффициентам

№	Независимая переменная	Зависимая переменная	Коэффициенты			
			2013-2017	Интерпретация	2017-2021	Интерпретация
1	Основная ставка	Ставка денежного рынка	0,54	Повышение основной ставки на 1 п.п. в течение 1 мес. приводит к повышению ставки межбанковского рынка на 0,54 п.п. - краткосрочный эффект	0,46	Повышение основной ставки на 1 п.п. в течение 1 мес. приводит к повышению ставки денежного рынка на 0,46 п.п. - краткосрочный эффект.
2	Ставка денежного рынка	Ставки по кредитам	0.05 - 0.08	Нет долгосрочного эффекта, краткосрочные оценки статистически незначимы	0.88	Долгосрочный коэффициент статистически значим только на уровне 10%. Краткосрочный коэффициент статистически незначим.
3	Ставки по кредитам	Ставка денежного рынка	-	Нет эффекта	0.26	Краткосрочный коэффициент, значимый на уровне 10%, означает, что повышение ставок по кредитам на 1 п.п. увеличивает ставку денежного рынка на 0,26 п.п.
4	Ставка денежного рынка	Ставки по депозитам сроком в нац. валюте до 1 года	0.46	Повышение ставки денежного рынка на 1 п.п. приводит к повышению зависимой переменной на 0,46 п.п. в течение 1 мес. Краткосрочный эффект.	0.16 0.3	Повышение ставки денежного рынка на 1 п.п. приводит к повышению зависимой переменной на 0.16 п.п. и на 0.3 п.п. в целом к концу 5 месяцев
6	Основная ставка	Ставки по кредитам	0.3	Повышение ставки денежного рынка на 1 п.п. приводит к повышению ставки по кредитам на 0,19 п.п. в течение первых 3 месяцев и на 0,3 п.п. максимальный эффект) после 5 месяцев	0.39	В течение 2 месяцев ставки по кредитам увеличиваются на 0,16 п.п., но после 6 месяцев эффект от основной ставки 0,39 п.п.
7	Основная ставка	Ставки по депозитам физических лиц в национальной валюте	-	Нет эффекта	0.39	Эффект наступает через 1 месяц, через 3 месяца - 0,39 п.п. и достигает максимального значения в 0,46 п.п. через 4 месяца. Затем эффект угасает.
9	Ставки по всем депозитам в нац. валюте	Объем депозитов в национальной валюте	-	Нет эффекта	0.017	Эффект от повышения процентной ставки наступает после 3 мес. и увеличивает объем депозитов на 0,017%.

Заключение

На основе результатов тестирования гипотезы о том, что Центральный банк в двух подвыборках эффективно транслирует свои решения на рынок, используя основную ставку, было обнаружено, что до либерализации, связь между рыночными процентными ставками и основной ставкой была очень слабой, промежуточный канал, а именно межбанковский рынок, также был очень слабым, полностью пассивным в этом процессе.

В отличие от этого периода, новый операционный механизм и режим денежно-кредитной политики, принятые в 2020 году, значительно помогли усилить сигналы денежно-кредитной политики банкам. Процентные ставки по кредитам начали реагировать на основную ставку. В частности, при повышении основной ставки процентные ставки по депозитам увеличиваются на **0,39 п.п.** через 3 месяца, а максимальный эффект наблюдается через 4 месяца.

Результаты обнадеживают, учитывая, что они были получены даже и с исключением действия механизма «приемлемых ставок». Дальнейшее совершенствование финансового посредничества, повышение его эффективности за счет расширения частного банковского обслуживания, устранение неценовых факторов в банковском обслуживании физических лиц, снижение инфляционных ожиданий и общая макроэкономическая стабилизация будут способствовать развитию трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в будущем.