

Эффект переноса денежно-кредитной политики в кредитные ставки

Владислав Абрамов* Константин Стырин[†] Александр Тишин[‡]

Вопрос трансмиссии денежно кредитной политики в различные ставки в экономике активно изучается в современных экономических статьях. В разных работах использовались различные подходы для идентификации эффекта переноса денежно-кредитной политики в процентные ставки. Само понимание работы трансмиссионного механизма важно, потому что Банк России использует различные инструменты для управления не только краткосрочными ставками денежного рынка, но и ожиданиями о будущих процентных ставках.

В данной работе мы изучаем трансмиссию денежно-кредитной политики в всю кривую процентных ставок. Экономическая логика следующая: монетарная политика является многомерной – в результате проведения политики центральным банком возникает не единственный эффект, а множество разных по своей природе шоков. В данной работе мы исследуем эффекты, возникающие не только в связи с непосредственным изменением краткосрочных ставок в экономике («классический» монетарный шок), но эффекты, возникающие во время пресс конференций Председателя Банка России, новой информацией, содержащийся в тексте пресс релиза и других действиях властей в день объявления решений по ставке («информационный» монетарный шок).

Эффект переноса денежно-кредитной политики во всю кривую процентных ставок еще не изучен для российской экономики, именно это мотивирует нас использовать многомерность денежно-кредитной политики, чтобы идентифицировать трансмиссию на всю кривую процентных ставок. Для российской денежно-кредитной политики такие данные о «классических» и «информационных» монетарных шоках представляют собой уникальные данные. Данное исследование помогает понять не только как работает традиционный трансмиссионный механизм, но и какие эффекты имеет информационная и коммуникационная политика Центрального Банка.

В данной работе мы используем высокочастотные данные для идентификации монетарного сюрприза – то есть такого изменения цен торгуемых инструментов (например, акций, облигаций и валютных инструментов), которое произошло вследствие изменения денежно-кредитной политики. В России биржевой рынок, связанный непосредственно с процентными ставками, не сильно ликвиден, поэтому для оценки монетарных сюрпризов

*Банк России, Москва, Россия

[†]Банк России и Российская Экономическая Школа, Москва, Россия

[‡]Банк России, Москва, Россия

мы используем внебиржевые данные, связанные с процентными ставками (процентные свопы), а также ликвидные биржевые инструменты, не связанные напрямую с процентными ставками, но реагирующие на решение о денежно-кредитной политике (фьючерсы на курс руб/дол и фьючерсы на фондовый индекс).

Далее мы используем метод главных компоненты, чтобы уменьшить размерность используемых сюрпризов до двух – равной нашему предположению о количестве монетарных шоков в экономике, но при этом включающие в эти главные компоненты информацию из гораздо большего числа торгуемых инструментов. После получения двух главных компонент мы вращаем их, чтобы получить такую интерпретацию, при которой первая главная компонента будет отражать «классический» монетарный шок – то есть влиять на краткосрочные ставки в экономике, а вторая главная компонента будет отражать «информационный» монетарный шок – то есть влиять на средние и долгосрочные ставки в экономике.

В результате мы получаем, что изменение «классического» монетарного шока на 1 п.п. ведет к росту краткосрочных ставок (от 3 месяцев до 1 года) на 1 п.п., далее эффект уменьшается: к росту 5-летних ОФЗ на 0.5-0.75 п.п., к росту 10-15-летних ОФЗ 0.25-0.5 п.п., то есть «классический» монетарный шок действительно влияет в большей мере на краткосрочные процентные ставки. Изменение «информационного» монетарного шока на 1 п.п. ведет к более умеренному росту долгосрочных процентных ставок на 0.5-0.6 п.п.

Помимо этого, мы обнаруживаем пазл, связанный с обменным курсом и индексом фондового рынка. В ответ на положительный «классический» монетарный шок обменный курс рубль-доллар укрепляется и индекс растет, а в ответ на положительный «информационный» монетарный шок обменный курс ослабляется, а индекс падает. Корректное объяснение данного явления требует дальнейших исследований, так как, например, рост индекса в ответ на ужесточение ставок выглядит контринтуитивным и, объяснения этому могут быть разные, например, настроения на рынке о будущем положении экономики (если происходит ужесточение денежно-кредитной политики, то экономика находится на подъеме, значит будущие денежные потоки компаний могут увеличиваться, за счет этого растет и индекс).

Таким образом, наша работа показывает, что денежно-кредитная политика, действительно, является многомерной. Одно решение по ключевой ставке содержит в себе информацию о текущей оценке экономического состояния, о некоторых будущих прогнозах по экономике и так далее. Мы показываем, что данную информацию можно разделить как минимум на два разных шока, каждый из которых ведет к отличным друг от друга откликам кривой процентных ставок, обменного курса и фондового индекса.