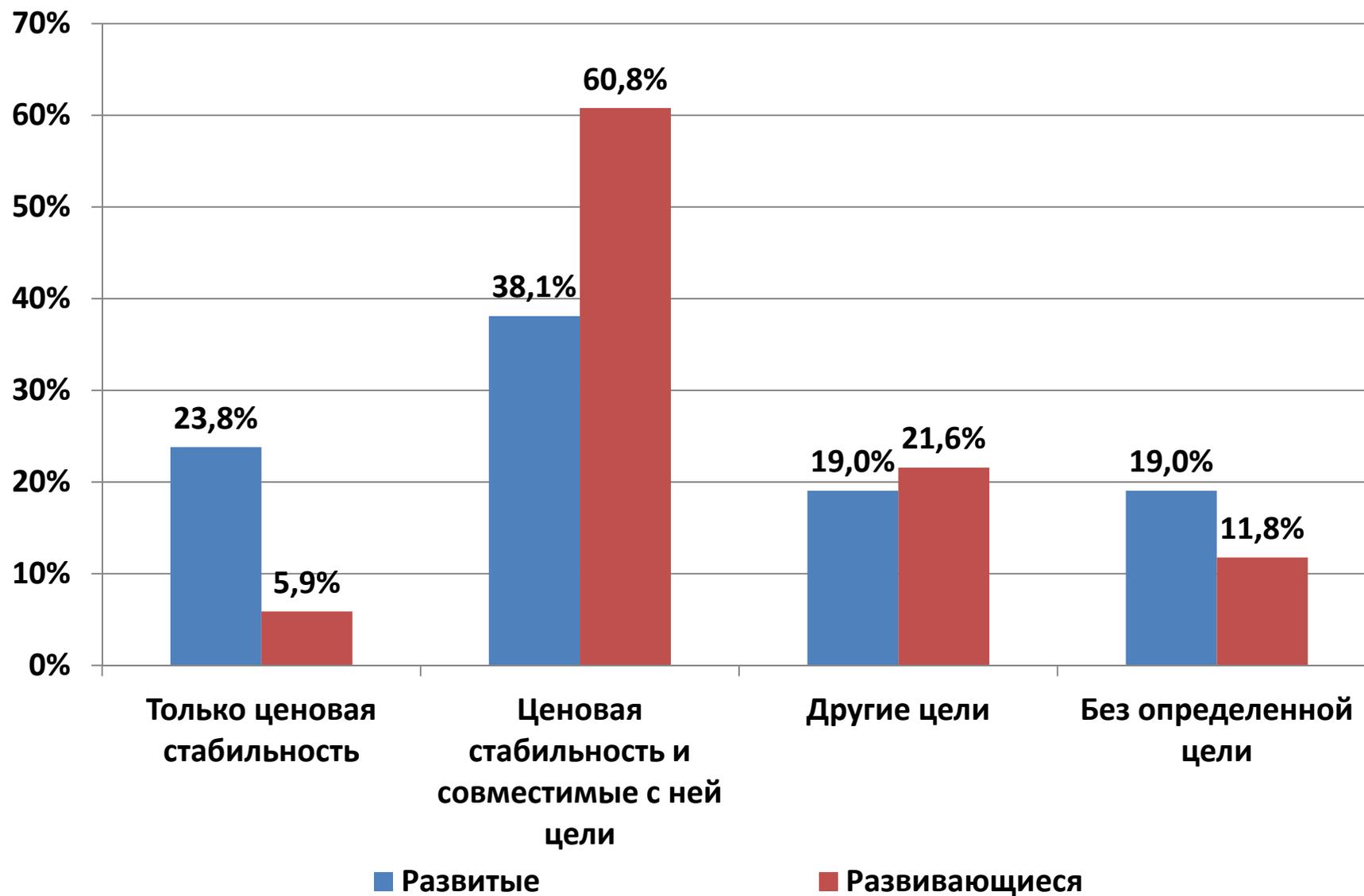


Мандат и политика ЦБ:
между инфляцией и ростом

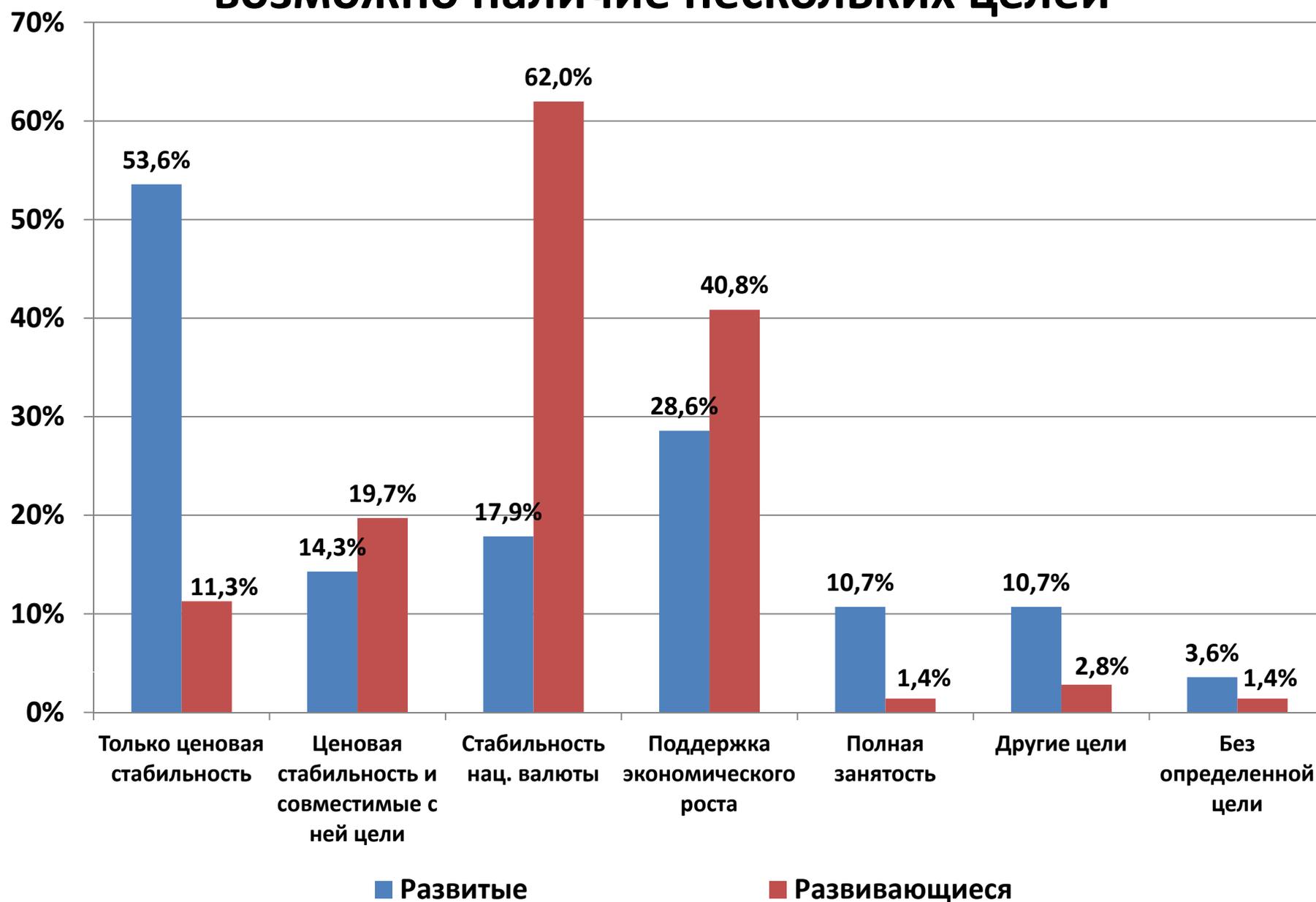
Экономическая экспертная группа

РСПП, 27 ноября 2013

Распределение стран по целям ЦБ в 1980-е

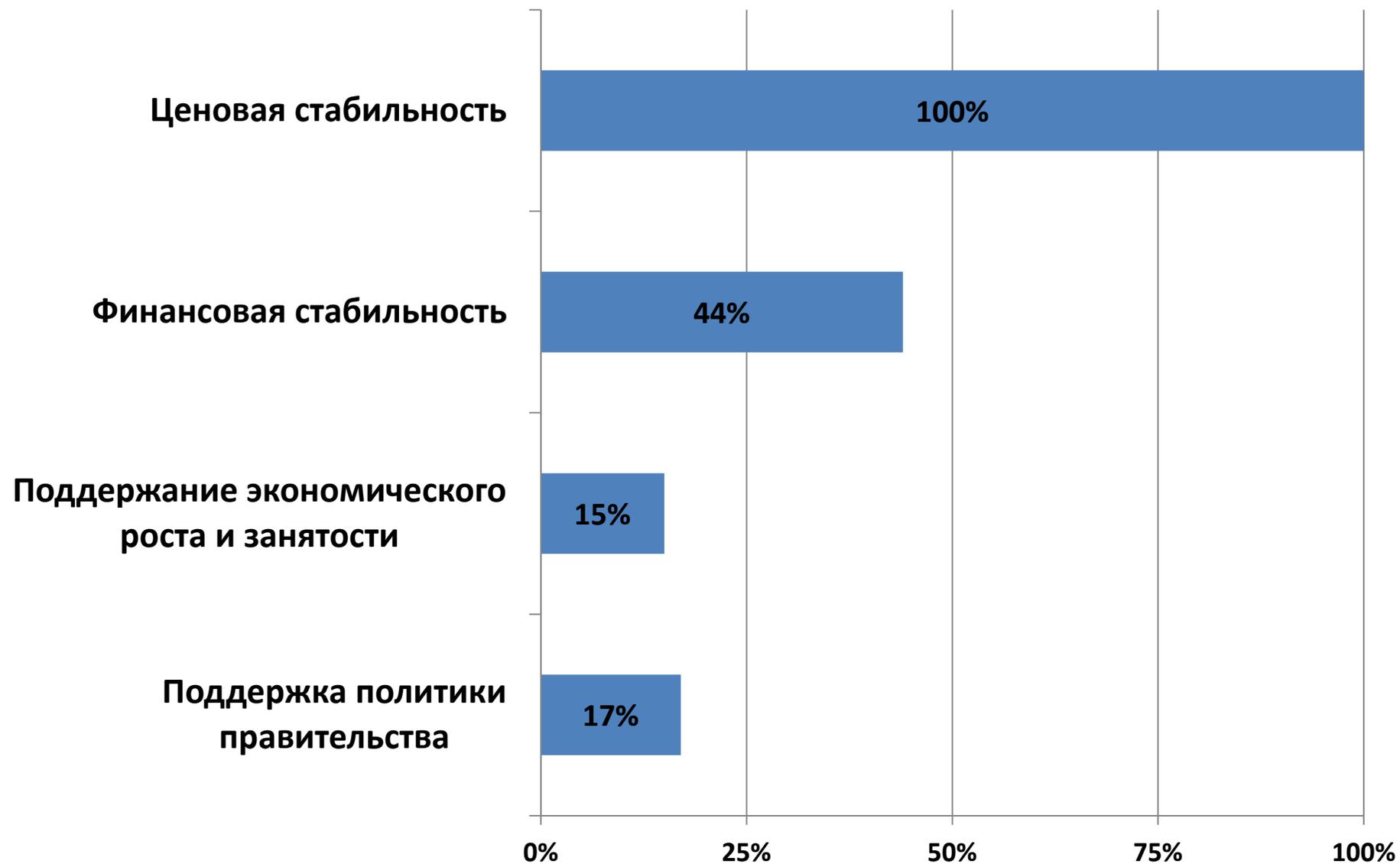


Распределение стран по целям ЦБ в 2007 - возможно наличие нескольких целей



Закрепленные в законах цели центральных банков

(процент от 47 центральных банков,
индекс: цели монетарной политики=100%)



Цели центральных банков

	Закон			Соглашения, которые не имеют статуса закона
	Конституция	Международные соглашения	Закон о центральном банке	
Ценовая стабильность	Германия		<i>Бразилия, Венгрия, Исландия, Япония, Ю.Корея, Новая Зеландия, Филиппины, Швеция, Турция</i>	<i>Канада, Чили, Венгрия, Индия, Израиль, Япония, Мексика, Норвегия, Филиппины, Швеция, ЮАР</i>
Ценовая стабильность как приоритетная цель + другие задачи стабильности	<i>Чехия</i>	Австрия, Бельгия, Болгария, Германия, ЕЦБ, Испания, Финляндия, Франция, Греция, Ирландия, Италия, Нидерланды, Португалия, Словакия	Австрия, Бельгия, Болгария, <i>Чехия</i> , Китай, Германия, ЕЦБ, Испания, Финляндия, Франция, Греция, Ирландия, Италия, Нидерланды, <i>Польша</i> , Словакия, Португалия, <i>Таиланд, Великобритания</i>	<i>Австралия, Новая Зеландия, Польша, Украина</i>
Ценовая стабильность наравне с другими целями			США, <i>Канада</i>	
Стабильность валютного курса	<i>ЮАР, Польша</i>		<i>Австралия, Бразилия, Канада, Китай, Чили, Индия, Италия, Малайзия, ЮАР</i>	
Содействие экономическому росту, росту благосостояния, занятости	Швейцария		<i>Австралия, Бразилия, Италия, Малайзия</i>	

Комментарий: страны с ИТ выделены жирным курсивом (страны Еврозоны и Япония не отмечены как страны с ИТ). Страны с множественными целями обозначаются сразу в нескольких ячейках.

Источник: BIS, Issues in the Governance of Central Banks, 2009.

Правило Тейлора – способ выявления фактических целевых установок ЦБ

$$r_t = r^* + \alpha (y_t^e - y^*) + \beta (\pi_t^e - \pi^*) + \gamma (e_t^e - e^*)$$

где r^* - целевое значение номинальной ставки процента, к которому стремится ЦБ

y^e , π^e , e_t^e – ожидаемые значения выпуска, инфляции и реального обменного курса

y^* , π^* , e^* – целевые для ЦБ значения выпуска, инфляции и реального обменного курса

Модифицированное правило Тейлора для России в 2000-2003 гг.

$$MB_t = 0.74 \cdot MB_{t-1} + (1 - 0.74) \cdot (-0.4 \cdot (\pi_t - \pi^*) - 0.36 \cdot (y_t - y^*) + 1.04 \cdot (rer_t - rer^*) + 42.1) \quad (3.1)$$

**Оценки для докризисного периода с
января 2003 г. до апреля 2008 г.:**

- $\rho = 0,642; \beta=1,053; \gamma=0,542; \delta=-0,698$

**Оценки для периода с января 2003 г.
до апрель 2010 г.:**

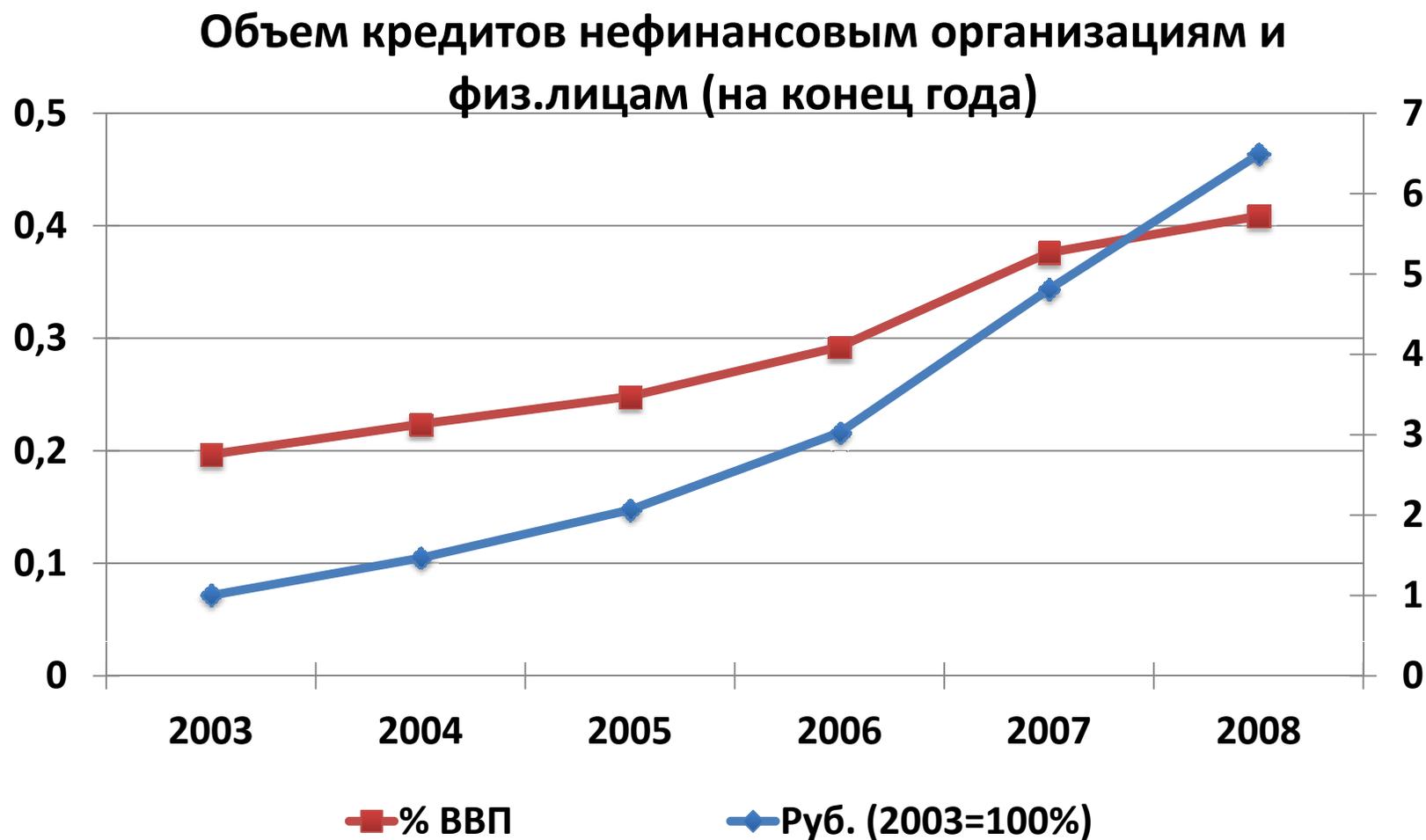
- $\rho = 0,671; \beta=1,109; \gamma=4,204; \delta=-0,508$

*Источник: Что таргетирует Банк России?
ЦМИ Сбербанка России (2010).*

Таким образом, в 2000-2008 гг. Банк России как цели кредитно-денежной политики придавал наибольший вес динамике курса национальной валюты, в меньшей степени инфляции и выпуску.

В 2009-2010 гг. возрос интерес банка России к управлению инфляцией.

Результат – перегрев экономики



Последствия докризисной курсовой политики

- Результат: избыточный приток капитала ==> перегрев экономики, инфляция, избыточное накопление долга ==> предпосылки кризиса.
- Внешний шок только ускорил неизбежный кризис

Последствия докризисной курсовой политики (продолжение)

- Квазификсированный курс – неявное обязательство ЦБ не делать резких изменений курса.
- Банки и компании оказываются не готовы к таким изменениям →
- ЦБ теряет возможность быстро реагировать на внешние шоки → Затянутая девальвация в период кризиса → Рост процентных ставок вместо снижения

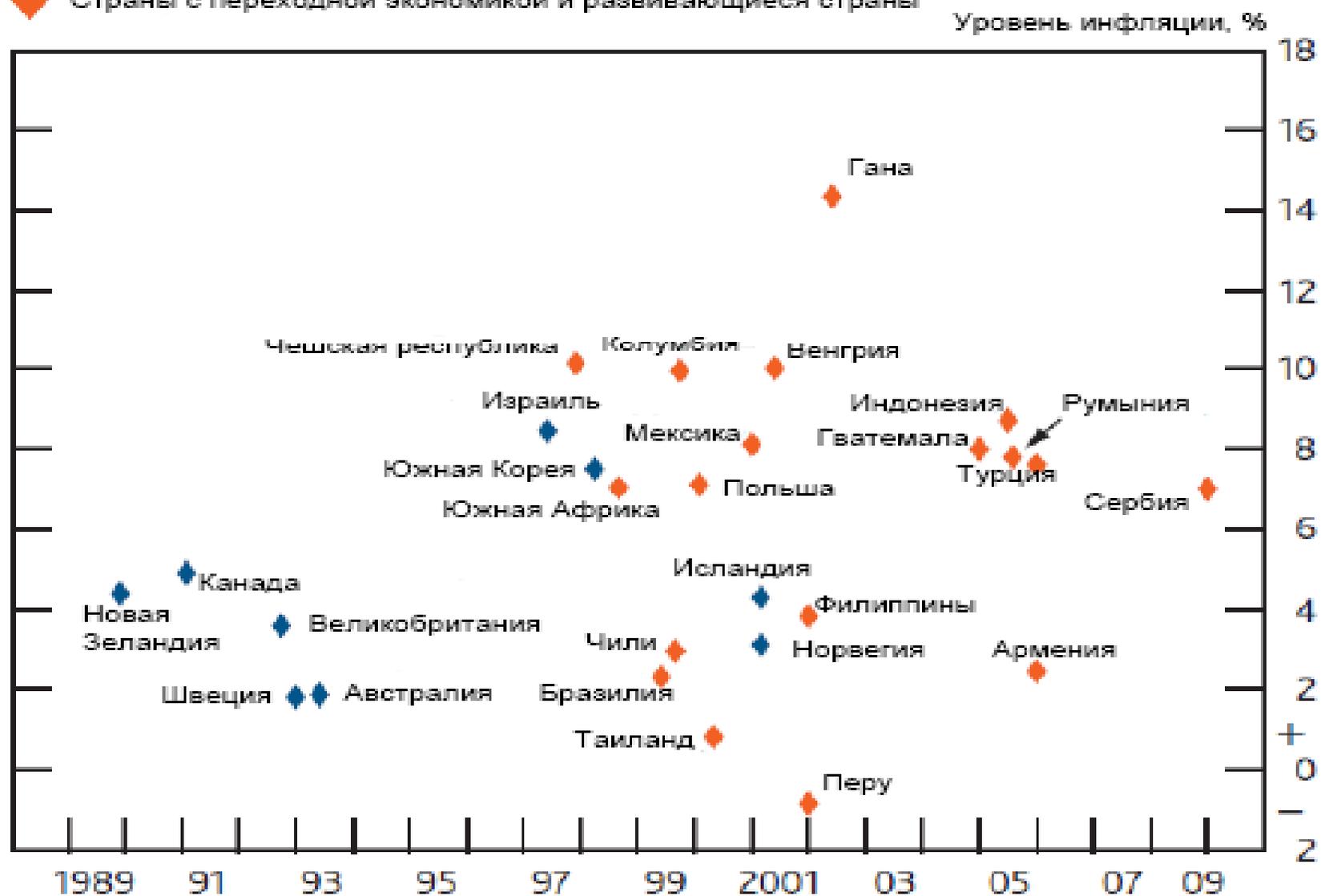
Некоторые страны все же занижают курс (Китай).

- Китай не либерализовал счет операций с капиталом!
- Капитал все равно притекает, для борьбы с ним приходится повышать нормативы резервирования (сейчас 15%!).

Страны, осуществляющие полномасштабное инфляционное таргетирование

◆ Промышленно развитые страны

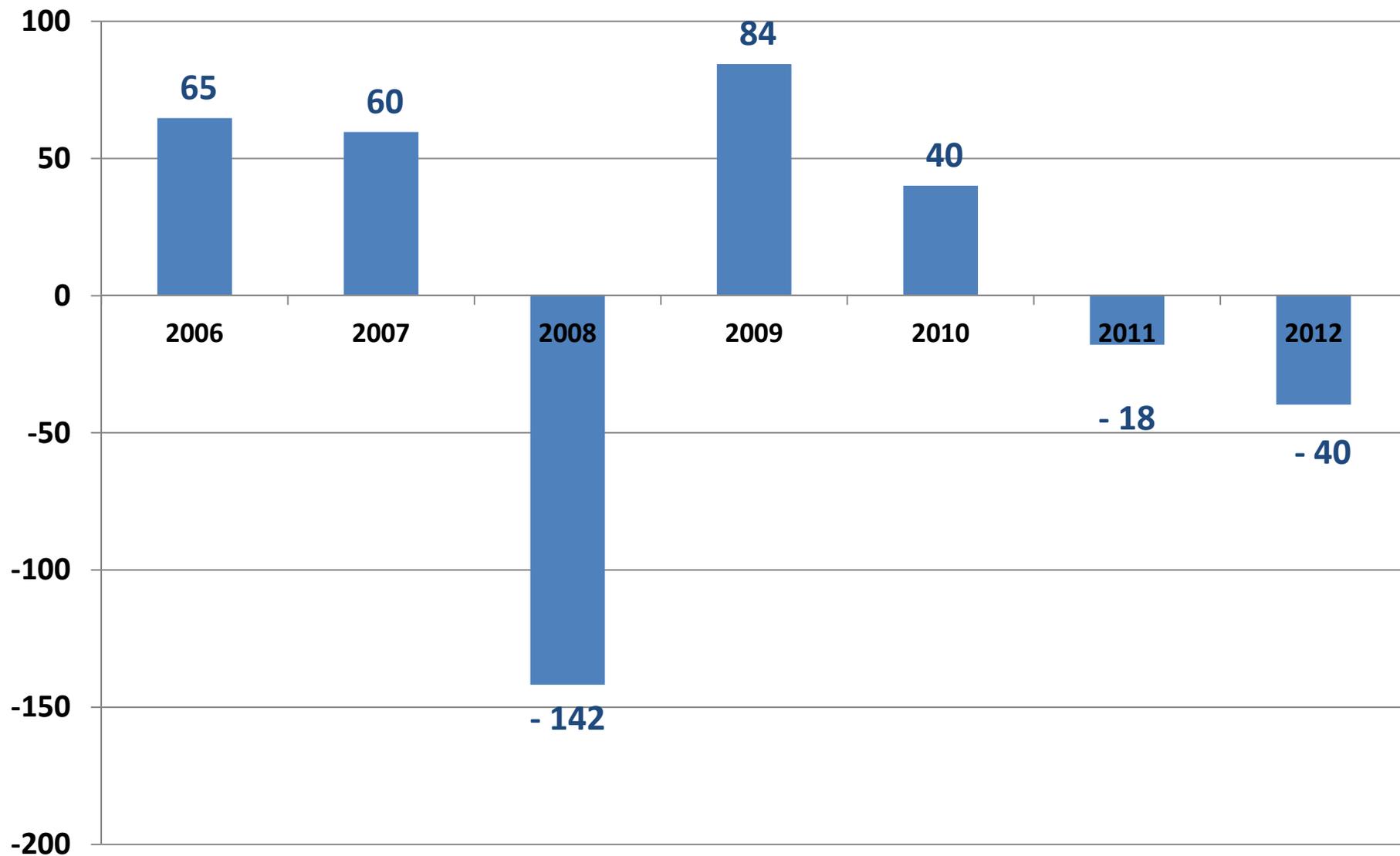
◆ Страны с переходной экономикой и развивающиеся страны



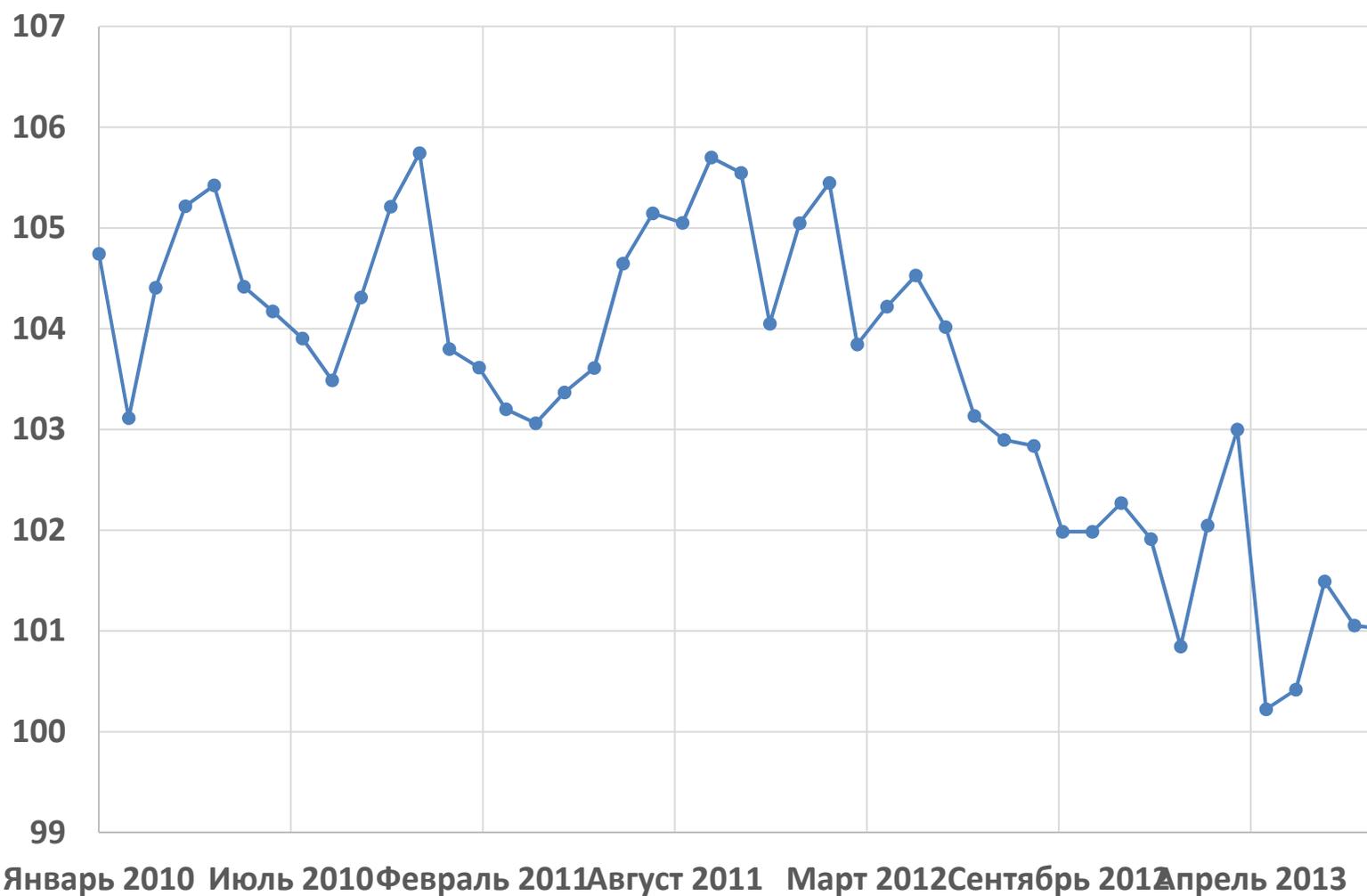
Страны, таргетирующие инфляцию

Страна	Год	Уровень инфляции в момент введения	Таргет инфляции в 2012 году
Развитые страны			
Новая Зеландия	1989	4,5	1.0-3.0%
Канада	1991	5,0	2.0%+-1п.п.
Великобритания	1992	3,5	2,0%
Швеция	1995	2,0	2,0%
Австралия	1993	2,0	2.0-3.0%
Израиль	1997	8,5	1.0-3.0%
Ю. Корея	1998	7,5	3.0%+-1п.п.
Исландия	2001	4,5	2,5%
Норвегия	2001	3,0	2,5%
Страны с переходной экономикой и развивающиеся страны			
Чехия	1997	10,0	2%+-1п.п
ЮАР	2000	7,0	3.0-6.0%
Бразилия	1999	2,5	4.5%+-2п.п.
Чили	1999	3,0	3.0%+-1п.п.
Польша	1998	7,5	2.5%+-1п.п.
Таиланд	2000	1,0	3.0%+-1.5п.п
Мексика	2001	8,0	3.0%+-1п.п.
Перу	2002	-1,0	2.0%+-1п.п.
Индонезия	2005	9,0	4.5%+-1п.п.
Турция	2006	7,5	5.0%+-2п.п.

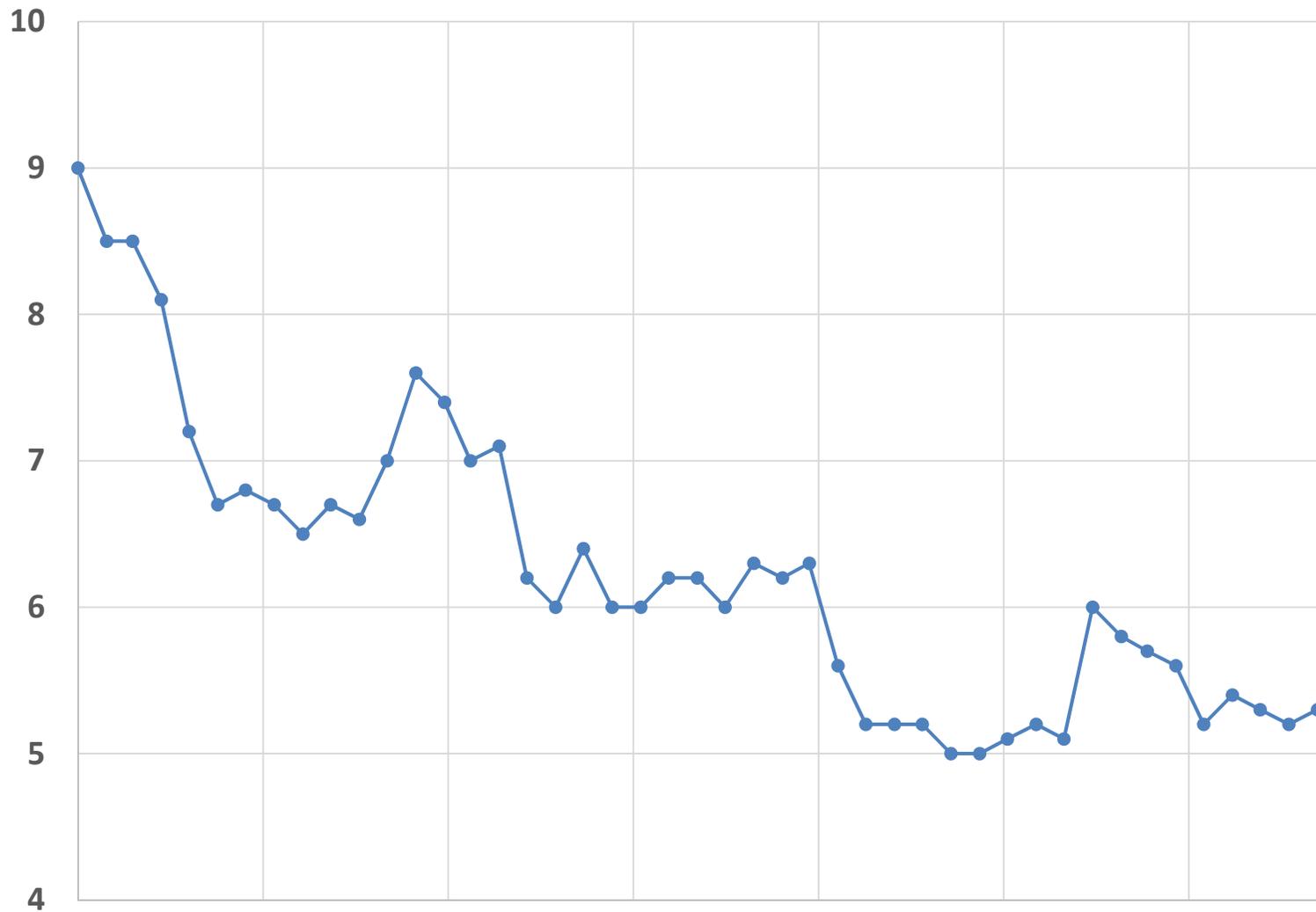
Интервенции Банка России, млрд долл. (+ - покупка)



Темп роста ВВП, %, месяц к соответствующему месяцу предыдущего года

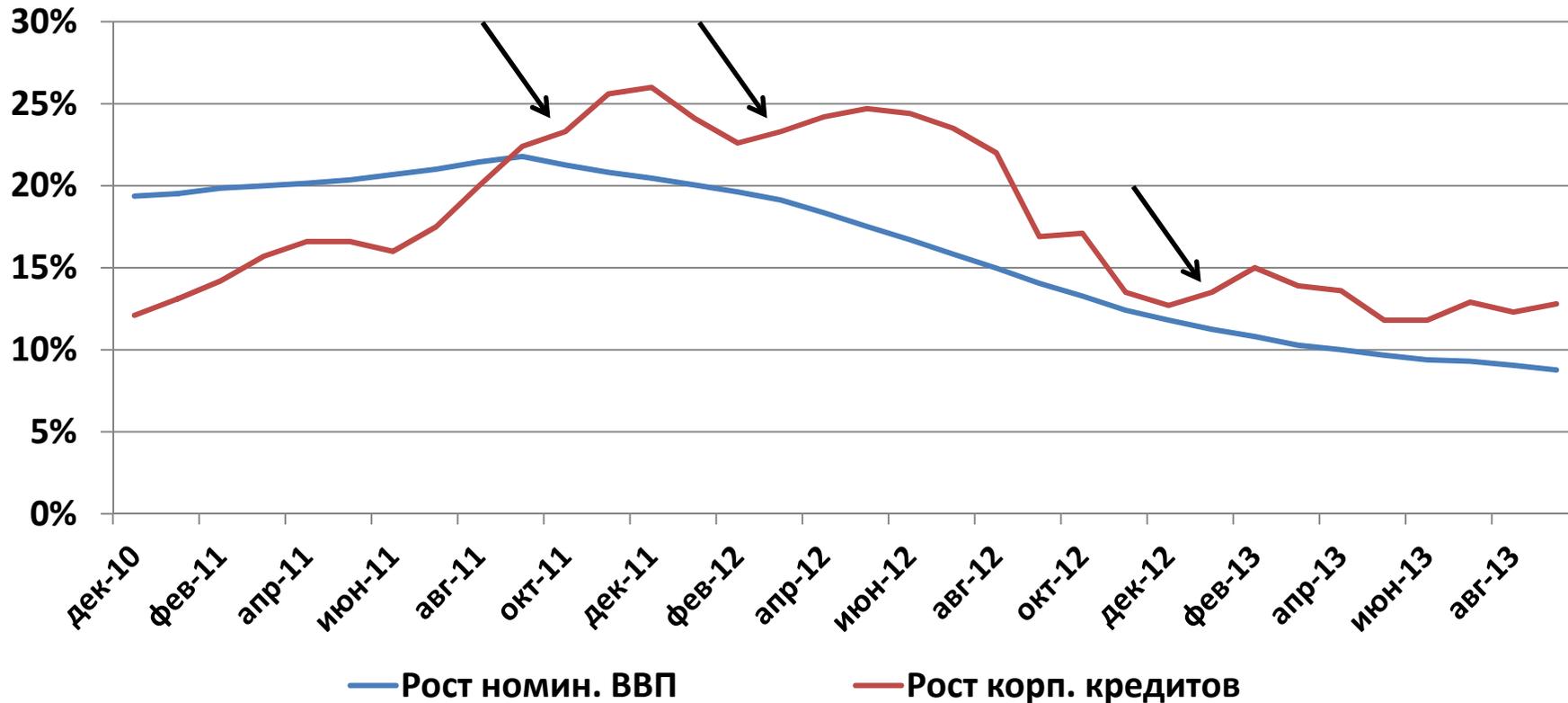


Уровень безработицы, %, в среднем в месяц



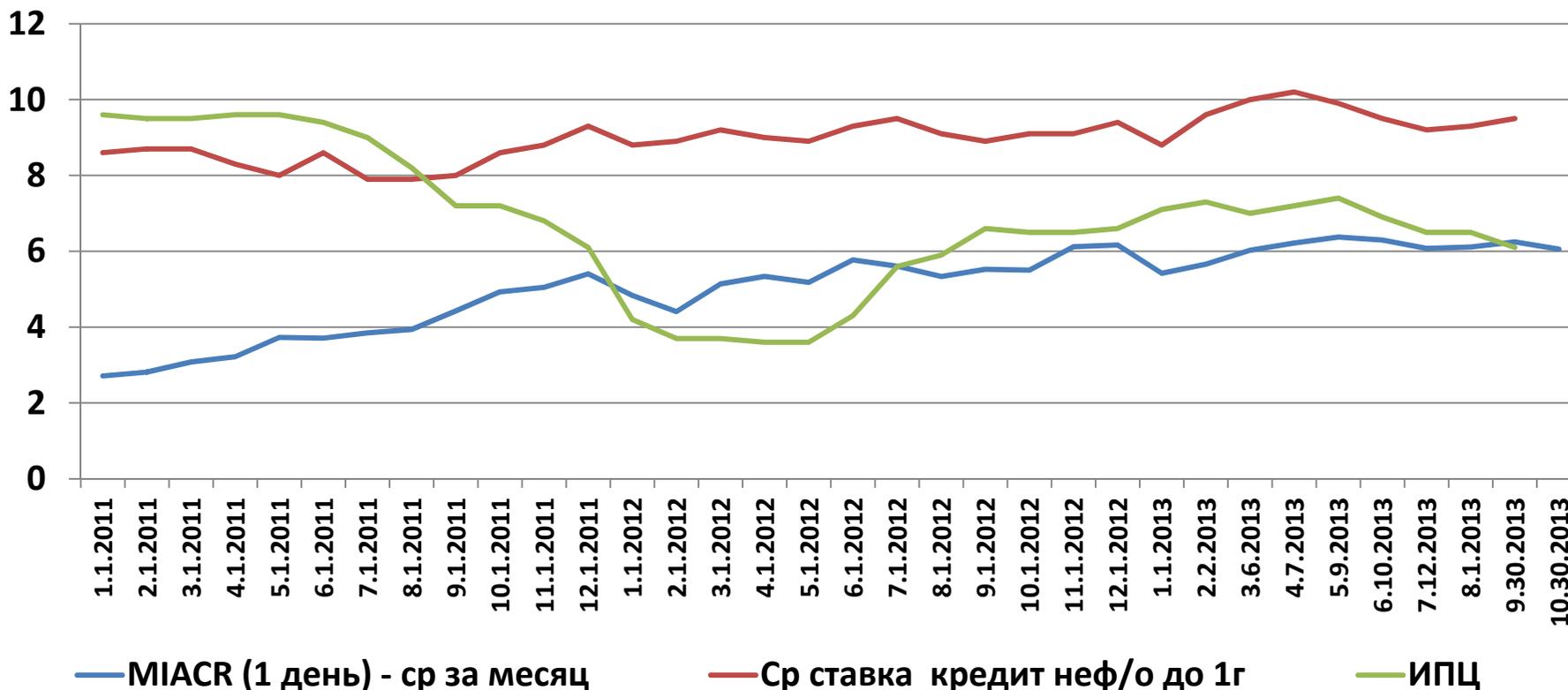
Январь 2010 Июль 2010 Февраль 2011 Август 2011 Март 2012 Сентябрь 2012 Апрель 2013

Динамика кредитования и номинального ВВП



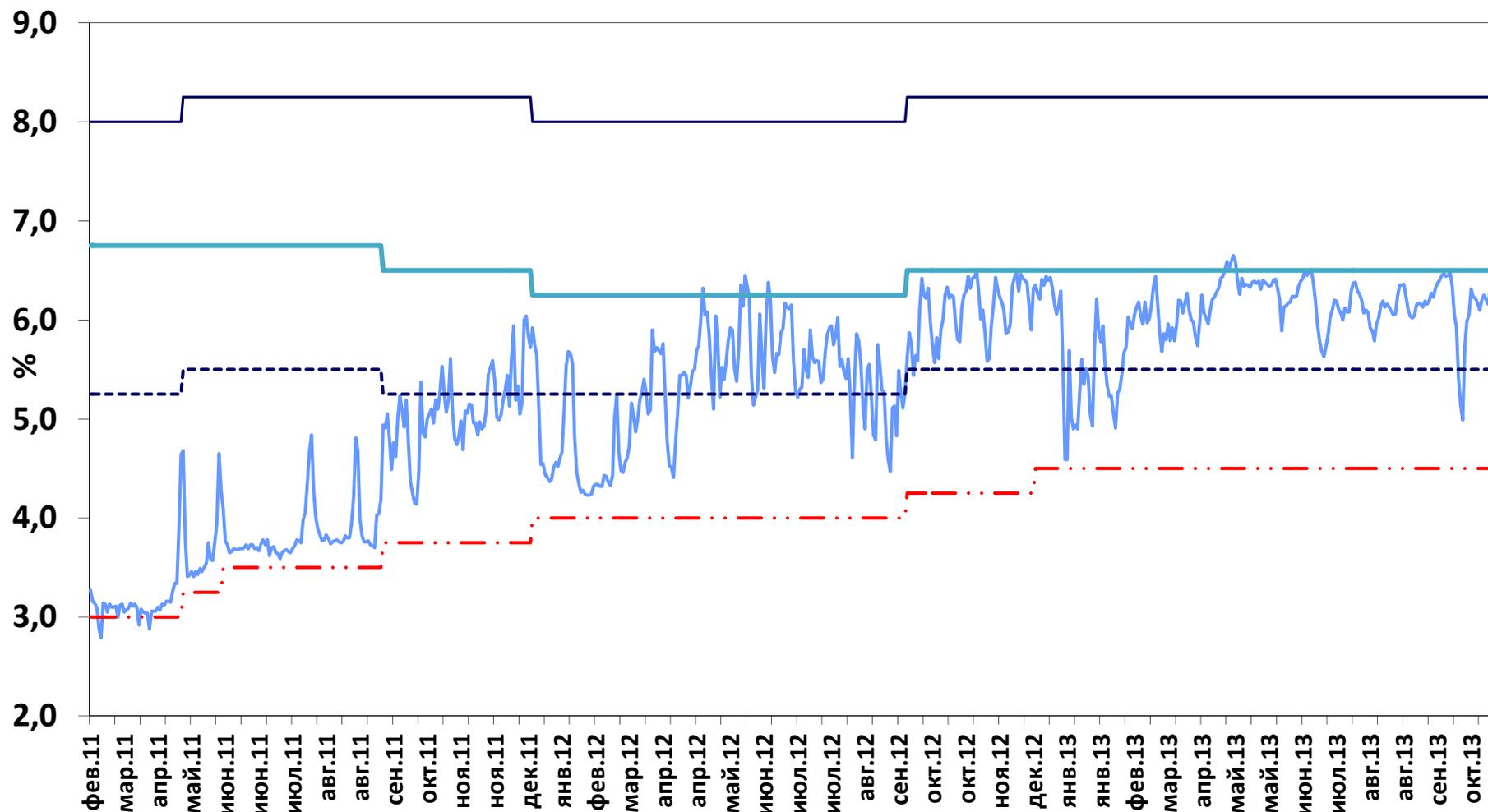
- ❑ В недавнем прошлом уже наблюдались периоды (отмечены стрелкой), когда повышение темпов кредитования корпоративного сектора не смогло повлиять на замедление роста номинального ВВП
- ❑ Формально $\text{corr}(y, k) = 0,61$; $\text{corr}(y-3, k) = 0,83$; $\text{corr}(y, k-3) = 0,37$, где y – годовой рост номинального ВВП, k – годовой рост корп. кредитования, -3 означает 3-месячный лаг. То есть, наблюдается обратное влияние.
- ❑ Отношение корп. кредитов к ВВП – «проникновение кредитования в экономику» должно постепенно расти за счет «институционального тренда», но сильного роста этого показателя сложно ожидать во время стагнации (замедление инвестиционной активности, опасения банков о качестве кредитов).
Дополнительные влияющие факторы – приток/отток капитала и (краткосрочные) меры ЦБ

Динамика основных ставок и инфляция, %



- Последние 1,5 года средневзвешенная ставка по кредитам нефинансовым организациям и краткосрочные межбанковские ставки существенно не менялись.
- В реальном выражении они несколько возросли, но не очень высоки: реальная ставка межбанка остается около нуля, ставка кредитования около 3%
- На дефицит банковской ликвидности влияют (в среднесрочном периоде): снижение средств банков-нерезидентов, замедление динамики средств на счетах организаций (снижение роста экономики), переход ЦБ к более гибкой курсовой политике

Коридор процентных ставок Банка России и ставка MIACR



— Ставка MIACR овернайт

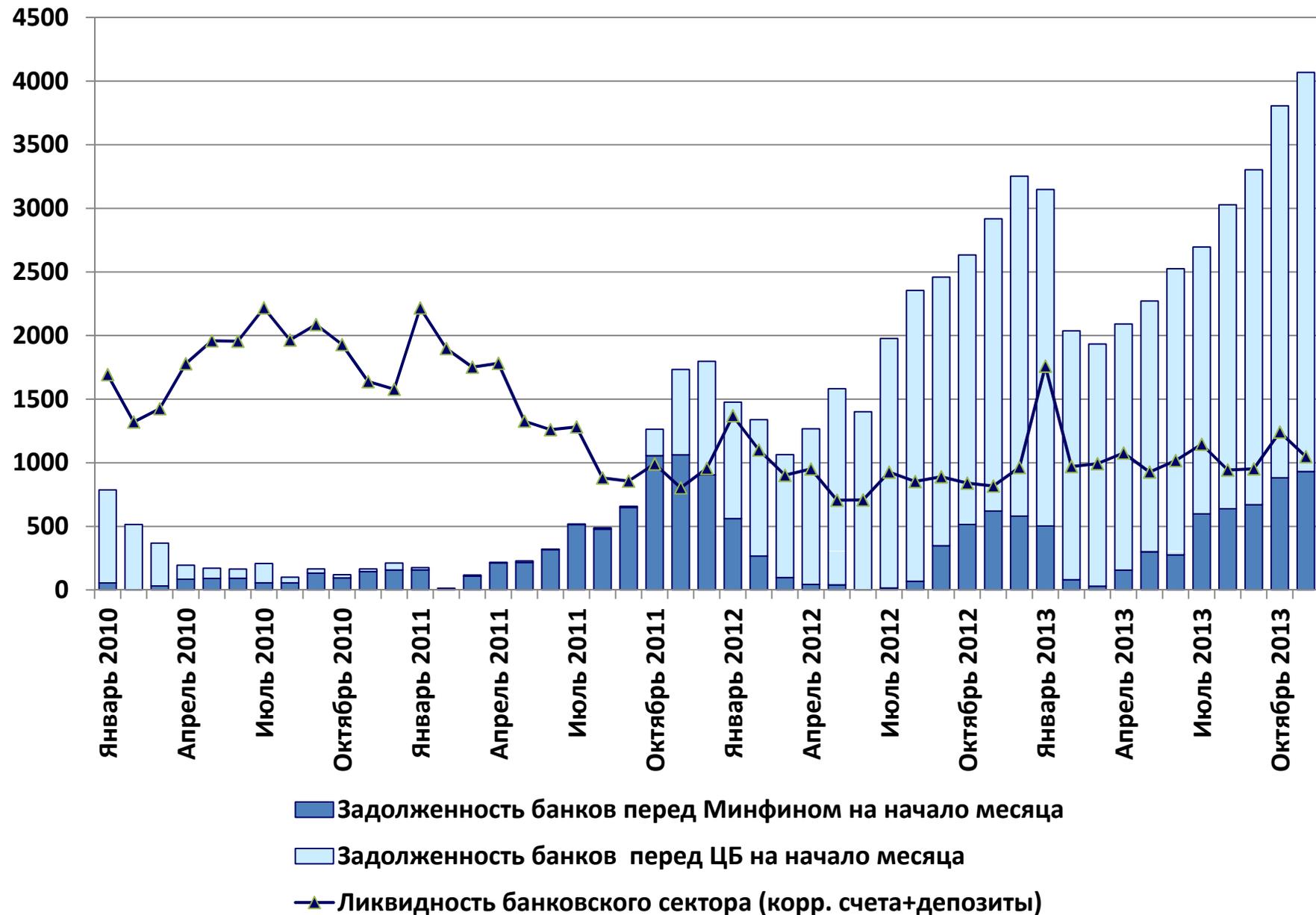
— · · Ставка по депозитам ЦБ

— фиксированная ставка РЕПО ЦБ

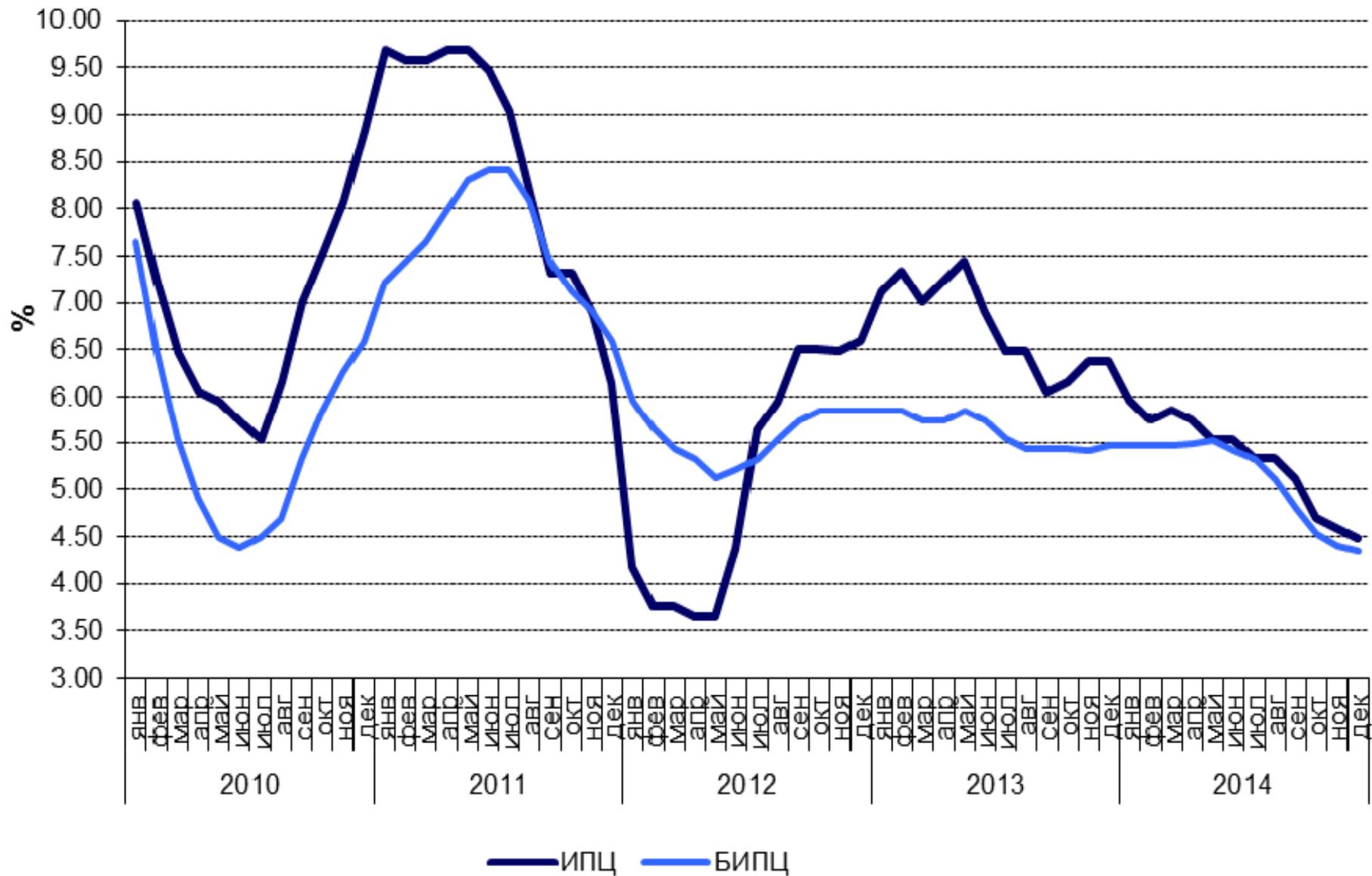
— Ставка рефинансирования

— · · · · · ключевая процентная ставка ЦБ РФ

Предоставление ликвидности ЦБ и Минфином



Динамика индексов потребительских цен (г./г.)



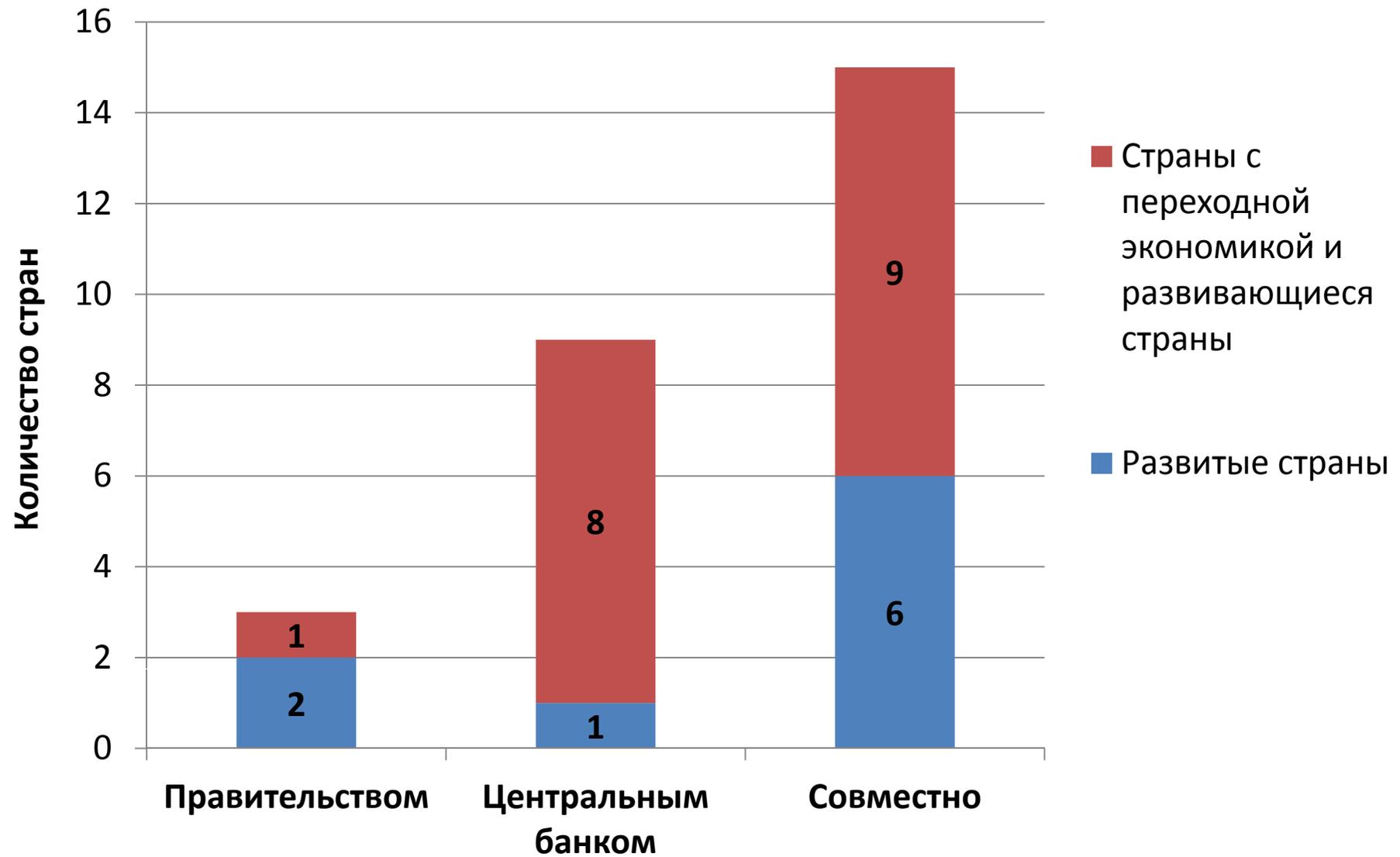
Наделение Центрального банка обязанностью поддерживать рост вряд ли будет эффективно

- Выше отмечалось что монетарная политика может лишь в небольшой мере влиять на долгосрочный уровень производства,
- В России ЦБ имеет ограниченные возможности оказывать даже краткосрочное воздействие на реальный сектор,
- В условиях традиционно ограниченной независимости ЦБ это создаст конфликт интересов и ухудшит результаты по всем целям.

Реалистичная задача – поиски оптимального способа согласования целей ЦБ

- Придание достаточно значимого веса поддержке экономической активности в функции Тейлора
- Выбор таргетируемого показателя ценовой динамики – рассмотреть возможность использования базовой инфляции, на которую ЦБ может оказывать определяющее влияние.
- Определение того, кто выбирает таргет. Возможно, оптимальный вариант - совместная компетенция правительства и Банка России.

Кем устанавливается таргет инфляции



Оптимизация схемы ИТ

- В рамках таргетирования инфляции целесообразно считать приоритетом обеспечение умеренного и предсказуемого уровня инфляции, при отказе от форсированного ее снижения ценой ухудшения условий для экономической активности.
- Важно - создание условий для повышения эффективности проводимой денежно-кредитной политики. В частности, необходимо развивать рынок государственного долга, с одновременной диверсификацией размещения средств накопительной пенсионной системы, что повысит возможности регулирования ликвидности Центральным банком за счет операций на открытом рынке.

Режимы валютного курса в странах, провозгласивших инфляционное таргетирование

Политика валютного курса	Страна		
Разновидность фиксированного курса	Словакия	Ботсвана	Коста-Рика
Управляемое плавание	Армения, Гана, Гватемала, Индонезия	Колумбия, Перу, Румыния	Сербия, Таиланд, Уругвай
Независимое плавание	Австралия, Албания, Бразилия, Великобритания, Венгрия, Израиль, Исландия	Канада, Мексика, Новая Зеландия, Норвегия, Польша, Турция, Филиппины	Чешская Республика, Чили, Швеция, Южная Африка, Южная Корея
Еврозона*	Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания,	Италия, Кипр, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Португалия	Словакия, Словения, Финляндия, Франция

* В еврозону кроме перечисленных стран входят также Монако, Сан-Марино и Ватикан, но их режим денежно-кредитной политики в отсутствие института центрального банка следует охарактеризовать как официальная евроизация.

Источник. Составлено Центром экономических исследований МФПА по данным МВФ.