



**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И
КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

Тел.: +7(499)129-17-22, факс: (499)129-09-22, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

К вопросу о целях и инструментах денежно-кредитной политики

Солнцев О.Г., руководитель направления анализа
денежно-кредитной политики и банковского сектора
ЦМАКП

Сухарева И.О., эксперт Центра макроэкономического
анализа и краткосрочного прогнозирования

«Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 и 2015-2016 гг.»

Ключевые положения:

- **Переход от установки диапазонов целевых значений годовой инфляции (ИПЦ) к «точечным» целевым ориентирам (5.0% в 2014 г., 4.5% в 2015 г. и 4.0% в 2016 г.)** Цель – однозначное понимание цели денежно-кредитной политики экономическими агентами» (стр. 14)
При этом допустимые колебания вокруг точечных значений составляют +/-1.5 проц.п.
- **Изменение системы процентных инструментов денежно-кредитной политики:**
 - ✓ введение ключевой ставки, равной минимальной ставке по недельным аукционам прямого РЕПО и максимальной ставке по недельным депозитным аукционам
 - ✓ признание второстепенной роли ставки рефинансирования
 - ✓ упрощение всей системы процентных инструментов. С февраля 2014 г. – отказ от регулярных аукционных операций на открытом рынке (на срок менее 1 недели) и операций постоянного действия на срок свыше 1 дня
 - ✓ планы по разработке механизма единого аукциона по операциям рефинансирования (на одинаковые сроки, с различными видами залоговых активов). Подразумевает создание единого пула обеспечения

«Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 и 2015-2016 гг.»

Ключевые положения:

- **Акцент на развитии рынка межбанковского кредитования.** Определение рыночного ориентира процентной политики – «проводя операции по регулированию ликвидности банковского сектора Банк России будет стремиться к поддержанию однодневных ставок денежного рынка на уровне ключевой ставки» (стр. 22)
- **Введение механизма таргетирования остатка средств на едином счете Федерального казначейства в Банке России** (стр. 23). Подобный механизм может способствовать сглаживанию колебаний ликвидности в течение года

«Основные направления...»

Проблема 1:

Переход к точечным целевым ориентирам по инфляции при одновременном объявлении широкого диапазона допустимых колебаний показателя (± 1.5 проц.п.) вместо планируемого повышения определенности целей денежно-кредитной политики может, напротив, привести к повышению степени неопределённости

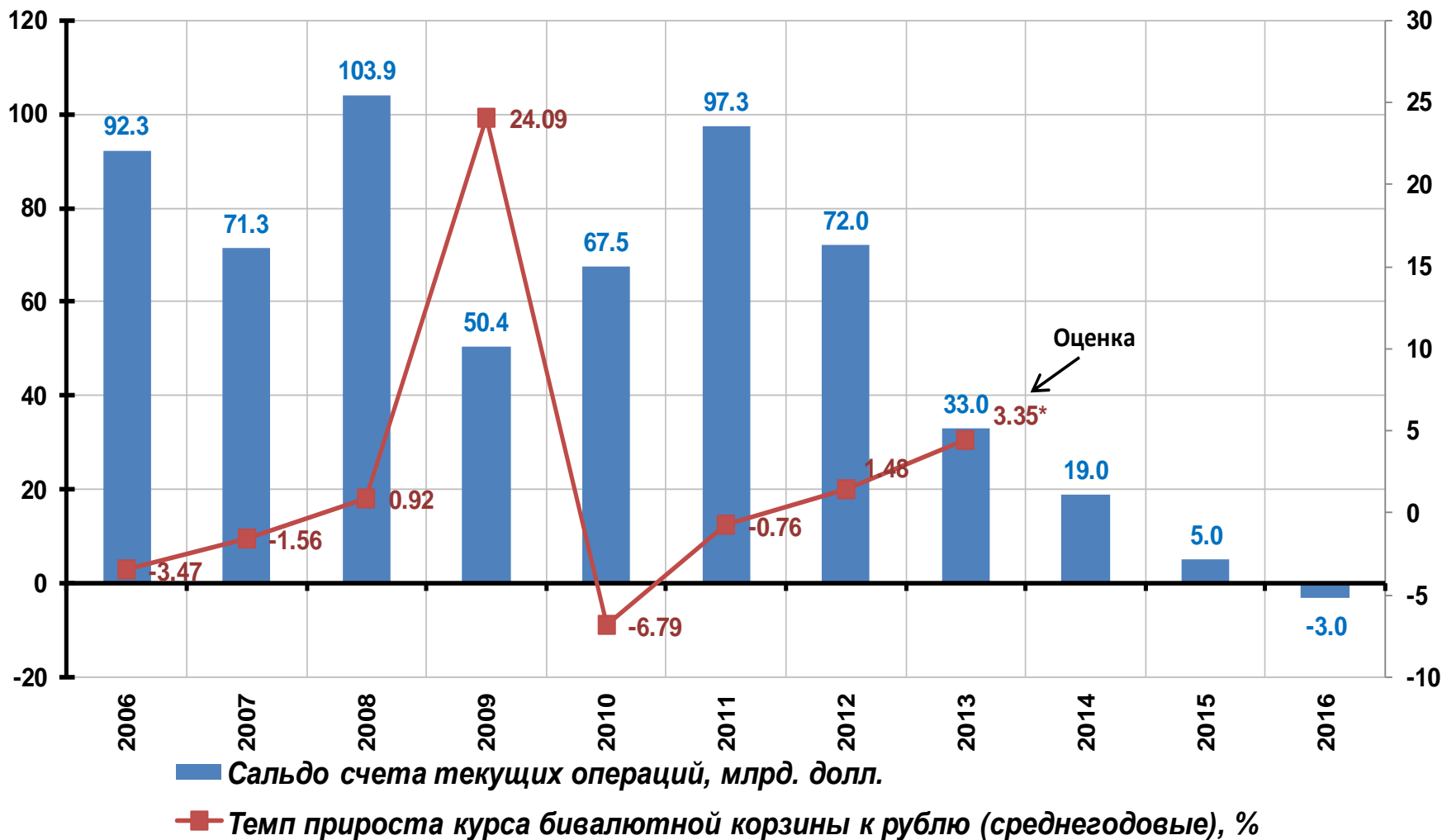
- Два наиболее вероятных варианта развития событий, на наш взгляд:
 - ✓ *Вариант А:* новым ориентиром монетарной политики в реальности окажется широкий диапазон допустимых колебаний темпов роста потребительских цен (суммарно 3 проц.п вместо прежнего коридора в 1 проц.п.) Означает фактическое самоустранение Банка России от регулирования инфляции
Как следствие, «размывание» реальных ориентиров для проведения денежно-кредитной политики (переход к плавающему валютному курсу, отсутствие регулирования экономического роста и инфляции)
 - ✓ *Вариант Б:* новым ориентиром для Банка России станут именно точечные значения инфляции. Риск излишнего ужесточения денежно-кредитной политики уже в 2014 г. Необходимость усиления ограничений по росту денежного предложения. Как следствие, снижение ликвидности в банковской системе

Мировая практика инфляционного таргетирования:

Диапазон допустимых колебаний инфляции	Доля стран, применяющих диапазон	Перечень стран
+/- 1 проц.п.	41%	Канада, Чили, Чехия, Гватемала, Индонезия, Мексика, Перу, Филиппины, Польша, Румыния, Южная Корея
+/- 1.5 проц.п.	11%	Армения, Сербия, Таиланд
+/- 2 проц.п.	11%	Бразилия, Гана, Турция
Интервальный – 1 проц.п.	4%	Австралия
Интервальный – 2 проц.п.	11%	Колумбия, Израиль, Новая Зеландия
Интервальный – 3 проц.п.	4%	Южная Африка
Точечные значения	18%	Венгрия, Исландия, Норвегия, Швеция, Великобритания

Источник: Джилл Хэммонд (2012): Практика инфляционного таргетирования – 2012 // Банк Англии. Центр исследований деятельности центральных банков. Руководство № 29

Сальдо счета текущих операций (млрд. долл.) и темп прироста курса доллара к рублю (среднегодовые значения, %)



Источник: Банк России

ВОЗМОЖНЫЙ ВЫХОД

- *Предлагаемый выход.* Выбор «варианта А» (реальный ограничитель инфляции – 3%-й коридор по базисному ИПЦ), но с существенной модификацией
Модификация состоит в ограничении действий Банка России по управлению инфляцией внутри коридора «правилом денежно-кредитной политики» (аналоги: «правило Тейлора», функция минимизации потерь, и др.), учитывающем в числе оптимизируемых параметров не только инфляцию, но и экономический рост
- *Ожидаемый эффект.*
 - ✓ Логика действий ЦБ внутри коридора становится понятной рынку
 - ✓ Будут согласованы между собой цели поддержки экономического роста и снижения инфляции в краткосрочной перспективе, обеспечен приоритет цели снижения инфляции в среднесрочной перспективе

Возможный выход

Правило денежно-кредитной политики Банка Норвегии

$$L = \underbrace{(\pi_t - \pi^*)^2}_{\text{Критерий 1}} + \underbrace{\lambda(y_t - y_t^*)^2 + \gamma(i_t - i_{t-1})^2}_{\text{Критерий 2}} + \underbrace{\tau(i_t - i_t^*)^2}_{\text{Критерий 3}}, \text{ где}$$

π_t , y_t , i_t – текущие уровни инфляции, выпуска и ключевой процентной ставки;

π^* , y_t^* – целевые уровни инфляции и выпуска соответственно;

i_t^* – ожидаемый нормальный уровень ключевой процентной ставки (по базовому сценарию банка);

$$\lambda = 0.75 \quad \gamma = 0.25 \quad \tau = 0.05$$

Возможные дополнительные шаги – стимулирование экономического роста без усиления инфляционного давления путём повышения доступности долгосрочных кредитов

- Внесение в «Закон о Центральном банке РФ» (ст. 3) пункта об ответственности Банка России за обеспечение умеренного уровня долгосрочных процентных ставок (по аналогии с «Законом о Федеральной резервной системе» - Federal Reserve Act)
- Определение Банком России бенчмарка доходности долгосрочных корпоративных заимствований на базе одного из существующих индексов для облигаций первоклассных российских заемщиков (например, MICEX CBI-5Y). Публичное объявление Банком России об использовании выбранного индекса в качестве одного из количественных ориентиров денежно-кредитной политики
- Переход Банка России к управлению динамикой этого индекса путём определения допустимого коридора его колебаний. Для удобства осуществления интервенций ЦБ на границах коридора - создание открытого ПИФа, управляемого ВЭБом, и имеющего структуру вложений, соответствующую структуре индекса. Вложения в паи данного ПИФа должны быть также доступны частным инвесторам
- Публичное объявление Банком России правила денежно-кредитной политики, представляющего собой формулу, увязывающую величину количественного ориентира доходности долгосрочных заимствований с инфляцией и экономическим ростом (т.н. механизм «гибкого инфляционного таргетирования»)
- Создание механизмов общественного контроля за исполнением правила денежно-кредитной политики (по аналогии с механизмами, действующими в Норвегии):
 - ежеквартальная публикация Банком России в «Докладе о денежно-кредитной политике» (выпускается с января 2013 г.) отчёта об исполнении правила ДКП, а также прогноза регулируемой долгосрочной ставки на предстоящий год в увязке с ожидаемыми диапазонами инфляции и экономического роста
 - создание независимой экспертной группы, состав которой утверждается Президентом России, для мониторинга исполнения правила ДКП. Ежеквартальные заседания группы с обязательным присутствием представителей руководства Банка России и публикацией отчета по итогам заседания на сайте Банка России

Цели денежно-кредитной политики крупнейших центральных банков

Центральный банк	Цели	Источник
<i>ЕЦБ</i>	<p>To maintain price stability is the primary objective of the Eurosystem and of the single monetary policy for which it is responsible.</p> <p>The ECB's Governing Council has defined price stability as "a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. Price stability is to be maintained over the medium term".</p> <p>"Without prejudice to the objective of price stability", the Eurosystem shall also "support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union". These include inter alia "full employment" and "balanced economic growth".</p>	Treaty on the Functioning of the European Union, Article 127 (1)
<i>ФРС США</i>	<p>The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.</p>	Federal Reserve Act («Закон о Федеральной резервной системе»), Section 2A. Monetary Policy Objectives
<i>Bank of England</i>	<p>The monetary policy objective of the Bank of England will be to deliver price stability (as defined by the Government's inflation target) and, without prejudice to this objective, to support the Government's economic policy, including its objectives for growth and employment.</p> <p>Price stability is defined by the Government's inflation target of 2%.</p> <p>The remit recognises the role of price stability in achieving economic stability more generally, and in providing the right conditions for sustainable growth in output and employment. The Government's inflation target is announced each year by the Chancellor of the Exchequer in the annual Budget statement.</p>	The New Monetary Policy Framework, May 1997
<i>Bank of Japan</i>	<p>The Bank of Japan conducts monetary policy based on the principle that the policy shall be aimed at "achieving price stability, thereby contributing to the sound development of the national economy."</p> <p>"Price stability" is defined conceptually as "a state where various economic agents including households and firms may make decisions regarding such economic activities as consumption and investments without being concerned about the fluctuations in the general price level." Therefore, "price stability" must be the one on a sustainable basis.</p>	The Bank of Japan Act (No. 89 of June 18, 1997) The 'Price Stability Target' under the Framework for the Conduct of Monetary Policy

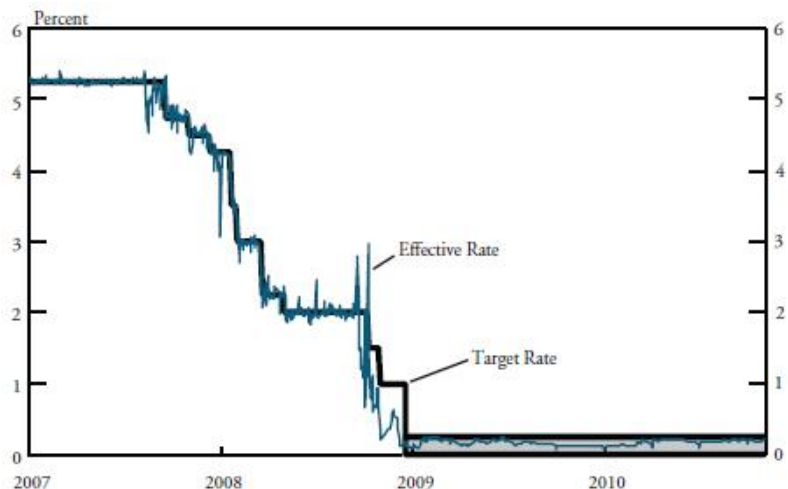
«Основные направления...»

Проблема 2:

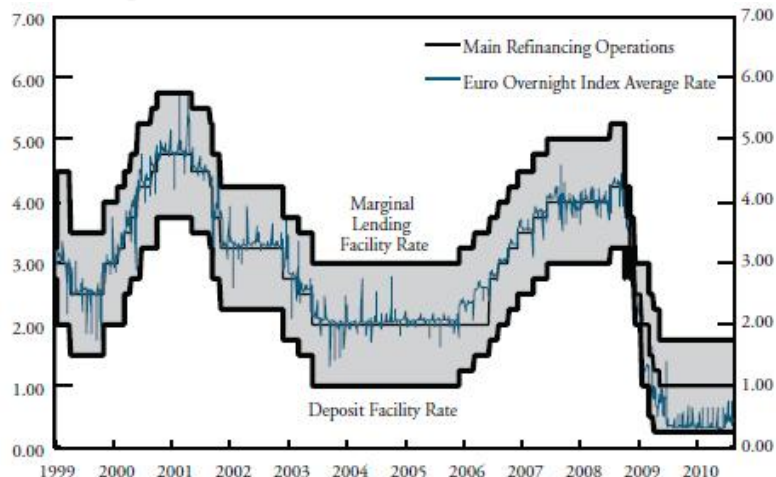
- Предлагаемая реформа системы процентных инструментов Банка России представляется вместо повышения управляемости процентными ставками может привести к обратному эффекту:
 - ✓ сокращение операций на открытом рынке в краткосрочном сегменте (короче 1 недели) не согласуется с зарубежной практикой: центральные банки развитых стран регулируют ставки краткосрочных кредитов МБК именно при помощи масштабного использования этого инструмента. Можно ожидать расширения пределов колебаний ставок по краткосрочным межбанковским кредитам (овернайт), вследствие отказа от большей части регулярных операций ЦБ на открытом рынке (с февраля 2014 г.)
 - ✓ отмена операций постоянного действия на срок более 1 недели и переход только к операциям на открытом рынке (аукционы прямого РЕПО) снимает естественные ограничители роста ставок по аукционам. Такие ограничители могут быть востребованы в условиях шоковых ситуаций

Значительное сокращение Банком России операций на открытом рынке не согласуется с международной практикой

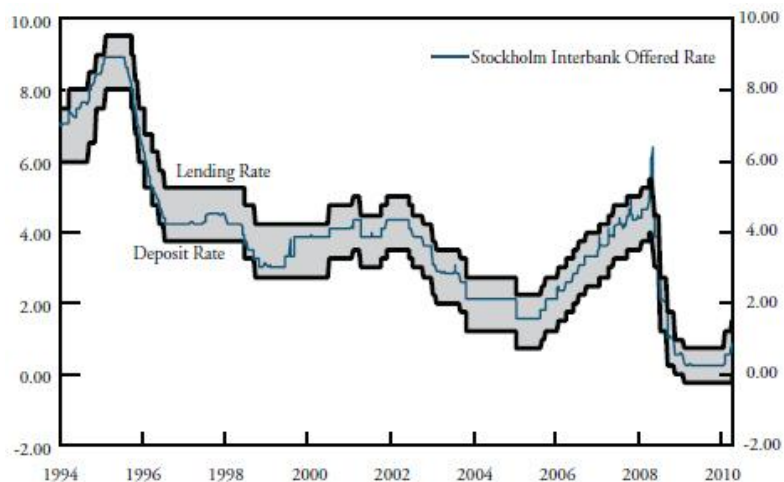
ФРС США



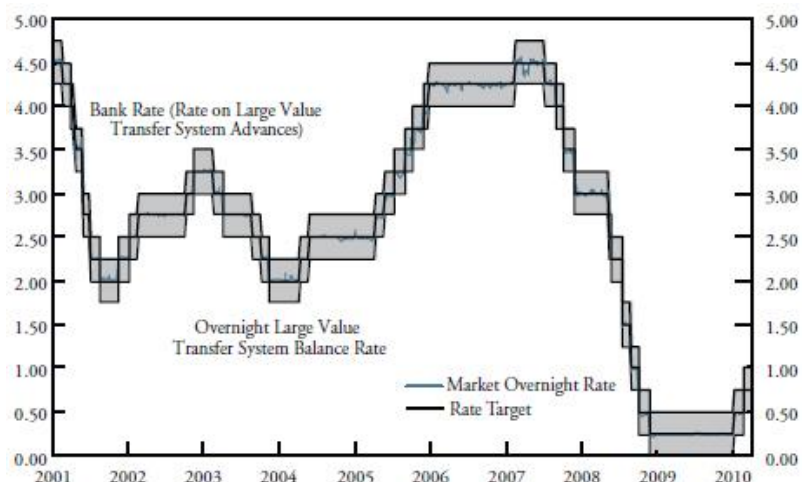
ЕЦБ



Riksbank (Швеция)

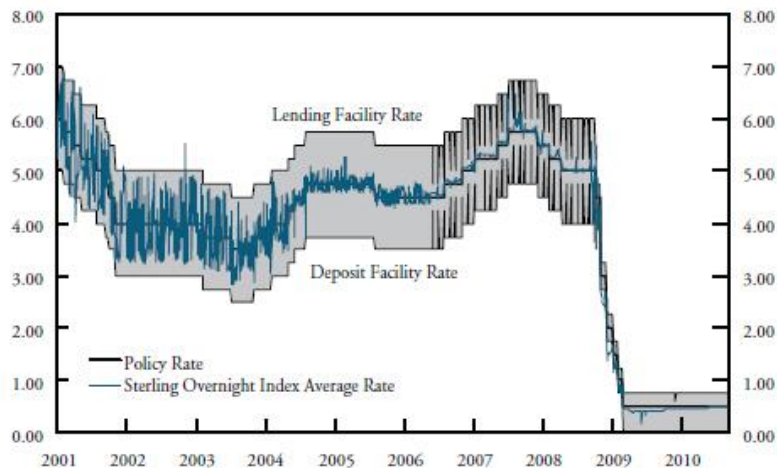


Банк Канады

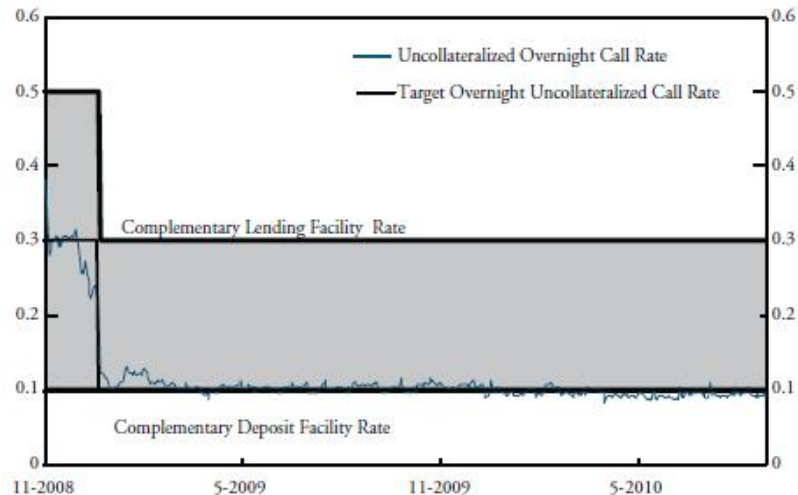


Значительное сокращение Банком России операций на открытом рынке не согласуется с международной практикой

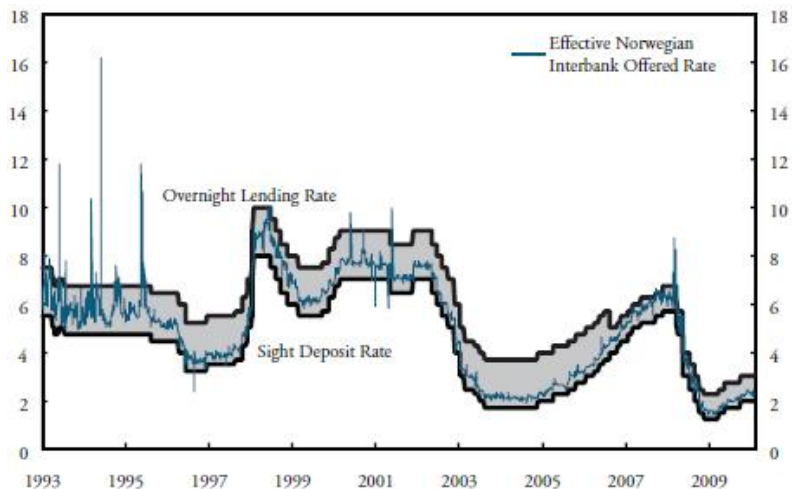
ФРС США



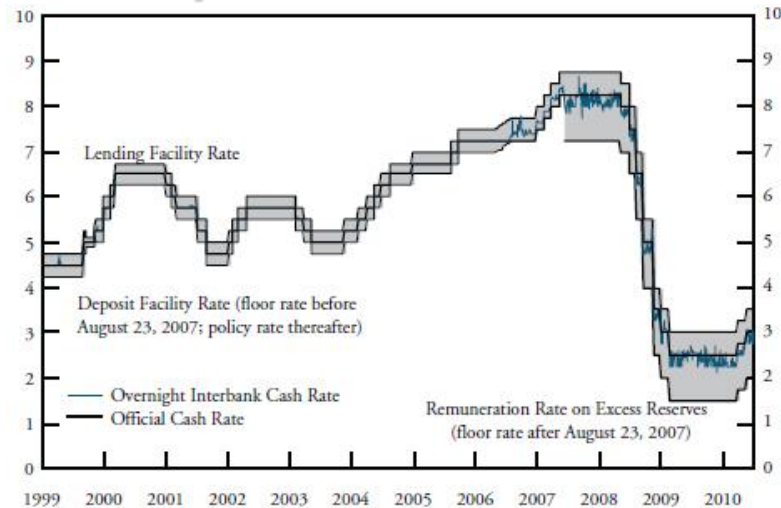
Банк Японии



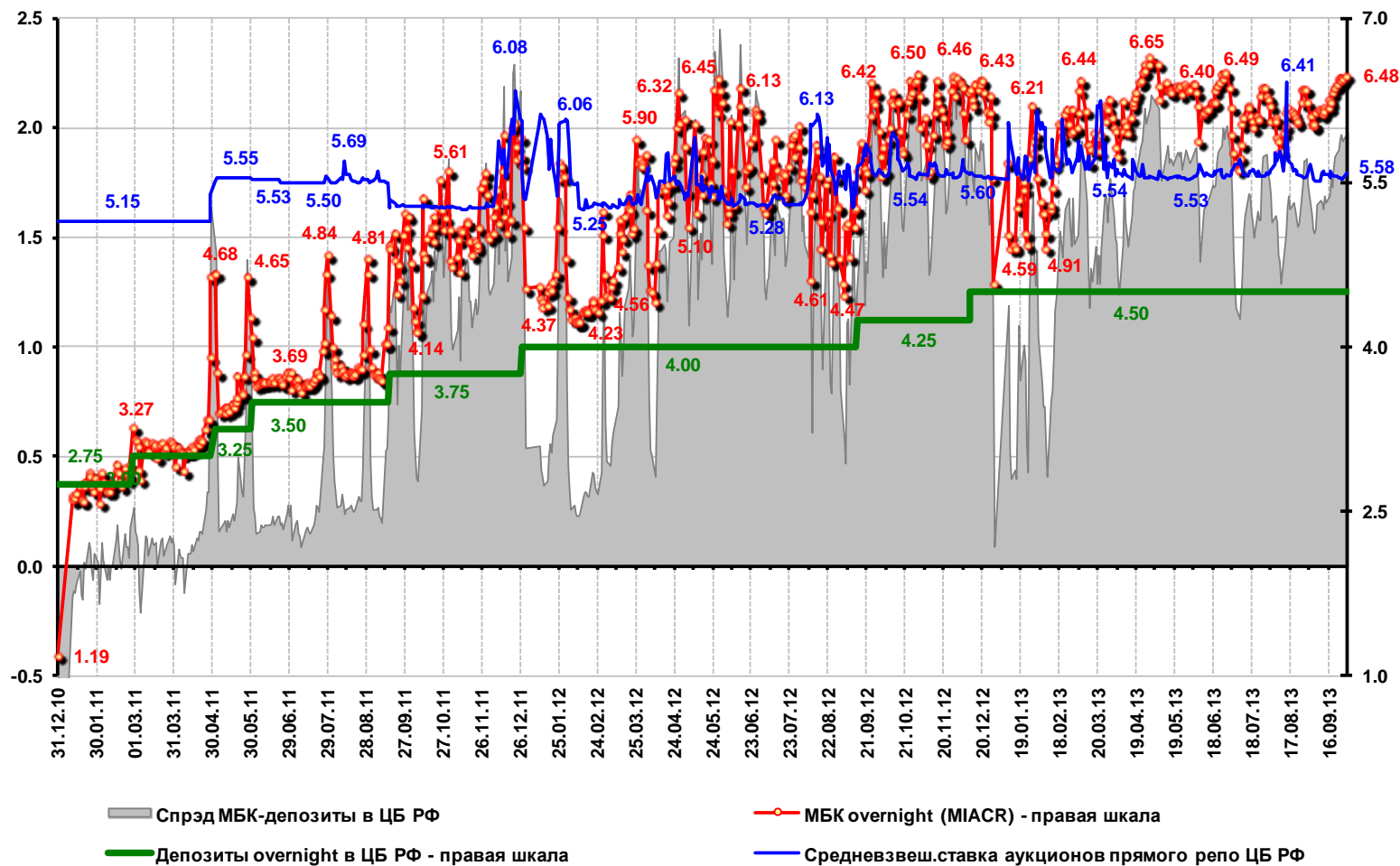
Банк Норвегии



Резервный банк Новой Зеландии



Ставки по однодневным межбанковским кредитам и операциям Банка России (% годовых)



Предлагаемый выход

*«В качестве дополнительного инструмента регулирования ликвидности банковского сектора Банк России может использовать покупки или продажи активов – ценных бумаг, золота...»
(ОНЕГДКП-2014, стр. 24)*

- Необходима поправка (и последующее воплощение в реальность) в проект «Основных направлений...» о том, что в условиях постепенного снижения возможностей предоставления банкам ликвидности в долг под залог надлежащего качества, Банк России начнет более активно использовать инструменты прямой покупки или продажи активов.
- *Ожидаемый эффект.* Смягчение ситуации устойчивого дефицита ликвидности в банковском секторе за счет повышения разнообразия механизмов денежной эмиссии Банка России.

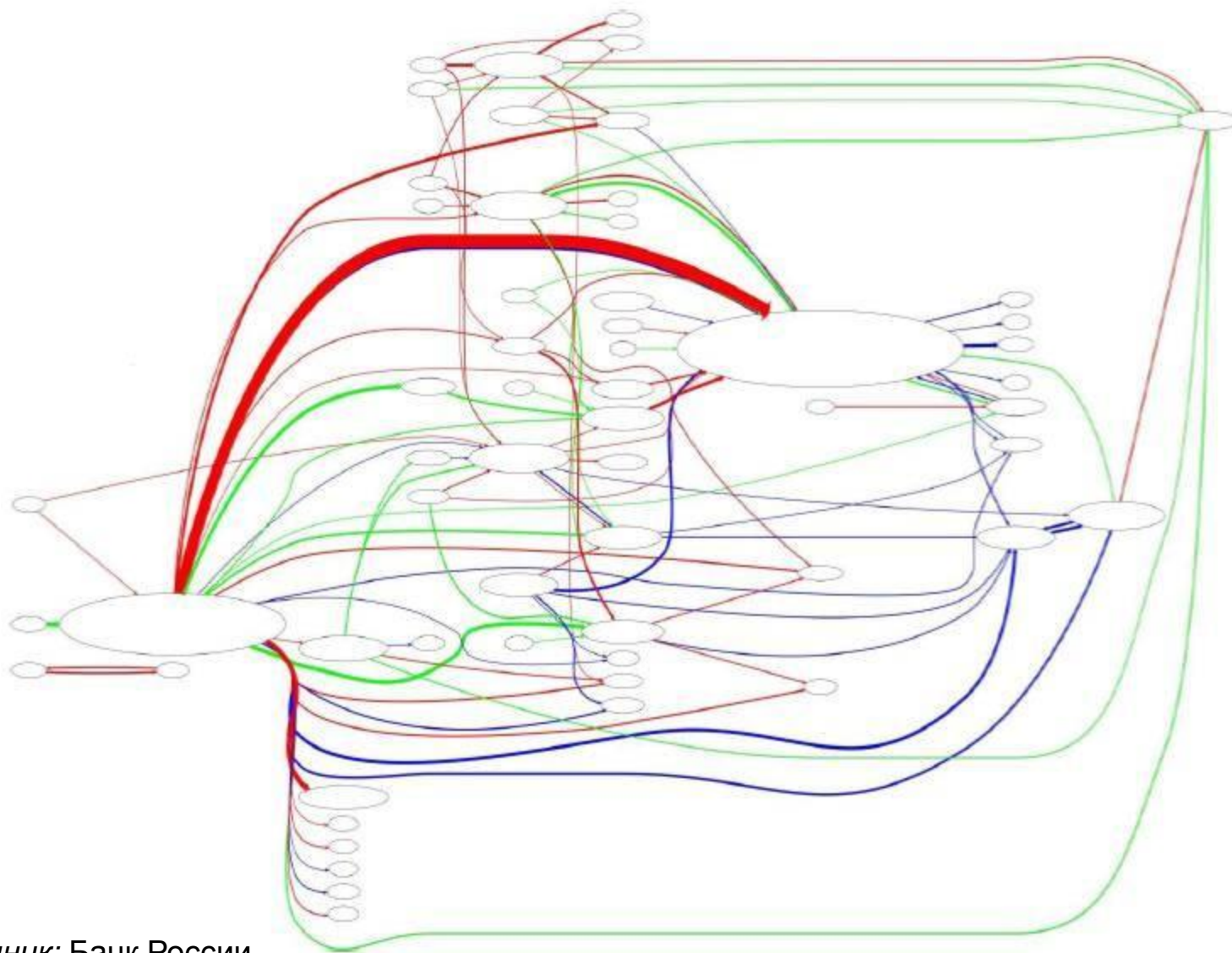
«Основные направления...»

Проблема 3:

Ставка на саморазвитие рынка МБК как естественное следствие реформы системы инструментов рефинансирования ЦБ выглядит излишне оптимистичной.

- В условиях полумонополистического положения Сбербанка на данном рынке этого, скорее всего, не произойдет.
- Необходимы меры по стимулированию конкуренции на данном рынке. Например, может быть рассмотрен вопрос о предоставлении ЦБ гарантий частичного возмещения потерь банкам-маркетмейкерам данного рынка (данный механизм использовался Банком России в 2008-2009 гг.)

Позиции участников на денежном рынке



Источник: Банк России

Спасибо за внимание!



**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И
КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

www.forecast.ru