



**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

***О проекте "Основных направлений
единой государственной денежно-
кредитной политики на 2014 г. и период
2015 и 2016 гг."***

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

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

Проект «Основных направлений...»

Важные отличия от аналогичных документов предшествующих лет (1):

- **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

Проект «Основных направлений...»

Важные отличия от аналогичных документов предшествующих лет (2):

- **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

Проект «Основных направлений...»

Комментарии и замечания (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

Проект «Основных направлений...»

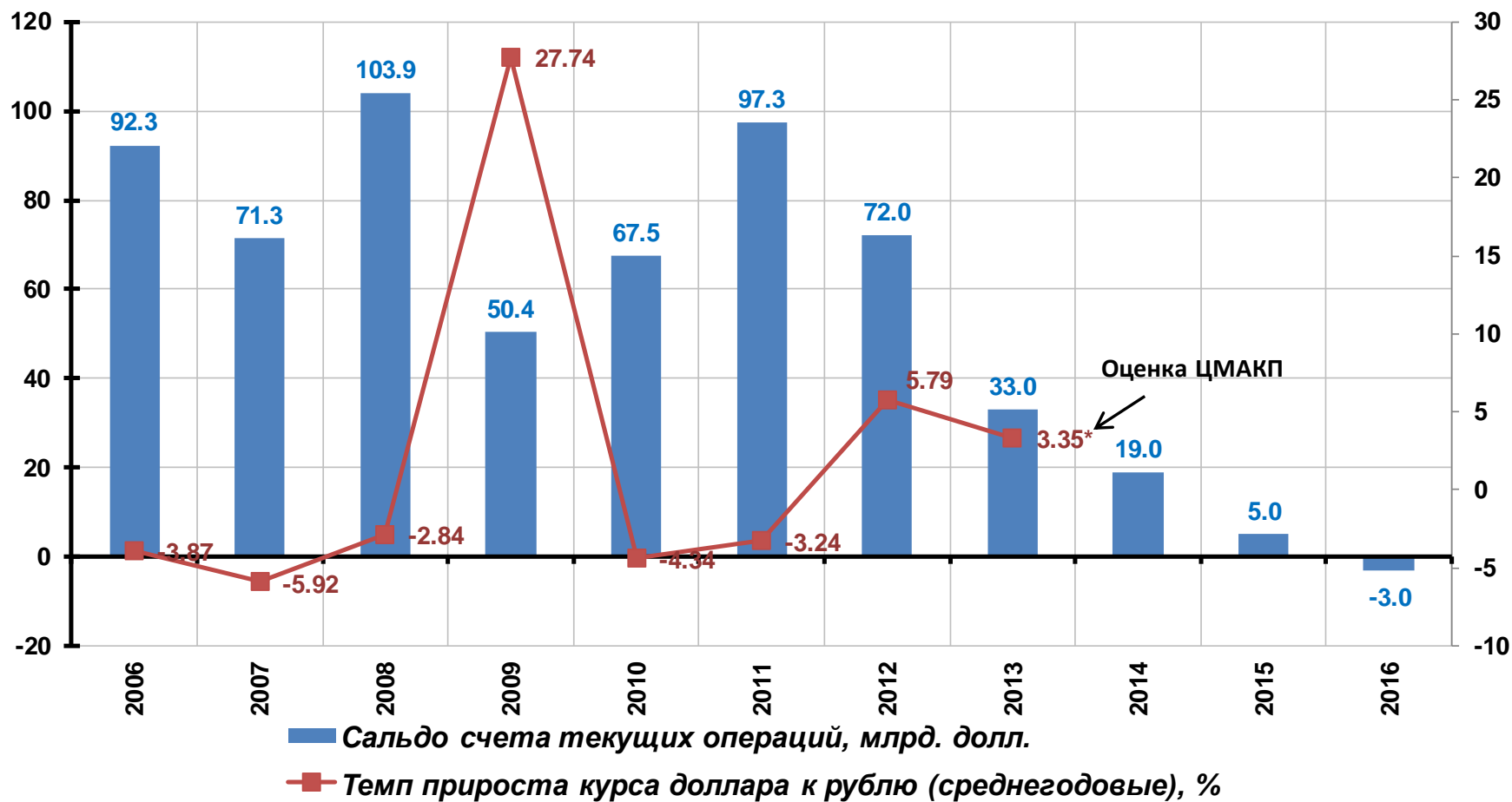
Мировая практика инфляционного таргетирования:

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

Проект «Основных направлений...»

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



Источник: Банк России

Проект «Основных направлений...»

Комментарии и замечания (2):

- *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

Проект «Основных направлений...»

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);

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

Проект «Основных направлений...»

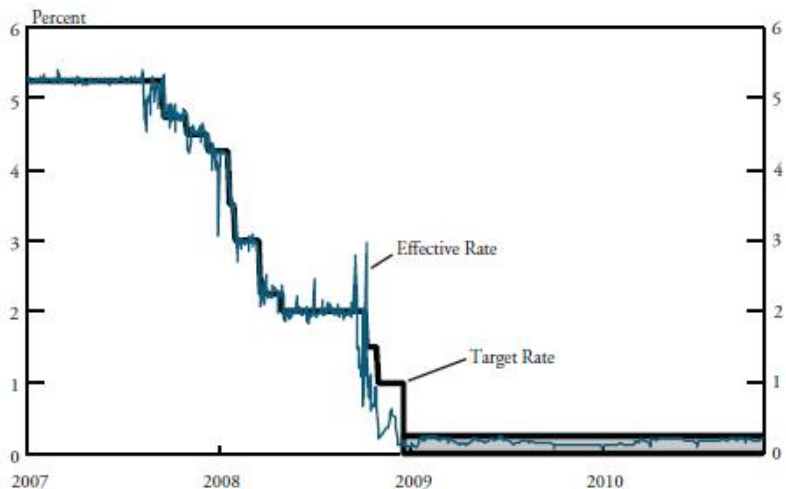
Комментарии и замечания (3):

- 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

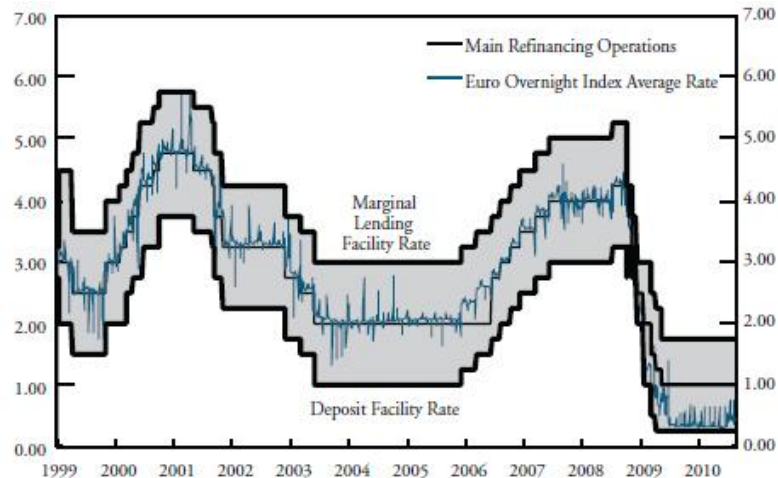
Проект «Основных направлений...»

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

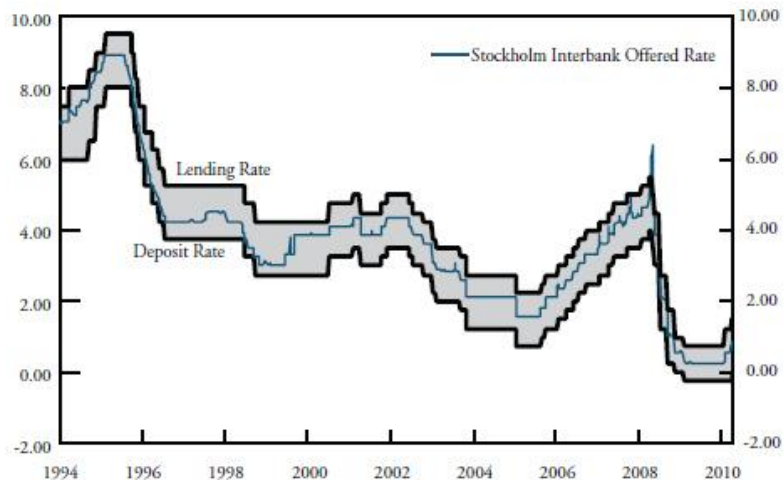
ФРС США



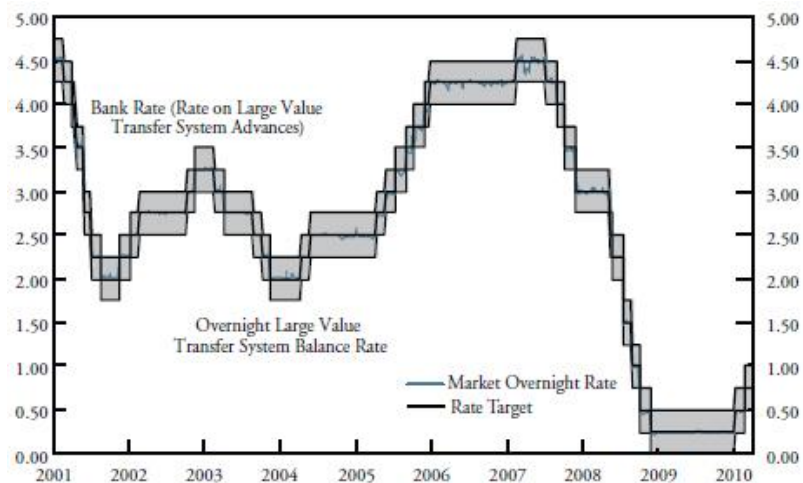
ЕЦБ



Riksbank (Швеция)



Банк Канады

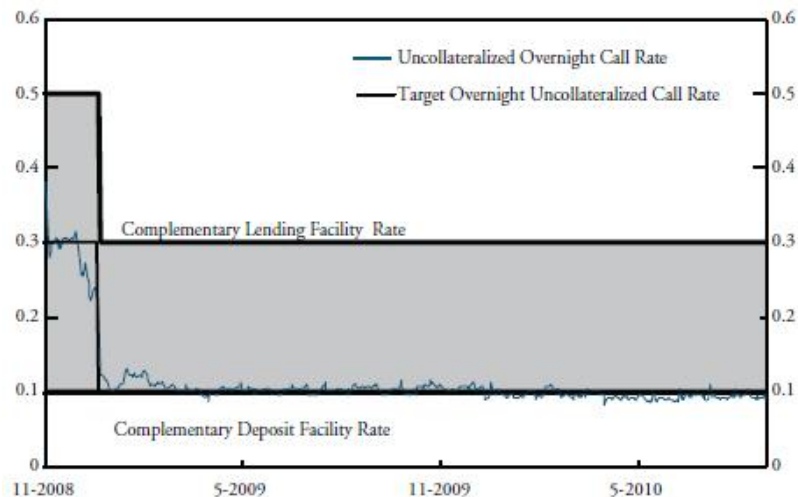
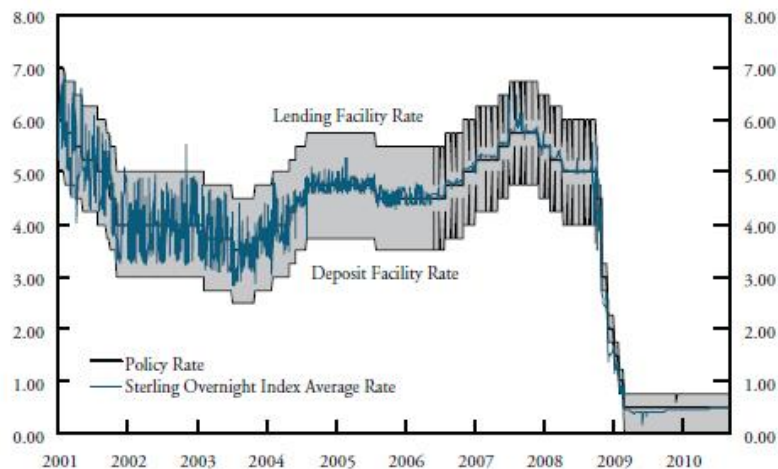


Проект «Основных направлений...»

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

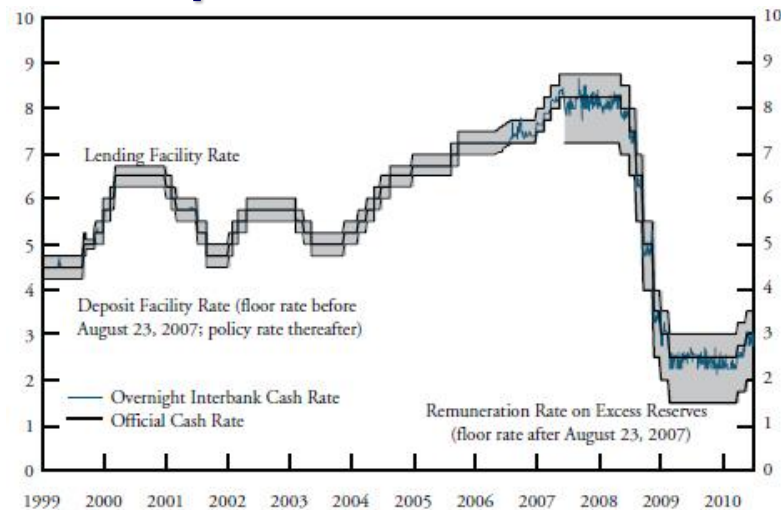
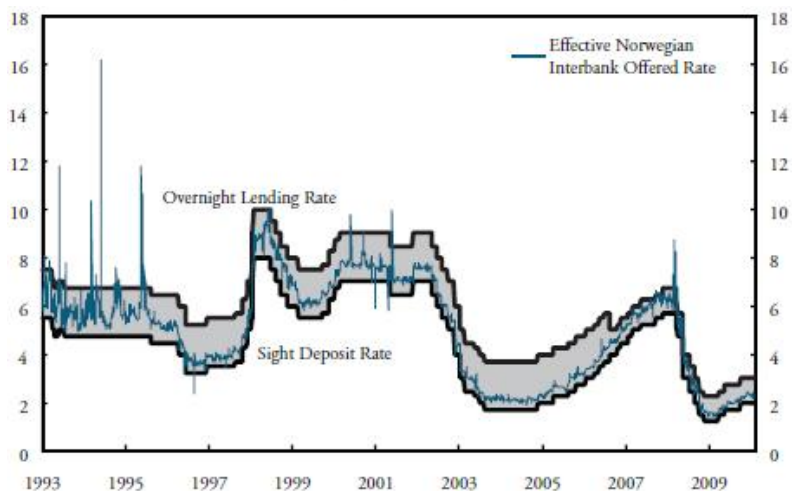
ФРС США

Банк Японии



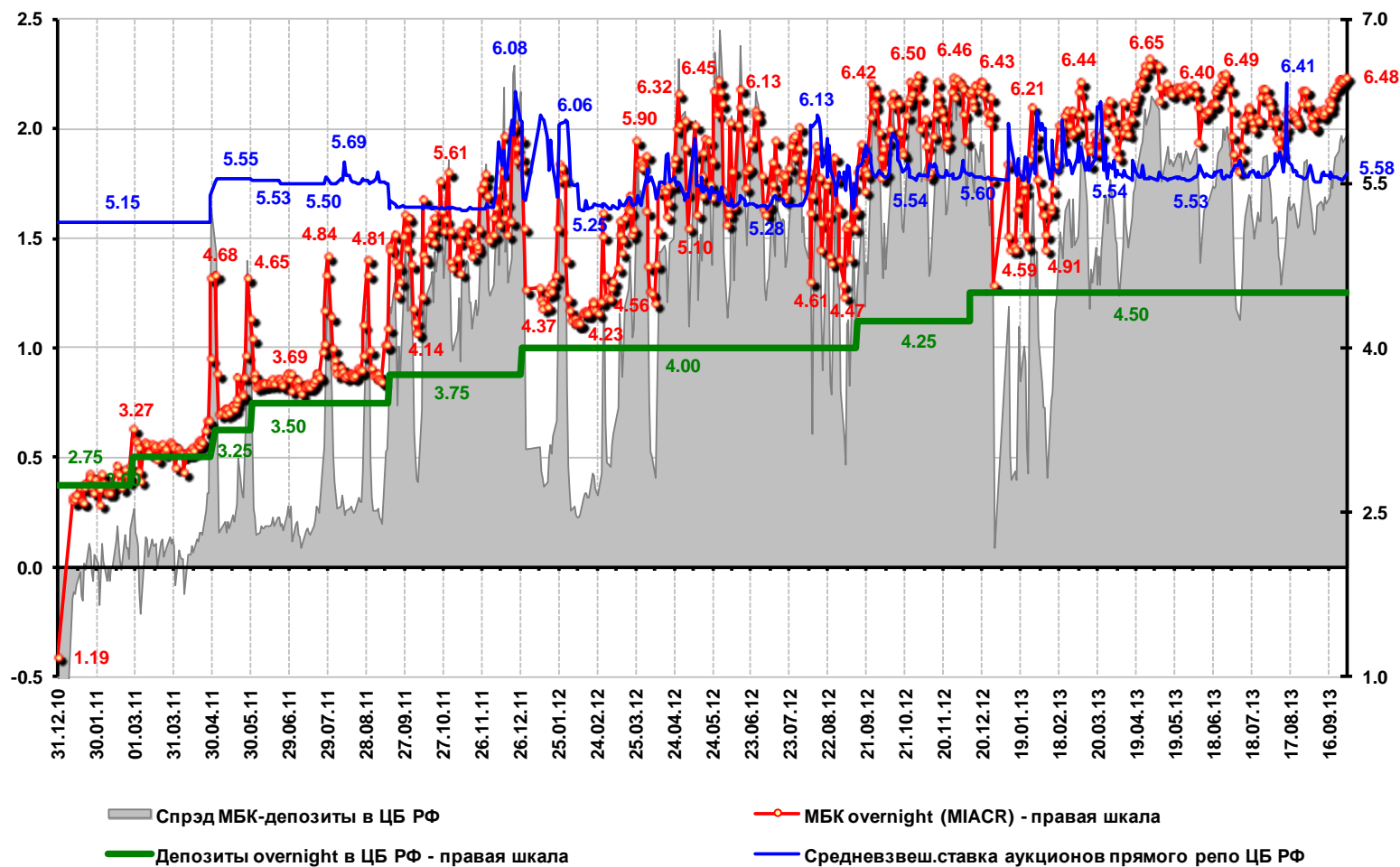
Банк Норвегии

Резервный банк Новой Зеландии



Проект «Основных направлений...»

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



Проект «Основных направлений...»

Комментарии и замечания (4):

Предлагаемый выход.

*«В качестве дополнительного инструмента регулирования ликвидности банковского сектора Банк России может использовать покупки или продажи активов – ценных бумаг, золота...»
(стр. 23)*

- 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.

Проект «Основных направлений...»

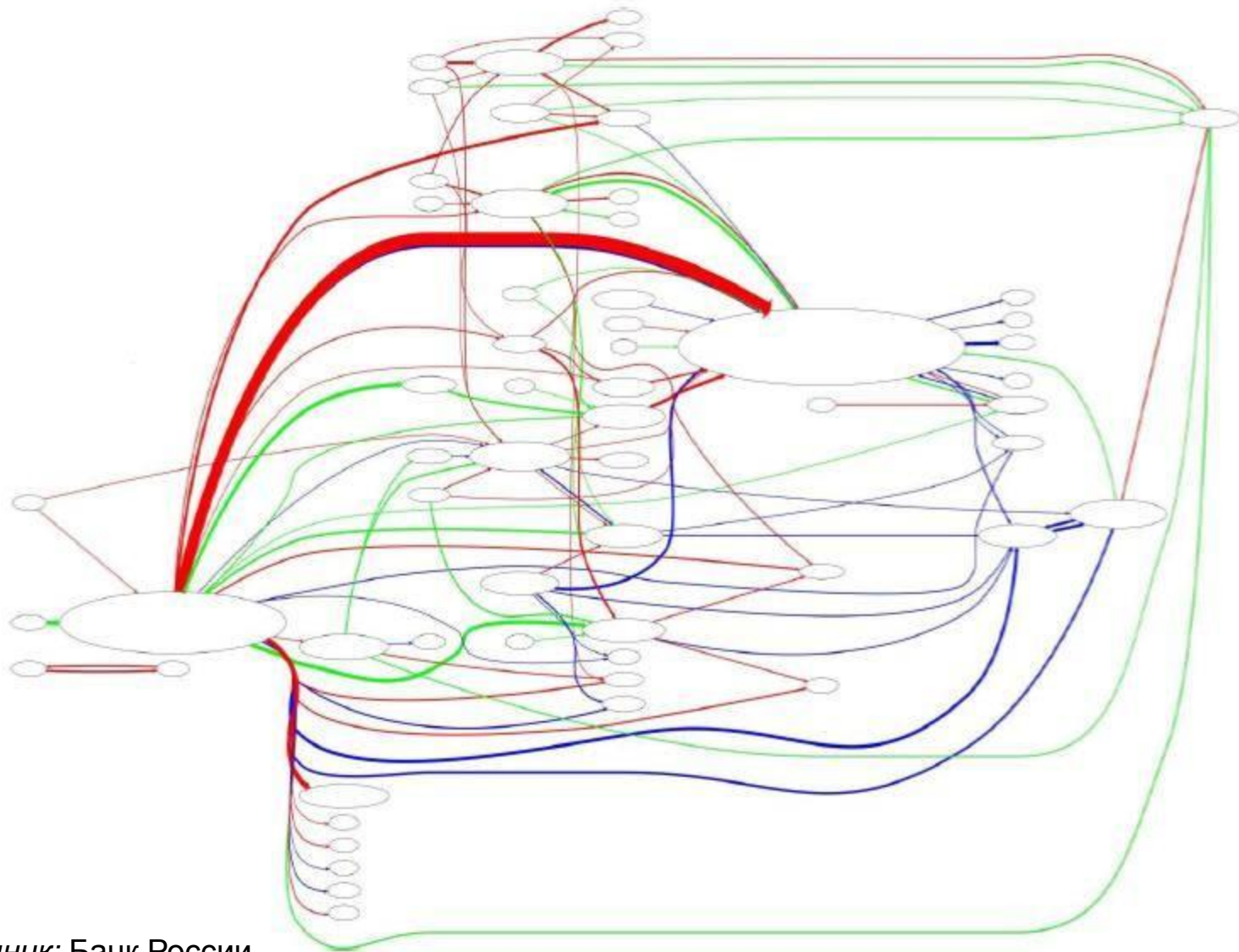
Комментарии и замечания (5):

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.)

Проект «Основных направлений...»

Позиции участников на денежном рынке



Источник: Банк России

Спасибо за внимание!



**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И
КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

www.forecast.ru