

Вербальные интервенции различных представителей Совета директоров Банка России и динамика процентных ставок

Телегин Олег
НИУ ВШЭ

Научный руководитель:
Мерзляков Сергей Анатольевич
НИУ ВШЭ

Тезисы

Данная работа посвящена изучению воздействия информационной политики Банка России на структуру процентных ставок в экономике России в период 2014-2017 годов в условиях перехода к инфляционному таргетированию. Исследования, посвященные коммуникационной политике центральных банков, привлекают все большее внимание в научной литературе в последние пару десятилетий, и как правило, основное внимание уделяется взаимосвязи между коммуникационной политикой монетарных властей и различными макроэкономическими показателями. Так наиболее популярным макроэкономическим индикатором для рассмотрения влияния коммуникационной политики является обменный курс и его волатильность. Однако, Банк России в 2014 году осуществил переход к плавающему курсу рубля и таргетированию инфляции вместо таргетирования обменного курса. Таким образом, ключевая ставка стала основным инструментом монетарных властей, и для достижения целей по инфляции для регулятора становится все более важным управление процентными ставками в экономике путем изменения ключевой ставки и формирования ожиданий будущих процентных ставок у участников рынка. Данная статья ставит своей целью дополнить существующие исследования информационной политики российских монетарных властей, изучив влияние высказываний отдельных представителей Банка России на процентные ставки в экономике.

Для изучения структуры процентных ставок в экономике РФ исследовались значения кривой бескупонной доходности Московской Биржи. По сравнению со многими другими показателями, на которые может повлиять коммуникационная политика Банка России, кривая бескупонной доходности имеет преимущество для анализа в том, что ее значения отражают как краткосрочные, так и долгосрочные ожидания экономических агентов. Кривая бескупонной доходности Московской биржи строится с использованием параметрической модели Нельсона-Зигеля, параметры рассчитываются по сделкам и заявкам на рынке государственных облигаций, а значения кривой публикуются ежедневно около 18:30 по московскому времени. Таким образом, в данной работе были использованы все 12 значений так называемой g-кривой, охватывающей диапазон процентных ставок для сроков погашения от 3 месяцев до 30 лет.

При исследовании воздействия нерегулярных вербальных интервенций на процентные ставки необходимо учитывать, что участники рынка могут по-разному воспринимать одну и ту же информацию, поступающую от разных должностных лиц Банка России, и причины этого могут быть самыми разными. Так заявление председателя Центрального Банка Эльвиры Набиуллиной может восприниматься с большим доверием, чем аналогичное заявление, например, главы Департамента денежно-кредитной политики из-за различия занимаемых должностей. Помимо этого, к заявлениям на тему состояния дел, например, в банковской сфере могут сильнее прислушиваться, если они были высказаны чиновником, ответственным именно за банковский надзор, и наоборот, рынок может не воспринять информацию как релевантную, если этот же чиновник выскажется о снижении инфляционных рисков, не входящих в круг его профессиональных обязанностей.

Основным исследовательским вопросом данной работы являлось определение детерминант, формирующих различное восприятие рынком новостей, поступающих от различных представителей Банка России (если таковые различия имеются).

Для ответа на поставленный исследовательский вопрос необходимо было решить следующие задачи:

- Определить, способны ли высказывания отдельных представителей Банка России влиять на структуру процентных ставок в экономике.
- Изучить различия между темами вербальных интервенций, к которым прислушиваются участники рынка, как для различных авторов интервенций, так и для различных временных промежутков внутри рассматриваемого периода.
- Разработать рекомендации для повышения эффективности информационной политики Банка России, например, необходимо ли регулятору некоторым образом ограничивать круг тем, обсуждаемых отдельно взятым представителем (равно как и, наоборот, поощрять высказывания на определенные темы) для избавления от нерелевантных/зашумленных сигналов с целью повышения эффективности проведения информационной политики?

База вербальных интервенций за 4 года состояла из 507 высказываний различных представителей Банка России. При моделировании динамики процентных ставок были учтены: возможное наличие структурных сдвигов, необходимость добавления переменных, ответственных за макроэкономическую динамику и различные шоки в экономике, различные темы высказываний, различные тональности высказываний, а также необходимость использования разнообразных моделей ARIMA, ARCH и GARCH при моделировании значений кривой бескупонной доходности.

В результате проведенного анализа было установлено, что заявления разных авторов по одной и той же теме в один и тот же период времени по-разному влияют на процентные ставки в экономике. Но также необходимо заметить, что каждый представитель (группа представителей) Совета директоров Банка России оказывает значимое влияние на ожидания рынка, то есть на процентные ставки в экономике, по крайней мере при высказываниях на некоторые из тем. В то же время не нашла должного подтверждения гипотеза о разли-

чиях в занимаемых должностях в качестве объясняющего фактора для различий в эффективности информационной политики отдельных представителей Банка России. Участники рынка не уделяют большого внимания иерархии в структуре Банка России, что лучше всего видно при сравнении интервенций Эльвиры Набиуллиной с интервенциями остальных членов Совета директоров.

Однако, была подтверждена гипотеза о том, что участники рынка в большей степени прислушиваются к высказываниям именно на те темы, за которые ответственен автор вербальной интервенции.

Соответственно, повышение эффективности информационной политики Банка России возможно, если регулятор сумеет более широко распространить те практики, которые эффективно воздействуют на кривую бескупонной доходности, а также сократит объемы использования неработающих инструментов политики. Одной из возможных рекомендаций по изменению информационной политики может быть сокращение заявлений представителей Центрального банка по темам, которые не относятся непосредственно к направлению их работы в Банке России. Такие сигналы зачастую не оказывают никакого воздействия на участников рынка, что, например, можно было наблюдать для интервенций Ксении Юдаевой о финансовой стабильности. А при условии сохранения уровня интенсивности совокупности всех коммуникаций ЦБ, данные заявления возможно частично перепоручить другому представителю регулятора, например, в описанном чуть выше случае с интервенциями о финансовой стабильности - Эльвире Набиуллиной.

Еще один фактор, снижающий эффективность информационной политики, заключается в нечеткости сигналов, характерной для некоторых тем и авторов заявлений.

Так интервенции об экономическом росте, например, оказались практически незначимыми для рынка, за исключением неперсонализированных интервенций. То есть с некоторой уверенностью можно говорить о том, что рынок доверяет скорее различным аналитическим материалам Банка России, в которых есть информация и об экономическом росте, а не высказываниям отдельных представителей регулятора. При этом одна из возможных проблем персонализированных коммуникаций об экономическом росте - нечеткость подаваемого сигнала, выраженная в максимально обтекаемых формулировках. В подобной ситуации, возможно, эффективной мерой было бы снижение интенсивности персонализированных заявлений работников Банка России, дабы не допустить излишней зашумленности тех сигналов, которые поступают участникам рынка в виде аналитических материалов ЦБ.

Но также есть и еще одна категория тем вербальных интервенций. Так, например, высказывания о будущей монетарной политике можно назвать вполне согласованными между собой, практически все категории авторов похожим образом воздействуют на ожидания участников рынка. Соответственно, можно сделать вывод, что политика *forward guidance* проводится достаточно эффективно (с точки зрения донесения консолидированной позиции Банка России до участников рынка, но не с точки зрения способности влиять на весь спектр процентных ставок), и рынок получает примерно одинаковые сигналы от всех спи-

керов Банка России.

Также проблемой информационной политики Банка России является способность воздействовать лишь на ограниченный спектр процентных ставок. И если для некоторых тем это объясняется особенностью обсуждаемого параметра (так коммуникации об ожидающемся ускорении экономического роста не влияют на короткие ставки, так как сам подобный прогноз является скорее долгосрочным), то для таких тем как будущая динамика ключевой ставки отсутствующее влияние на долгосрочные ставки скорее объясняется неэффективностью проводимой коммуникационной политики. В данном случае путем развития коммуникаций может служить привязка уже публикуемых различных макроэкономических сценариев к примерной траектории движения ключевой ставки. На данный момент публикуются 3 различных сценария: оптимистичный, базовый и стрессовый. Для каждого из них возможно предоставлять рынку коридор движения ключевой ставки на горизонте нескольких лет (с учетом того, что сами прогнозы обычно формируются на 3 года), подобный подход уже достаточно широко используется в мире. Данная мера позволит сформировать и более долгосрочные ожидания у участников рынка, но в то же время подобное прогнозирование не будет выступать связывающим обязательством для регулятора из-за наличия доверительного интервала.