


Теоретические основы денежно-кредитного регулирования



1. История денег и предпосылки формирования системы денежно-кредитного регулирования
2. Деньги в системе денежно-кредитного регулирования
3. Содержание денежно-кредитной политики центрального банка
4. Модели спроса на деньги



Литература

- С.Р. Моисеев «Денежно-кредитная политика: теория и практика»: учебное пособие / Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с. (Университетская серия)



История денег

- I. **Товарные деньги** – ценность определялась их ценностью как товара
 - ✓ ракушки
 - ✓ скот, зерно
 - ✓ драгоценные металлы, золото → монеты
- I. **Бумажные (декретные) деньги** – ценность определяется доверием к государству
- II. **Кредитные деньги** – ценность определяется доверием к эмитенту – частному банкиру
- III. **Банковские деньги** – ценность определяется доверием в банковской системе
- IV. **Электронные деньги** - в зарубежной литературе: средства платежа, не требующее посредничества финансовых институтов, обладающее низкой транзакционной стоимостью и высокой анонимностью

Парижская конференция (1867г.)



Золото признано формой мировых и национальных денег

Денежная система на основе золотого стандарта - «золотой монометаллизм» - включала следующие основные принципы:

- 1) золото - единственная форма денег;
- 2) золото свободно обращается, что означало:
 - центральные банки отдельных стран могут продавать и покупать золото в неограниченных количествах по фиксированным ценам;
 - любое лицо может использовать золото без каких-либо ограничений;
 - любое лицо может чеканить золотые монеты из золотых слитков на государственном монетном дворе;
 - импорт и экспорт золота не ограничивались.

Естественные механизмы регулирования



- *Регулирование на основе функции денег как средства образования сокровищ*
- *Механизм «золотых точек»*

Система золотого стандарта обеспечивала длительный период времени стабильность большинства валют, способствовала развитию мировой торговли

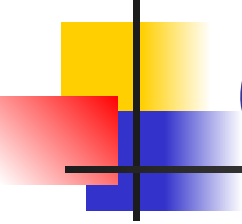


Валютный кризис 1914 - 1922 гг.

**Регулирующий механизм золотого стандарта
перестал действовать**

Факторы разрушения системы золотого стандарта:

- увеличение в значительных размерах эмиссии бумажных денег для покрытия военных расходов;
- введение воюющими сторонами валютных ограничений;
- исчерпание ресурсов золота при финансировании военных затрат



Золото – девизный стандарт (1922 - 1939 гг.)

В 1922г. на Генуэзской конференции восстановлены принципы системы золотого стандарта, но в модифицированном виде:

- национальные кредитные деньги стали обеспечиваться не только золотом, но главным образом иностранной валютой тех стран, которые сохранили свободный обмен своих денежных единиц на золото, т.е. английским фунтом стерлингов, французским франком и долларом США
- другие валюты меняли на золото через предварительный обмен на одну из трех резервных валют
- золотой стандарт сохранял свою силу только на международном уровне
- от *ЗОЛОТОМОНЕТНОГО* стандарта перешли к *ЗОЛОТОСЛИТКОВОМУ*
Демонетизация золота в национальных денежных системах

Валютный кризис 1939 - 1944 гг.

- Валютные ограничения ввели большинство воюющих и многие нейтральные страны;
- Валютные курсы утратили регулирующую роль в экономических отношениях;
- Повысилась роль золота как мировых денег;
- Золотые резервы резко сократились стран, которые вели активные закупки вооружения и продовольствия, и выросли у стран-экспортеров, прежде всего США;
- Страны-оккупанты проводили эмиссию необеспеченных денег для формальной оплаты поставок сырья и продовольствия из оккупированных стран, завышали курсы национальной валюты.



Бреттон-Вудская валютная система (1944 - 1971 гг.)

- *Признание золота и доллара США основой мировой валютной системы:*
 - восстановление золотых паритетов валют,
 - использование золота как международного резервного и платежного средства,
 - сохранение золото-долларового стандарта, обмен долларов на золото по установленной цене 35 USD за тройскую унцию.
- *Введение валютного коридора:*
 - рыночный курс валют мог отклоняться от установленного паритета в узких пределах ($\pm 1\%$),
 - центральные банки обязаны были поддерживать этот «коридор» на основе валютных интервенций
 - Девальвация валют свыше 10% допускалась только с разрешения МВФ.
- *Смягчение валютных ограничений с введением взаимной обратимости валют*

Предпосылки и причины кризиса Бреттон-Вудской системы

- Преодоление многими странами технологического и экономического отставания от США и снижение их доли в мировом промышленном производстве и мировых запасах золота
- Фактическое использование наряду с долларом в качестве резервов других валют - немецкой марки, швейцарского франка и японской иены,
- Образование огромного дефицита платежного баланса США

В результате к концу 60-х годов:

1. Право владельцев долларовых резервов обменивать их на золото по официальной цене пришло в противоречие с возможностями США осуществлять этот обмен
2. Заниженная в интересах США официальная цена золота стала отклоняться от рыночной цены
3. Периодически возникали резкие колебания курсов валют относительно друг друга, что вело к существенным издержкам поддержания разрешенного коридора и не отвечало интересам стран, валюта которых была более устойчивой.

Ямайская валютная система (с 1976 г.).



- поддержание стабильности финансовой и валютной политики в стране и использование интервенций Центрального банка при слишком сильных колебаниях валютного курса;
- отказ от манипуляций с валютным курсом, направленных на получение односторонних преимуществ;
- незамедлительное информирование *МВФ* обо всех предполагаемых изменениях механизма валютного регулирования и валютных курсов;
- отказ от привязки курса своих валют к золоту.
Золото было лишено своих официальных функций, т.е. демонетизировано

Валютная структура мировых резервов (%)

| Резервные валюты | Годы | | |
|------------------------|------|------|------|
| | 2000 | 2005 | 2008 |
| 1. Доллар США | 55,3 | 45,7 | 39,6 |
| 2. Евро | 13,6 | 17,5 | 16,8 |
| 3. Фунт стерлингов | 2,3 | 2,5 | 3,0 |
| 4. Швейцарский франк | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| 5. Японская йена | 4,9 | 2,7 | 2,0 |
| 6. Нераскрытые резервы | 23,7 | 31,5 | 38,5 |



Деньги в системе денежно-кредитного регулирования

Существует два признанных теоретических подхода к дефиниции денег:

- 1. деньгами являются любые совершенные заменители наличной валюты, которые могут использоваться как средство платежа*
- 2. деньгами признаются те финансовые активы, которые выполняют функции денег - меры стоимости, средства платежа, средства накопления*



Деньги как средство обмена

- Д. Юм: «Деньги, собственно говоря, не есть предмет коммерции. Они лишь орудие, которое люди договорились использовать, чтобы облегчить процесс обмена одного товара на другой. Это не колеса торговли, а масло, которое делает их более ровными и гладкими» .
- Ф.А. Хайек: «Служить повсеместно принятым средством обмена - единственная функция, которую объект должен выполнять, чтобы называться деньгами, хотя общепринятое средство обмена, вообще говоря, приобретает также дополнительные функции: счетной единицы, средства сохранения ценности, средства отсроченного платежа и др.»



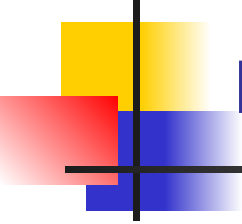
Деньги как совокупность функций

Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Учебник «Экономика»:

Деньги – это общепризнанное средство платежа, которое принимается в обмен на товары и услуги, а также при уплате долгов

Выделяют четыре функции:

- средство обмена (средство обращения)
- средства сохранения стоимости
- меры отложенных платежей
- единица счета



К. Маркс. Капитал. К критике политической экономии. Т. I, гл. III

Три основных функции денег:

- мера стоимости,
- средство обращения,
- финансовая функция, подразделяемая на три подфункции
 - образование сокровищ,
 - средство платежа и
 - мировые деньги



Г. Дейвис. «История денег»

Микроэкономические:

1. средство счета,
2. общая мера стоимости,
3. средство обращения,
4. средство платежа,
5. стандарт отложенных платежей,
6. средство сохранения стоимости

Макроэкономические

1. ликвидный актив,
2. средство, образующее основу распределительной функции рынка (через цены),
3. причинный фактор экономики,
4. средство управления экономикой



Что считать деньгами с экономической точки зрения?

- В современной экономике различные виды активов выполняют основные функции денег,
а потому
- разграничение между деньгами и не-деньгами является достаточно сложным.
- В связи с этим на практике обычно рассматривают несколько т.н. **денежных агрегатов**, которые отличаются по степени ликвидности включаемых в них активов.

Под ликвидностью актива понимается возможность конвертировать актив в общепринятое средство обращения.

В разных странах под одинаково называемыми денежными агрегатами могут пониматься различные наборы активов



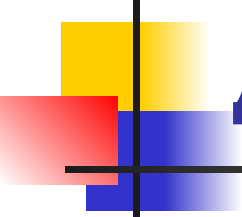
Денежные агрегаты

- **M1** - наличные деньги в обращении и вклады «до востребования», при вычислении этого денежного агрегата упор делается на использование денег в качестве средства платежа
 - **M2** - M1 плюс различные срочные депозиты
 - **M3** - M2 плюс средства, вложенные в фонды денежного рынка, облигации со сроком до погашения менее двух лет
- В США агрегат M3 включает дополнительно, обязательства коммерческих банков по операциям «репо», евродолларовые депозиты в отделениях банков США за границей*
- **M4** – M3 плюс бессрочные депозиты нефинансового частного сектора в банках и строительных обществах



Прагматический подход

- Большинство центральных банков пользуются прагматическим подходом - выбирают для своих целей тот денежный агрегат, который наилучшим способом служит индикатором ценовой динамики и динамики процентных ставок в экономике



Концепция денежной базы и денежного агрегата M1

Финансовые инструменты, которые по своим свойствам похожи на наличную валюту (C),

должны включаться в денежный агрегат

С точки зрения центрального банка идеальным субститутom наличной валюты являются те средства, которые коммерческие банки хранят на счетах центрального банка (R).

Сумма наличной валюты и этих средств образуют денежную базу (B):

$$\mathbf{B=C+R}$$

С точки зрения частного небанковского сектора идеальным заменителем наличной валюты являются депозиты до востребования (D), так как их в любой момент можно превратить в наличные деньги с минимальными транзакционными издержками.

Сумма валюты, находящейся в обращении, и этих депозитов образуют денежный агрегат M1

$$\mathbf{M1=C+D}$$

Денежные агрегаты M2, M3 и M4



Денежные агрегаты M2, M3 и M4 не являются совершенными субститутами денег

- Однако помимо индикатора M1 и денежной базы, большинство центральных банков мира используют в своих целях эти более широкие денежные агрегаты
- Но критерии, по которым те или иные агрегаты включают в состав денег, являются размытыми



Денежные агрегаты по методологии Банка России

- ***M0 -наличные деньги в обращении*** — наиболее ликвидная часть денежной массы, доступная для немедленного использования в качестве платежного средства (банкноты и монета в обращении) – *“деньги вне банков”*.
- ***M2 - денежная масса***— сумма наличных денег в обращении и безналичных средств
- ***Безналичные средства*** - остатки средств нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц на расчетных, текущих, депозитных и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт) и срочных счетах, в кредитных организациях в валюте РФ, а также начисленные проценты по ним.
- В показатель денежной массы в национальном определении **не включаются** депозиты в иностранной валюте

Методология денежного обзора

- **Денежная масса** — совокупность агрегатов “Деньги” и “Квазиденьги”
- **Деньги** — все денежные средства в экономике, которые могут быть немедленно использованы как средство платежа:
 - “деньги вне банков” и
 - “депозиты до востребования” в банковской системе
- **Деньги вне банков** — выпущенные в обращение Банком России наличные деньги, за исключением сумм наличности, находящейся в кассах Банка России и кредитных организаций
- **Квазиденьги** — депозиты банковской системы, которые непосредственно не используются как средство платежа и менее ликвидны, чем “Деньги”: это “срочные и сберегательные депозиты и депозиты в иностранной валюте” по органам денежно-кредитного регулирования и кредитным организациям

Денежная масса

(национальное определение)

- совокупность денежных средств в валюте Российской Федерации, предназначенных для
 - ✓ оплаты товаров, работ и услуг, а также
 - ✓ для целей накопления нефинансовыми и финансовыми (кроме кредитных) организациями и физическими лицами — резидентами Российской Федерации

Источником информации для расчета денежной массы являются данные ежемесячного сводного бухгалтерского баланса кредитных организаций Российской Федерации и сводного бухгалтерского баланса Банка России (в расчет включаются обязательства кредитных организаций и Банка России перед хозяйствующими субъектами)

Денежная масса (национальное определение)



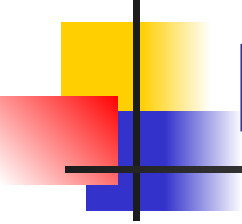
- M_0 - включает наличные деньги в обращении вне банковской системы
- M_1 - денежный агрегат M_0 и остатки средств в национальной валюте на расчетных, текущих и иных счетах до востребования населения, нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций, являющихся резидентами Российской Федерации.
- Денежный агрегат M_2 включает денежный агрегат M_1 и остатки средств в национальной валюте на счетах срочных депозитов и иных привлеченных на срок средств населения, нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций, являющихся резидентами Российской Федерации.



Денежная база

- **Денежная база в узком определении** — выпущенные в обращение Банком России наличные деньги (исключая остатки средств в кассах Банка России), остатки на счетах обязательных резервов, депонируемых кредитными организациями в Банке России
- **Денежная база в широком определении** - выпущенные в обращение Банком России наличные деньги, остатки на счетах обязательных резервов, депонируемых кредитными организациями в Банке России, средства на корреспондентских счетах и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложения кредитных организаций в облигации Банка России (по рыночной стоимости), а также иные обязательства Банка России по операциям с кредитными организациями в валюте Российской Федерации.

Источником информации для расчета денежной базы в широком определении являются данные ежемесячного сводного бухгалтерского баланса Банка России



Денежно-кредитное регулирование

- один из механизмов государственного регулирования экономики, направлено на изменение объемов денежной массы, процентных ставок, объемов кредитования и других параметров, определяющих спрос и предложение денег и стоимость национальной денежной единицы
- ***Субъектами денежно-кредитного регулирования*** являются монетарные власти - органы, наделенные полномочиями принимать решения, влияющие на денежную сферу и стабильность национальной валюты
- ***Объектами денежно-кредитного регулирования*** выступают спрос и предложение денег



Спрос на деньги

- это спрос на денежные запасы в различных секторах экономики, а также на различных рынках, в том числе на финансовом рынке.
- *Спрос на деньги выражается долей совокупного богатства (дохода) экономического агента (организации, физического лица, государства), которую последний хочет держать в денежной форме, исходя из определенных мотивов*
- Функция (уравнение) спроса на деньги отражает связь между денежной массой, на которую предъявляется спрос, и основными экономическими показателями.
- Разные экономические школы предлагают разные функции спроса на деньги
-

Количественная теория денег

Основной вид мотивации спроса на деньги – транзакционный. Деньги ценны своей покупательной способностью. Спрос предъявляется не столько на деньги как таковые, сколько на реальные денежные остатки, выражающие реальную ценность денег:

$$\text{реальные денежные остатки} = M/P,$$

где M - номинальная денежная масса,

P - уровень цен в экономике.

Количественная теория - спрос на деньги

Основное уравнение количественной теории денег Ирвинга Фишера

$$MV = PY$$

- Где V – скорость обращения денежной единицы,
- Y – ВВП в реальном исчислении,
- PY – стоимостная оценка всех сделок с участием денег (включая сделки на вторичном рынке, финансовые активы и новые товары и услуги, произведенные в течение периода)

Из этого уравнения выводится спрос на деньги

$$\frac{M^D}{P} = \bar{k}Y$$

- где $k = 1/V$ и считается константой.

В количественной теории скорость обращения денег предполагается экзогенно заданной константой.

Кейнсианская концепция спроса на деньги - теория предпочтения ЛИКВИДНОСТИ

Три компонента спроса на деньги:

1. спрос на деньги для целей платежа (M_T^D),
2. спрос на деньги из целей предосторожности (M_P^D)
3. спекулятивный спрос (M_S^D).

1 и 2 компоненты зависят от дохода и похожи на денежный спрос в количественной теории денег.

3 компонент зависит от структуры процентных ставок

Общий спрос на деньги равен сумме трех компонент и зависит от дохода и уровня рыночных процентных ставок

$$M^D = M_S^D + M_T^D + M_P^D = f(i, Y)$$



Мотивы спроса на деньги

- **Трансакционный мотив** – для совершения сделок
- **Мотив предосторожности** – люди оставляют в виде денег больше, чем они обычно тратят, из-за их высокой ликвидности, откуда и произошло название теории Кейнса
- **Спекулятивный мотив** связан с распределением денежных доходов на потребление и сбережения, определяется ожиданиями относительно изменения процентных ставок. Например, если ожидается, что ставки процента вырастут, тем самым провоцируя снижение стоимости ценных бумаг, люди будут более склонны держать свои сбережения в виде денег, нежели вкладывать в ценные бумаги.

Портфельная теория спроса на деньги Дж. Тобина

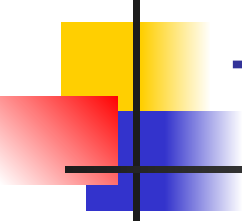
- Основная идея - индивид решает задачу формирования оптимального портфеля из доступных ему активов с учетом доходности и рискованности активов. Предполагается, что средний индивид в этой модели не склонен к риску.
- Получаемый из этой модели спрос на реальные денежные остатки также обратным образом зависит от ставки процента.
- Идеи портфельного подхода Дж. Тобина были развиты М. Фридманом в его работе «Количественная теория денег: повторное появление».
- Концепция перманентного дохода, введенная М. Фридманом, представляет собой настоящую приведенную стоимость всего ожидаемого в будущем индивидом дохода.

Модель спроса на деньги Милтона Фридмана

Спрос на деньги конкретного индивида зависит от величины и структуры его богатства: деньги, облигации, акции, физические активы, человеческий капитал

$$\frac{M^d}{P} = f \left(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi_e - r_m \right)$$

- где M/P - спрос на реальные денежные остатки,
- Y_p - мера богатства индивида
- r_m - ожидаемая доходность денег,
- r_b - ожидаемая доходность по облигациям,
- r_e - ожидаемая доходность рыночного портфеля,
- π^* - ожидаемая инфляция



Возрождение количественной теории денег на новых основаниях

- При изменении процентных ставок в экономике разности в доходностях между деньгами и более доходными активами остаются приблизительно на одном и том же уровне.
- Поэтому ставки процента лишь незначительно влияют на спрос на деньги.
- Исходя из гипотезы о постоянной доле денежной массы в финансовых активах, в модели Фридмана эластичность спроса на деньги от дохода больше единицы.

Параметры спроса на деньги в Европе в последнее время являются стабильными

Изменения в номинальных доходах обусловлены исключительно колебаниями денежного предложения



Предложение денег

- *Предложение денег* обеспечивают национальный Центральный банк и банковская система.
- Другие экономические субъекты могут создавать средства обращения и платежа, не являющиеся в строгом смысле слова деньгами, но представляющие собой их заменители (например, векселя).
- Результатом предложения денег Центральным банком и системой коммерческих банков выступает денежная масса, находящаяся в обращении.

Структура денежной массы Российской Федерации

| Показатель | Годы | | | | | | | | |
|---|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 1. Денежная масса (M2) на конец года, млрд. руб. | 3212 | 4363 | 6045 | 8995 | 13272 | 13493 | 15697 | 20012 | 24543 |
| 2. Наличные деньги в обращении (M0), млрд. руб. | 1147 | 1534 | 2009 | 2785 | 3702 | 3794 | 4038 | 5 063 | 5 939 |
| 3. Доля наличных денег в совокупной денежной массе, % | 35 | 35 | 33 | 30 | 27 | 28 | 26 | 25 | 24 |



Предложение денег

- Под полным контролем центрального банка находится только денежная база
- Денежная масса $M1$, $M2$, и $M3$ – это результат взаимодействия центрального банка, коммерческих банков и небанковского сектора.
- Влияние центрального банка на объем денежной массы зависит от трансмиссионного механизма, связывающего денежную базу и денежные агрегаты



Упрощенный бухгалтерский баланс центрального банка

| Активы | | Пассивы | |
|---|-----------|--|-----------|
| Чистые международные резервы (включая золотой запас) | X | Валюта в обращении | X |
| Чистые требования по отношению к гос. сектору | X | Депозиты банковского сектора | X |
| Кредиты внутреннему банковскому сектору | X | Баланс других требований и обязательств | X |
| Общие чистые активы | XX | Общие обязательства | XX |



Активы центрального банка

- чистые международные резервы ($NP_{CB/F}$) – разность между международными требованиями центрального банка и его международными обязательствами;
- чистые требования по отношению к гос. сектору ($NP_{CB/G}$) - государственные бумаги и прямые кредиты за минусом обязательств перед государственным сектором;
- кредиты центрального банка коммерческим банкам внутри страны () $Cr_{CB/B}$



Обязательства центрального банка

- валюта в обращении (С);
- депозиты коммерческих банков на счетах центрального банка (R) – обязательные и избыточные резервы.
- другие обязательства, сведенные на стороне пассивов ($BAL_{CB/OAL}$).



Денежная база

- с точки зрения структуры:

$$B = C + R$$

- с точки зрения источников

$$B = NP_{CB/F} + NP_{CB/G} + Cr_{CB/B} - BAL_{CB/OAL}$$

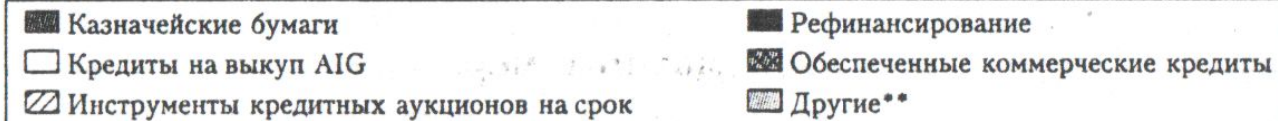
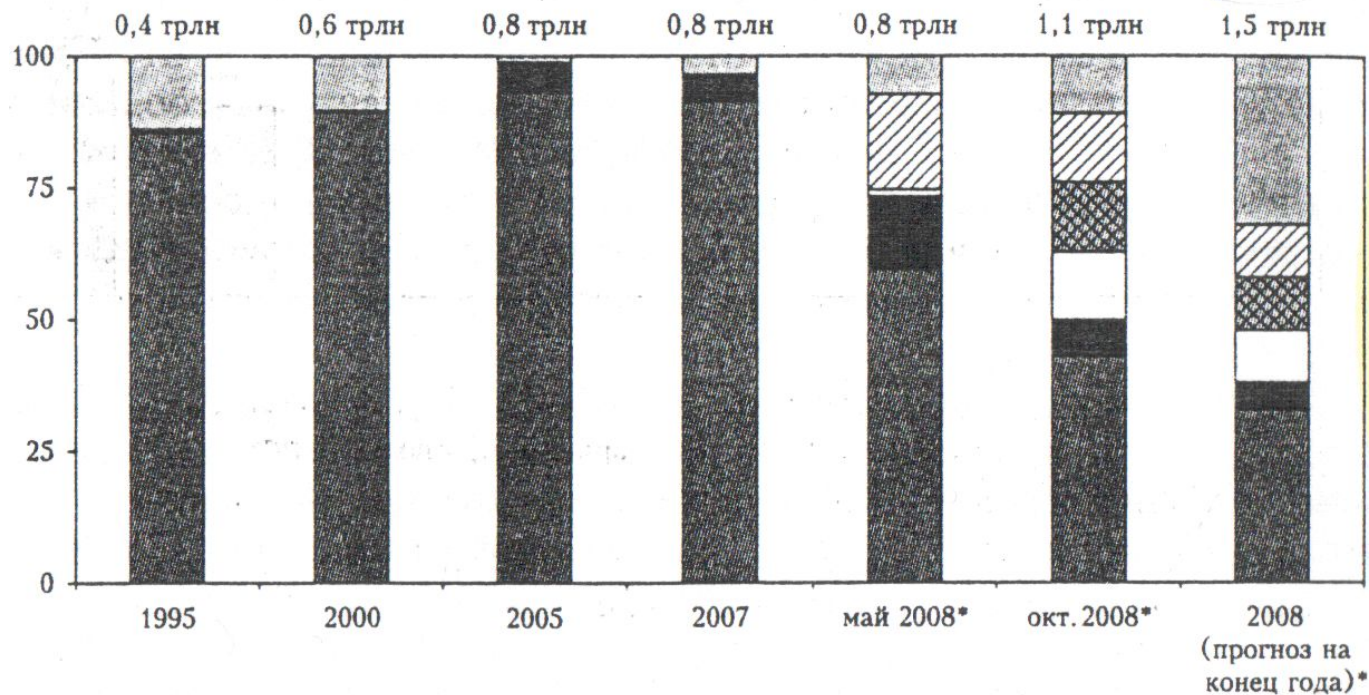
Для изменения денежной базы центральный банк должен изменить один из параметров, находящихся в правой части уравнения



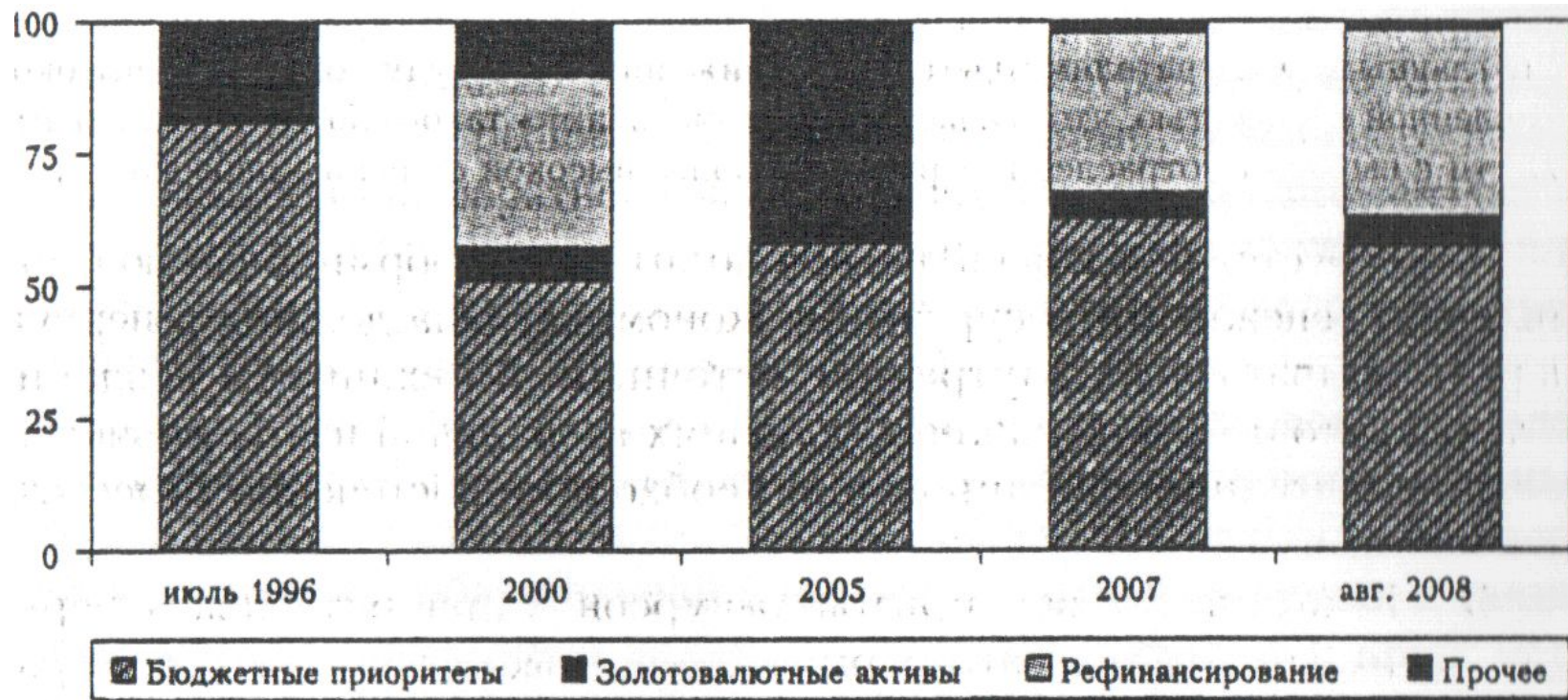
Источники денежной базы

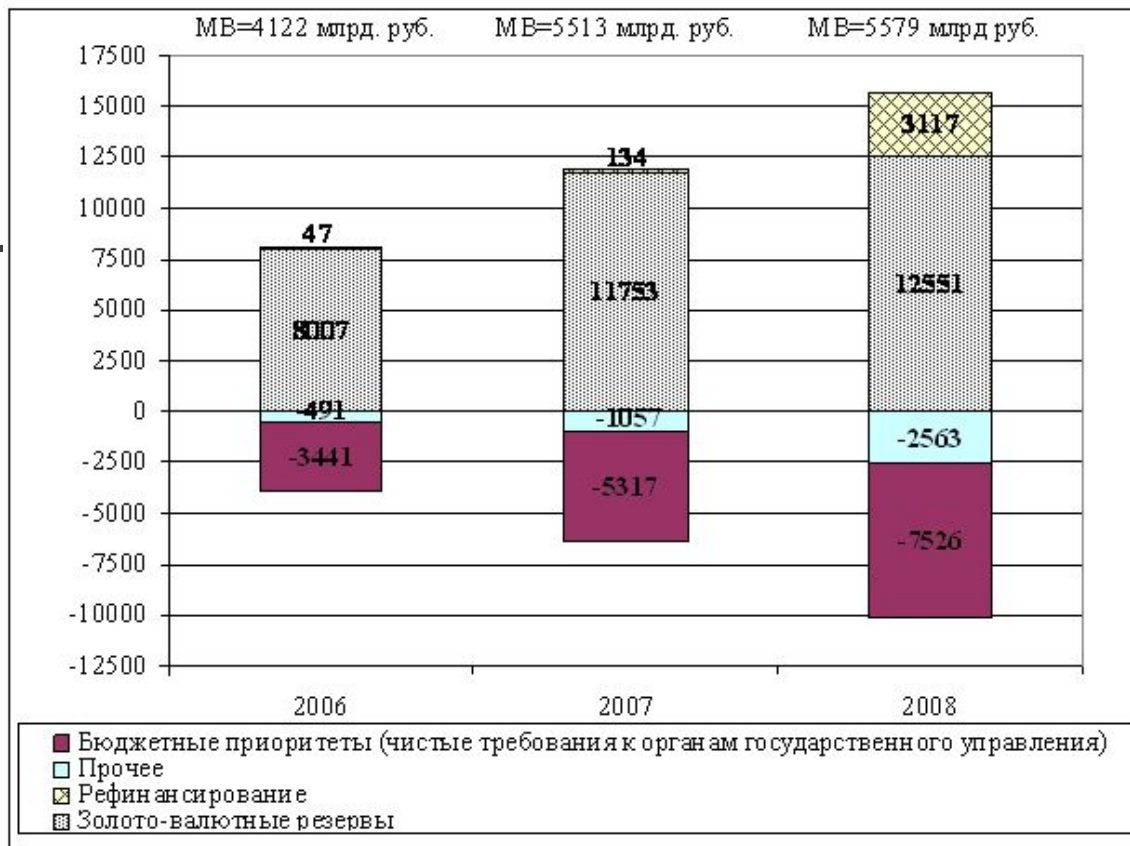
- Международные резервы
- Требования по отношению к государственному сектору
- Кредиты национальным коммерческим банкам

Структура денежной базы США



Структура денежной базы Японии





Структура денежной базы России

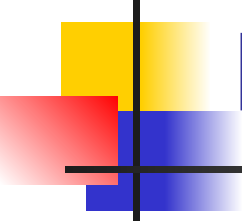
Денежная база Банка России (млрд руб.)

| | 01.01 2010 | 01.09 2010 | 01.09. 2011 | 01.09. 2012 |
|---|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| Денежная база (в широком определении) | 6 467,3 | 7 257,4 | 7163,1 | 8 107,8 |
| наличные деньги в обращении | 4 622,9 | 4 962,7 | 5 964,1 | 6 810,8 |
| корреспондентские счета КО в Банке России | 900,3 | 558,1 | 649,5 | 721,1 |
| обязательные резервы | 151,4 | 179,3 | 342,6 | 407,1 |
| депозиты КО в Банке России | 509,0 | 517,5 | 196,8 | 168,7 |
| облигации Банка России у КО | 283,7 | 1 039,7 | 10,2 | 0,0 |
| | | | | |



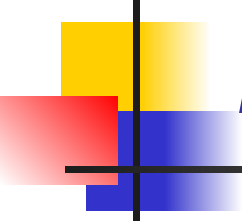
4 канала изменения денежной массы

1. изменение чистых международных активов банков
2. кредитование государственных органов
3. кредитование частного сектора
4. конвертация финансовых инструментов, не включенных в денежный агрегат, в инструменты, включенные в него



Три основных канала влияния ЦБ на денежную базу

- валютные интервенции
- кредитование государства
- кредитование коммерческих банков



Механизм денежного мультипликатора

- процесс самовозрастания банковских депозитов в цепи метаморфоз "депозит-ссуда-депозит".
 - Этот канал создания денег стал действовать с момента перехода национальных денежных систем от золотых денег к кредитным и банковским, заключается в самостоятельном создании банками средств обращения и платежа.
 - Возможности банков осуществлять кредитные операции и создавать новые деньги определяются
 - потребностью хозяйствующих субъектов в кредитах (деловой активностью),
 - величиной *свободного банковского резерва*, который может быть немедленно направлен на совершение активных операций (операций по кредитованию).



Исходный баланс системы коммерческих банков

| Активы | | Пассивы | |
|-------------------|----|----------|----|
| Свободные резервы | 80 | Депозиты | 80 |
| | | | |



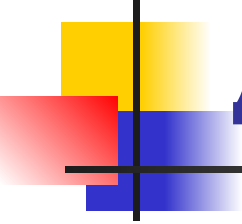
Баланс системы коммерческих банков после предоставления ссуд

| АКТИВЫ | | Пассивы | |
|----------------------|-----|--------------------|-----|
| Обязательные резервы | 16 | Депозиты в Банке 1 | 80 |
| Свободные резервы | 64 | Депозиты в Банке 2 | 64 |
| 2.Ссуды | 64 | | |
| ВСЕГО: | 124 | ВСЕГО: | 124 |

Баланс системы коммерческих банков после нового предоставления ссуд



| Активы | | Пассивы | |
|----------------------|----------------|------------------------|-----------------|
| Обязательные резервы | 28,8 (16+12,8) | Депозиты в Банках 1и 2 | 134,0 (80 + 64) |
| Свободные резервы | 41,2 | Депозиты в банке 3 | 41,2 |
| Ссуды | 105,2(64+41,2) | | |
| ВСЕГО: | 175,1 | ВСЕГО: | 175,1 |



Взаимосвязь денежной базы и денежной массы

- Денежный мультипликатор (m) – это отношение денежной массы к денежной базе

$$m = \frac{M}{B} = \frac{C + D}{C + R}$$

Взаимосвязь денежной базы и денежной массы

- Если отношение наличных денег к депозитам (b) и отношение банковских резервов к депозитам (r), то мультипликатор будет равен

$$m = \frac{bD + D}{bD + rD} = \frac{1 + b}{b + r}$$

Динамика денежного мультипликатора в России

| Показатель | Годы | | | | | | | | | |
|---|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | |
| 1. Денежная масса (M2) на конец года, млрд. руб. | 3212 | 4363 | 6045 | 8995 | 13272 | 13493 | 15697 | 20012 | 24543 | |
| 2. Денежная база на конец года, млрд. руб. | 1914 | 2380 | 2914 | 4122 | 5513 | 5579 | 6467 | 8190 | 8 644 | |
| 3. Коэффициент мультипликации (стр.1: стр.2), раз | 1,67 | 1,83 | 2,07 | 2,18 | 2,4 | 2,41 | 2,43 | 2,44 | 2,84 | |



Задачи центрального банка

- Если центральный банк знает функции предложения и спроса на деньги, а также денежный мультипликатор, он может с помощью различных инструментов контролировать денежную массу или процентную ставку.
- На практике центральные банки развитых стран прибегают к двум способам контроля денежного рынка:
 - контроль за денежной базой
 - контроль процентных ставок.



Выбор способа контроля

зависит от того, какой вид шока испытывает денежный рынок

- При шоке предложения денег эффективен контроль денежной базы;
- при шоке мультипликатора – контроль процентных ставок;
- при шоке спроса на деньги все зависит от того, что для центрального банка важнее: колебания денежной массы или рыночных процентных ставок



Трансмиссионный механизм

- – это механизм взаимодействия элементов денежного, финансового и реального секторов экономики, который определяет скорость и характер воздействия инструментов денежно-кредитной политики на показатели реального сектора, такие как объем национального дохода и уровень цен

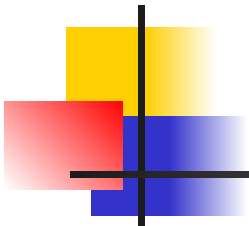


Рис. Общая схема трансмиссионного механизма



Трансмиссионные механизмы

Структура лагов

- **Нарушение**
- *Лаг реакции ЦБ*
 - *время получения информации о нарушении,*
 - *время распознавания нарушения,*
 - *время принятия решения*
- *Действие ЦБ*
 - *изменение ставки рефинансирования, норм резервов и др.*
- *Лаг реакции финансового сектора на действия ЦБ*
 - *изменение рыночных процентных ставок, объемов кредитования и денежной массы*
- *Лаг реакции реального сектора на изменение параметров финансовой сферы*
 - *Изменение потребительских расходов, спроса и предложения на рынке труда и других макроэкономических показателей*
- **Устранение нарушения**
- лаговый период по результатам многочисленных эмпирических исследований варьирует от 6-8 месяцев до 1.5-2 лет
-

Механизм денежной трансмиссии



- Процесс «проникновения» денежных импульсов в потребительские цены охватывает целую последовательность взаимосвязей между параметрами денежного, финансового и реального секторов экономики, которая формирует *механизм денежной трансмиссии*.
- Специфика проведения операций центрального банка и его место в данном механизме определяются особенностями операционной структуры денежно-кредитной политики
 - возможность его участия только в операциях на финансовых рынках
 - отсутствие инструментов прямого воздействия на потребительские цены.
- Орган денежно-кредитного регулирования находится в самом начале продолжительного трансмиссионного пути – на стыке денежного и финансового рынков,
- Завершающая стадия механизма денежной трансмиссии – взаимодействие финансового и реального секторов экономики, функционирует без непосредственного участия ЦБ и оказывается *вне его прямого контроля*.



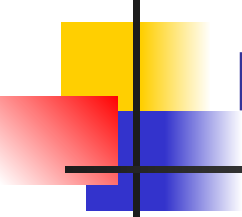
Трансмиссионные каналы

1. Процентный - касается прямого влияния ставок на инвестиционные решения фирм
2. Кредитный - повышение ставки рефинансирования увеличивает долю процентных платежей в прибыли компании, что ослабляет структуру ее баланса
3. Канал инфляционных ожиданий
 - экстраполяционные ожидания,
 - адаптивные ожидания
 - рациональные ожидания.



Кредитный канал

- При низких ставках возрастает финансовый рычаг и все леввереджированные инвестиции, что подталкивает цены капитальных активов вверх.
- Низкие ставки формируют сверхоптимистичные ожидания, которые еще более усиливают инфляционное давление и порождают чрезмерную экспозицию субъектов экономики к потенциальным рискам.



Денежно-кредитная политика центрального банка

- Определение конечной **цели ДКП**
- Выбор **режима таргетирования** - механизма, с помощью которого достигается цель ДКП.
- Определение **инструментов** (инструменты по предоставлению и изъятию ликвидности), с помощью которых будет реализоваться выбранный режим таргетирования.

Решения, принимаемые по этим трем направлениям, являются взаимозависимыми: из выбора цели денежно-кредитной политики вытекает режим таргетирования, от которого, в свою очередь зависит, выбор инструментов ДКП.



Цели ДКП

- Центральный банк вносит вклад в повышение благосостояния общества путем достижения устойчивых целевых макроэкономических параметров.
- Целевая функция центрального банка - это функция потерь общества вследствие отклонения темпов инфляции (π_t) и реального ВВП (Y_t) от своих целевых значений (π^* и Y^* - потенциальный ВВП), которую он должен минимизировать:

-



Функция Свенсона

$$L_t = 0.5 \cdot \left[(\pi_t - \pi^*)^2 + \alpha \left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*} \right)^2 \right] \rightarrow \min$$

3 параметра целевой функции

- целевой уровень инфляции,
- потенциальный ВВП
- коэффициент α - определяет относительную значимость инфляции и ВВП для денежных властей.

Если $\alpha = 0$, то центральный банк придерживается жесткого инфляционного таргетирования.

Если $\alpha = 1$, то инфляции и ВВП придается одинаковый вес, что соответствует таргетированию номинального дохода.

Аналогом коэффициента α является β

γ и β отражают веса, которые денежные власти придают в своей политике отклонению от цели инфляции и ВВП, соответственно



Две крайние позиции целевой функции центрального банка:

- **жесткое инфляционное таргетирование**
- **таргетирование номинального дохода**

При таргетировании номинального дохода и при любой $\alpha > 0$ функция предполагает существование зависимости между инфляцией и экономическим ростом.

Возможен обмен между ними – повышение темпов инфляции можно компенсировать снижением экономического роста и наоборот.

Сегодня большинство центральных банков рассматривают стабильность цен основной целью денежно-кредитной политики.

Во многих странах в законе о центральном банке стабильность цен зафиксирована как доминантная цель ДКП



Режим таргетирования

или режим денежно-кредитной политики, - это правила, по которым денежные власти осуществляют денежно-кредитную политику:

- определение целевого значения показателя или **таргета** (промежуточной цели), достижение которого приведет и к достижению конечной цели денежно-кредитной политики,
- Выбор механизма, с помощью которого возможно достижение целевого значения таргета.

Динамика таргетируемого показателя одновременно используется как ранний индикатор нарушения пропорций (шока) в экономике и позволяет центральному банку оперативно реагировать на них.

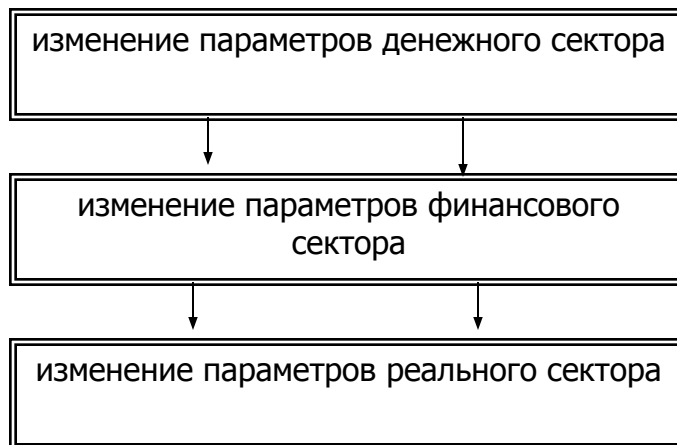
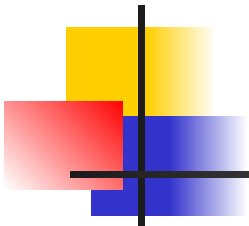
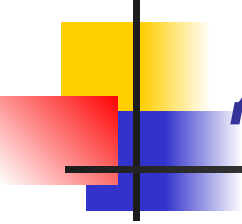


Рис. Общая схема трансмиссионного механизма



Операционные показатели денежно-кредитной политики

- это те показатели, которые находятся под непосредственным контролем центрального банка.
- краткосрочная процентная ставка
- денежная база
- обменный курс.

Выбор операционных показателей определяется режимом таргетирования, которого придерживается центральный банк при проведении денежно-кредитной политики.



Операционные показатели

- Основным операционным показателем большинства центральных банков развитых стран является **краткосрочная процентная ставка**
- Для воздействия на данный показатель используются инструменты денежно-кредитной политики:
 - инструменты постоянного действия
 - ✓ Депозиты ЦБ
 - ✓ кредиты ЦБ,
 - операции на открытом рынке
 - покупка/продажа государственных и собственных ценных бумаг,
 - операции РЕПО и обратного РЕПО.

Схема режима таргетирования

**Центральный
банк**

Операционные показатели

Процентные ставки,
Денежная база
Обменный курс

Таргет

Денежная масса
Валютный курс
Уровень инфляции

Конечная цель ДКП

Стабильный уровень цен
Стабильный валютный курс
Экономический рост

Цели денежно-кредитной политики центральных банков

| Цели | ФРС США | Банк Японии | Европейский центральный банк | Банк России |
|--------------------|---|--|---|--|
| Конечная цель | Эффективное содействие максимальной занятости , устойчивым ценам и умеренным долгосрочным процентным ставкам | Достижение ценовой стабильности для содействия надежному развитию национальной экономики | Обеспечение ценовой стабильности в еврозоне | Защита и обеспечение устойчивости рубля; |
| Промежуточная цель | Отсутствует | Избыточные резервы банковского сектора на счетах в ЦБ | Ориентир инфляции, прирост агрегата M2 | Чистые международные резервы |
| Операционная цель | Ставка по федеральным фондам (federal funds rate) | Ставка по кредиту «овернайт» (call money rate) | Ставка рефинансирования (ECB interest rate) | Рублевая стоимость бивалютной корзины |

Операционные цели денежно-кредитной политики



| Центральный банк | Официальная операционная цель |
|--|---|
| Резервный банк Австралии | Ставка «овернайт» на МБК |
| Центральный банк Бразилии | Базовая ставка центрального банка |
| Банк Канады | Ставка «овернайт» по обеспеченным заемным операциям |
| Европейская система центральных банков | Формальная операционная цель отсутствует |
| Валютное управление Гонконга | Валютный курс на спот-рынке |
| Резервный банк Индии | Волатильность процентной ставки «овернайт» на МБК |
| Банк Японии | Ставка «овернайт» по необеспеченным заемным операциям |
| Банк Кореи | Отклонение ставки «овернайт» на МБК от базовой ставки центрального банка |
| Банк Мексики | Ставка «овернайт» на МБК |
| Валютное управление Сингапура | Целевой валютный коридор для сингапурского доллара |
| Шведский Риксбанк | Ставка «овернайт» по операциям репо |
| Швейцарский национальный банк | Целевой диапазон трехмесячной ставки LIBOR (CHF) |
| Банк Англии | Отклонение ставки «овернайт» на МБК от базовой ставки центрального банка |
| ФРС США | Процентная ставка по федеральным фондам |
| Банк России | Среднесрочная цель - номинальный эффективный курс рубля, краткосрочная цель - бивалютная корзина, состоящая из доллара и евро |



Инструменты ДКР

Выбор инструментов зависит от:

- выбора операционной цели
- от степени развитости национальной финансовой системы



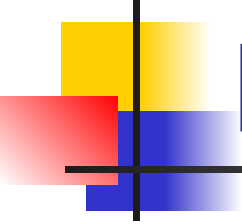
Методы ДКР

- **Экономические (косвенные):**
 - ▣ **воздействие на объем денежного предложения**
 - ✓ рефинансирование
 - ✓ валютные интервенции
 - ✓ операции на открытом рынке
 - ▣ **воздействие на денежный мультипликатор**
 - ✓ регулирования норм обязательных резервов
- **Административные (прямые, селективные):**
 - ✓ установление прямых количественных ограничений;
 - ✓ портфельные ограничения и др.



Регулирование норм обязательных резервов

- Нормы обязательных резервов устанавливаются в виде определенного процента к сумме депозитов коммерческих банков
- Дифференцируются в зависимости:
 - от срочности депозитов и их величины (США, Германия);
 - от источников депозитов и валюты (нерезиденты, резиденты, в отечественной или иностранной валюте).
- Изменяются редко - раз в несколько лет
- Оказывают значительное влияние на объем активных операций банков



Особенности использования резервных требований

- действие норм резервов распространяется на все кредитные организации
- свобода центрального банка по установлению норм минимальных резервов ограничена
- техника расчета норм резервов и санкции за их нарушение отличаются большим разнообразием



Валютные интервенции

- Валютные интервенции представляют собой операции купли-продажи иностранной валюты за национальную
- В открытых экономиках валютные интервенции служат преимущественно задаче поддержания курса национальной валюты, а для регулирования денежной массы и уровня цен используются другие инструменты

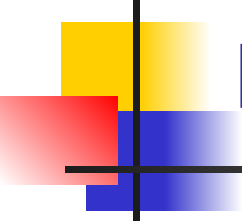
Операции на открытом рынке



- это операции по купле – продаже государственных облигаций, казначейских векселей и прочих ценных бумаг на рынке
 - без обязательств обратного выкупа
 - с обязательством обратного выкупа (РЕПО)
- любые операции, связанные с регулированием ликвидности, инициатива проведения которых исходит от центрального банка, а не от кредитных организаций

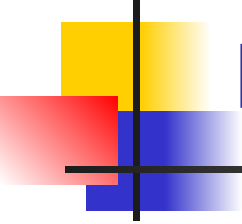
Операции на открытом рынке

- проводятся на нерегулярной основе, по мере возникновения потребностей в предоставлении либо абсорбировании ликвидности
- оказывают быстрое корректирующее воздействие на уровень ликвидности банков и объем денежной массы.
- отличаются высокой гибкостью и оперативностью, периодичность и масштабы их проведения определяются самим центральным банком, исходя из стоящих перед ним задач



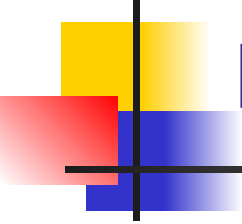
Рефинансирование кредитных организаций

- Расширение денежного предложения
- Оказание финансовой помощи коммерческим банкам – функция кредитора последней инстанции



Рефинансирование кредитных организаций

- *Учетные (дисконтные) кредиты* – это покупка у банков и других кредитных организаций векселей до истечения их срока
- *Ломбардные кредиты* - это ссуды под залог депонированных в банке ценных бумаг
- *Кредиты овернайт* –однодневные кредиты, предоставляются в том случае, если коммерческие банки не могут изыскать кредиты на межбанковском рынке
- *Корректирующие кредиты* предоставляются для корректировки финансового положения банка



Формы предоставления кредитов

- «дисконтное окно»
- индивидуальный договор
- кредитный аукцион

Селективные (прямые)

методы

Прямое ограничение размеров банковских кредитов

- ▣ потребительских кредитов,
- ▣ кредитов на недвижимость
- ▣ кредитов для покупки ценных бумаг

■ *Контроль условий кредитования*

- ▣ ограничение размера кредитной маржи,
- ▣ установление “потолков” процентных ставок
- ▣ регулирование ставок по отдельным видам кредитов или кредитных организаций

- *Портфельные ограничения* - обязывают коммерческие банки инвестировать часть ресурсов в государственные ценные бумаги, либо держать их в ликвидных активах («нормирование ликвидности»)

В настоящее время прямые ограничения в развитых странах практически не используются

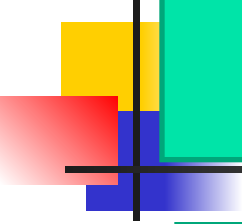
Инструменты денежно-кредитной политики

| Инструмент политики | Процентная ставка | Денежная база |
|-------------------------------|--|--|
| Рефинансирование | активно используется краткосрочное кредитование | за исключением внутридневных и суточных кредитов не используется |
| Операции на открытом рынке | аукционы с фиксированной процентной ставкой | аукционы с фиксированным объемом лотов |
| Валютные интервенции | используются при таргетировании валютного курса, при таргетировании процентной ставки служат для сглаживания её внезапных колебаний | используются, если валютный рынок более развит, нежели денежный рынок |
| Обязательные резервы | редко используются для управления банковской ликвидностью через усреднение резервов | используются для стабилизации денежного мультипликатора |



Инструменты ДКП по методологии МВФ

- **Операции на денежном рынке** (*money market operation*) – центральный банк проводит их по собственному усмотрению для выравнивания спроса и предложения на денежном рынке
- **Инструменты на основе правил** (*rules-based instrument*) – действуют постоянно, доступны каждому банку



Инструменты денежно-кредитной ПОЛИТИКИ

Операции на открытом
рынке

Операции по купле-
продаже ценных бумаг

Аукционы

Операции точной
настройки

Инструменты на основе
правил

Инструменты
постоянного действия

Нормирование
ликвидности

Обязательные
резервы

Тенденции развития инструментария денежно- кредитной политики



- Административные инструменты замещаются рыночными
- Состав инструментария становится все более разнообразным
- Развивающиеся страны предпочитают инструменты на основе правил
- Сокращается зависимость политики центральных банков от налогово-бюджетного регулирования



Три режима таргетирования

- монетарное таргетирование - основным методом регулирования объема денежной массы является **изменение процентных ставок**
- курсовое таргетирование - инструментом контроля обменного курса являются **интервенции на валютном рынке**
- инфляционное таргетирование - полная свобода центрального банка в выборе инструментов денежно-кредитного регулирования и механизмов их применения.

Режим монетарного таргетирования



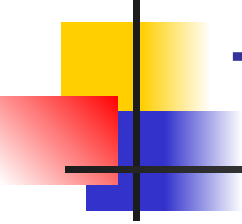
Основан на количественной теории денег

- Концепция была разработана монетаристами в 50-60 годах прошлого века, основной вклад внесли Фридмен (Fridman, 1968), Буннер и Мелтцер (Brunner and Meltzer, 1964)
- Апробирована большинством развитых стран после краха Бреттон-вудской системы в 1973 году
- Режим монетарного таргетирования устанавливает в качестве таргета рост денежной массы по денежному агрегату M2 или M3

Правило монетарного таргетирования



- Если темпы инфляции превышают нормативные или если рост ВВП выше потенциального, то это должно отразиться на текущем темпе роста денежного агрегата, который станет превышать целевой уровень.
- В этом случае денежные власти должны сократить рост денежной массы до целевого, что в среднесрочной перспективе приведет к восстановлению темпа инфляции и роста ВВП на желаемых уровнях.
- Если в экономике наблюдается рецессия, то центральный банк должен расширять денежную массу.
- Это правило адекватно только для среднесрочного периода, для которого спрос на деньги является стабильным и отклонения действительных темпов роста денежной массы от целевого показателя всегда отражают инфляционное давление или рецессию.
- В краткосрочном периоде из-за значительных колебаний денежной массы, которые не всегда обусловлены изменением инфляции или ВВП следование этому правилу может привести к ошибкам.



Механизм регулирования темпов роста денежной массы

- В настоящее время признано, что объем денежной массы эффективнее всего регулировать с помощью изменения процентных ставок
- При превышении роста денежной массы над целевым, денежные власти должны повысить процентную ставку и наоборот
- Регулирование денежной массы сталкивается с рядом проблем, связанных с неполной информацией относительно спроса и предложения на кредитных рынках, которые обладают достаточной степенью нестабильности

Валютное таргетирование

- При проведении денежно-кредитной политики центральный банк может использовать обменный курс, и как **операционный показатель** и как **таргет**.
- *Обменный курс как операционный показатель* - центральный банк может контролировать номинальный обменный курс с помощью интервенций на валютном рынке, но:
 - Когда центральный банк препятствует снижению номинального курса национальной валюты, он ограничен размером находящихся у него валютных резервов.
 - Когда центральный банк препятствует повышению курса, то он ограничен возможностями по стерилизации избыточной массы.

Механизм влияния изменения валютного курса

Валютные интервенции - вброс валюты в экономику в значительных объемах - ограничение кредитования коммерческих банков – накопление резервов банковской системы на депозитах.

- Ставка денежного рынка сравнивается со ставкой по депозитам.
- Зафиксировав валютный курс, центральный банк может накапливать резервы банковской системы до бесконечности.
- Средства на депозитах должны быть подкреплены валютными резервами ЦБ, иначе существует риск спекулятивной атаки и последующего кризиса на валютном рынке.
- Если доходность валютных активов ЦБ меньше, чем ставки по депозитам в ЦБ, то происходит повышение номинального курса национальной валюты и рост процентных ставок

Взаимосвязь курсовой и процентной политики

- Для поддержания равновесия, ежегодное снижение номинального курса должно быть не меньше, чем разница ставок внутреннего денежного рынка и рынка страны, валютный курс которой контролируется.
- Если центральный банк хочет поддерживать номинальную ставку внутреннего денежного рынка выше ставки на иностранном рынке ему необходимо **снижать номинальный курс своей валюты**.
- Но для поддержания равновесия **реальный курс национальной валюты не должен снижаться**, то есть снижение номинального курса должно компенсироваться инфляцией
- Центральный банк может поддерживать заниженный валютный курс бесконечно долго без изменения своей процентной политики.

При определенных условиях центральный банк может осуществлять независимую курсовую и процентную политику



Обменный валютный курс как операционный показатель

Влияние динамики валютного курса на инфляцию происходит посредством двух каналов:

- **эффекта переноса** ("pass-through effect" (PTE)) - при отсутствии торговых барьеров и нулевых транспортных издержках цены на одни и те же товары в различных странах должны быть равными с точностью до валютного курса. На инфляцию оказывает влияние не только само изменение курса, но и то как это изменение соотносится с изменением производительности в секторах торгуемых и неторгуемых товаров внутри страны и за рубежом
- **ожиданий** - установление целевого ориентира на обменный курс служит для экономических агентов индикатором будущей инфляции.

Необходимым условием является доверие к центральному банку:

- в случае завышенного курса оно напрямую зависит от объема и динамики золотовалютных резервов,
- в случае заниженного курса снижение номинального курса должно компенсироваться инфляцией
-

По действию на денежно-кредитную сферу курс и ставки являются совершенными заменителями

- Снижение курса национальной валюты (в целях поддержки экспортеров) должно сопровождаться повышением процентных ставок в экономике, иначе существует опасность инфляционного давления.
- При повышении курса, процентная политика центрального банка должна быть смягчена для того, чтобы предотвратить в экономике возникновение рецессии.
- Центральный банк ограничен в проведении своей процентной и курсовой политики:
 - необходимо поддерживать совокупный спрос адекватно состоянию реального сектора,
 - и при этом предотвращать опасности резкого притока или оттока капитала.

Для малых экономик контроль за динамикой курса является необходимым условием проведения адекватной денежно-кредитной политики.

Режим курсового таргетирования

- курсовой таргет становится не эндогенной, а **экзогенной величиной**, то есть независимой по отношению к состоянию совокупного спроса в экономике.
- В этом случае центральный банк действует по простому правилу: с помощью валютных интервенций и процентных ставок он поддерживает курс на заранее определенном уровне.
- Самым известным режимом курсового таргетирования является режим фиксированного валютного курса (либо когда курс, изменяется с поправкой на инфляцию)



При фиксированном курсе

- невозможно проводить автономную денежно-кредитную политику
- контр-циклическая денежно-кредитная политика требует соблюдения следующих условий:
 - ▣ Центральный банк в стране, валюта которой служит номинальным якорем, должен вести адекватную для своей страны контр-циклическую политику.
 - ▣ Бизнес циклы внутренней экономики и экономики, валюта которой служит номинальным якорем, должны быть синхронизированы, так чтобы направление динамики внешних ставок отражало необходимые изменения процентных ставок внутри страны.

Режим фиксированного курса



- Для режима фиксированного валютного курса предельное значение, на которое инфляция внутри страны может отличаться от инфляции в стране, валюта которой служит номинальным якорем, в 80-90-ых года варьировалась в пределах 3.75 п.п.
- Если темпы инфляции внутри страны значительно превышают темпы инфляции в стране - номинальном якорю, то это означает ограничительную денежную политику на всем протяжении бизнес-цикла, что наносит значительный ущерб экономическому росту.

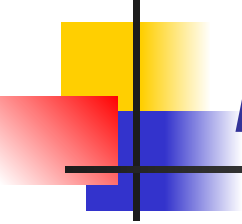
Режим плавающего валютного курса

- Гибкий валютный курс рассматривается как фактор обеспечения автоматической стабилизации реального выпуска
- Механизм автоматической стабилизации действует следующим образом:
 - **в период перегрева** экономики происходит **укрепление** национальной валюты и сокращение сальдо текущего счета, что сдерживает дальнейший экономический рост.
 - **в период ослабления** экономической активности курс национальной валюты **снижается** и способствует увеличению торгового баланса.

Как результат, стабилизационная функция центрального банка оказывается частично выполненной за счет гибкого курсообразования национальной валюты.

Механизм таргетирования реального валютного курса

- Применяется в условиях **повышенной инфляции** в целях обеспечения паритета внутренних и внешних цен и сохранения конкурентоспособности на мировых рынках.
- Он способен преодолеть рецессию за счет стимулирования экономического роста на основе проведения девальвации национальной валюты с целью укрепления позиции отечественных производителей на внешних рынках.
- Ключевое звено в цепи регулирования реального курса валюты - «*эффект импортозамещения*»: повышение совокупного внутреннего предложения на основе изменения условий ценовой конкуренции посредством манипулирования валютным курсом.
- Эффективность режима зависит от:
 - степени открытости экономики,
 - уровня товарного замещения,
 - объема валютных резервов и др..



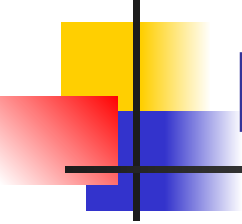
Режим таргетирования реального эффективного курса

- Получил наибольшее развитие в странах Латинской Америки.
- Активно использовался в 1970–е годы, когда валютный курс выступал основным инструментом денежно – кредитной политики в рамках реализации противокризисных стабилизационных программ.
- Проводится, как правило, в неявной форме, то есть без его официального признания.

Последствия таргетирования реального валютного курса

- Краткосрочные эффекты – избыточная макроэкономическая нестабильность, повышающая системные риски и издержки для экономики
- Долгосрочные эффекты – стимулирование пересмотра инфляционных ожиданий в сторону повышения и устойчивый повышенный уровень инфляции

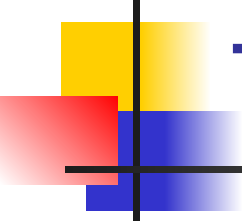
Режим таргетирования реального курса с точки зрения достижения долгосрочной стабильности цен дает неудовлетворительные результаты



Режимы таргетирования реального валютного курса

- применение режима таргетирования реального валютного курса в развивающихся странах носит неформальный характер и обязательства центрального банка по следованию этому режиму фактически отсутствуют

Режим инфляционного таргетирования



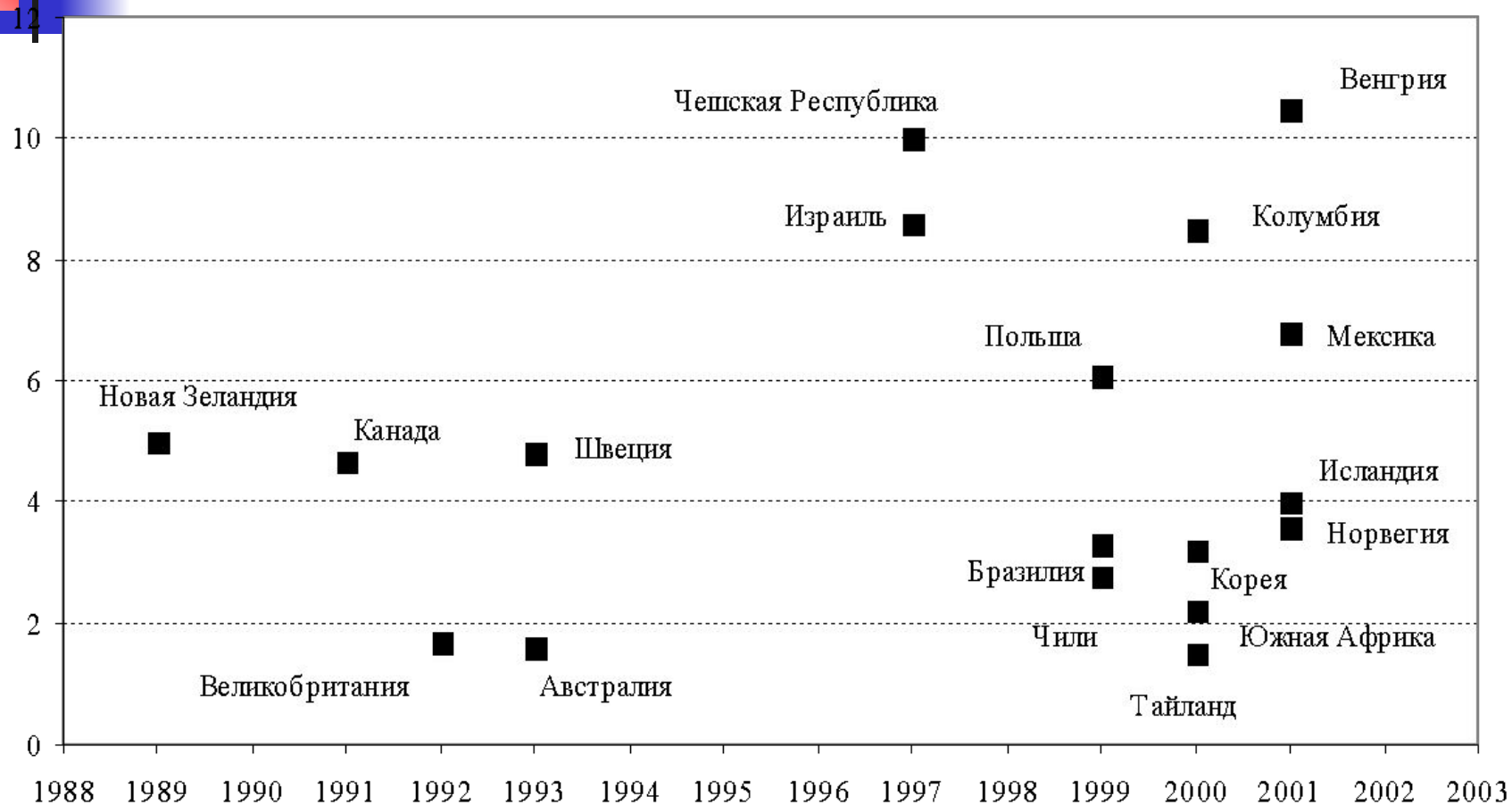
Появился как альтернатива монетарному таргетированию в конце 80-ых годов и получил бурное развитие в последующее десятилетие

Основные характеристики режима :

- четкая постановка цели по достижению количественно заданного уровня инфляции в виде
 - одного значения либо
 - диапазона
- отсутствие доминирования фискальной политики;
- отсутствие иных первичных целей денежно-кредитной политики;
- инструментальная независимость центрального банка;
- прозрачность деятельности и отчетность центрального банка перед обществом

Страны с полным инфляционным таргетированием

темп инфляции, %



Целевой уровень инфляции при инфляционном таргетировании

| СТРАНА | ЦЕЛЕВОЙ УРОВЕНЬ |
|-----------------------|---------------------------------|
| Новая Зеландия | 0%-2 |
| Канада | 1%-3% |
| Великобритания | 1% -3% |
| Швеция | 1%-3% |
| Финляндия | 2% (нет коридора) |
| Австралия | 2%-3% в среднем по циклу |
| Испания | 2% |

Режимы инфляционного таргетирования



В зависимости от того, с какой степенью твердости центральный банк борется за достижение цели по инфляции, выделяют

- полное (строгое) таргетирование - четкий количественный показатель инфляции, полная прозрачность политики ЦБ
- скрытое (эклектичное) таргетирование – наличие других скрытых целей, не полная прозрачность политики ЦБ
- «легкое» инфляционное таргетирование – широкие границы колебания инфляции, непрозрачность политики ЦБ

Связующее звено между операционными показателями и конечной целью ДКП -

инфляционные ожидания

- Именно на ожидания влияет целевой уровень инфляции, а также ее прогнозы, которые приводит центральный банк
- Если экономические агенты верят центральному банку, даже непредвиденные шоки, могут быть сглажены влиянием позитивных инфляционных ожиданий
- На ожидания экономических агентов влияют как действия денежных властей (изменение процентных ставок), так и просто их заявления (о приверженности курса низкой инфляции)

Правило инфляционного таргетирования

- В этом режиме нет простого правила, связывающего действия центрального банка с конечной целью ДКП.
- **Инфляционный прогноз** является главным ориентиром для центрального банка при принятии решения об изменении процентных ставок.
- Если инфляционный прогноз на горизонте планирования превышает целевой уровень инфляции, то центральному банку необходимо повысить процентную ставку и наоборот

В настоящее время для развитых и ряда развивающихся стран стало общей практикой изменять ставки рефинансирования с шагом в 0.25 п.п.

Конечная цель

Ценовая стабильность
Валютная стабильность
Финансовая стабильность
Сбалансированный экономический рост

Режим денежно-кредитной политики

Таргетирование денежного предложения

Таргетирование валютного курса

Таргетирование инфляции

Промежуточная цель

Денежное предложение

Таргетирование номинального валютного курса

Таргетирование реального валютного курса

Прогноз инфляции/
целевой ориентир инфляции

Операционная цель

денежная база,
компоненты денежной базы,
денежный агрегат

Номинальный валютный курс

Реальный валютный курс

краткосрочная процентная ставка

Первичный абсорбер шоков

номинальный валютный курс

номинальный валютный курс,
краткосрочная процентная ставка

реальные темпы обесценения валюты,
соотношение цен на внутреннем и внешнем рынке

номинальный валютный курс

Вторичный абсорбер шоков

краткосрочная процентная ставка

международные резервы
денежное предложение

международные резервы
краткосрочная процентная ставка

международные резервы

Группировка стран по режимам денежно-кредитной политики, 2008 г.

| Режим тарегтирования | Число стран | Доля в группировке, % |
|--|-------------|-----------------------|
| Таргетирование роста денежной массы | 29 | 15% |
| Таргетирование валютного курса | 113 | 60% |
| Таргетирование инфляции | 25 | 13% |
| Дискреционная денежно-кредитная политика | 22 | 12% |
| Итого | 189 | 100% |



Бундесбанк

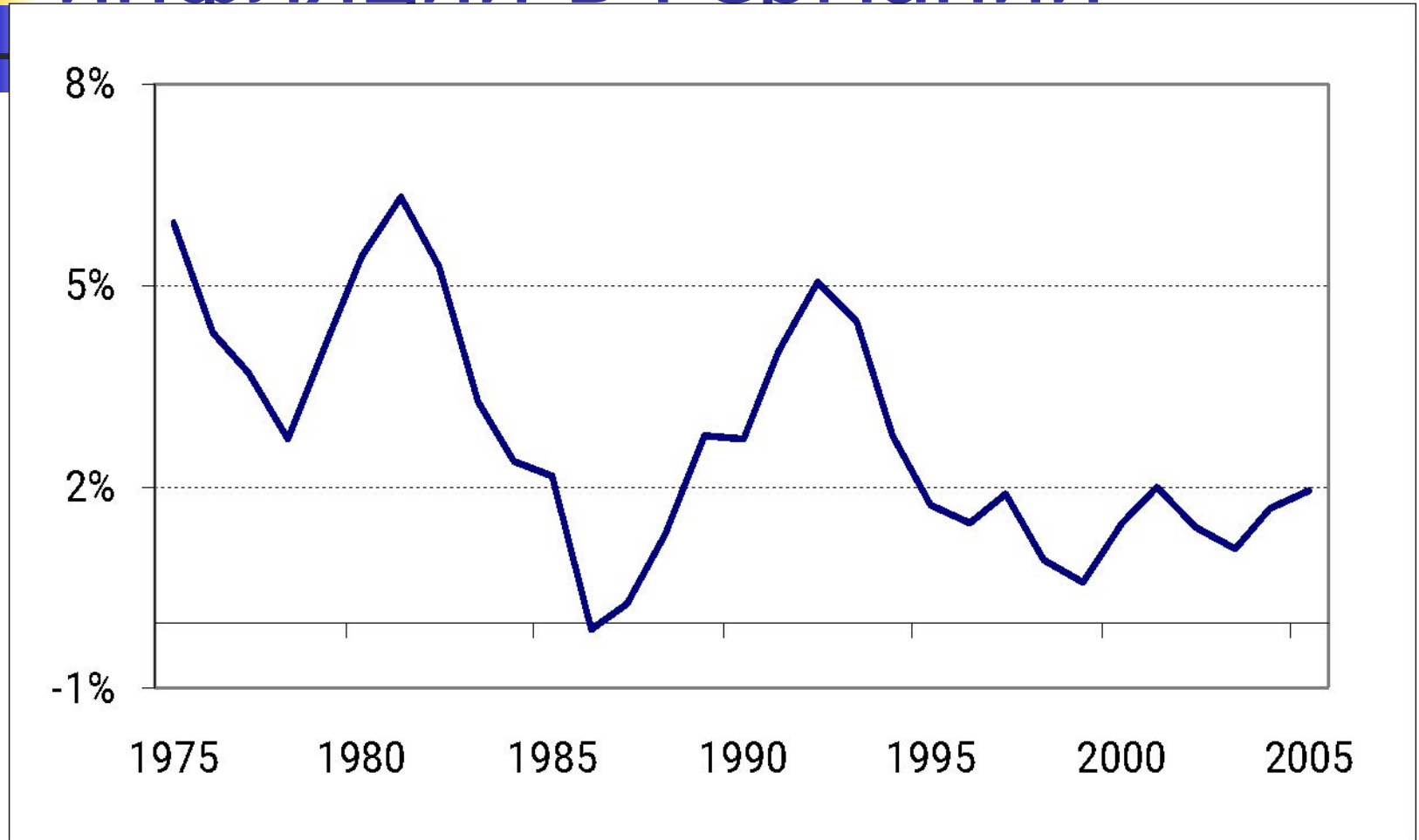
- Бундесбанк считался одним из самых ярых приверженцев режима **монетарного таргетирования**:
- публиковал в своих отчетах целевой показатель роста денежной массы, в подавляющем большинстве случаев таргетировался годовой прирост
- определял целевой рост денежной массы на основе нормативного уровня инфляции, роста потенциального ВВП (долгосрочный тренд) и долгосрочных темпов снижения скорости обращения денег

| Год | Нормативный уровень инфляции (%) | Рост потенциального ВВП (%) | Заявленное долгосрочное изменение скорости обращения денег (%) | Целевой показатель роста денежной массы (%) | Действительный рост денежной массы (%) |
|------------|---|------------------------------------|---|--|---|
| 1975 | 5-6 | - | - | 8 | 10,1 |
| 1976 | 4-5 | 2 | - | 8 | 9,2 |
| 1977 | Не больше 4 | 3 | - | 8 | 9 |
| 1978 | 3 | 3 | - | 8 | 11,5 |
| 1979 | - | 3 | - | 6-9 | 6,3 |
| 1980 | 3,5-4 | 3 | - | 5-8 | 4,9 |
| 1981 | 3,5 | 2,5 | - | 4-7 | 3,5 |
| 1982 | 3 | 1,5-2 | - | 4-7 | 6 |
| 1983 | 2 | 1,5-2 | - | 4-7 | 7 |
| 1984 | 2 | 2 | - | 4-6 | 4,6 |
| 1985 | 2 | 2 | - | 3-5 | 4,5 |
| 1986 | 2 | 2,5 | - | 3,5-5,5 | 7,7 |
| 1987 | 2 | 2,5 | - | 3-6 | 8,1 |

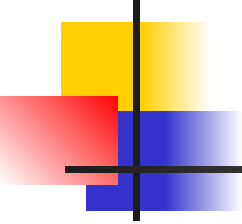


| Год | Нормативный уровень инфляции (%) | Рост потенциально о ВВП (%) | Заявленное долгосрочное изменение скорости обращения денег (%) | Целевой показатель роста денежной массы (%) | Действительный рост денежной массы (%) |
|------|----------------------------------|-----------------------------|--|---|--|
| 1988 | 2 | 2 | -0,5 | 3-6 | 6,7 |
| 1989 | 2 | 2-2,5 | -0,5 | 5 | 4,7 |
| 1990 | 2 | 2,5 | -0,5 | 4-6 | 5,6 |
| 1991 | 2 | 2,5 | -0,5 | 3-5 | 5,2 |
| 1992 | 2 | 2,75 | -0,5 | 3,5-5,5 | 9,4 |
| 1993 | 2 | 3 | -1 | 4,5-6,5 | 7,4 |
| 1994 | 2 | 2,5 | -1 | 4-6 | 5,7 |
| 1995 | 2 | 2,75 | -1 | 4-6 | 2,1 |
| 1996 | 2 | 2,5 | -1 | 4-7 | 8,1 |
| 1997 | 1,5-2 | 2,25 | -1 | 3,5-6,5 | 4,8 |
| 1998 | 1,5-2 | 2 | -1 | 3-6 | 5,6 |

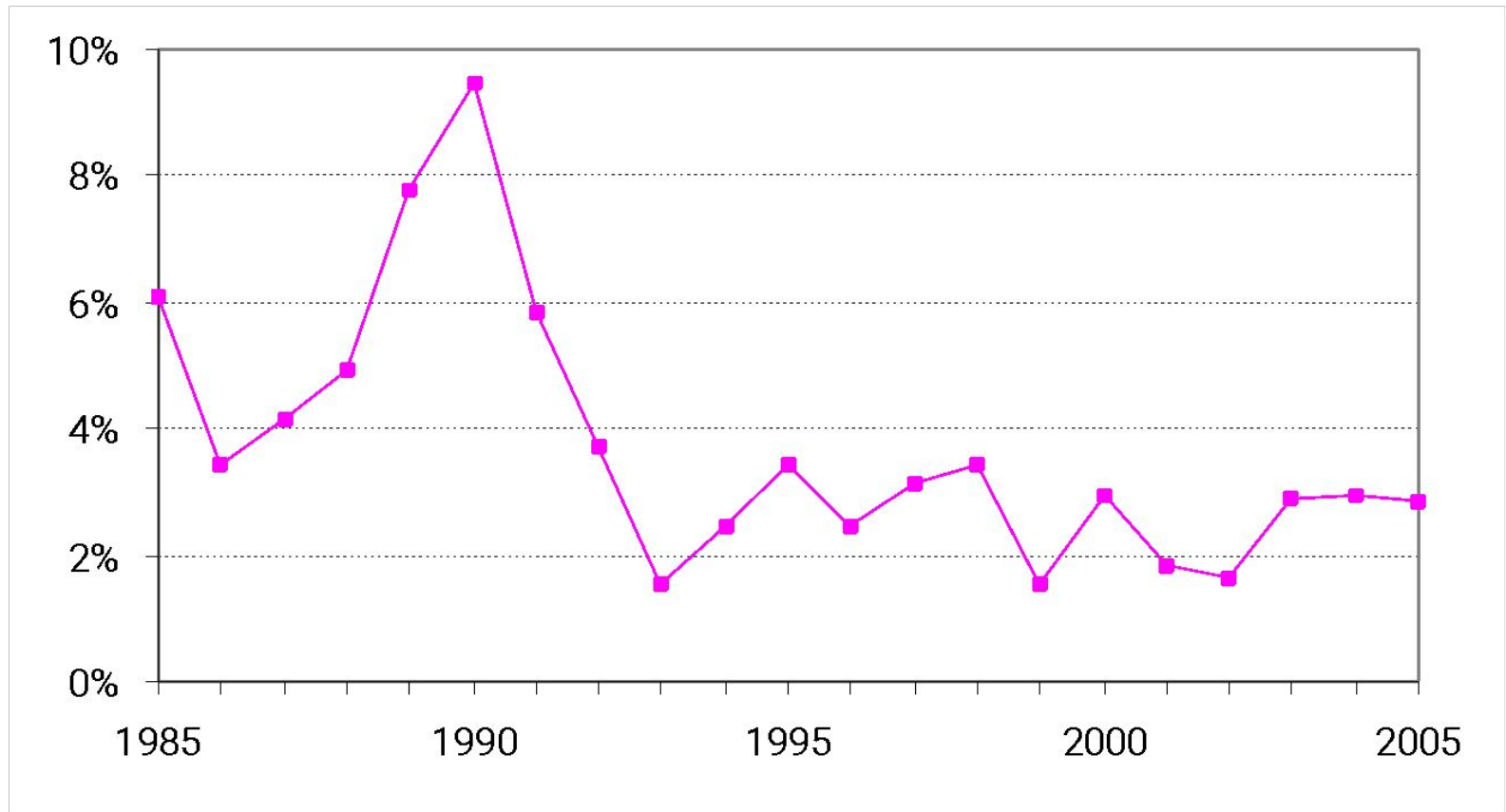
Динамика потребительской инфляции в Германии



Банк Англии

- 
-
- Начиная с 1992 года апробировал режим инфляционного таргетирования и достиг таких значительных успехов в реализации данного режима, что стал рассматриваться как классический его представитель.

Динамика потребительской инфляции в Великобритании

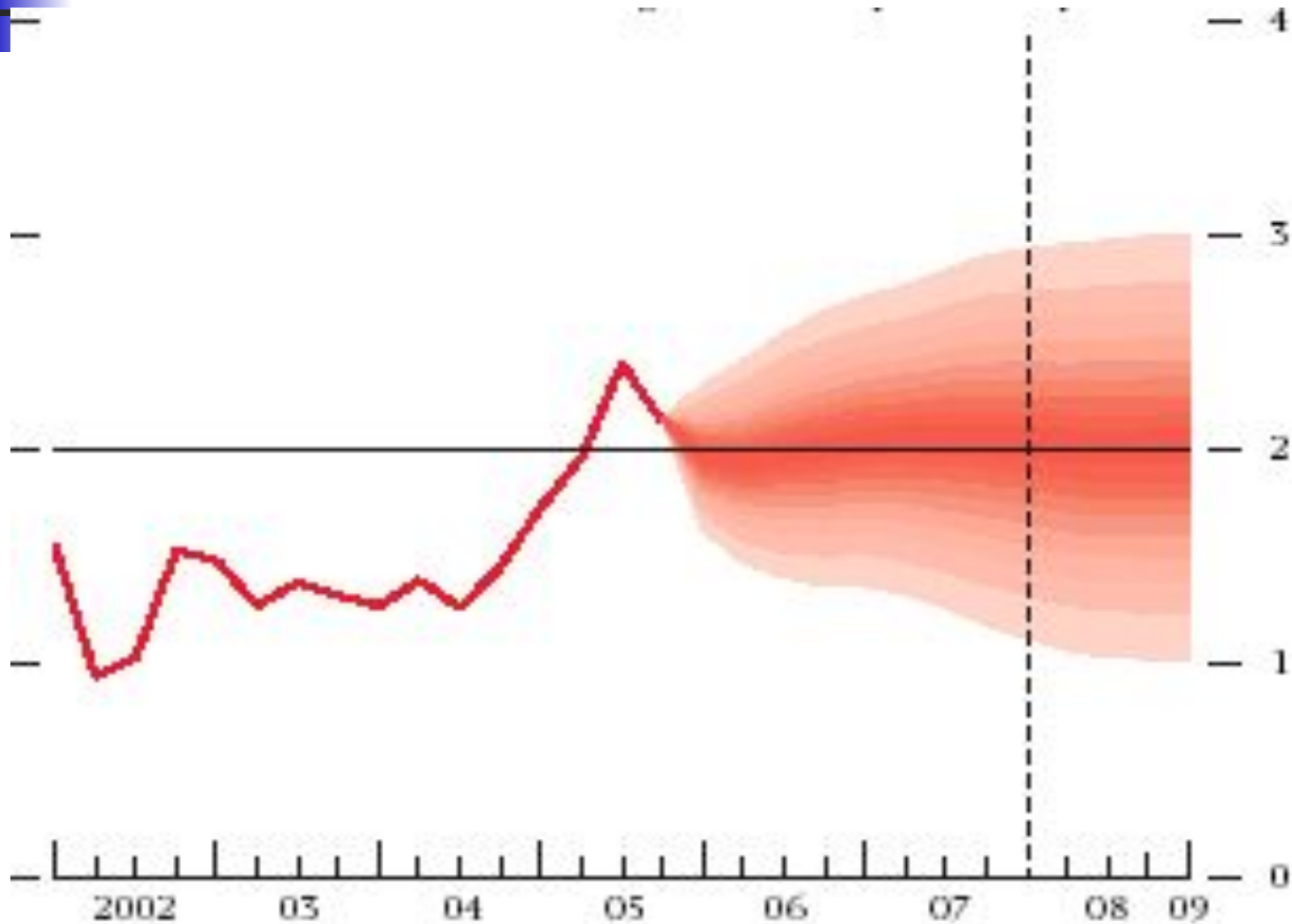




ДКП Банка Англии

- С 1997 года таргет по инфляции установлен на уровне в 2.5% и без изменений продержался на нем до 2003 года
- С 2003 года таргет был снижен до 2%.
 - Министерство Финансов может вмешиваться в процентную политику центрального банка только в исключительных случаях.
 - Целевой ориентир по годовым темпам инфляции определяет Министр Финансов.
 - Каждый месяц комитет по денежно-кредитной политике Банка Англии определяет целевой уровень процентной ставки по двухнедельному РЕПО, который является его **единственным операционным показателем**.
 - Целевой уровень ставки поддерживается за счет операций на открытом рынке: операций РЕПО и купли\продажи гос. облигаций.
 - Банк Англии на ежеквартальной основе публикует инфляционный отчет, в котором содержится прогноз инфляции и других макроэкономических показателей на два года вперед.

Прогноз по инфляции в отчете за первый квартал 2006 года



Федеральная Резервная Система



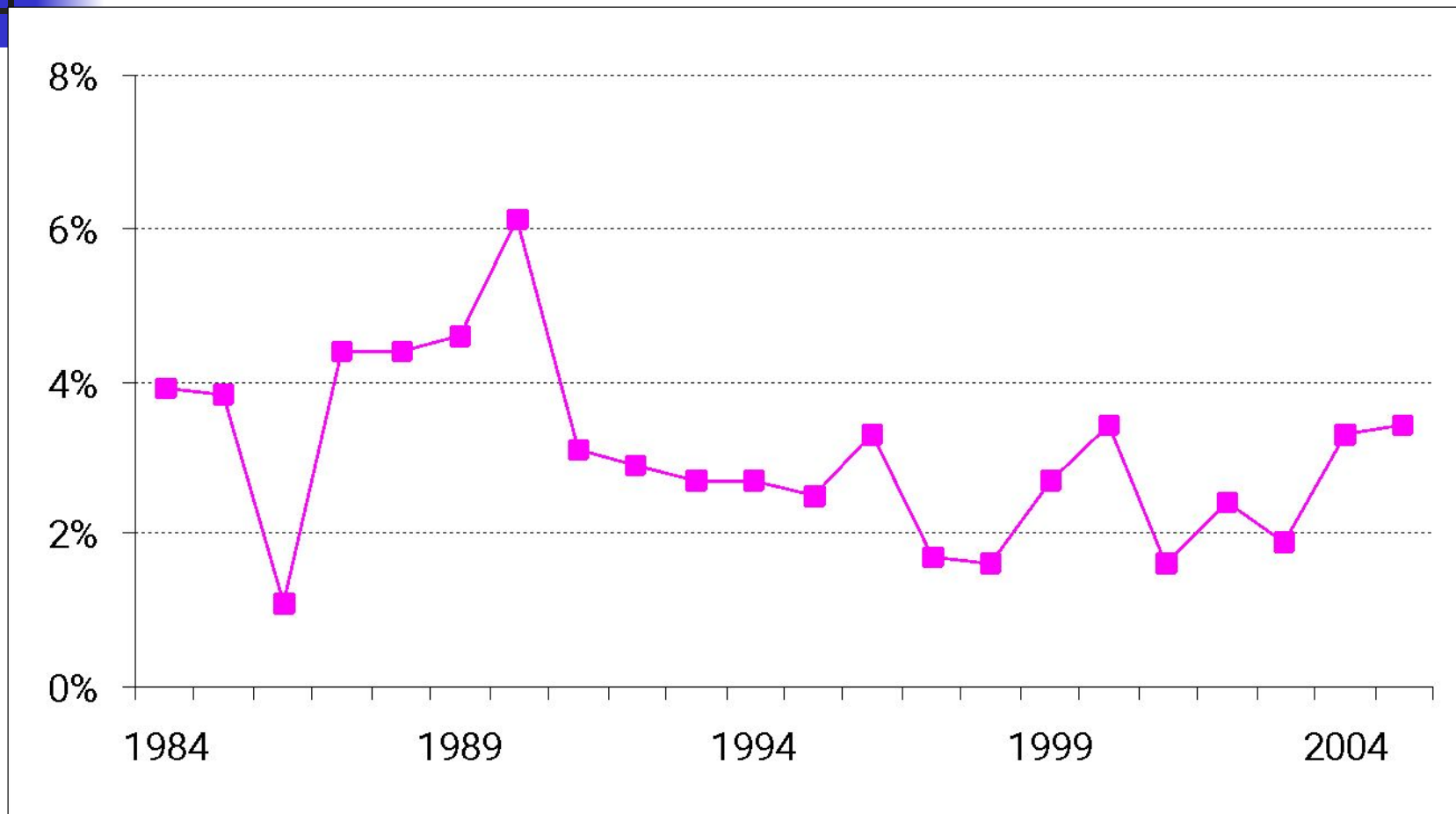
- В проведении денежно-кредитной политики США применяется эклектичный подход, в котором совмещаются различные монетарные режимы
- Если инфляция находится близко к своему целевому значению, то ФРС придает минимальный вес ценовой динамике и обращает основное внимание на экономический рост
- При отклонении ожидаемой инфляции от целевого значения примерно на 1 п.п. ФРС перестает реагировать на рост ВВП и концентрируется полностью на ценовой динамике
- В последние 15 лет средний уровень инфляции в США составил 2.5 п.п., при максимальных отклонениях в 1 п.п



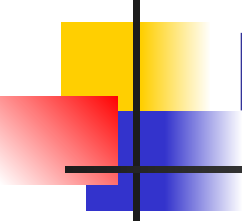
ФРС

- Основным операционным параметром денежно-кредитной политики ФРС является **ставка федеральных фондов** – процентная ставка овернайт, по которой американские банки одалживают друг другу свои средства на счетах центрального банка, она достаточно адекватно отражает ценность денег в экономике.
- Каждые четыре недели для определения целевого уровня ставки федеральных фондов собирается Комитет по открытому рынку ФРС
- Для поддержания ставки федеральных фондов на целевом уровне ФРС использует операции на открытом рынке (РЕПО и прямая купля\продажа) с казначейскими облигациями США различных сроков.
- Каждый день на основе прогноза ликвидности, определяется объем и структура необходимых интервенций, которые по поручению ФРС в течение дня проводит Резервный банк Нью-Йорка.
- Для случаев резкой нехватки ликвидности предусмотрено прямое кредитование банков, которые входят в список надежных.
- Для более мелких кредитных институтов, подверженных периодическим колебаниям ликвидности существует также сезонные кредиты, ставка по которым несколько выше, чем в первом случае.

Темпы потребительской инфляции в США

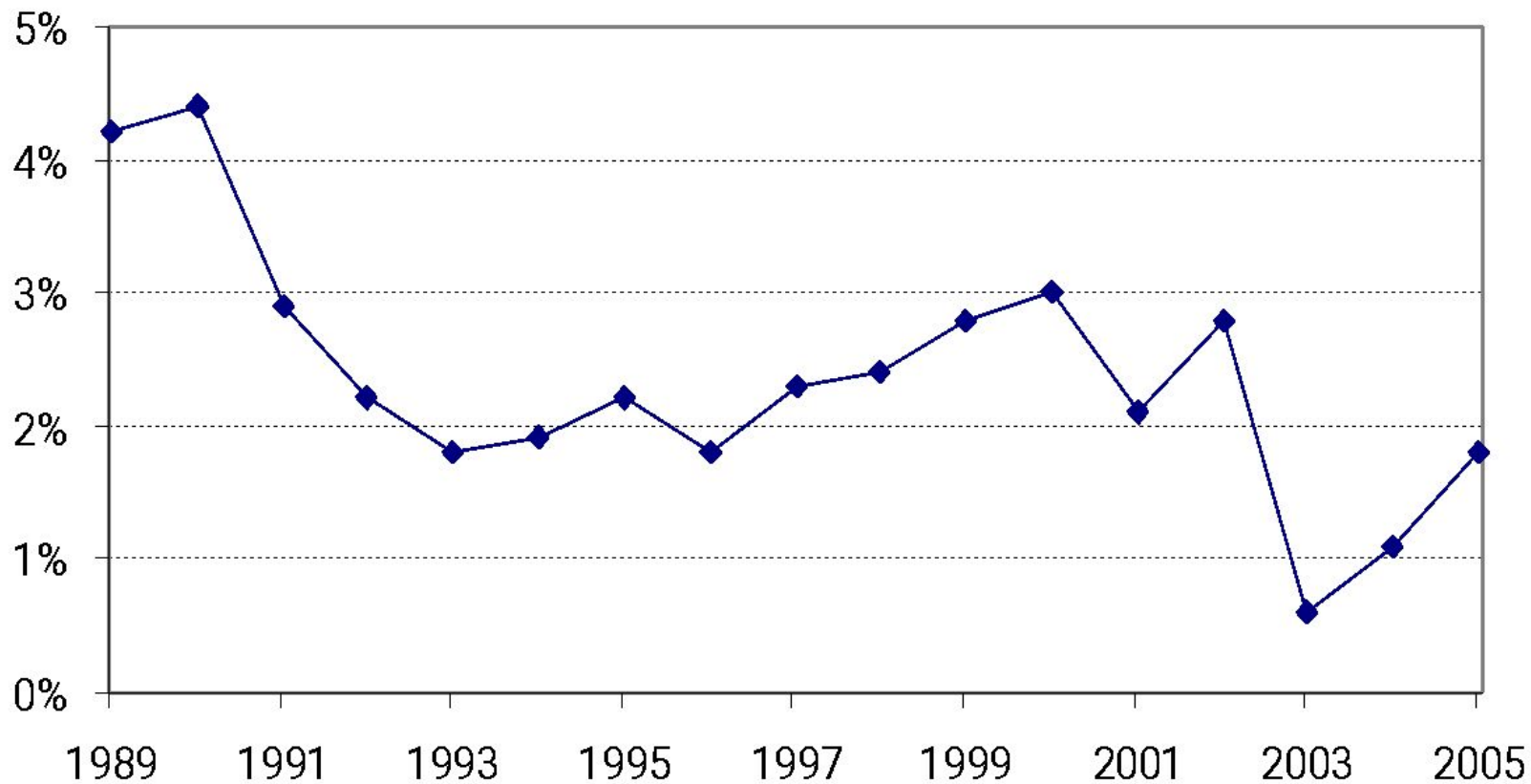


Реализация денежно-кредитной политики в Норвегии



- Переход на режим гибкого инфляционного таргетирования в 2001 году произошел достаточно легко.
- Режим гибкого инфляционного таргетирования предполагает, что в среднесрочной перспективе целью центрального банка является не только стабильность цен, но и выпуск в экономике.

Динамика потребительской инфляции в Норвегии

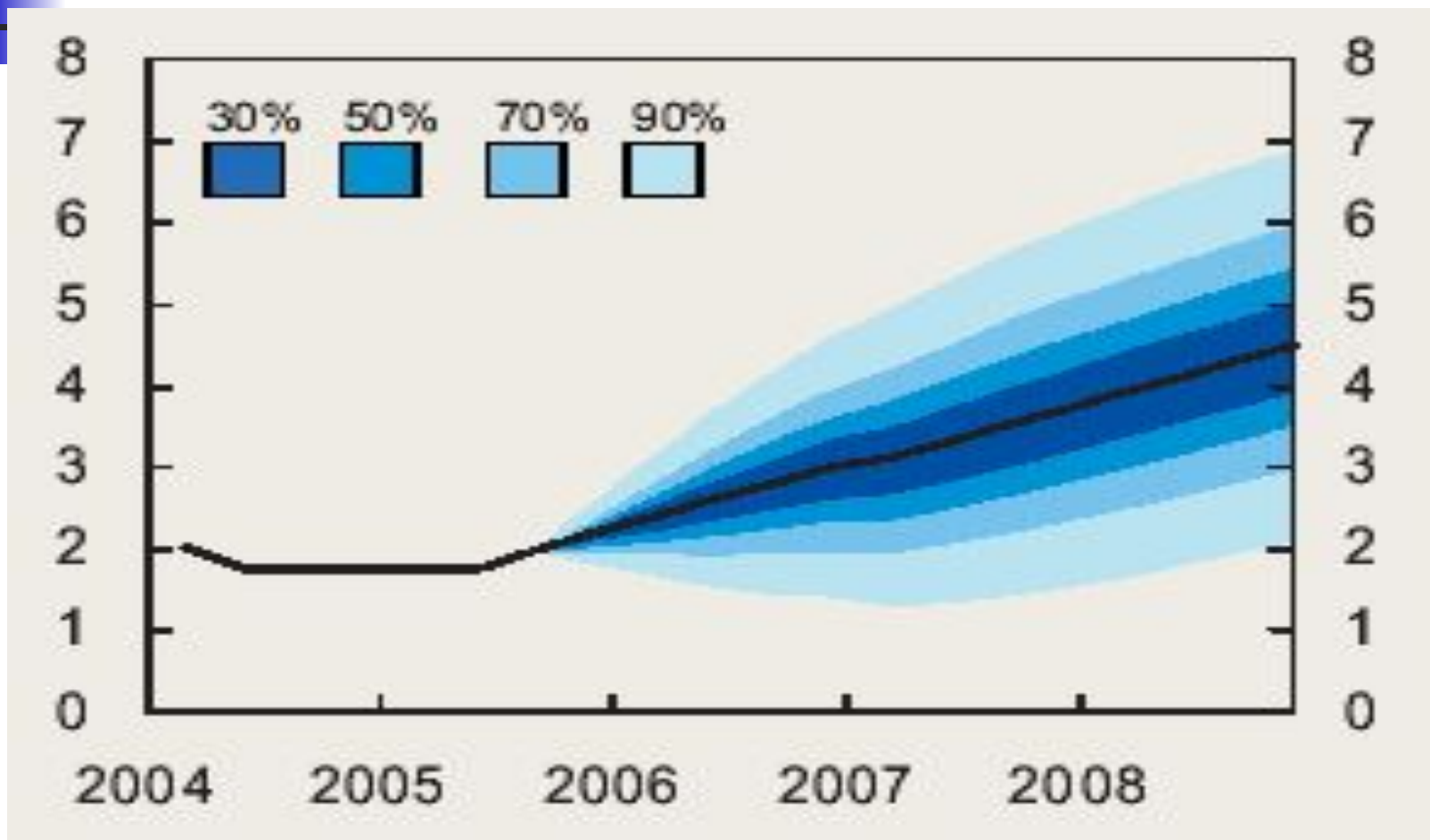




Принципы гибкого инфляционного таргетирования

- Банк Норвегии должен проводить так свою процентную политику, чтобы темпы инфляции стабилизировались около таргета (сейчас 2,5%) в течение 1-3 лет.
- Если это не противоречит первой цели, центральный банк должен пытаться сгладить отклонения инфляции и выпуска, при этом каждому из этих параметров придаются обоснованные веса в линии реакции.
- Банк Норвегии должен следить, чтобы отклонения инфляции и выпуска не были одного знака: рост выпуска выше потенциального не должен сопровождаться инфляционным давлением, а экономическая рецессия - низкой инфляцией.
- В ежеквартальном инфляционном отчете он публикует прогноз не только макроэкономических параметров (инфляции и выпуска), но и ставки по депозитам до востребования на счетах ЦБ – **основного своего операционного показателя**

Прогноз ставки по депозитам до востребования на счетах Банка Норвегии





Процентное проектирование

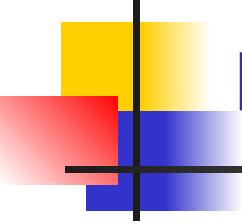
- Майкл Вудфорд: «Для успешной денежно-кредитной политики не так важно осуществлять эффективный контроль над краткосрочными ставками, важнее сформировать **рыночные ожидания относительно динамики процентных ставок, инфляции и дохода на ближайший год и более длинный срок...**»
- Долгосрочные процентные ставки, которые оказывают влияние на реальную экономику, зависят в большей степени не от текущих краткосрочных ставок, а **от ожидания их изменений в будущем.**

Инфляционное

таргетирование в странах с переходной экономикой

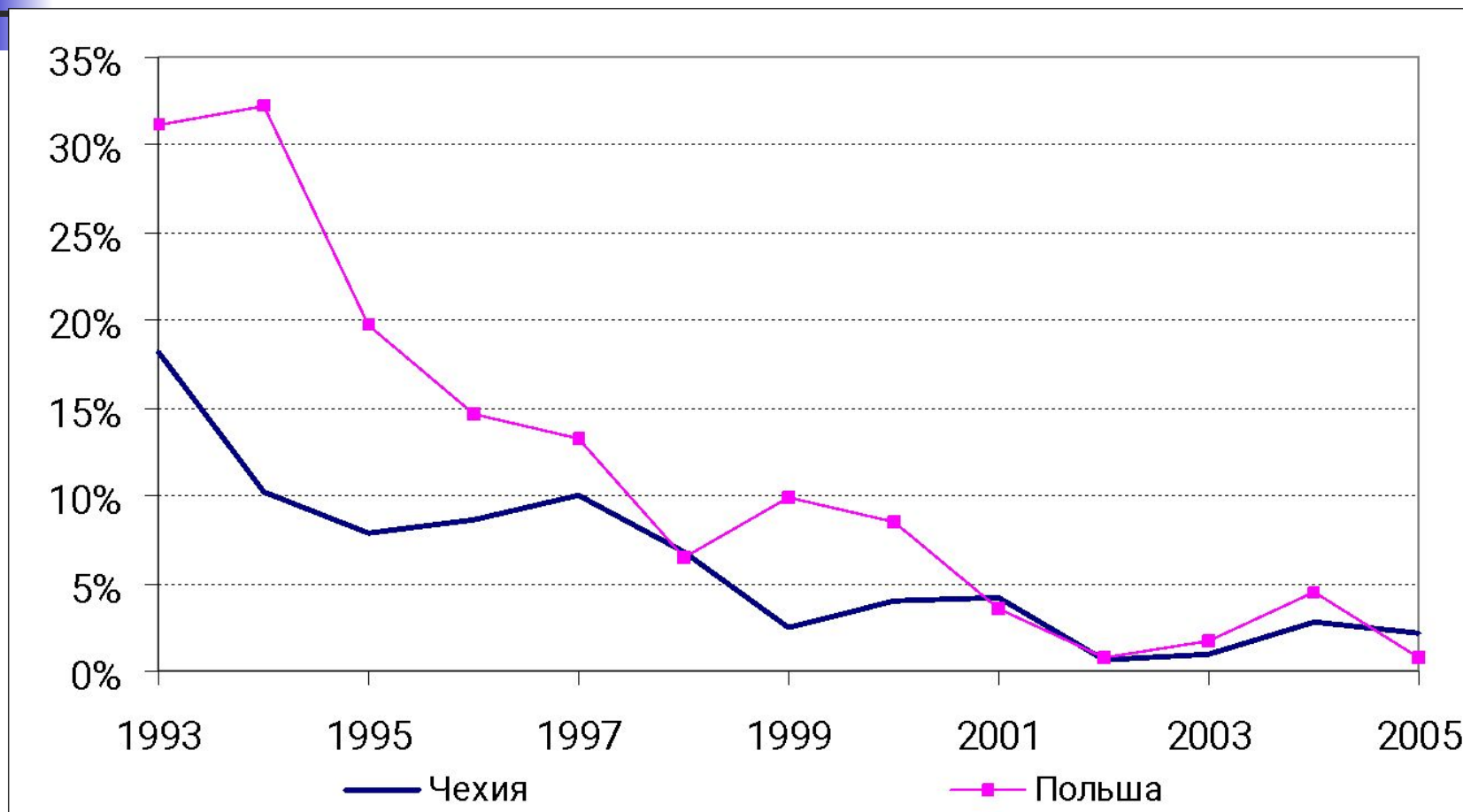
- Выгодность данного режима для стран с переходной экономикой в том, что он одновременно дает центральному банку ясный и понятный для общества ориентир и при этом не связывает ему руки каким-либо промежуточным показателем. Динамика промежуточного показателя в условиях непредсказуемых структурных шоков может неадекватно отражать текущую ситуацию в экономике.

Апробация режима инфляционного таргетирования в Польше и в Чехии



- Чехии удалось достичь больших успехов, как в снижении среднего уровня инфляции, так и ее волатильности.
- В Польше в ранние девяностые не удалось сбить инфляцию ниже десяти процентов, в результате чего инфляционные ожидания в этой стране были достаточно высоки. До апреля 2000 года инфляционное таргетирование совмещалось с мягкой формой курсового таргетирования

Темпы потребительской инфляции в Чехии и Польше



Особенности режима ИТ в Польше и Чехии

- Во-первых, на начальном этапе целевое значение темпов инфляции и в Польше и Чехии определялось не на уровне ценовой стабильности, а таким образом, чтобы в течение 4-5 лет приблизится к данному уровню.
- На втором этапе задачей центрального банка, как и в развитых странах, является удержание инфляции около постоянного долгосрочного целевого уровня, соответствующего стабильности цен.
- В Чехии второй этап начался с января 2006, таргет по инфляции был определен в 3% с допустимым диапазоном $\pm 1\%$. В Польше – в 2004 г. и целевой уровень инфляции был определен в 2,5% с таким же допустимым диапазоном.
- В обеих странах в настоящий момент таргетируется динамика индекса потребительских цен (CPI).



Выводы

1. Единственной долгосрочной целью денежно-кредитной политики является **стабильность цен**. В краткосрочном периоде центральный банк может реагировать и на динамику других макроэкономических показателей, прежде всего реального выпуска. Дискуссионный вопрос - насколько в краткосрочном периоде денежные власти должны акцентировать свое внимание на росте ВВП относительно инфляции
2. Теоретические модели поведения денежных властей, разработанные в рамках монетарной теории, очень тяжело переводятся в практическое русло. В результате недостатка своевременной информации о происходящих в экономике процессах и ограниченного знания относительно трансмиссионного механизма, центральному банку сложно выполнять необходимые задачи.
3. Режимы таргетирования являются попыткой выработать на основе различных теоретических концепций трансмиссионных каналов практические правила реализации ДКП.

Проблемы реализации режимов таргетирования

- сложность спецификации таргетируемого показателя. Центральный банк должен по определенным критериям выбрать:
 - индекс инфляции при инфляционном таргетировании,
 - монетарный агрегат – при монетарном таргетировании,
 - курс – при курсовом таргетировании.
- потребность в адекватной модели трансмиссионного механизма, с помощью которой можно определить зависимость таргетируемого показателя от действий центрального банка, а в ряде случаев и определить целевое значение таргета.
- потребность в инструментах, с помощью которых центральный банк мог бы эффективно влиять на таргетируемый показатель.



Современная ситуация

- В подавляющем числе центральных банков вне зависимости от применяемого режима инструменты ДКП ориентированы на регулирование краткосрочной процентной ставки.
- Данный показатель является хорошо управляемым параметром и одним из самым непротиворечивых индикаторов ликвидности в экономике.
- Необходимым условием для эффективной процентной политики является достаточная глубина финансовых рынков и высокая взаимосвязь этих рынков с реальным сектором.