

МАКРОЭКОНОМИКА

Монетарная политика





Цель: Сегодня мы рассмотрим основные направления денежно-кредитной политики Центрального банка, а также узнаем, какие инструменты он использует для управления предложением и процентными ставками.

Основные идеи

1. Деятельность Национального банка.



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА
ОФИЦИАЛЬНЫЙ ИНТЕРНЕТ-РЕСУРС

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН НА 2019 ГОД

ВВЕДЕНИЕ

Основной целью денежно-кредитной политики Национального Банка является обеспечение стабильности цен в Республике Казахстан. Создание макроэкономической среды со стабильно-низкой инфляцией является одной из важных предпосылок устойчивого развития экономики. В рамках дезинфляционной стратегии с 2018 года обозначена траектория снижения к 2020 году целевых ориентиров по инфляции и дальнейшего закрепления фактической инфляции на уровне ниже 4%.

В долгосрочной перспективе экономический рост зависит от фундаментальных структурных параметров, находящихся вне сферы влияния центрального банка страны. Денежно-кредитная политика, по своей сути, имеет стабилизационную природу и направлена на сглаживание экономических циклов.

Достижению данной задачи способствует стабилизация и нормализация рыночных процентных ставок как следствие низкой инфляции, развитие процентного канала и постепенное снижение роли канала обменного курса в денежной трансмиссии. Поэтому Национальный Банк продолжит проведение денежно-кредитной политики в режиме инфляционного таргетирования и подтверждает неизменность целей и принципов своей политики. Основным инструментом политики остается базовая ставка. Денежно-кредитная политика будет осуществляться в условиях плавающего обменного курса тенге.

Основой для принятия решений по базовой ставке остается прогноз инфляции и других макроэкономических переменных. Прогнозирование показателей, осуществляемое на ежеквартальной основе, позволяет получать оперативные оценки по будущей динамике переменных и, соответственно, своевременно реагировать на долгосрочные изменения конъюнктуры. При этом базовая ставка отражает ожидания инфляции на 12-месячном горизонте, долгосрочные нейтральные (с точки зрения инфляции) темпы экономического роста, а также желаемый характер денежно-кредитной политики (стимулирующий, нейтральный или сдерживающий).

Если вы зайдете на сайт Национального банка Республики Казахстан, то вы можете прочитать, что денежно-кредитная политика, осуществляемая Национальным банком, проводится с целью обеспечения стабильности цен. Однако в мировой практике стабильность цен — лишь одна из целей монетарной политики. Применяя концепцию позитивного и нормативного анализа в денежно-кредитной политике, давайте посмотрим, какие стратегические цели монетарной политики устанавливают себе центральные банки других стран, в частности Федеральная резервная система.

Высокий уровень занятости. 2) Экономический рост. 3) Стабильность цен. 4) Стабильность процентных ставок. 5) Стабильность финансовых рынков. 6) Стабильность валютных рынков.

Многие из названных стратегических целей совместимы. Например, высокий уровень занятости и экономический рост, стабильность процентных ставок и стабильность финансовых рынков. Однако существует ряд противоречий. Ценовая стабильность часто несовместима со стабильностью процентных ставок и высоким уровнем занятости в краткосрочном периоде. Например, когда экономика успешно развивается, а уровень безработицы снижается, может начаться рост как инфляции, так и процентных ставок. Попытки Центрального банка остановить повышение процентных ставок влекут за собой перегрев экономики и всплеск инфляции. Но если Центральный банк поднимает процентные ставки, чтобы остановить инфляцию, то в краткосрочном периоде может увеличиться безработица. Таким образом, противоречивость стратегических целей ставит Центральный банк перед сложным выбором.

2. Промежуточные и операционные цели денежно-кредитной политики.

Проблема Центрального банка состоит в том, что он не может непосредственно повлиять на достижение определенной стратегической цели — в частности стабильности цен при высоком уровне занятости. В распоряжении Центрального банка есть ряд инструментов, с помощью которых он может обеспечить достижение стратегической цели не сразу, а через определенный промежуток времени. Это называется временным лагом. Поэтому результаты неверных решений или ошибок могут проявиться с большим опозданием.

Каждый Центральный банк разрабатывает конкретную стратегию проведения монетарной политики, исходя из целевых значений переменных, которые зависят от действий Центрального банка. Это могут быть целевые значения уровня инфляции, как в Казахстане, или целевые значения уровня безработицы, как в ряде других стран. Достижения этих целевых значений соответствует стратегической цели. После того как Центральный банк утвердил целевые значения уровня безработицы и инфляции, он определяет

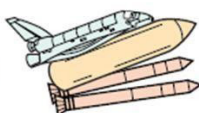
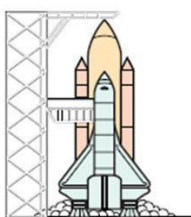


перечень показателей, так называемых промежуточных целей, которые прямо воздействуют на уровень занятости и цен.

Промежуточными целями могут быть, например, денежные агрегаты M_0 , M_1 , M_2 или M_3 , либо процентные ставки — краткосрочные или долгосрочные. Однако инструменты Центрального банка не оказывают прямого влияния даже на промежуточные цели. Следовательно, он определяет другой набор переменных — операционные или инструментальные цели, такие как резервы, незаимствованная денежная база, денежная база или процентные ставки, такие как процентная ставка по краткосрочным межбанковским кредитам (в Казахстане она называется TONIA, а в США — ставка по федеральным фондам) или казначейским облигациям, которая больше зависит от действий Центрального банка.

ИНСТРУМЕНТЫ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

1. Операции на открытом рынке
2. Дисконтная политика
3. Нормы обязательного резервирования



ОПЕРАЦИОННЫЕ ЦЕЛИ

РЕЗЕРВЫ

- резервы
- денежная база,
- незаимствованная денежная база

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

- краткосрочные ставки такие как TONIA или ставка по "Federal funds"

ПРОМЕЖУТОЧНЫЕ ЦЕЛИ

ДЕНЕЖНЫЕ АГРЕГАТЫ

- M_0
- M_1
- M_2
- M_3

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

- краткосрочные и долгосрочные

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ

- высокий уровень занятости
- стабильность цен
- стабильность финансовой системы
- стабильность валютного курса
- экономический рост

Используя операционные цели, Центральный банк может убедиться в правильности проводимой монетарной политики раньше, чем проявится ее влияние на уровень безработицы или инфляции. Соотношение стратегических, промежуточных и операционных целей можно рассмотреть на примере запуска ракеты в космос с целью долететь до Марса.

Достичь Марса — это стратегическая цель. Взять правильный курс ракеты при выходе из атмосферы — операционная цель. Если на этом этапе ракета отклонится от курса, инженеры скорректируют траекторию ее полета в нужном направлении. Можно проверить правильность курса ракеты и на половине пути к Марсу — промежуточные цели — и снова скорректировать параметры полета.

3. Стратегии Центрального банка работают очень похожим образом.

Предположим, целевые значения уровня безработицы и инфляции соответствуют 4% прироста номинального ВВП, как в Казахстане. Если Центральный банк считает, что такой прирост будет достигнут при увеличении денежного агрегата M_2 на % — промежуточная цель — за счет прироста всей денежной базы на 3% — операционная цель, он проведет операции на открытом рынке, чтобы обеспечить прирост денежной базы. Если Центральный банк обнаружит, что денежная база выросла меньше, чем ожидалось — например, только на 4% — он может увеличить объем операций на открытом рынке и получить нужный прирост денежной базы. Через какое-то время Центральный банк сможет увидеть, как его политика влияет на прирост денежной базы. Если же денежная база выросла слишком сильно — допустим, на 6% — Центральный банк может сократить объем таких операций и продать часть ценных бумаг на открытом рынке, чтобы замедлить прирост агрегата M_2 .

Определившись с выбором инструментов, Центральный банк использует операционную цель — денежную базу, которую практически полностью контролирует — чтобы скорректировать принятый курс и достичь промежуточных цен — заданный прирост денежной массы.

Дальнейшие поправки к принятому решению могут быть внесены уже после того, как Центральный банк проверит, достигнута ли промежуточная цель. В конечном итоге все эти коррективы позволят достичь стратегической цели монетарной политики — высокого уровня занятости и ценовой стабильности. И мы долетим, в конце концов, до Марса.

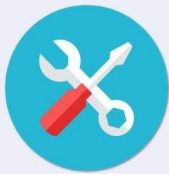
4. Инструменты монетарной политики.

Вы обратили внимание, что мы несколько раз упомянули об инструментах денежно-кредитной



политики?

ИНСТРУМЕНТЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ



Операции на открытом рынке с ГЦБ

Политика дисконтного окна

Резервные требования

Существуют три основных инструмента монетарной политики:

- операции на открытом рынке с государственными ценными бумагами
- дисконтная политика
- резервные требования.

Операции на открытом рынке — самый важный инструмент монетарной политики, так как они позволяют управлять процентными ставками, определяющими объем денежной базы, и, в конечном итоге, денежной массой.

ОПЕРАЦИИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ



Динамические операции на открытом рынке

предназначены для изменения уровней резервов и денежной базы



Защитные операции на открытом рынке

компенсируют влияние сторонних факторов на денежную базу

Давайте сначала в целом посмотрим, какие инструменты используют ведущие центральные банки мира, в частности Федеральная резервная система, а потом посмотрим, какие из них применяются Национальным банком Республики Казахстан, и в чем их особенность.

Операции на открытом рынке увеличивают резервы банковской системы и денежную базу, что, в конечном итоге, приводит к росту предложения денег и снижению краткосрочных процентных ставок. Продажи на открытом рынке ведут к сокращению резервов, уменьшению объема денежной массы и росту процентных ставок.

Мы уже знаем из одной из предыдущих лекций, какие факторы определяют объем резервов и денежной базы, и как Центральный банк управляет денежной массой с помощью операций на открытом рынке. Все операции на открытом рынке делятся на два вида. Динамические операции на открытом рынке — предназначены для изменения уровней резервов и денежной базы. И защитные операции на открытом рынке — они компенсируют влияние сторонних факторов на денежную базу, таких как флюот и изменение счетов казначейства в Центральном банке. Центральный банк покупает и продает на открытом рынке, главным образом, ценные бумаги Министерства финансов или Казначейства. Помните, мы говорили что ФРС, например, покупает и продает казначейские векселя?

Чтобы понять, как происходят эти операции покупки и продажи ценных бумаг, давайте посмотрим, как проходит день в торговом отделе комитета по операциям на открытом рынке. Менеджер по операциям на открытом рынке руководит целым отделом аналитиков и трейдеров, которые покупают и продают ценные бумаги. Для того чтобы понять, на какую сумму в итоге нужно купить или продать государственные облигации, необходимо понять текущую ситуацию и сделать обзор прошедших за день событий на межбанковском рынке. После того как установлен фактический объем резервов банковской системы, аналитики представляют аналитический отчет, содержащий краткосрочный прогноз факторов, влияющих на предложение и спрос на рынке резервов, то есть сколько денег необходимо коммерческим банкам для проведения текущих операций на сегодня. Эти отчеты также содержат значение коэффициента «наличность/депозиты». Информация из этого отчета помогает менеджеру по операциям на открытом рынке принять решение о том, насколько необходимо изменить резервы банковской системы, чтобы достичь целевого значения процентной ставки по межбанковским кредитам.

5. Временные операции на открытом рынке.

Если объем резервов банковской системы слишком большой, большинство банков будут иметь избыточные резервы, а значит, предложение превысит спрос на них, и процентная ставка упадет. И наоборот, если объем резервов банковской системы слишком маленький, спрос на ссуды превысит их предложение, что приведет к росту процентной ставки. Все сделки с государственными ценными бумагами осуществляются через первичных дилеров — обычно это крупные известные банки или их инвестиционные подразделения, имеющие на счетах достаточно наличности для совершения подобных



операций. Эти дилеры помогают составить прогноз спроса и предложения на рынке резервов. После сравнения прогнозов и фактической ситуации на межбанковском рынке составляется план увеличения или уменьшения резервов с помощью операций на открытом рынке. После утверждения этого плана сотрудники торгового отдела приступают к выполнению временных операции на открытом рынке.

Существует два вида временных операций. Так называемый РЕПО операции или соглашение об обратном выкупе — это соглашение, по которому Центральный банк приобретает ценные бумаги с условием, что продавец выкупит их обратно в течение 14 дней. Так как влияние РЕПО на резервы ограничены сроком действия, они являются очень удобным способом защитной покупки на открытом рынке на короткий срок. Проще говоря, РЕПО операция — это сделка, по которой Центральный банк покупает ценные бумаги и через какое-то время снова их продает. На самом деле возврат происходит автоматически.

Второй тип операции — это компенсирующие операции купли-продажи, они называются обратные РЕПО соглашения — сделки, при которых Центральный банк продает ценные бумаги, а покупатель обязуется вернуть их через некоторое время.

Теперь, когда мы посмотрели с вами, как происходят эти операции, давайте посмотрим, в чем же их преимущества.

1. Операции на открытом рынке проводятся по инициативе Центрального банка, который полностью контролирует их объем. Такой контроль отсутствует, например, при проведении дисконтных операций — выдача дисконтных ссуд — когда Центральный банк может менять ставку, однако не знает, в каком количестве коммерческие банки будут брать эти ссуды.

2. Операции на открытом рынке гибкие и точные, они могут иметь любой объем.

3. Операции на открытом рынке носят легко обратимый характер. Если при проведении операции была допущена ошибка, Центральный банк может немедленно отменить ее.

4. Операции на открытом рынке выполняются быстро, для этого достаточно только связаться с первичными дилерами.

6. Политика дисконтного окна.

Когда Центральный банк устанавливает учетную ставку (помните, мы называли ее ставкой рефинансирования?), он устанавливает ставку, по которой коммерческие банки могут брать ссуды. Однако мировая практика показывает, что поскольку Центральный банк не полностью контролирует решения банков по поводу дисконтного заимствования, в отличие от операций на открытом рынке, дисконтная политика — слишком слабый инструмент денежно-кредитной политики.

Например, в США с 2003 года ФРС не устанавливает больше таких ставок. В настоящее время Федеральная резервная система основное внимание уделяет процентным ставкам, которые проще всего контролировать — например, это процентная ставка по федеральным фондам, «федерал фонде» (помните, мы уже упоминали ее?). Это процентная ставка, которую банки устанавливают друг другу по однодневным кредитам, выдаваемым из избыточных резервов. Такая же ситуация и в Казахстане — Национальный банк не использует ставку рефинансирования для межбанковского кредитования.

Однако у дисконтной политики есть одно большое неоспоримое преимущество — возможность Центрального банка выступать в роли кредитора в последней инстанции. И в США, и в Казахстане Центральный банк играет огромную роль в стабилизации банковской системы и в помощи банкам, испытывающим проблемы с ликвидностью.

7. Резервные требования.

Мы уже знаем из наших прошлых лекций, что изменение резервных требований влияет на денежную массу, изменяя значение денежного мультипликатора. Увеличение нормы обязательного резервирования снижает объем депозитов денежной базы. В результате денежная масса сокращается. Уменьшение нормы обязательного резервирования, наоборот, ведет к расширению денежной массы.

Главное преимущество резервных требований для контроля за денежной массой состоит в том, что они одинаковы для всех банков и мощно влияют на объем денежной массы. Недостатком этого инструмента является то, что он действует слишком сильно, поэтому его нельзя использовать для небольших изменений денежной массы и процентных ставок. Еще один недостаток использования резервных требований для контроля за денежной массой заключается в том, что увеличение нормы обязательных резервов может немедленно вызвать проблему ликвидности у банков, имеющих мало избыточных резервов. Кроме



того, неустойчивость резервных требований также создает неопределенность и усложняет управление ликвидностью коммерческих банков. Поэтому как инструмент управления денежной массой изменение резервных требований имеет много недостатков и редко используется.

Давайте теперь воспользуемся некоторой информацией с сайта Национального банка и посмотрим, каким образом осуществляется денежно-кредитная политика в Казахстане, и какие основные инструменты используются Национальным банком для регулирования денежного предложения и процентных ставок.

Денежно-кредитная политика в Казахстане, проводимая Национальным банком, представляет собой часть государственной экономической политики для воздействия на количество и стоимость денег в обращении. Как мы уже отметили ранее, Национальный банк осуществляет денежно-кредитную политику с целью обеспечения стабильности цен. Для достижения этой стратегической цели Национальный банк реализует денежно-кредитную политику в режиме инфляционного таргетирования, переход к которому был объявлен 20 августа 2015 года. Давайте поясним, что это такое.

8. Инфляционное таргетирование и базовая ставка.

Инфляционное таргетирование — это режим монетарной политики, ориентированный на установление и достижение целевого показателя инфляции в среднесрочной перспективе.



Отличительной чертой этого режима является четкое определение целей и приоритетов монетарной политики, которое способствует формированию благоприятных ожиданий населения и рынка и повышает их доверие к Центральному банку.

Важную роль при режиме инфляционного таргетирования играет так называемый процентный канал, через который политика процентных ставок Центрального банка воздействует на рыночные ставки, чтобы в дальнейшем это могло повлиять на рост потребительских расходов населения и инвестиционные расходы фирм и, в конечном итоге, на инфляционные процессы.

Основным инструментом денежно-кредитной политики Национального банка является базовая ставка.

Базовая ставка является основным инструментом денежно-кредитной политики Национального банка, которая позволяет регулировать номинальные межбанковские процентные ставки на денежном рынке.

Целевой межбанковской краткосрочной ставкой денежного рынка является индикатор TONIA — средневзвешенная процентная ставка по сделкам открытия РЕПО сроком на один рабочий день, заключенным в секторе автоматического РЕПО на Казахстанской фондовой бирже.



Вообще, РЕПО — это такой забавный инструмент, который составляет львиную долю всех операций с государственными ценными бумагами по всему миру. Его можно представить и как покупку-продажу ценных бумаг с правом или обязательством обратного выкупа, а можно представить и как краткосрочный денежный кредит от одного дня — овернайт — до двух недель, в обеспечение которого идут государственные



ценные бумаги.

Инфляционные ожидания населения.

Устанавливая уровень базовой ставки, Национальный банк определяет целевое значение таргетируемой (целевой) межбанковской краткосрочной ставки денежного рынка для достижения цели по обеспечению стабильности цен в среднесрочном периоде. Изменение базовой ставки влияет на уровень инфляции через процентные ставки денежного рынка и обменный курс. Например, повышение базовой ставки ведет к росту процентных ставок денежного рынка, затем к удорожанию средств на финансовом рынке, что, в свою очередь, воздействует на принятие решений населением и фирмами относительно потребления и сбережения. Снижение потребления и повышение сбережений оказывает понижающее воздействие на инфляцию. Кроме того, повышение базовой ставки способствует укреплению курса национальной валюты, что, в свою очередь, имеет позитивное влияние на темпы инфляции.

При этом изменение базовой ставки оказывает влияние на инфляцию в среднесрочном периоде, тогда как в краткосрочном периоде ее воздействие ограничено.



Национальный банк принимает решение по базовой ставке восемь раз в год.

В качестве промежуточного ориентира для принятия решений по уровню процентной ставки используется прогноз инфляции, при котором учитываются инфляционные ожидания населения. В случае превышения в среднесрочном периоде прогнозной инфляции над целевым значением центральный банк принимает решение о повышении текущего уровня базовой процентной ставки, и наоборот.

В качестве операционного целевого показателя выступает краткосрочная — как правило, однодневная — процентная ставка денежного рынка, та самая TONIA.

Инфляционные ожидания — это предположения населения и участников рынка о дальнейшей динамике инфляции. В одной из наших лекций мы говорили с вами о теории рациональных ожиданий.

Предположения о возможном уровне инфляции в будущем оказывают влияние на экономическую деятельность населения и рынка.

Если инфляционные ожидания низкие, то участники рынка будут стремиться размещать свои деньги в производство, инвестиционные проекты, финансовые операции. Если инфляционные ожидания высокие, то участники рынка будут вкладывать свои деньги в товары, недвижимость, стабильную иностранную валюту, а также в другие ценности, стоимость которых не зависит от уровня инфляции в стране.

С января 2016 года проводится опрос населения, направленный на измерение инфляционных ожиданий в Казахстане. Ежемесячный опрос осуществляется среди взрослого населения путем телефонных интервью, в которых принимают участие 1500 респондентов. Опросник состоит из 29 основных вопросов по шести категориям:

1. Ожидания населения в отношении инфляции
2. Доходы и материальное положение населения
3. Восприятие динамики обменного курса тенге
4. Сберегательное поведение населения
5. Кредитное поведение населения
6. Перспективы развития экономики.

10. Теперь давайте посмотрим, в чем особенность инструментов монетарной политики НБ РК.



Посредством своих инструментов, Национальный банк регулирует ликвидность и процентные ставки денежного рынка, влияет на кредитную активность банков и воздействует на объем денежной массы в обращении.

Операции открытого рынка — это такие же операции, какие проводятся всеми центральными банками в мире, однако есть и особый вид операций, они называются операциями постоянного доступа (постоянные механизмы) — они используются для корректировки объемов ликвидности, которые сложились по результатам операций открытого рынка. Основной их целью является ограничение колебаний краткосрочных процентных ставок денежного рынка. Данные операции проводятся по инициативе банков.

Минимальные резервные требования активно используются Национальным банком для регулирования структурной ликвидности, а также ликвидности ставок на межбанковском денежном рынке. Меняя нормативы резервных требований, Центральный банк регулирует спрос банков на свои резервы и, используя свои инструменты, поддерживает ликвидность денежного рынка на уровне, позволяющем удерживать краткосрочные межбанковские процентные ставки в требуемом коридоре.

Уважаемые слушатели, сегодня мы рассмотрели цели и инструменты денежно-кредитной политики центральных банков по управлению денежным обращением и процентными ставками на примере Федеральной резервной системы США и Национального банка Республики Казахстан.

Основные термины: монетарная политика, денежно-кредитная политика, позитивный и нормативный анализ, временной лаг, операции на открытом рынке, денежная база, временные операции на открытом рынке, РЕПО операции, компенсирующие операции купли-продажи, обратные РЕПО соглашения, политика дисконтного окна, ставка рефинансирования, ставка рефинансирования, резервные требования, денежный мультипликатор, инфляционное таргетирование, процентный канал, базовая ставка, инфляционные ожидания, операции постоянного доступа, минимальные резервные требования.

Список рекомендуемой дополнительной литературы

1. Грегори Мэнкью, Марк Тейлор «Экономикс», 2-ое издание. - СПб.: Издательство «Питер», 2015.
2. Стенли Фишер, Рудигер Дорнбуш, Ричард Шмалензи «Экономика», 2-ое издание. - М.: Издательство «Дело», 2002.
3. Абель Э., Бернанке Б. «Макроэкономика», 5-ое издание/Пер. с англ. - СПб.: Издательство «Питер», 2016.
4. Липсиц И.В. «Экономика» - М.: Издательство: «Кнорус», 2016.
5. Т. А. Агапова, С. Ф. Серегина «Макроэкономика: учебник». – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2014.
6. Вечканов Г. С., Вечканова Г. Р., «Макроэкономика», 5-ое издание. Учебник для вузов. - СПб.: Издательство «Питер», 2016.
7. Алан Гринспен «Эпоха потрясений (Эра турбулентности). Проблемы и перспективы мировой финансовой системы» - М.: Издательство «Юнайтед Пресс», 2011 .
8. Архипов А. И., Дерябина М. А., Большаков А. К. «Экономика для бакалавров», учебник - М.: Издательство «Проспект», 2013.
9. Уинтер Г. «Вопросы права и экономики»/ пер. с англ.- М.: Издательство Института Гайдара, 2019.
10. Рональд Коуз «Очерки об экономической науке и экономистах»/пер с англ. – М., СПб.: Издательство Института Гайдара, 2015.
11. Румер-Зараев М.З. «Экономические эксперименты. Полные хроники». – М.: Издательство «АСТ», 2019.
12. Табернакулов А. «Блокчейн на практике». – М.: Издательство «Альпина Паблишер», 2019.
13. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри И. Бэйли «Инвестиции»/пер. с англ. – М.: Издательство «ИНФРА-М», 2013.
14. Набор Кодексов Республики Казахстан: Налоговый Кодекс, Трудовой Кодекс, Предпринимательский Кодекс. – Алматы: Издательство «Учет», 2019.
15. Официальный интернет-ресурс Национального Банка Республики Казахстан, www.nationalbank.kz