

Тема 5. Монетарная политика и инфляция

ВОПРОСЫ

1. Предложение денег.
2. Передаточный механизм монетарной политики.
3. Деньги и инфляция.
4. Дезинфляция.
5. Режимы денежно-кредитной политики.

Монетарная политика

Монетарная политика – действия центрального банка, влияющие на денежную массу, кредитование, процентные ставки

Инструменты монетарной политики

Основные инструменты монетарной политики:

- ✓ операции по регулированию ликвидности;
- ✓ учетная ставка (ставка рефинансирования);
- ✓ нормативы обязательных резервов

Цели денежно-кредитной политики

Основные цели денежно-кредитной политики, преследуемые центральными банками разных стран в различные периоды времени:

- высокий уровень занятости;
- экономический рост;
- стабильность цен (на практике обычно небольшое положительное значение индекса цен);
- стабильность ставки процента;
- стабильность на финансовых рынках (основывается на понятиях доверия к финансовым институтам страны, их устойчивости и ликвидности)
- стабильность валютного рынка (главным образом устойчивость валютного курса (его значение и волатильность))

Возможная проблема: конфликт целей

Монетарная политика и инфляция

1. Предложение денег

Предложение денег

Деньги (money) – все, что обычно принимается в оплату товаров и услуг или в возмещение долгов

Предложение денег – это количество денег, доступных для использования в экономике (денежная масса).

Так как активы различаются по степени их ликвидности, не существует единственного измерителя количества денег в экономике

В большинстве стран используют несколько измерителей денежной массы, которые называют **денежными агрегатами**

Различные денежные агрегаты различаются по тому, насколько сильно они соответствуют определению денег

Показатели широкой денежной массы в Республике Беларусь

Показатели	На 01.01.09		На 01.02.16	
	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%
1. Наличные деньги в обороте – M0	3 836,2	12,4	13 438,8	3,8
2. Переводные депозиты	6 882,2	22,2	23 884,1	6,8
Денежный агрегат – M1	10 718,5	34,6	37 323,0	10,6
3. Другие депозиты	9 117,9	29,4	42 493,0	12,1
Денежная масса в национальном определении – M2	19 836,3	64,1	79 816,0	22,7
4. Ценные бумаги, выпущенные банками (вне банковского оборота) в нац. валюте	705,4	2,3	1 070,8	0,3
Рублевая денежная масса – M2*	20 541,7	66,3	80 886,8	23,0
5. Депозиты в иностранной валюте	10 204,4	33,0	250 091,2	71,0
6. Ценные бумаги, выпущенные банками (вне банковского оборота) в иностранной валюте	211,6	0,7	20 360,5	5,8
7. Депозиты в драгоценных металлах	3,4	0,0	834,9	0,2
Широкая денежная масса – M3	30 961,1	100,0	352 173,4	100,0

Предложение денег

Предложение денег определяется центральным банком. Оно зависит от величины денежной базы и денежного мультипликатора

$$M = MB \times m$$

где M – денежная масса;

MB – денежная база;

m – мультипликатор.

Контролируя с помощью инструментов монетарной политики размер денежной базы, ЦБ может воздействовать на размер денежной массы, если денежный мультипликатор стабилен или изменяется в предсказуемом направлении.

Денежный мультипликатор

Денежный мультипликатор (money multiplier) – коэффициент, рассчитываемый как отношение денежной массы (M) к денежной базе (MB) и показывающий, насколько изменяется предложение денег при увеличении денежной базы на единицу.

$$m = \frac{M}{MB}$$

Для выяснения факторов, влияющих на мультипликатор, необходимо проанализировать динамику его отдельных компонентов.

Мультипликатор

Денежная база включает наличные деньги (C ; currency) и резервы банков (R ; reserves)

$$MB = C + R$$

Денежная масса состоит из наличных денег (C) и депозитов в банках (D ; deposits)

$$M = C + D$$

Тогда предложение денег

$$(C + R) \times m = C + D$$

Мультипликатор

Выразим мультипликатор

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

Разделим числитель и знаменатель правой части уравнения на D

$$m = \frac{c + 1}{c + r}$$

где $c = C/D$ – отношение наличных денег к депозитам (коэффициент наличные/депозиты);

$r = R/D$ – отношение банковских резервов к депозитам (коэффициент резервы/депозиты).

Увеличение r приведет к сокращению мультипликатора. Увеличение c также приведет к сокращению мультипликатора, поскольку знаменатель дроби растет быстрее, чем числитель.

Мультипликатор

Резервы банковской системы складываются из обязательных (RR) и избыточных (ER) резервов:

$$R = RR + ER$$

Тогда мультипликатор равен

$$m = \frac{C + D}{C + RR + ER}$$

Разделим числитель и знаменатель правой части уравнения на D

$$m = \frac{c + 1}{c + rr + er}$$

где $rr = RR/D$ – норма обязательного резервирования.
 $er = ER/D$ – норма избыточного резервирования.

Мультипликатор

Поведение мультипликатора зависит от политики ЦБ, устанавливающего нормы обязательного резервирования, политики коммерческих банков в отношении избыточных резервов и поведения предприятий и частных лиц, определяющих наиболее оптимальное для них распределение имеющихся у них средств между наличными деньгами и депозитами

Мультипликатор

Основные факторы, влияющие на поведение коэффициента наличные/депозиты (c):

- уровень экономического развития страны и благосостояния ее граждан. Чем богаче страна, тем меньше коэффициент.
- процент, выплачиваемый банками по депозитам;
- оценка риска в банковской сфере. Чем выше банковский риск, тем больше коэффициент.
- сезонные факторы. Чем ближе лето и праздники, тем больше коэффициент.
- неучтенная деятельность (наличные являются основным средством платежа в теневой экономике)

В силу наличия большого числа факторов, влияющих на движение этого коэффициента, механическая интерпретация его изменения невозможна.

Мультипликатор

Основные факторы, влияющие на поведение коэффициента резервы/депозиты (r):

- норма обязательного резервирования;
- учетная ставка ЦБ (если процентная ставка невысока, банки обычно поддерживают невысокий уровень избыточных резервов, поскольку могут получить недорогой заем в ЦБ);
- рыночная процентная ставка (банки вынуждены принимать во внимание размеры упущенной прибыли, от хранения избыточных резервов)
- банковская политика избыточных резервов (банки составляют прогнозы притока-оттока депозитов в зависимости от состояния макроэкономики, сезонных факторов, собственной депозитарной политики и на этой базе строят политику избыточных резервов)

Сокращение коэффициента резервы/депозиты обычно сигнализирует о нарастании напряженности в банковской системе

Контроль над факторами, влияющими на предложение денег

Контролирующий агент	Переменная	Изменение переменной	Реакция предложения денег	Причина
Центральный банк	rr – норма обязательного резервирования	+	-	Больше депозитов блокированы в ЦБ и не участвуют в процессе мультипликации
	c – наличные деньги	+	+	Больше наличных денег выпущено в обращение и больше объем денежной базы
Банки	er – норма избыточного резервирования	+	+	Рост избыточных резервов увеличивает денежную базу
Вкладчики	c – коэффициент наличные / депозиты	+	-	Наличные, которых становится больше относительно депозитов, не участвуют в мультипликации

ЦБ не может контролировать все компоненты мультипликатора

Исследования показывают, что в краткосрочном периоде возможны существенные колебания мультипликатора.

Предложение денег в США

	1929 год	1933 год
M2	26,5	19,0
Наличные на руках	3,9	5,5
Вклады	22,6	13,5
Денежная база	7,1	8,4
Наличные на руках	3,9	5,5
В банках	3,2	2,9
Мультипликатор	3,7	2,3
Резервы/депозиты	0,14	0,21
Наличные/депозиты	0,17	0,41

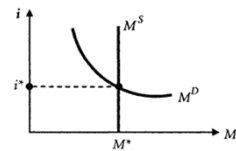
Источник: N.G.Mankiw, "Macroeconomics", стр.489, M.Friedman and A.Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton University press, Princeton, 1963)

Действия ФРС во время мирового финансового кризиса



Равновесие на рынке денег

Равновесие на рынке денег установится тогда, когда величина спроса на запас денег (M^D) равна величине предложения запаса денег (M^S) и обеспечивается гибкостью процентной ставки (i)



Монетарная политика и инфляция

2. Передаточный механизм монетарной политики

Денежный (монетарный) импульс

Монетарная политика способна непосредственно влиять на денежный рынок (денежную массу и номинальные процентные ставки)
 Возникновение неравновесия (изменение состояния равновесия) на денежном рынке должно породить некую цепочку событий, которая изменит состояние других рынков
 Говорят, что внешним рынкам должен быть сообщен *денежный (монетарный) импульс*. Следующая после этого последовательность событий называется *передаточным механизмом денежного импульса*

Передаточный механизм монетарной политики

Специфика работы трансмиссионного механизма в стране определяется:

- ✓ особенностями монетарной политики центрального банка;
- ✓ структурными характеристиками экономики;
- ✓ особенностями финансовой системы.

Передаточный механизм монетарной политики

Особенности стран с формирующимися рынками и переходными экономиками:

- ✓ высокая степень открытости экономики (как правило);
- ✓ относительно неразвитый финансовый сектор с доминирующей ролью банков;
- ✓ высокая степень долларизации.

Каналы трансмиссионного механизма

Передача монетарного импульса экономике происходит через:

- ✓ процентные ставки;
- ✓ обменный курс;
- ✓ кредитные каналы;
- ✓ ожидания

Влияние процентной ставки

Номинальные краткосрочные ставки межбанковского рынка↓

↓
Среднесрочные и долгосрочные номинальные процентные ставки по депозитам и кредитам в национальной валюте↓

↓
Реальные процентные ставки (при $\pi \approx \text{const}$)↓

↓
Инвестиции↑, потребление↑, сбережения↓

↓
Внутренний спрос↑

Влияние процентной ставки (в странах с развитым финансовым рынком)

Процентная ставка↓

↓
Цены финансовых активов↑

↓
Уровень богатства↑

↓
Потребление↑, инвестиции↑

↓
Внутренний спрос↑

Влияние процентной ставки (в странах с развитым финансовым рынком)

Процентная ставка↓

↓
Цены акций↑

↓
Капитализация↑

↓
Кoeffициент q Тобина↑

↓
Инвестиции↑

↓
Внутренний спрос↑

Теория q Тобина

$$q = \frac{\text{Рыночная стоимость капитала фирмы}}{\text{Восстановительная стоимость капитала фирмы}} = \frac{V_t}{K_t}$$

Рыночная стоимость фирмы – это цена приобретения всех ее ценных бумаг (рыночная капитализация)

Восстановительная стоимость – это сумма расходов, необходимых для приобретения всех активов фирмы по текущим ценам

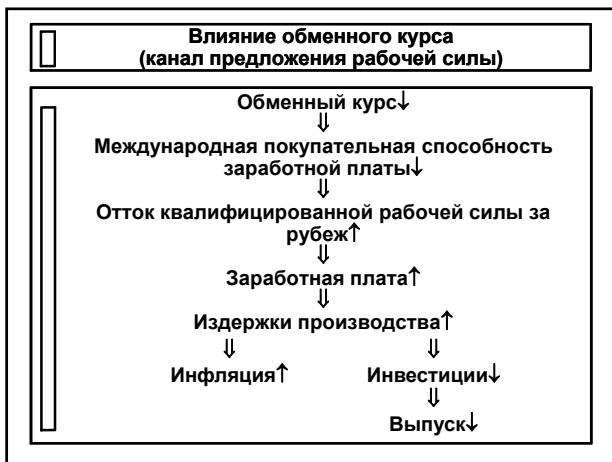
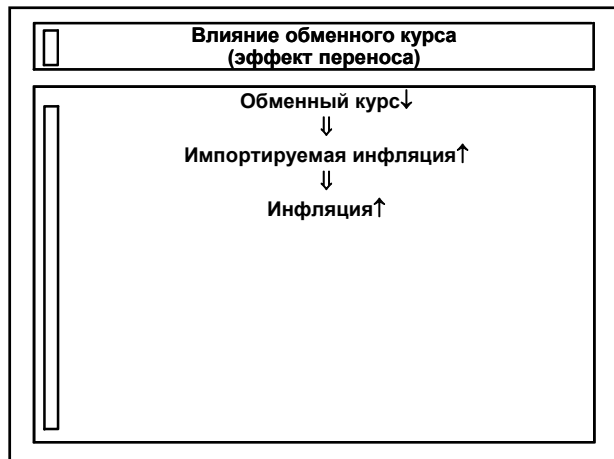
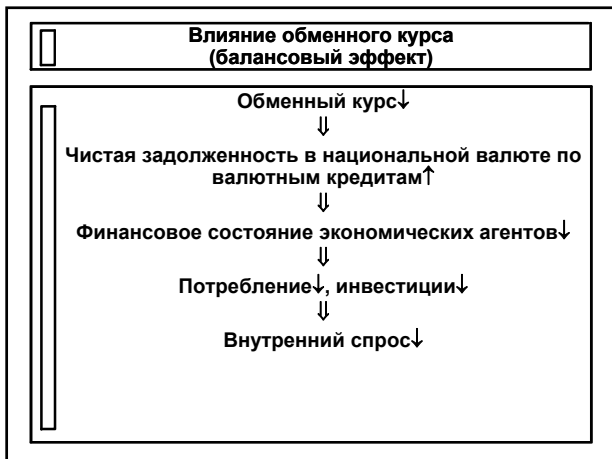
Влияние обменного курса

Обменный курс↓

↓
Относительные цены экспорта↓, относительные цены импорта↑

↓
Экспортные доходы↑, импорт↓

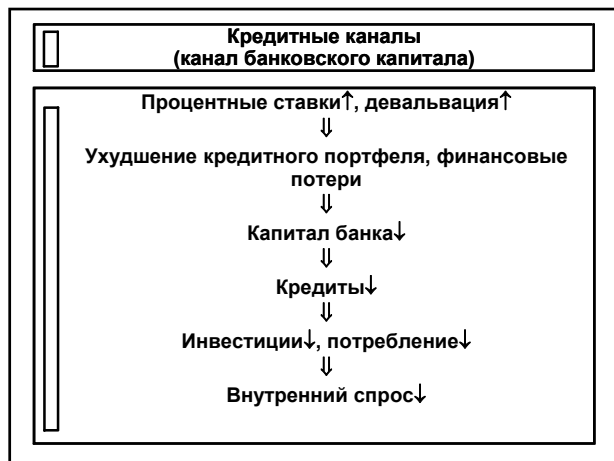
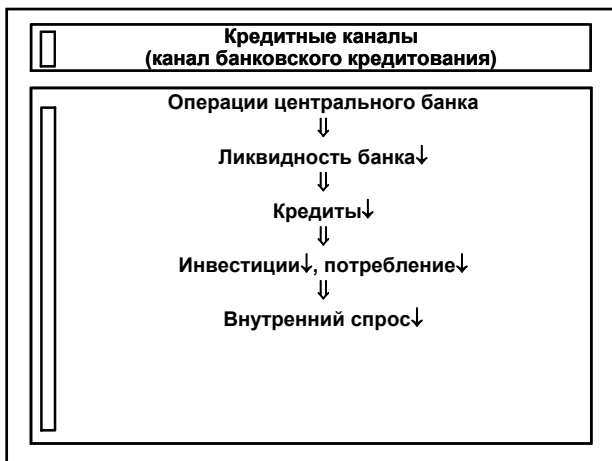
↓
Выпуск↑

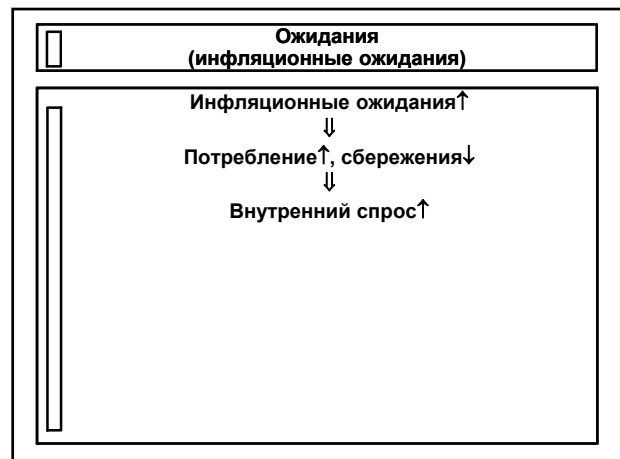
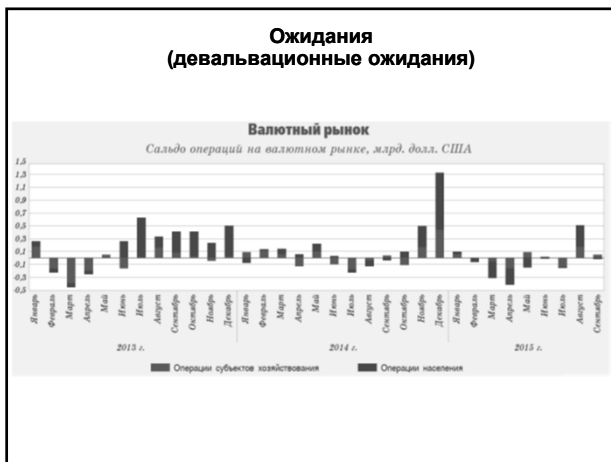
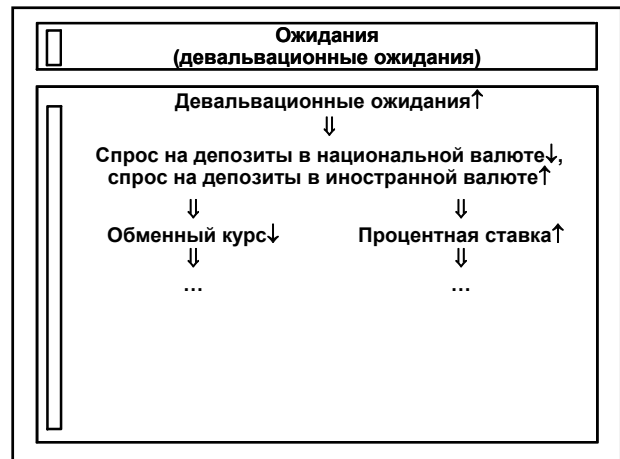
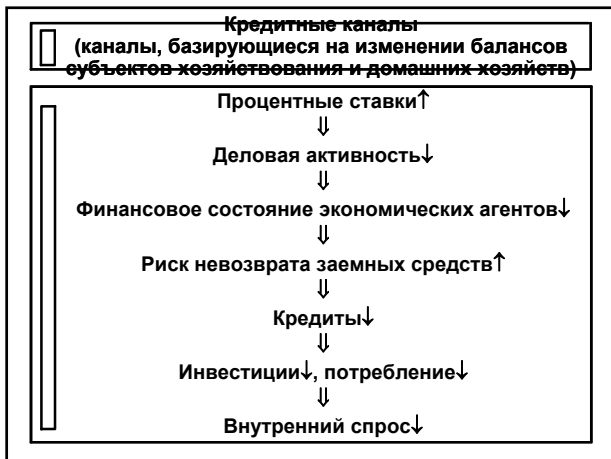


Кредитные каналы (канал неценового rationирования кредита)

Д. Джеффи и Дж. Стиглиц характеризуют «чистое rationирование кредита» как механизм, при использовании которого часть экономических агентов считается особенной, что дает им право получать кредит, когда у остальных организаций и домашних хозяйств такого права нет

В Республике Беларусь работа канала связана с влиянием операций и решений Правительства относительно финансирования банками государственных программ и мероприятий





Передаточный механизм монетарной политики

Монетарная политика имеет сложный передаточный механизм
Это осложняет оценку ее последствий

Воздействие монетарной политики на деловую активность и инфляцию происходит с определенными лагами:

- ✓ в странах с формирующимся рынком – 3-7 кварталов;
- ✓ в странах развитой рыночной экономикой – 8-16 кварталов

Монетарная политика и инфляция

3. Деньги и инфляция

Деньги и инфляция

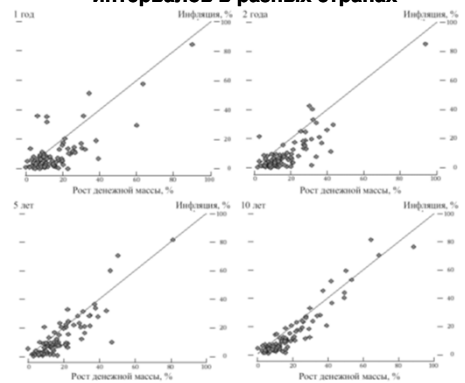
«Инфляция всегда и везде представляет собой денежное явление»

Милтон Фридман

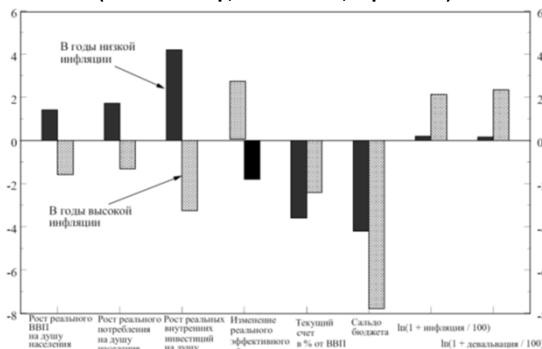
Если инфляцией считать постоянный и быстрый рост уровня цен, то большинство экономистов соглашаются с денежным происхождением инфляции

В какой бы стране ни наблюдался высокий темп инфляции в течение сколь-нибудь продолжительного времени, темпы роста денежной массы в ней непременно оказывались высокими

Годовые темпы инфляции и роста широкой денежной массы для различных временных интервалов в разных странах



Средние значения различных макроэкономических показателей для случаев очень высокой и низкой инфляции для 18 стран (Стэнли Фишер, Ратна Сахай, Карлос Вер)



Деньги и инфляция

Если все согласны с тем, что инфляция негативно влияет на экономику, то зачем так часто проводится инфляционная денежно-кредитная политика?

Правительство устанавливает высокий темп роста денежной массы и тем самым порождает высокую инфляцию, пытаясь достичь каких-то других целей

Направления государственной политики, которые чаще всего приводят к инфляции:

- стремление к высокому уровню занятости и совокупному выпуску (экономическому росту);
- бюджетный дефицит.

Дефицит бюджета и инфляция

Дефицит бюджета является причиной устойчивой инфляции лишь в том случае, если он имеет постоянный, а не временный характер и если правительство финансирует его путем эмиссии денег, а не с помощью долгового финансирования

Это происходит либо когда дефицит велик, либо когда страна не имеет достаточно развитых рынков капитала, на которых можно продать государственные облигации

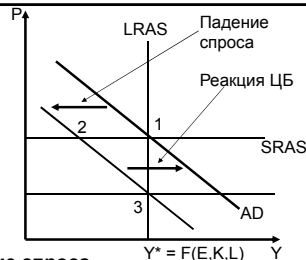
Деньги и инфляция

Результатом активной стабилизационной политики, направленной на достижение высокого уровня занятости и выпуска, могут быть два типа инфляции:

- инфляция спроса (политика, направленная на увеличение совокупного спроса);
- инфляция издержек (возникает вследствие отрицательного шока предложения или повышения заработной платы).

Относительно простой случай: снижение совокупного спроса

Кривая спроса сдвигается влево
Новое состояние экономики описывается точкой 2
ЦБ стимулирует совокупный спрос (сдвигает AD вправо)
Экономика возвращается в точку 1



Таким образом, падение спроса можно полностью нейтрализовать действиями ЦБ
Важно: размер этого эффекта ограничен (речь идет просто о возвращении экономики к тренду)

Переход к стимулирующей монетарной политике

Проблема: выпуск при полной занятости не наблюдаем ...

... и идея: если при отрицательном шоке спроса можно вернуть экономику в равновесие, почему нельзя создать положительный шок и поднять ее выше равновесия?

Поэтому возникает соблазн перейти от стабилизационной к стимулирующей монетарной политике

Деньги и инфляция

В краткосрочном периоде стимулирующая монетарная политика ведет к увеличению ВВП, снижению ставки процента и росту уровня цен

Со временем уровень цен повышается, и эффект воздействия стимулирующей монетарной политики на ВВП и ставку процента исчезает

В какой степени стимулирующая монетарная политика повлияет на ВВП, и в какой степени она повлияет на уровень цен?

Как долго длятся реальные эффекты изменения денежной массы?

Деньги и инфляция

Результаты исследования, проведенного Фредериком Мишкиным

Воздействие 1%-го увеличения денежной массы (ожидаемого или неожиданного) на ВВП

Кварталы	0	2	4	6	12	16
Воздействие на ВВП						
Ожидаемое	1,3	1,9	1,8	1,3	0,7	-0,6
Неожиданное	2,0	2,3	2,2	2,0	0,5	-0,4

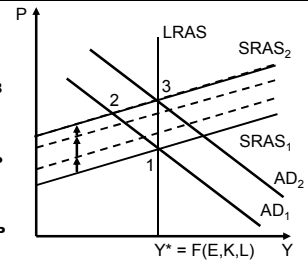
Деньги оказывают сильное воздействие на ВВП в краткосрочном периоде. Эффект почти пропадает по прошествии четырех лет

Деньги и инфляция

	Краткосрочный период			Среднесрочный период		
	ВВП	Ставка процента	Уровень цен	ВВП	Ставка процента	Уровень цен
Стимулирующая монетарная политика	Увеличивается	Снижается	Повышается (несильно)	Не меняется	Не меняется	Повышается

Более сложный случай: шоки со стороны издержек

Шок ведет к росту издержек (SRAS движется вверх)
 Экономика движется в рецессию (точка 2)
 Должен ли ЦБ в этом случае стимулировать совокупный спрос?
 На первый взгляд да: это позволит избежать (быстрее преодолеть) спада производства и безработицы (точка 3), но ценой более высокой инфляции

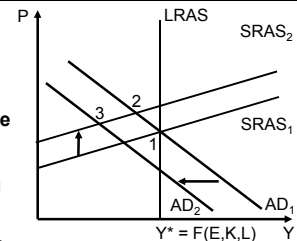


Более сложный случай: шоки со стороны издержек

Будет ли достигнуто стабильное равновесие в точке 3?
 Скорее всего нет, поскольку инфляция порождает инфляционные ожидания. В результате SRAS продолжит сдвигаться вверх
 Если ЦБ будет по-прежнему стимулировать совокупный спрос, то
 - рост цен станет еще интенсивней;
 - это повысит инфляционные ожидания еще сильнее
 Задача ЦБ – стабилизировать не только выпуск, но и инфляцию

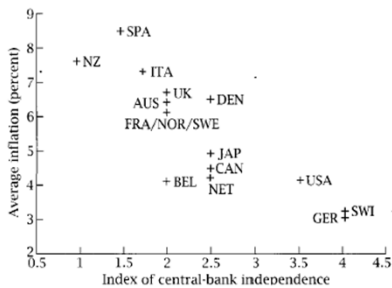
Более сложный случай: шоки со стороны издержек

Чтобы преодолеть инфляцию необходимо лечить проблему инфляционных ожиданий
 Денежную массу надо уменьшить (процентные ставки повысить). Это усилит рецессию
 В результате, две силы противоборствуют:
 - инфляция из-за изначальных ожиданий;
 - дефляция из-за рецессии
 Это решение политически трудное



Рецепты:
 - независимый ЦБ;
 - создание репутации;
 - политика таргетирования инфляции

Независимость Центрального банка и инфляция



Монетарная политика и инфляция

4. Дезинфляция

Дезинфляция

Снижение уровня инфляции называется *дезинфляцией*
Единственным способом снижения инфляции является снижение темпа роста номинальной денежной массы
Каким образом можно показать последствия темпов роста денежной массы с использованием модели AD-AS?
Снижение темпа роста денежной массы приведет к снижению ВВП (или, по крайней мере, к снижению темпа роста ВВП) и увеличению безработицы
Можно ли избежать спада в экономике и безработицы?

Дезинфляция

Интересный случай: *деноминация*
Почему деноминация обычно не ведет к спаду, хотя денежная масса сокращается?
Логическое объяснение: потому что одновременно происходит пропорциональное снижение цен, включая цены на ресурсы (в том числе заработная плата)
Объяснение с помощью кривой Филлипса:
$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha(u_t - u_n)$$
$$\pi_t$$
 – инфляция в период t ;
 π_t^e – ожидаемая инфляция в период t ;
 u_t – безработица в период t ;
 u_n – естественный уровень безработицы

Дезинфляция

Гипотеза (Роберт Лукас, Томас Серджен): Если экономические агенты уверены в том, что центральный банк будет проводить политику, направленную на снижение инфляции, они, возможно, будут ожидать в будущем более низкую инфляцию, чем в прошлом. Если они снизят свои инфляционные ожидания, то фактическая инфляция снизится без продолжительного спада

Дезинфляция

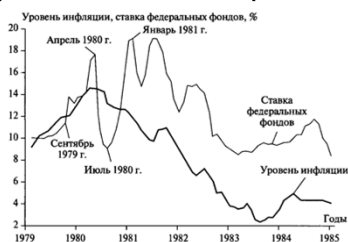
Неотъемлемым компонентом успешной дезинфляции является доверие к монетарной политике. Только доверие способно изменить способ формирования агентами инфляционных ожиданий
Ясная и быстрая программа дезинфляции будет пользоваться гораздо большим доверием, чем программа продолжительной дезинфляции, которая содержит множество возможностей для внесения изменений и политических распрей в течение этого периода

Дезинфляция

Контраргумент (Стенли Фишер, Джон Тейлор): даже при наличии доверия слишком быстрое снижение темпа роста номинальной денежной массы может привести к спаду (замедлению). Причина: наличие *номинальных жесткостей*
Пояснение: в современных экономиках большинство заработных плат и цен устанавливаются в номинальном выражении на некоторое время и обычно не меняются в ответ на изменение политики. Ситуация осложняется распределением сроков заключения трудовых контрактов во времени.

Дезинфляция в США

Пример: дезинфляция в США в начале 1980-х годов, проводимая Полом Волкером



Волкер замедлил рост денежной массы (повысил процентные ставки)

Дезинфляция в США

Экономика ушла в самую глубокую рецессию со времен Великой депрессии

Инфляционные ожидания только повысились (все по привычке ожидали проведения стимулирующей политики)

Волкер был непреклонен. В результате, инфляция была побеждена

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Темп роста ВВП, %	2,5	-0,5	1,8	-2,2	3,9	6,2	3,2
2. Инфляция, %	5,8	7,1	7,6	9,7	9,6	7,5	7,2
3. Индекс потребительских цен, %	13,3	12,5	8,9	3,8	3,8	3,9	3,8
4. Кумулятивная безработица, %	1,0	2,6	6,3	9,9	11,4	12,6	
5. Кумулятивная дезинфляция, %	0,8	4,4	9,5	9,5	9,4	9,5	
6. Коэффициент потерь	1,2	0,6	0,7	1,0	1,2	1,3	

Кумулятивная безработица — это число годовых пунктов избыточной безработицы начиная с 1980 г. при предположении, что естественный уровень безработицы равен 6%. Кумулятивная дезинфляция — это разница между инфляцией в данном году и инфляцией в 1979 г. Коэффициент потерь — отношение кумулятивной безработицы к кумулятивной дезинфляции.

Дезинфляция в США

Дезинфляция в США в начале 1980-х гг. сочеталась со значительным увеличением безработицы

Было ли это следствием отсутствия доверия к изменению монетарной политики или следствием того, что одного доверия недостаточно для снижения издержек инфляции?

Главное достижение: Волкер заработал репутацию, показав, на что он готов пойти

С тех пор в США не было инфляции

Но оправдывала ли цель средства?

Дезинфляция

Лоренс Болл рассчитал коэффициент потерь для 65 случаев дезинфляции в 19 странах ОЭСР более чем за 30 лет

Он пришел к трем основным выводам.

- дезинфляция обычно приводит к периодам высокой безработицы;
- более быстрая дезинфляция ассоциируется с более низким коэффициентом потерь (подтверждение идей Лукаса и Саржента о воздействии ожиданий и доверия к политике);
- коэффициенты потерь меньше в странах, в которых срок действия трудовых контрактов короче (подтверждение идеи Фишера и Тейлора о номинальной жесткости)

Монетарная политика и инфляция

5. Режимы денежно-кредитной политики

Режим монетарной политики

Наряду с рестриктивными мерами денежной политики, направленными на резкое сокращение инфляции, некоторые страны используют меры, которые предусматривают установление долгосрочных целей денежной политики и их привязку к обеспечению поддержания определенного уровня инфляции

Режим монетарной политики представляет собой совокупность правил и процедур проведения центральным банком монетарной политики

Промежуточный целевой ориентир

Ключевой характеристикой режима монетарной политики является выбор промежуточного целевого ориентира. Это номинальный монетарный показатель (номинальный якорь), занимающий промежуточное место между операционной и конечными целями денежно-кредитной политики

Промежуточный ориентир должен отвечать двум критериям:

- достаточно легко поддаваться контролю с помощью операционной цели монетарной политики;
- гарантировать контроль центрального банка над конечной целью монетарной политики.

Режимы денежно-кредитной политики

Существует три основных режима денежно-кредитной политики:

- таргетирование обменного курса;
- монетарное таргетирование;
- инфляционное таргетирование.

Режим	Таргетирование обменного курса	Монетарное таргетирование	Инфляционное таргетирование	Другое
Количество стран	48,0% стран – участниц МВФ (92 страны)	13,6% стран – участниц МВФ (26 стран)	17,8% стран – участниц МВФ (34 страны)	20,4% стран – участниц МВФ (39 стран)
в том числе	Дания Казахстан Литва Латвия ОАЭ Хорватия и др.	Аргентина Китай Узбекистан Украина Таджикистан и др.	Австралия Великобритания Канада Мексика Норвегия Польша Чехия Япония и др.	Беларусь Индия Россия Швейцария США страны зоны евро и др.

Таргетирование обменного курса

Промежуточный целевой ориентир – валютный курс

Теоретическая основа – паритет покупательской способности (ППС)

Принцип действия – инфляция внутри страны должна приближаться к инфляции в стране валюты привязки. Разница в уровнях инфляции будет отражаться на двустороннем реальном курсе валюты

Таргетирование обменного курса

Недостатки режима таргетирования обменного курса:

- необходимо наличие достаточного уровня международных резервных активов;
- при фиксации номинального курса национальной валюты укрепление реального ее курса приводит к ухудшению сальдо текущего счета платежного баланса;
- при планомерной девальвации курса национальной валюты невозможно полностью устранить инерционную инфляцию, поддерживаемую девальвационными и инфляционными ожиданиями экономических агентов;
- при темпах инфляции ниже 15-20% за год количественная связь между девальвацией и инфляцией на краткосрочных интервалах ослабевает.

Монетарное таргетирование

Промежуточный целевой ориентир – денежный агрегат

Теоретическая основа – количественная теория денег

Принцип действия основан на правиле Фридмана

$$\Delta M^T \approx \Delta Y^{eq} + \pi^T - \Delta V$$

где ΔM^T – цель по приросту денежной массы за период;

ΔY^{eq} – прирост равновесного ВВП;

π^T – цель по инфляции;

ΔV – прогноз изменения скорости обращения денег.

Монетарное таргетирование

Недостатки режима монетарного таргетирования:

- чувствительность спроса на деньги на изменения объема производства и процентной ставки изменчива;
- денежный мультипликатор, как правило, непостоянен;
- при высоких значениях инфляции погрешность прогнозных расчетов оказывается довольно существенной.

Инфляционное таргетирование

Промежуточный целевой ориентир – прогноз инфляции

Теоретическая основа – новокейнсианская теория

Принцип действия основан на сложных структурных динамических моделях трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Инфляционное таргетирование

Причины перехода на инфляционное таргетирование развивающихся стран:

- 1) валютный кризис (девальвация и отказ от фиксированного валютного курса);
- 2) эволюция стабилизационной программы на базе фиксированного валютного курса;
- 3) потеря эффективности денежного таргетирования.

Инфляционное таргетирование

Основные недостатки режима заключаются в том, что его применение требует наличия в стране комплекса базовых организационно-правовых и макроэкономических условий:

- 1) юридическая и фактическая автономия целей монетарной политики, признание ценовой стабильности главной целью денежно-кредитной политики;
- 2) автономия и наличие надежного инструментария для проведения денежно-кредитной политики;
- 3) четкое разграничение ответственности между правительством и центральным банком за невыполнение цели по инфляции;
- 4) мониторинг и моделирование экономики, прогнозирование инфляции;

Инфляционное таргетирование

- 5) соответствующая организация взаимодействий внутри центрального банка;
- 6) информационная открытость и транспарентность центрального банка;
- 7) симметричность информации о ценообразовании;
- 8) либерализация цен;
- 9) стабильность и сбалансированность доходов и расходов государственного бюджета;
- 10) развитость и устойчивое функционирование денежного рынка и национальной финансовой системы.

Инфляционные ориентиры

Механизм инфляционных ориентиров состоит из трех этапов:

- установление инфляционного ориентира;
- прогнозирование инфляции;
- осуществление мер макроэкономической политики для обеспечения достижения инфляционной цели.

Инфляционные ориентиры позволяют контролировать инфляционные ожидания

Если инфляционные ориентиры считаются главной задачей денежной политики, то достижение других целей возможно только в той степени, в какой они не противоречат главной

Инфляционные ориентиры

Параметры инфляционной цели:

- временной горизонт (обычно Центральному банку дается 12-18 месяцев, чтобы обеспечить уровень инфляции, сопоставимый с целью из-за наличия временных лагов);
- уровень инфляционной цели (большинство стран уравнивают допустимый уровень инфляции на уровне 2% в год);
- выбор индекса цен (обычно в качестве средства измерения инфляционной цели выбирается индекс потребительских цен);
- ширина ориентировочного пояса (инфляционный ориентир может быть определен либо как абсолютный уровень (2% в год), как промежуток (в пределах 2-4 % в год), либо как потолок (не более 5% в год));

Инфляционные ориентиры

Параметры инфляционной цели:

- прогноз инфляции (как правило используются эконометрические методы);
- текущий мониторинг (ЦБ должен осуществлять мониторинг и влиять на динамику промежуточных показателей (резервные деньги, валютный курс, процентные ставки), которые воздействуют на инфляцию);
- транспарентность (Центральный банк может публиковать (Новая Зеландия, Англия) или не публиковать (остальные страны) прогноз инфляции. В пользу публикации свидетельствует то, что это помогает сгладить инфляционные ожидания и бизнес-цикл; против – то, что это делает политику ЦБ чрезмерно прозрачной и играет на руку валютным и иным рыночным спекулянтам).

Инфляционное таргетирование

В краткосрочном периоде инфляция частично предопределена инфляцией в предшествующие периоды

Динамика сегодняшней цены (инфляции) является прямой функцией от ожиданий будущей цены

Поэтому монетарная политика может влиять главным образом на ожидаемую будущую инфляцию.

Центральный банк корректирует политику когда:

- прогноз инфляции отклоняется от целевого ориентира (предпочтительно);
- текущая инфляция отклоняется от своего ориентира (используются преимущественно в развивающихся странах).

Инфляционные ориентиры

	Великобритания	Канада	Европейский центральный банк	Новая Зеландия	Швейцария	Швеция
Цель денежной политики	Стабильность цен	Стабильность цен	Стабильность цен	Стабильность цен	Стабильность цен	Стабильность цен
Законодательно закрепленное обязательство ЦБ обеспечить достижение цели	Да	Да	Да	Да	Нет	Да
Чем измеряется инфляция	ИПЦ	Центральная инфляция	ИПЦ	ИПЦ	Центральная инфляция	Центральная инфляция
Таргетированный уровень инфляции	<2.5%	2% +/-1 пункт	<2%, но >0	0-3%	<2%, но >0	2% +/-1 пункт
Временной горизонт таргетирования инфляции	2 года	2 года	Средний срок	1,5-2 года	Средний срок	2 года
Доказал о состоянии инфляции	4 раза в год	2 раза в год	2 раза в год	4 раза в год	4 раза в год	3 раза в год
Периодичность	Подробный	Подробный	Неподробный	Подробный	Неподробный	Подробный
Операционная цель	Процент по двумесечному репо	Процент по однократным кредитам	Процент по трехмесячной ставке репо	Официальная процентная ставка	Трехмесячный ЛИБОР в швейцарских франках 44-100 бизнесных пунктов	Однонедельная ставка репо
Инструмент достижения операционной цели	Repo	Repo	Repo	Repo	Repo	Repo
Орган, принимающий решения	Комитет по денежной политике	Совет директоров ЦБ	Исполнительный совет	Управляющий ЦБ	Совет директоров ЦБ	Совет директоров ЦБ
Отчетность ЦБ	Через открытое письмо о состоянии денежной политики	Правительству	Европейскому парламенту, Совету министров, Комиссии ЕС	Законодательно не определена	Федеральному правительству	Парламенту через открытое письмо о состоянии денежной политики

Примеры не самых удачных попыток таргетирования инфляции



Примеры не самых удачных попыток таргетирования инфляции



Инфляционное таргетирование

Существуют две основных точки зрения на таргетирование инфляции. Первая заключается в том, что это только «консервативное желание произвести благоприятное впечатление, не соответствующее действительности». Решающую роль играет выбор политиками инфляции в качестве главной цели, а не атрибуты таргетирования инфляции.

Другая точка зрения состоит в том, что таргетирование инфляции важно. Эта точка зрения сосредотачивает внимание на тройке – доверие, прозрачность (открытость) и ответственность. Это важно, в первую очередь, когда необходимо снизить инфляцию и когда шок отклоняет инфляцию от целевого уровня.

Другие режимы денежно-кредитной политики: политика по «правилам»

Для достижения инфляционной цели центральный банк может действовать согласно определенной стационарной процедуре («правилу») денежно-кредитной политики. Наибольшую известность получили такие стационарные процедуры, как «правило Тэйлора» и «правило Хендерсона—МакКиббина», где инструментом служит процентная ставка, а также «правило МакКаллама», в котором инструментом является денежная база.

Правило Тейлора

Развернутое уравнение правила Тейлора имеет вид

$$i_t = r^* + \pi^* + a_\pi(\pi_t - \pi^*) + a_y Y_t^{gap}$$

i_t – целевая краткосрочная номинальная процентная ставка;

r^* – предполагаемая равновесная реальная процентная ставка;

π^* – целевой уровень инфляции (инфляционный ориентир);

π_t – фактический уровень инфляции;

Y_t^{gap} – разрыв ВВП

Правило Тейлора

$$Y_t^{gap} = \frac{Y_t - Y_t^n}{Y_t^n}$$

Y_t – выпуск (ВВП) в период времени t ;

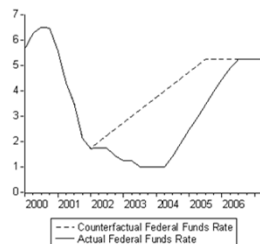
Y_t^n – потенциальный выпуск (выпуск при полной занятости) в период времени t .

По мнению Тейлора: $a_\pi = 1,5$ и $a_y = 0,5$.

По мнению Хендерсона и МакКиббина: $a_\pi = 2$ и $a_y = 0,5$

Считается, что с середины 80-х ФРС весьма точно следовала в своей политике правилу Тейлора, за некоторыми исключениями

Когда правило Тейлора не выполнялось



Предположение: важным фактором образования пузыря недвижимости в США была политика ФРС (процентные ставки были слишком низкими слишком долго)

Когда правило Тейлора не выполнялось



Номинальная процентная ставка не может быть отрицательной

Правило Болла

При включении в уравнение Тейлора переменной валютного курса будет получено правило Болла (адаптация правила Тейлора для открытой экономики)

Количественное смягчение

Количественное смягчение (Quantitative easing, QE) – нетрадиционный способ реализации монетарной политики, который используется центральными банками для стимулирования экономики, когда стандартная денежная политика становится неэффективной

Количественное смягчение

Механизм QE: ЦБ начинает выкупать облигации в объявленном объеме с целью способствовать снижению их доходностей (снижение процентных ставок по долговым бумагам) и увеличить ликвидность в финансовой системе

Если полученные деньги частный сектор продолжает хранить на счетах ЦБ, QE фактически не работает

Способ решения проблемы: введение отрицательных ставок по депозитам ЦБ

Количественное смягчение

Программы количественного смягчения применяются при одновременном действии нескольких факторов:

- ✓ темпы экономического роста близки к нулю или отрицательные;
- ✓ учетная ставка ЦБ близка к нулю;
- ✓ инфляция близка к нулю, или наблюдается дефляция

