

# **Тема 5: Монетарная политика**

## Содержание лекции:

1. Рисксовая и временная структура процентных ставок.
2. Основы денежно-кредитной статистики.
3. Цели и режимы денежно-кредитной политики.
4. Стандартные инструменты монетарной политики. Современный взгляд на осуществление денежно-кредитной политики.
5. Нестандартные меры монетарной политики.
6. Передаточный механизм монетарной политики. Каналы трансмиссионного механизма.
7. Диагностические инструменты монетарной политики.

## **4. Стандартные инструменты монетарной политики. Современный взгляд на осуществление денежно- кредитной политики.**

## Трансформация мер ДКП

Мировой финансовый кризис 2007-2008 гг разделил меры монетарной политики на **стандартные** и **нестандартные**:

**Стандартные** меры связаны с проблемами реализации монетарной политики в рамках того или иного режима ДКП и, прежде всего таргетирования инфляции, ключевым элементом которого становится управление процентными ставками;

**Нестандартные меры** заключаются в том, что центральные банки, считавшиеся наиболее консервативными институтами, в период острой фазы финансового кризиса начали разрабатывать и реализовывать новаторские подходы в управлении монетарной сферой, став активным участником операций на финансовых рынках и непосредственно вмешиваясь в функционирование кредитной системы.

## Стандартные меры ДКП

Ключевым элементом в осуществлении ДКП является управление процентными ставками, для реализации которого необходимо определение параметров **трех** основных элементов монетарной политики:

**Первый** - выбор операционного целевого показателя ДКП. Таким показателем должна быть экономическая переменная, которую ЦБ стремится и в состоянии контролировать на ежедневной основе с помощью инструментов ДКП. Целевой уровень этой переменной, во-первых, определяет порядок действий структур ЦБ, отвечающих за проведение ежедневных операций, во-вторых, информирует экономику о направленности ДКП.

**Второй** – формирование операционной структуры инструментов и правил, позволяющей ЦБ управлять выбранным целевым показателем.

**Третий** – применение выбранных инструментов на ежедневной основе с целью достижения целевого уровня выбранного ориентира.

## Процентные ставки

**Процентные ставки** — чрезвычайно важный инструмент денежно-кредитного регулирования и являются предметом регулирования со стороны центральных банков. Устанавливая ставки по своим операциям, ЦБ задает ориентир всем остальным ставкам в экономике (кредитным, депозитным, ставкам доходность государственных и корпоративных ценных бумаг и пр.). Изменяя ставки, монетарная власть тем самым воздействует на экономическую активность. Через процентный канал возможно косвенно влиять на решения экономических субъектов о потреблении, сбережении и инвестировании и таким образом воздействовать на уровень совокупного спроса, экономическую активность и инфляцию. Повышение процентных ставок приводит к снижению деловой активности, снижению инфляции и удорожанию национальной валюты. Понижение процентных ставок приводит к прямо противоположным последствиям

## Процентные ставки

В мировой экономике общепризнанную роль играют так называемые **ключевые процентные ставки** — это ставки центральных банков ведущих стран и ставки мирового денежного рынка. В условиях финансовой глобализации они имеют важное значение, не только в ареале их происхождения, но и для всех участников трансграничных финансово-кредитных потоков.

## Инструменты ДКП по форме воздействия

Набор инструментов денежно-кредитного регулирования, находящихся в арсенале центральных национальных банков, можно классифицировать их по ряду признаков. Так, **по форме воздействия** принято различать

- прямые (административные) методы
- косвенные (экономические) методы.

## Прямые (административные) методы

К административным требованиям, которые центральный банк предъявляет к коммерческим банкам, относятся:

- обязательные резервные требования;
- требования к банковской ликвидности;
- установление верхних и нижних пределов процентных ставок;
- нормирование кредитного портфеля банков;
- ограничения на открытие филиалов и отделений;
- определение номенклатуры операций, видов обеспечения;
- перечень банков, допущенных к отдельным видам операций.

## Прямые (административные) методы

Первые два инструмента прямого действия (обязательные резервы и требования к ликвидности) являются **регулирующими** требованиями, которые могут как сдерживать, так и усилить кредитно-денежную эмиссию. Остальные относятся к методам, **сдерживающим** развитие операций банковского сектора.

## **Косвенные (экономические) инструменты**

Косвенные (экономические) инструменты денежно-кредитного регулирования, в свою очередь, делятся на **инструменты постоянного действия** (применяют более 80% центральных банков):

- кредиты рефинансирования,
- депозиты центрального банка,
- переучет ценных бумаг,
- коридор процентных ставок

### **дискреционные инструменты:**

- операции на открытом рынке,
- кредитные и депозитные аукционы,
- валютные интервенции.

## **По характеру регулируемых параметров инструменты регулирования делятся на общие и селективные**

**Общие инструменты** влияют на рынок ссудных капиталов в целом. Это меры учетной (дисконтной) политики, операции на открытом рынке, изменение норм обязательных резервов.

**Селективные (выборочные) методы** предназначены для регулирования кредитования отдельных отраслей и сфер. Ими являются установление количественных параметров на кредиты приоритетным отраслям, поощрение создания специальных кредитно-финансовых учреждений, кредитующих приоритетные отрасли по более низким процентным ставкам и пользующихся льготами при рефинансировании в центральном банке, распространение льгот на банки, кредитующие приоритетные сферы экономики.

## **Операции постоянного действия**

**Операции постоянного действия** – инструменты, которые кредитные организации-контрагенты ЦБ могут использовать по собственной инициативе в любое время в течение рабочего дня.

Некоторые особенности:

- ЦБ устанавливает правила доступа к применению этих инструментов: процентные ставки по операциям, список бумаг, принимаемым для переучета, использования в операциях РЕПО, залога;
- По операциям постоянного действия устанавливаются штрафные процентные ставки с тем, чтобы коммерческим банкам было невыгодно слишком полагаться на их применение

## Операции постоянного действия

Инструменты постоянного действия можно разделить на две группы: **кредитные** и **депозитные**:

**Кредитование коммерческих банков ЦБ** направлено на решение двух задач:

- ) инструменты по предоставлению ликвидности служат для управления операционным целевым показателем (процентной ставкой по краткосрочным кредитам на денежном рынке;
- ) они должны обеспечивать проведение платежей и сохранение финансовой стабильности.

**Депозитные операции** имеют существенное значение при управлении целевым операционным ориентиром. Если фиксированная ставка по депозитным операциям постоянного действия отлична от ставки, служащей целевым показателем, то она формирует нижнюю границу для процентных ставок по краткосрочным кредитам на денежном рынке, тем самым предотвращая чрезмерное смягчение условий кредитования.

## Операции постоянного действия

Операции по предоставлению ликвидности формируют «потолок» процентных ставок на межбанковском денежном рынке, а операции по изъятию ликвидности — нижний предел ставок. Таким образом, оба инструмента образуют так называемый **«процентный коридор»**. Некоторые центральные банки стремятся поддерживать постоянный «процентный коридор», который ограничивает волатильность межбанковских процентных ставок. Однако ширина коридора устанавливается таким образом, чтобы использование постоянных операций оказалось достаточно дорогостоящим для банков и процентный коридор не сдерживал развитие межбанковского рынка.

## Операции постоянного действия

Инструменты постоянного действия дают возможность банкам по собственной инициативе получать от центрального банка ликвидность (как правило, для поддержания платежеспособности) а также размещать временно свободные резервы на депозитах в центральном банке, обеспечивая им некоторую доходность.

Инструменты постоянного действия, предназначенные для рефинансирования банков, играют роль эмиссионного окна (именуемого также «дисконтным окном»), через которые банки оперативно пополняют свои резервы до необходимого им уровня.

## Операции на открытом рынке

Операции на открытом рынке проводятся в форме аукционов (тендеров). Центральный банк объявляет о своем намерении купить или продать какой-либо финансовый актив на определенную сумму денег и принимает заявки от банков с указанием количества и цены этого актива (или процентной ставки). После анализа заявок он удовлетворяет те из них, которые обеспечивают наивысшую доходность.

## Операции на открытом рынке

Операции на открытом рынке позволяют центральному банку решать сразу несколько задач:

- регулировать размер денежной базы,
- поглощать избыточную ликвидность банков (неиспользуемые остатки на корреспондентских счетах в центральном банке),
- управлять уровнем процентных ставок и валютных курсов.

## **Операции на открытом рынке: влияние на размер денежной базы**

Когда центральный банк кредитует банки на реверсной основе (через ломбардные аукционы, аукционы РЕПО) или покупает у них государственные облигации и иностранную валюту, его денежная база увеличивается. Обратные сделки (возврат кредитов и т.д.) приводят к сжатию денежной базы.

## **Операции на открытом рынке: влияние на ликвидность банков**

Продажа депозитов и облигаций центрального банка вызывает увеличение нормы резервирования, ослабляя тем самым способность банков к созданию дополнительной денежной массы. (Денежная масса в этом случае не меняется: средства корреспондентских счетов банков переводятся на депозитные счета и счета по учету облигаций центрального банка.)

## **Операции на открытом рынке: влияние на уровень процентных ставок и валютных курсов**

Осуществляя операции на открытом рынке, центральный банк, оказывает давление на цены финансовых активов при их покупке - в сторону повышения, а при продаже - в сторону понижения. В случае с долговыми обязательствами (облигациями) рост цен на них равносителен снижению процентной ставки (чем дороже облигация, тем ниже ее доходность). Сделки с иностранной валютой приводят к изменению номинального курса отечественной валюты, который обесценивается при покупке и дорожает при продаже центральным банком иностранной валюты.

## Норма обязательных резервов

Банки обязаны хранить определенную долю от привлеченных ресурсов в виде обязательных резервов в Банке России. Официально изменяя резервные требования, Центральный банк не затрагивает денежную базу, но изменяет денежный мультипликатор и, следовательно, воздействует на скорость изменения денежной массы.

Снижение нормативов обязательных резервов является элементом стимулирующей денежно-кредитной политики, приводит к увеличению мультипликатора и денежной массы. Соответственно, расширяются кредитные возможности банков. Повышение нормы резервирования снижает значение мультипликатора и уменьшает денежную массу, ограничивает возможности банков в кредитовании экономики.

## Норма обязательных резервов

Повышение нормативов обязательных резервов является одной из общепринятых мер борьбы с инфляцией и перегревом экономики. Около 70% развитых стран продолжают использовать резервные требования. От них отказались Австралия, Канада, Дания, Новая Зеландия, Норвегия и Швеция.

В Великобритании норма обязательных резервов составляет 0,45%, в Японии — от 0,125 до 2,5, в Швейцарии — 2,5, в Германии — от 4,14 до 12,1, во Франции — от 3 до 5,5, в Испании — 17, в Италии — 25%. В США нормативы резервных требований ФРС по транзакционным счетам (счетам до востребования) колеблются в зависимости от размера счета от 0 до 10%. Срочные счета предприятий и обязательства перед нерезидентами резервированию не подлежат. Во многих странах законодательно ограничены верхние уровни резервов

## Норма обязательных резервов: недостатки

- Существенным недостатком обязательных резервов является их налоговый характер. Деньги, «замороженные» на счетах по учету обязательных резервов, не приносят банкам дохода. Потеря дохода эквивалентна его налоговому изъятию, притом, что банки, как и другие хозяйствующие субъекты, несут обычную налоговую нагрузку в соответствии с действующим законодательством.
- Чтобы стабилизировать деятельность кредитных организаций, ЦБ старается поддерживать нормативы обязательных резервов на неизменном уровне (подобно тому, как государство обеспечивает стабильность налоговой системы). Отсюда другой недостаток данного инструмента - его «негибкость» или неоперативность (в отличие от операционных инструментов, которые могут применяться ежедневно).

## **«Новый взгляд» на осуществление ДКП**

В начале XXI в. получил широкое распространение и окончательно утвердился «новый взгляд» на осуществление денежно-кредитной политики, в соответствии с которым, независимо от монетарной стратегии центрального банка, единственным целевым операционным ориентиром денежно-кредитной политики должны быть краткосрочные процентные ставки денежного рынка. При этом «новый взгляд» предполагал определенные требования к настройке параметров функционирования инструментов центрального банка по предоставлению и абсорбированию ликвидности. В качестве наиболее эффективного способа управления краткосрочными процентными ставками предлагалась система симметричного процентного коридора. При этом количественные параметры проведения операций по предоставлению ликвидности не должны менять направленности денежно-кредитной политики: единственным сигналом о решениях центрального банка должно быть целевое значение операционного ориентира.

## **Основные черты «нового взгляда» на осуществление ДКП (1)**

**Единственным целевым операционным показателем центрального банка должна быть процентная ставка по краткосрочным межбанковским кредитам, так как согласно гипотезе ожиданий именно она определяет временную структуру процентных ставок, а также является оптимальной с точки зрения возможности управления ею центральным банком.**

## **Основные черты «нового взгляда» на осуществление ДКП (2)**

**Выбор краткосрочной процентной ставки в качестве целевого операционного показателя деятельности центрального банка не зависит от стратегии денежно-кредитной политики.**

Под стратегией ДКП понимается система, состоящая из двух элементов: макроэкономической модели трансмиссионного механизма монетарной политики, и способов, на основе которых регулятор в рамках данной модели изменяет целевой операционный ориентир, реагируя на новую информацию, и сообщает об этих изменениях, чтобы оказать влияние на конечные цели ДКП. Краткосрочную процентную ставку можно использовать в качестве целевого ориентира при любом режиме ДКП.

## **Основные черты «нового взгляда» на осуществление ДКП (3)**

**Параметры инструментов денежно-кредитной политики должны быть по-особому специфицированы.**

Доступ к *инструментам постоянного действия* должен быть ограничен только необходимостью наличия залога надлежащего качества, обеспечивающей контроль над уровнем риска, а также стоимостью заимствования.

Среди *операций на открытом рынке* для управления ликвидностью на ежедневной основе предпочтительнее выбрать транзакции, предполагающие обратный выкуп залога заемщиком. Операции на открытом рынке должны проводиться на конкурентной основе с помощью аукционов.

*Резервные требования* могут быть использованы в качестве инструмента денежно-кредитной политики, позволяющего лучше осуществлять управление краткосрочными ставками денежного рынка.

## **Основные черты «нового взгляда» на осуществление ДКП (4)**

**Наиболее простой и удобной системой управления краткосрочными процентными ставками является образуемый фиксированными ставками по инструментам постоянного действия коридор, симметричный относительно целевого уровня операционного ориентира.**

При такой системе изменение направленности денежно-кредитной политики (то есть целевого уровня для операционной процентной ставки) может быть достигнуто просто за счет соответствующего смещения уровня ставок по инструментам постоянного действия. При этом в среднем обращение к инструментам постоянного действия и реализация операций на открытом рынке, при прочих равных условиях, остаются на прежнем уровне.

## **5. Нестандартные меры монетарной политики.**

## **Причины применения нестандартных мер монетарной политики**

В период мирового финансового кризиса центральные банки в развитых и развивающихся странах перешли к реализации нестандартных мер денежно-кредитной политики, что было обусловлено двумя причинами.

Во-первых, во многих развитых странах центральные банки исчерпали возможности «стандартного» инструмента по стимулированию экономики, после того как ключевые процентные ставки были снижены практически до нулевого уровня.

Во-вторых, в экономиках и с развитыми, и с развивающимися рынками большое значение приобрели вопросы обеспечения финансовой стабильности, и центральные банки стали предпринимать различные меры для решения проблем, связанных с функционированием финансовых рынков.

## Определение нестандартных мер ДКП

Международный валютный фонд определяет нетрадиционные меры денежно-кредитной политики как реализованные центральными банками меры, не являющиеся стандартными инструментами осуществления монетарной политики.

К ним относятся:

- система заявлений о намерениях,
- предоставление ликвидности коммерческим банкам на долгосрочной основе
- широкомасштабный выкуп активов.

## Нестандартные меры ДКП

**Система заявлений о намерениях центрального банка**, в рамках которой центральный банк не только объявляет решения о сохранении или изменении величины ключевой процентной ставки, но и сообщает о продолжительности периода, в течение которого он не намерен ужесточать денежно-кредитную политику.

## Нестандартные меры ДКП

**Количественное смягчение** — инструмент кредитно-денежной политики, который используется центральными банками для стимулирования национальных экономик в период рецессии, когда традиционные инструменты в силу ряда факторов оказываются недостаточно эффективными. При количественном смягчении регулятор покупает или берет в обеспечение долгосрочные финансовые активы для инъекции определенного количества денег в экономику, в то время как традиционная монетарная политика предполагает, что центральный банк покупает или продает краткосрочные государственные облигации для сохранения процентных ставок на целевом уровне.

## Нестандартные меры ДКП

Метод **количественного смягчения** используется государством в том случае, если процентная ставка центрального банка опустилась до критически низкого уровня, который не оставляет возможности оперировать ею для снижения курса национальной валюты и повышения денежной массы. Подобная ситуация, называемая ловушкой ликвидности, обычно возникает при дефляции или очень низкой инфляции.

## Количественные смягчения (пример)

Наиболее масштабные меры по выкупу долгосрочных государственных облигаций в рамках программ по количественному смягчению были предприняты Банком Японии, ФРС и Банком Англии.

Так, ФРС объявила о начале выкупа долгосрочных казначейских облигаций в марте 2009 г. в рамках первого раунда количественного смягчения (QE1). Меры по количественному смягчению предпринимались с некоторыми перерывами до октября 2014 г., когда выкуп активов был произведен в последний раз.

Банк Англии приступил к выкупу государственных облигаций в марте 2009 г. в рамках механизма APF (Asset Purchase Facility). В настоящее время сумма активов, выкупленных в рамках программы по количественному смягчению, поддерживается на постоянном уровне в 375 млрд фунтов стерлингов.

Банк Японии также осуществляет ежегодный выкуп государственных облигаций у финансовых институтов и фирм, функционирующих на денежном рынке. С марта 2009 г. прямые покупки проводились на сумму 21,6 трлн иен ежегодно в рамках программы по выкупу активов APP (Asset Purchase Program).

## Нестандартные меры ДКП

**Косвенное кредитное смягчение**, определяемое как предоставление центральным банком ликвидности коммерческим банкам на долгосрочной основе (иногда сопровождаемое смягчением требований к качеству залога); при этом предоставление ликвидности на долгосрочной основе противопоставляется «стандартным» инструментам по регулярному кредитованию коммерческих банков центральным банком, осуществляемому, как правило, на еженедельной основе.

## **Косвенное кредитное смягчение (пример)**

В качестве примера можно привести программу расширенной кредитной поддержки ЕЦБ (Enhanced Credit Support), в соответствии с которой все операции рефинансирования коммерческих банков стали проводиться на аукционах с фиксированной ставкой и удовлетворением всех заявок, обеспеченных залогом соответствующего качества (fixed-rate full allotment, FRFA). Также был расширен список активов, принимаемых в качестве обеспечения в операциях с центральным банком, и увеличен срок предоставления кредитов коммерческим банкам. Увеличение сроков операций РЕПО и расширение списка активов производил также Банк Англии, ФРС, Банк Японии, Банк Канады и центральные банки других стран.

## Нестандартные меры ДКП

**Прямое кредитное смягчение**, представляющее собой непосредственное вмешательство центрального банка в функционирование кредитных рынков и состоящее в прямом приобретении регулятором корпоративных облигаций или ценных бумаг, обеспеченных ипотечными закладными, и направленное на снижение процентных ставок и смягчение условий фондирования на этих рынках (или их отдельных сегментах).

## Прямое кредитное смягчение (пример)

В качестве примера можно привести программу ЕЦБ по выкупу облигаций, обеспеченных ипотечными закладными, с высоким кредитным рейтингом в соответствии с программой СВРР (Covered bond purchase programme). Выкуп ценных бумаг в рамках данной программы осуществлялся в период с июня 2009 по июнь 2010 г. и был направлен на восстановление функционирования рынка облигаций, обеспеченных ипотечными закладными, который служил важным источником финансирования для коммерческих банков в значительной части стран еврозоны. Объем программы составил 60 млрд евро.

## **Цели, на достижение которых были направлены меры нетрадиционной ДКП**

Первой целью, является восстановление функционирования финансовых рынков и финансового посредничества. Для этого, прежде всего, использовались меры по прямому и косвенному кредитному смягчению.

Вторая цель состояла в обеспечении дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики в ситуации, когда снижение ключевой процентной ставки невозможно в силу ее близости к нулевой границе. На достижение второй цели были направлены система заявлений о намерениях центрального банка и меры по количественному смягчению.

Решение обеих задач, в свою очередь, должно было способствовать восстановлению и поддержанию макроэкономической и финансовой стабильности.