

Лекция 7

Монетарная политика

- Монетарная политика: ее цели и промежуточные ориентиры
- Инструменты монетарной политики
- Виды монетарной политики
- Механизм денежной трансмиссии
- Проблемы монетарной политики
- Сравнительная эффективность фискальной и монетарной политики



**Федеральная резервная
система**



Банк России



Банк Англии

Монетарная политика и ее цели

Монетарная политика является видом **стабилизационной политики**, которую проводит **центральный банк** (ЦБ) через регулирование **предложения денег** с целью достижения следующих **конечных целей**:



Бен Бернанке

- Г стабильный рост реального выпуска (ВВП);
- Г полная занятость ресурсов;
- Г стабильный уровень цен;
- Г равновесие платежного баланса (внешнее равновесие).

Промежуточными целями (целевыми ориентирами - **таргетами**)

политики ЦБ может быть контроль за:

- к предложением денег;
- к ставкой процента;
- к валютным курсом национальной денежной единицы.



Сергей Игнатьев

В последнее время предложение денег перестает быть промежуточной целью монетарной политики, и центральные банки во все большей степени ставят целью **таргетирование инфляции**.

Инструменты монетарной политики



Для контроля за предложением денег центральный банк может использовать три основных инструмента:

- изменение *нормы обязательных резервов*;
- изменение *учетной ставки процента*;
- *операции на открытом рынке.*



Норма обязательных резервов

Норма обязательных резервов (rr)
– это главный фактор процесса
создания денег:

$$\longrightarrow \Delta M = K \times \frac{1}{rr}$$

Изменение нормы обязательных резервов означает изменение доли депозитов, которую банки должны хранить в виде резервов и поэтому их способности выдавать кредиты. Это меняет величину депозитного и кредитного мультипликаторов, т.е. общий объем депозитов, создаваемых каждым новым депозитом.

Если ЦБ хочет **увеличить предложение денег**, он может **снизить норму обязательных резервов** и, таким образом, заставить банки хранить меньше денег в виде резервов. Это увеличивает мультипликатор и усиливает процесс создания денег.

Если ЦБ хочет **уменьшить предложение денег**, он может **повысить норму обязательных резервов**. Тогда банки должны будут хранить больше денег в виде резервов. Это уменьшает мультипликатор и противодействует созданию денег.

Пример. Предположим, что банк получает новый депозит в 1000. Если норма обязательных резервов равна 12.5%, изменение предложения денег составит:

$$\Delta M = K \times \frac{1}{rr} = (1000 - 1000 \times 0.125) \times \frac{1}{0.125} = 875 \times 8 = 7000 \text{ или}$$

$$\Delta M = D \times \left(\frac{1}{rr} - 1 \right) = 1000 \times \left(\frac{1}{0.125} - 1 \right) = 1000 \times 7 = 7000$$

и предложение денег будет равно:

$$M = D \times \frac{1}{rr} = 1000 \times \frac{1}{0.125} = 1000 \times 8 = 8000$$

Центральный банк хочет увеличить предложение денег и снижает норму обязательных резервов с 12.5% до 10%. Изменение предложения денег составит:

$$\Delta M = K \times \frac{1}{rr} = (1000 - 1000 \times 0.1) \times \frac{1}{0.1} = 900 \times 10 = 9000 \text{ или}$$

$$\Delta M = D \times \left(\frac{1}{rr} - 1 \right) = 1000 \times \left(\frac{1}{0.1} - 1 \right) = 1000 \times 9 = 9000$$

в то время как предложение денег будет равно:

$$M = D \times \frac{1}{rr} = 1000 \times \frac{1}{0.1} = 1000 \times 10 = 10000$$

Учетная ставка процента



Учетная ставка процента - это ставка процента, которую коммерческие банки платят по кредитам, полученным у центрального банка.

Если учетная ставка процента низкая, коммерческие банки берут больше кредитов у центрального банка в случае, если их собственные избыточные резервы недостаточны для выдачи кредитов.

Если учетная ставка процента высокая, коммерческие банки берут меньше кредитов у центрального банка.

Центральный банк поэтому

- увеличивает предложение денег, снижая учетную ставку процента и делая свои кредиты более дешевыми, или
- уменьшает предложение денег, повышая учетную ставку процента и делая свои кредиты более дорогими и менее привлекательными для коммерческих банков.

Ставка рефинансирования ЦБР в России, %

Период	Ставка	Период	Ставка	Период	Ставка
1990	20	2002	21	Июнь 2009	11,5
1991	20	2003	16	Июль 2009	11
1992	80	2004	13	Авг. 2009	10,75
1993	210	2005	13	Сент. 2009	10
1994	180	2006	10	Нояб. 2009	9
1995	160	2007	10,25	Дек. 2009	8,75
1996	48	Апр. 2008	10,5	Янв. 2010	8,5
1997	28	Июль 2008	11	Апр. 2010	8
1998	60	Нояб. 2008	12	Июнь 2010	7,75
1999	55	Дек. 2008	13	Февр. 2011	8
2000	25	Апр. 2009	12,5	Май 2011	8,25
2001	25	Май 2009	12	Дек. 2011	8

Операции на открытом рынке



Операции на открытом рынке означают *покупку и продажу* центральным банком государственных ценных бумаг. Этот инструмент наиболее часто

используется в развитых странах. Центральный банк может покупать и продавать государственные облигации населению (домохозяйствам и фирмам) и коммерческим банкам

□ Когда центральный банк продает государственные облигации, он забирает деньги у покупателей и **сокращает предложение денег**. Чтобы заплатить за эти облигации, население должно:

- ✓ уменьшить количество наличных денег на руках \Rightarrow это сокращает количество денег в обращении - и/или
- ✓ снять часть денег со своих банковских счетов \Rightarrow это ведет к уменьшению резервов банков, банки могут выдавать меньше кредитов, что означает сокращение предложения денег (депозитное сжатие).

Операции на открытом рынке



- Когда центральный банк хочет **увеличить предложение денег**, он **покупает** государственные облигации, выплачивая деньги продавцам. Эта мера:
- ✓ увеличивает объем наличности на руках у населения и/или
 - ✓ увеличивает количество денег, которое люди хранят на банковских счетах.

Это означает увеличение количества ликвидных активов в экономике.

Таким образом, проводя операции на открытом рынке центральный банк воздействует на **денежную базу**, что ведет к изменению денежной массы.

Операции на открытом рынке

Если центральный банк покупает и продает государственные облигации коммерческим банкам, то у них меняются избыточные резервы, т.е. кредитные возможности.

Если центральный банк покупает государственные ценные бумаги, резервы коммерческих банков увеличиваются и банки могут выдать больше кредитов \Rightarrow предложение денег увеличивается.

Если центральный банк продает государственные облигации коммерческим банкам, то их резервы сокращаются, банки выдают меньше кредитов, и предложение денег уменьшается.



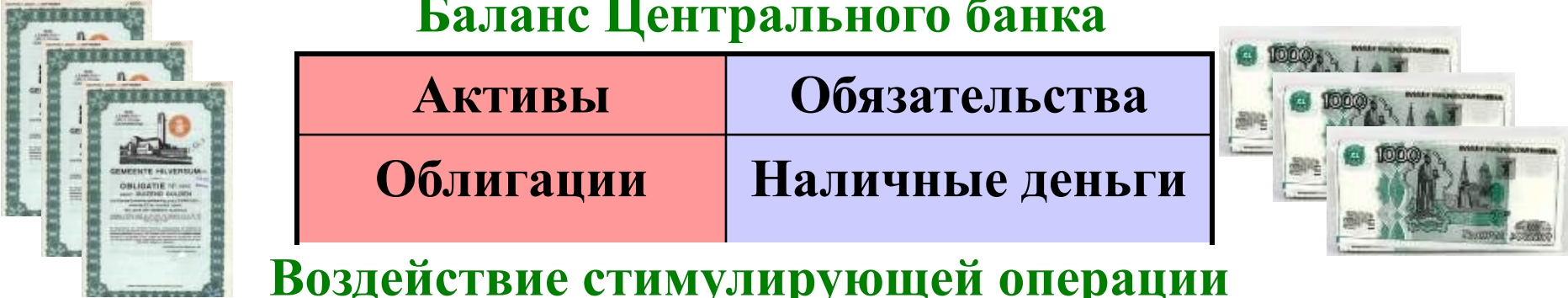
Монетарная политика и операции на открытом рынке

Активами центрального банка являются хранящиеся у него облигации. Обязательствами центрального банка является запас наличных денег в экономике.

Операции на открытом рынке, при которых ЦБ покупает облигации (например, на 1 млн.руб) и выпускает деньги, увеличивает активы и обязательства на одинаковую величину.

Обратное происходит, когда центральный банк продает облигации.

Баланс Центрального банка



Активы	Обязательства
Облигации	Наличные деньги

Воздействие стимулирующей операции на открытом рынке

Активы	Обязательства
Изменение в запасе облигаций +1 млн.руб.	Изменение в запасе денег: +1 млн.руб.

Стимулирующая монетарная политика и ставка процента

Связующим звеном между денежным рынком и товарным рынком выступает *ставка процента*.

Если **в период спада** центральный банк хочет простимулировать экономическую активность, он увеличивает предложение денег ($M^S \uparrow$) с целью снижения ставки процента ($i \downarrow$) и роста инвестиционных расходов ($I \uparrow$), что ведет к росту выпуска ($Y \uparrow$) и занятости ($u \downarrow$). Увеличение предложения денег увеличивает резервы коммерческих банки, что ведет к увеличению предложения кредитов и падению цены заемных средств, т.е. ставки процента.

Кроме того, когда центральный банк увеличивает предложение денег путем покупки государственных облигаций ($B^D \uparrow$), он снижает ставку процента ($i \downarrow$), которую они приносят, что повышает их цену ($P_B \uparrow$), делая продажу облигаций привлекательной для населения.



$$M^S \uparrow \Rightarrow B^D \uparrow \Rightarrow P_B \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \Rightarrow u \downarrow$$

Сдерживающая монетарная политика и ставка процента

В период бумов (перегревов) центральный банк старается «охладить» перегретую экономику путем уменьшения предложения денег ($M^S \downarrow$), используя меры, направленные на уменьшение резервов коммерческих банков и поэтому на объем выдаваемых в экономике кредитов. Коммерческие банки вынуждены предлагать кредиты по более высокой ставке процента ($i \uparrow$).

Кроме того, продавая государственные облигации ($B^S \uparrow$), центральный банк вынужден снижать их цену ($P_B \downarrow$), чтобы

в результате более привлекательными для инвесторов становятся активы, что приводит к повышению ставки процента ($i \uparrow$), которая понижает ($I \downarrow$) совокупный спрос ($AD \downarrow$) и оказывая давление на цены в сторону их понижения ($P \downarrow$).

$$M^S \downarrow \Rightarrow B^S \uparrow \Rightarrow P_B \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \Rightarrow P \downarrow$$





Цена облигации и ставка процента

Цена облигации является приведенной к настоящему стоимости будущих доходов (present value - PV) по этой облигации.

Предположим, что вы покупаете облигацию, выпущенную на 1 год и хотите получить через год 1000 руб. (т.е. future value - FV). Если ставка процента i (доход по облигации) равна **10%**, то цена, которую вы должны заплатить за покупку облигации (P_B), равна:

$$P_B(1+i) = 1000 \text{ руб.} \Rightarrow P_B = PV = \frac{FV}{1+i} = \frac{1000 \text{ руб.}}{1,1} \approx 909 \text{ руб.}$$

Если ставка процента i повышается до **20%**, то:

$$P_B(1+i) = 1000 \text{ руб.} \Rightarrow P_B = PV = \frac{FV}{1+i} = \frac{1000 \text{ руб.}}{1,2} \approx 833 \text{ руб.}$$

Таким образом, цена облигации и ставка процента находятся в **обратной зависимости**: чем выше будущий процентный доход, тем меньше надо заплатить сейчас, чтобы получить определенную сумму общего дохода в будущем.



Ставка процента и цена облигации

Эквивалентно
$$i = \frac{1000 \text{ руб.} - P_B}{P_B}$$

Таким образом, **ставка процента** находится в **обратной зависимости** с **ценой облигации** и цена облигации находится в обратной зависимости от ставки процента.

Например, если

$$P_B = 800 \text{ руб.}$$

то

$$i = \frac{1000 \text{ руб.} - 800 \text{ руб.}}{800 \text{ руб.}} = \frac{200 \text{ руб.}}{800 \text{ руб.}} = 25\%$$



Цена облигации как дисконтированная сумма будущих доходов

Цена облигации, имеющей срок погашения (выпущенной на t лет) и приносящей ежегодный доход X , равна:

$$P_B = PV\{X\}_{i=1}^T = \sum_{i=1}^T \frac{X}{(1+i)^i} = \frac{X}{1+i} + \frac{X}{(1+i)^2} + \frac{X}{(1+i)^3} + \dots + \frac{X}{(1+i)^T}$$

Цена облигации, не имеющей срока погашения (консоль) и приносящей ежегодный доход X , равна:

$$P_{\text{консоля}} = 0 + \frac{X}{1+i} + \frac{X}{(1+i)^2} + \dots = 0 + qX + q^2X + \dots$$

$$P_{\text{консоля}} = PV\{X\}_{i=0}^{\infty} = q \frac{X}{1-q} = \frac{1}{1+i} X \left(\frac{1}{1 - \frac{1}{1+i}} \right) = \frac{X}{i}$$

Теория предпочтения ликвидности

Предложена Дж.М.Кейнсом, который:

- ✓ добавил к транзакционному мотиву спроса на деньги спекулятивный мотив и мотив предосторожности, обосновав обратную зависимость величины спроса на деньги от ставки процента;
- ✓ предположил, что человек имеет *портфель финансовых активов*, состоящий из денег (ликвидных активов), необходимых для покупок, и облигаций, приносящих процентный доход (т.е. доходных активов);



Теория предпочтения ликвидности

Кейнс

- ✓ рассматривал спрос на деньги как спрос на “*реальные денежные балансы*” $(M/P)^D$, который определяется:
 - реальным доходом Y (количеством сделок в экономике);
 - номинальной ставкой процента i (альтернативными издержками хранения наличных денег), изменение которой ведет к изменению структуры финансового портфеля;
 - ожиданий изменения ставки процента в будущем, что определяет спекулятивный мотив спроса на деньги;
- ✓ исходил из предпосылки жестких цен ($P = const$), т.е. отсутствия инфляции, поэтому номинальная ставка процента i совпадает с реальной ставкой процента r ($i = r$).

Теория предпочтения ликвидности

Основная идея теории предпочтения ликвидности: цена облигации обратно зависит от ставки процента, а ставка процента обратно зависит от цены облигации.

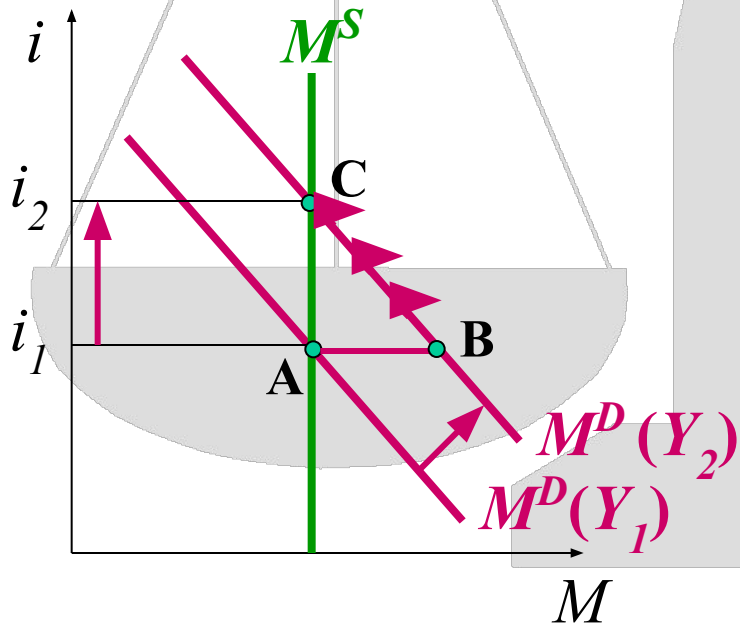
Когда *ставка процента низкая*, цены облигаций высокие, и люди будут *продавать облигации*, обменивая их на деньги, таким образом *увеличивая спрос на деньги*.

Когда *ставка процента высокая*, цены облигаций низкие, и людям выгодно *покупать облигации*, уменьшая спрос на деньги.

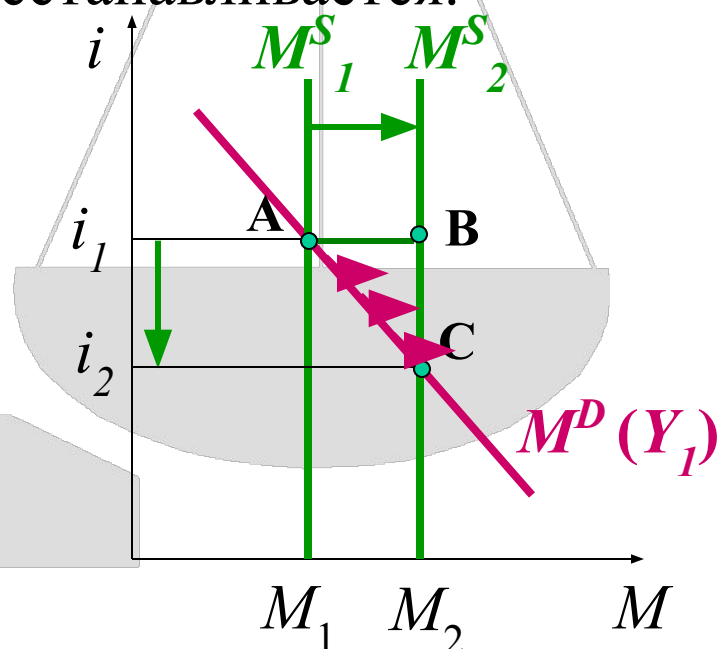


Равновесие денежного рынка: механизм

Если увеличивается спрос на деньги ($M^D \uparrow$) из-за роста выпуска Y , то при ставке процента i_1 возникает **избыточный спрос** на деньги (=AB) \Rightarrow люди начинают продавать облигации в обмен на деньги \Rightarrow предложение облигаций увеличивается ($B^S \uparrow$) \Rightarrow цена облигаций падает ($P_B \downarrow$) \Rightarrow ставка процента растет ($i \uparrow$) \Rightarrow равновесие денежного рынка восстанавливается.



Если центральный банк увеличивает предложение денег ($M^S \uparrow$), то при ставке процента i_1 и уровне выпуска Y_1 возникает **избыточное предложение** денег (=AB) \Rightarrow люди начинают покупать облигации \Rightarrow спрос на облигации растет ($B^D \uparrow$) \Rightarrow цена облигаций повышается ($P_B \uparrow$) \Rightarrow ставка процента падает ($i \downarrow$) \Rightarrow равновесие денежного рынка восстанавливается.



Монетарная политика: механизм (альтернативное объяснение)

Увеличение предложения денег (M^S), как правило, происходит путем проведения операций на открытом рынке, т.е. покупки государственных облигаций центральным банком, что ведет к увеличению спроса на облигации (B^D). Цена облигаций (P_B) растет. Так как цена облигаций находится в обратной зависимости со ставкой процента, то ставка процента (i) падает, что стимулирует увеличение инвестиций (I) и других чувствительных к изменению ставки процента расходов частного сектора. Увеличение совокупного спроса ведет к росту совокупного выпуска (Y).

$$M^S \uparrow = B^D \uparrow \Rightarrow P_B \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Фискальная политика: механизм

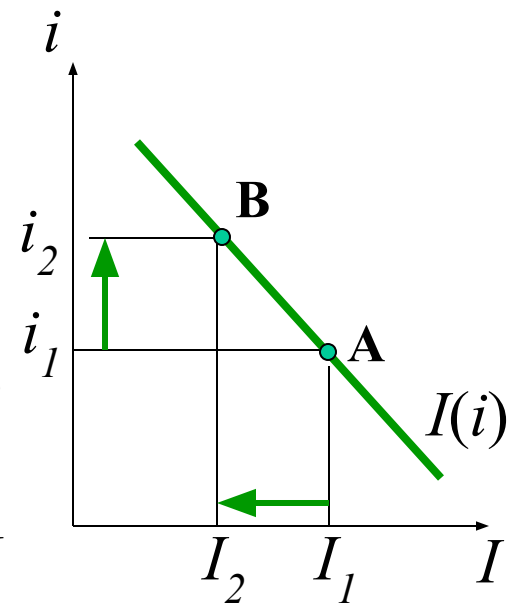
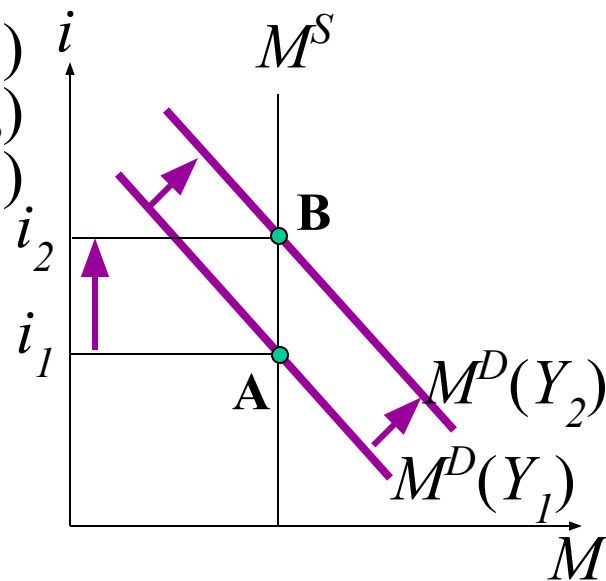
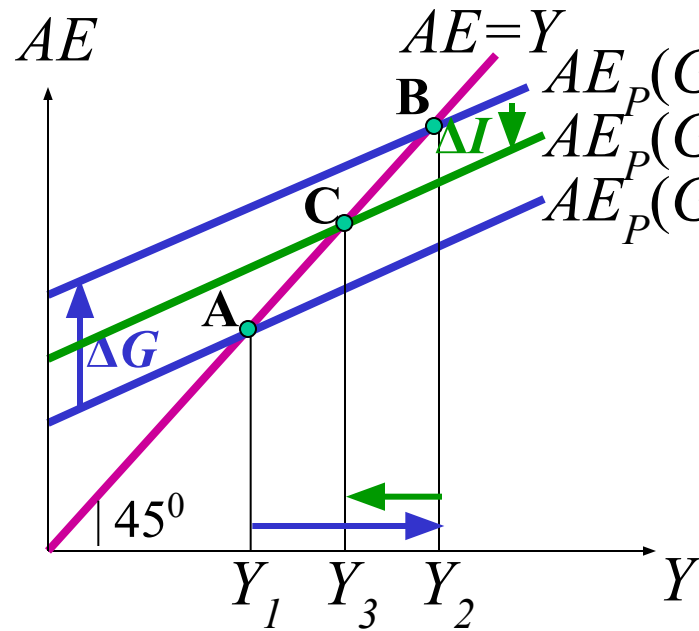
Увеличение государственных закупок (G) ведет к росту выпуска (до Y_2), что увеличивает спрос на деньги (M^D). Так как предложение денег не меняется, возникает избыточный спрос на деньги. Люди начинают продавать облигации, чтобы получить деньги, т.е. растет предложение облигаций (B^S), что снижает цену облигации (P_B) и повышает ставку процента (r). Рост ставки процента уменьшает инвестиционный спрос (I), поэтому часть инвестиционных расходов вытесняется и выпуск падает (до Y_3).

$$G \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \Rightarrow M^D \uparrow \Rightarrow B^S \uparrow \Rightarrow P_B \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Кейнсианский крест

Денежный рынок

Инвестиционный спрос



Фискальная политика: механизм (альтернативное объяснение)

Увеличение государственных закупок (G), как правило, финансируется займом у населения (т.е. выпуском государственных облигаций и продажей их на рынке облигаций), что увеличивает предложение облигаций (B^S). Цена облигаций (P_B) падает. Так как цена облигаций отрицательно зависит от ставки процента (i), то ставка процента повышается, что ведет к вытеснению инвестиций (I) и других чувствительных к ставке процента расходов частного сектора. Уменьшение совокупных расходов вызывает падение выпуска (Y). Стандартно предполагается, что в краткосрочном периоде вытеснение частичное и общим результатом стимулирующей фискальной политики является увеличение выпуска, т.е. выпуск падает в меньшей степени, чем увеличивается первоначально.

$$\boxed{G \uparrow} \Rightarrow Y \uparrow \\ \Rightarrow B^S \uparrow \Rightarrow P_B \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Проблемы монетарной политики

- *Внешний лаг*
- *Многоступенчатость и длительность механизма денежной трансмиссии*
- *Возможность инфляционного давления*
- *Наличие побочных эффектов*
- *Противоречивость целей (трилемма целей монетарной политики)*
- *Неопределенность*

Проблемы монетарной политики: *внешний лаг*

- Внешний лаг – это период времени *от момента принятия мер* по стабилизации экономики (принятия решения центральным банком по изменению величины предложения денег) *до момента появления результата* их воздействия на экономику (который выражается в изменении величины выпуска).
- Внешний лаг обусловлен *многоступенчатостью* и возможными *сбоями* в механизме денежной трансмиссии.

Проблемы монетарной политики: *возможные сбои в механизме трансмиссии*

- Получив дополнительные резервы в результате стимулирующей монетарной политики, банки могут не спешить выдавать их в кредит и предложение денег измениться ненамного;
- Спрос на деньги может быть сильно чувствительным к изменению ставки процента (кривая M^D очень пологая), поэтому ставка процента снизится незначительно;
- Спрос на инвестиции может быть слабо чувствительным к изменению ставки процента (кривая I очень крутая), и инвестиции изменятся несущественно;
- Мультипликатор расходов невелик (кривая AE_p пологая), и увеличение расходов ведет к незначительному росту выпуска;
- Экономика может находиться на уровне полной занятости или близком к нему \Rightarrow в результате увеличение совокупного спроса приведет к росту цен, а не объема выпуска.

Монетарная политика и инфляция

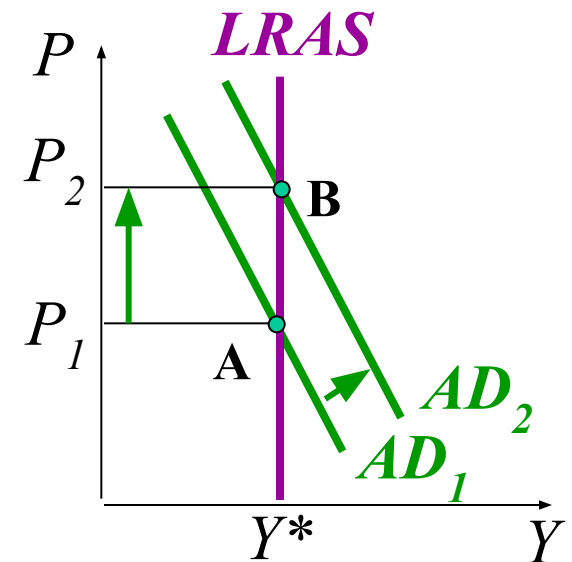
Воздействие монетарной политики на выпуск возможно только в краткосрочном периоде.

В *долгосрочном периоде* стимулирующая монетарная политика (увеличение предложения денег) ведет к только к росту уровня цен (инфляции), а выпуск остается неизменным \Rightarrow *деньги нейтральны*.

Этот вывод объясняет точку зрения экономистов-классиков на неэффективность монетарной политики и следует из уравнения количественной теории денег:

$$M \times V = P \times Y$$

Если предположить, что скорость обращения денег не меняется и выпуск находится на своем потенциальном уровне ($Y = Y^*$), то увеличение предложения денег приведет к пропорциональному росту уровня цен, не оказывая влияния на выпуск.



Проблемы монетарной политики: *наличие побочных эффектов*

Если центральный банк увеличивает денежную массу, то *ставка процента падает*, что:

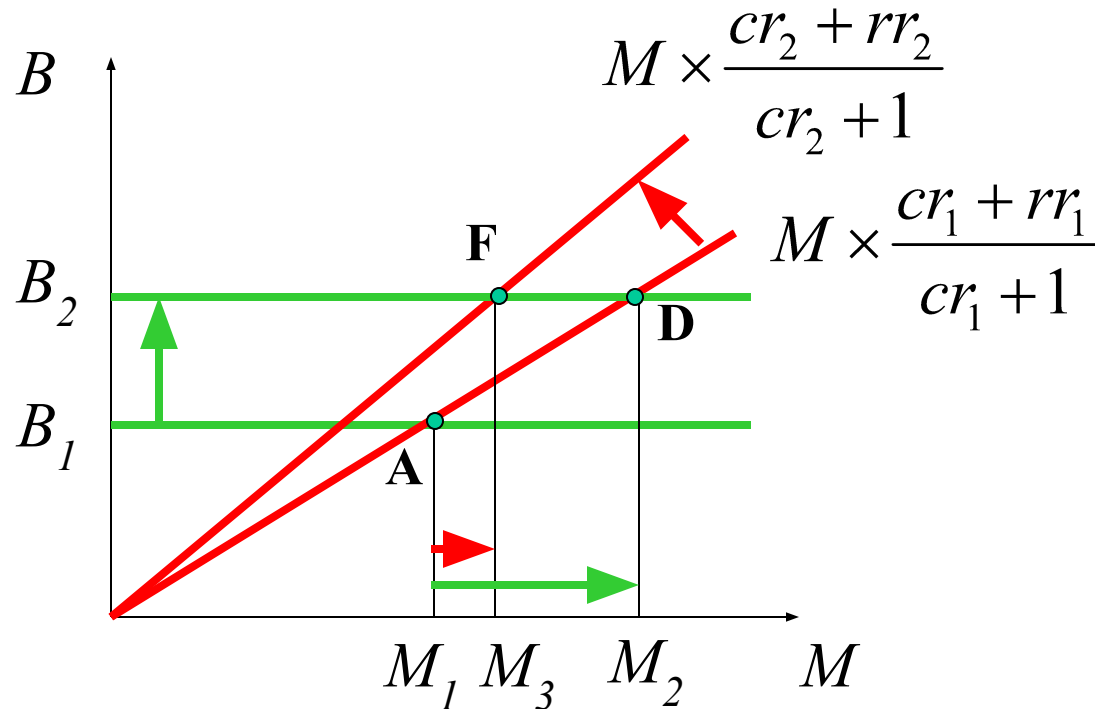
снижает альтернативные издержки хранения наличных денег и может побудить население перевести средства с депозитов в наличность, что увеличивает норму депонирования ($cr = C/D$).

снижает заинтересованность коммерческих банков выдавать кредиты, увеличивая избыточные резервы, что увеличивает норму резервирования ($rr = R/D$).

денежный мультипликатор $\left(\frac{1 + cr}{cr + rr}\right)$ падает \Rightarrow

эффект воздействия монетарного импульса ослабляется.

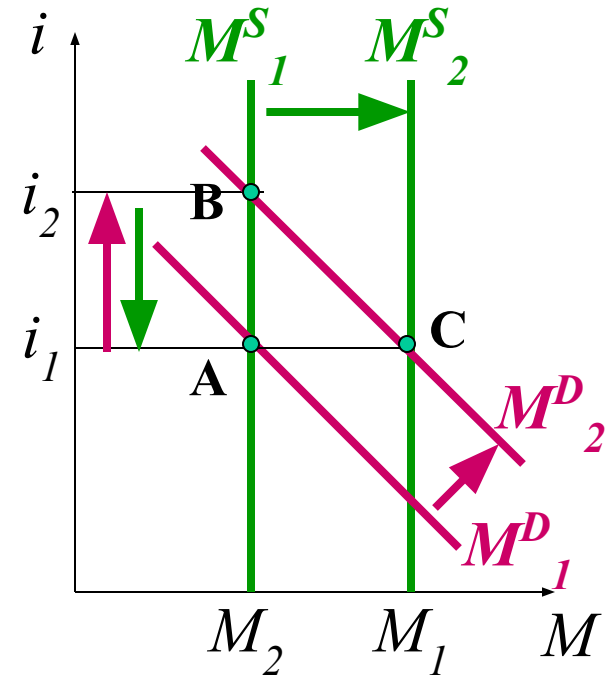
Проблемы монетарной политики: наличие побочных эффектов



Рост денежной базы от B_1 до B_2 может привести к росту денежной массы от M_1 до M_2 , если не меняется величина мультипликатора, и лишь до M_3 , если происходит уменьшение величины мультипликатора (из-за роста нормы депонирования cr или нормы резервирования rr).

Проблемы монетарной политики: противоречивость целей

Центральный банк не может одновременно регулировать и предложение денег M^S , и ставку процента i . Если ЦБ ставит целью поддержание на неизменном уровне i , то всякий раз при увеличении спроса на деньги (от M^D_1 до M^D_2), поскольку ставка процента повышается от i_1 до i_2 , ЦБ должен увеличить предложение денег до M^S_2 , и оно становится эндогенной переменной, полностью подчиненной цели удержания на неизменном уровне ставки процента. И наоборот, если центральный банк ставит целью поддержание неизменной величины предложения денег, он теряет контроль над ставкой процента.



В результате монетарная политика может привести к дестабилизации экономики. 30

Проблема независимости Центрального банка

Центральный банк не может проводить независимую политику и предложение денег превращается в эндогенную переменную, если:

- правительство заставляет центральный банк финансировать свои возросшие расходы путем эмиссии денег;
- действует режим фиксированного валютного курса.

Сравнительная эффективность монетарной и фискальной политики

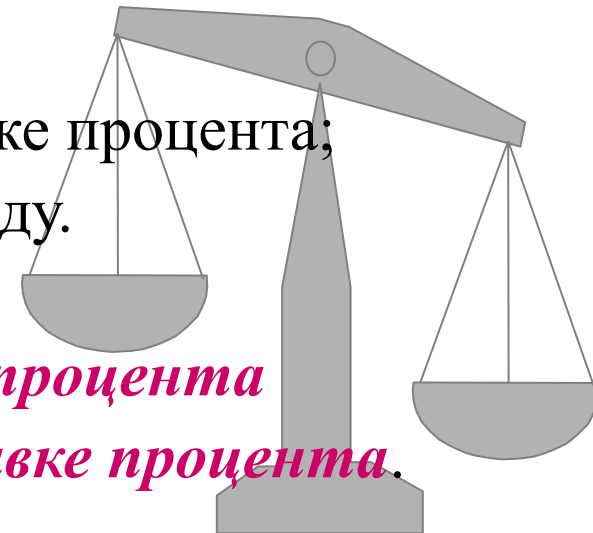
Эффективность любой стабилизационной политики оценивается по ее способности ликвидировать рецессионный или инфляционный разрыв, т.е. по ее влиянию на уровень выпуска (главная конечная цель стимулирующей политики) и на уровень цен (главная конечная цель сдерживающей политики).

Степень воздействия обоих видов стабилизационной политики – фискальной и монетарной – определяется четырьмя факторами:

- чувствительностью инвестиций к ставке процента;
- величиной мультипликатора расходов;
- чувствительностью спроса на деньги к ставке процента;
- чувствительностью спроса на деньги к доходу.

Основные детерминанты:

- *чувствительность инвестиций к ставке процента*
- *чувствительность спроса на деньги к ставке процента.*



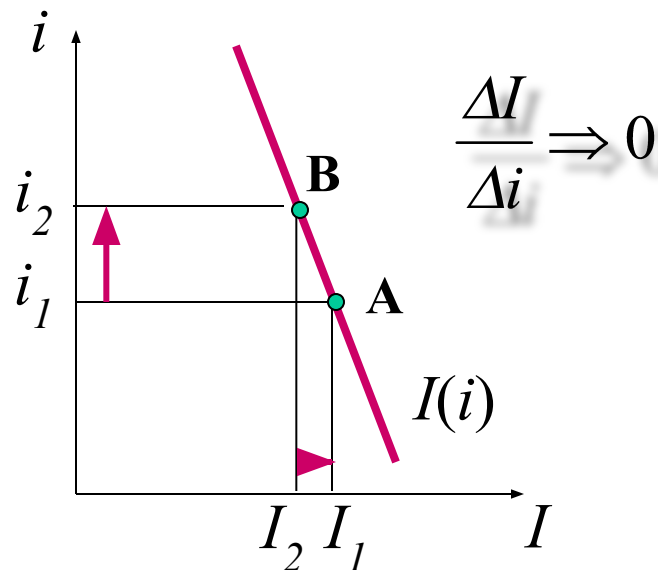
Сравнительная эффективность монетарной и фискальной политики

	Монетарная политика эффективна	Фискальная политика эффективна
<i>Чувствительность инвестиций к ставке процента</i>	<u>Высокая</u> (кривая инвестиций пологая)	<u>Низкая</u> (кривая инвестиций крутая)
<i>Величина мультипликатора расходов</i>	<u>Высокая</u> (кривая совокупных планируемых расходов крутая)	—
<i>Чувствительность спроса на деньги к ставке процента</i>	<u>Низкая</u> (кривая спроса на деньги крутая)	<u>Высокая</u> (кривая спроса на деньги пологая)
<i>Чувствительность спроса на деньги к доходу</i>	—	<u>Низкая</u> (сдвиг кривой спроса на деньги небольшой)

Чувствительность инвестиций к ставке процента

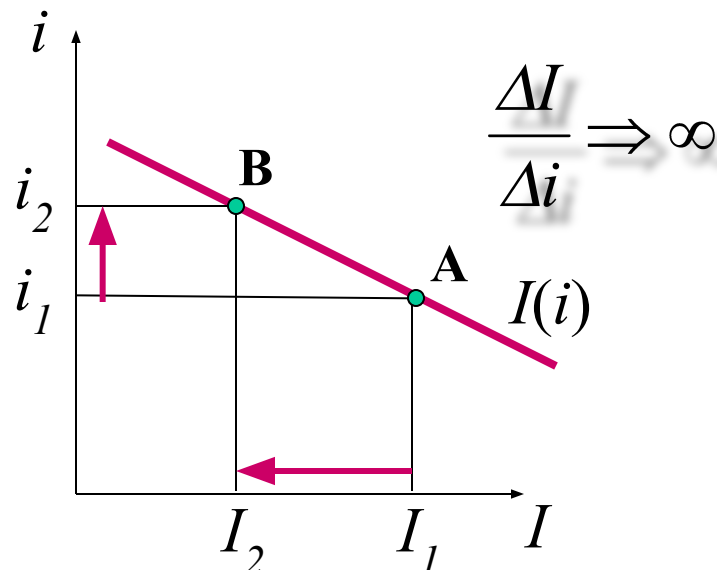
Чувствительность инвестиций к ставке процента показывает реакцию изменения инвестиционного спроса на изменение ставки процента и графически отображается наклоном кривой инвестиций.

Низкая чувствительность инвестиций к ставке процента



Изменение ставки процента вызывает **небольшое изменение** инвестиционного спроса

Высокая чувствительность инвестиций к ставке процента



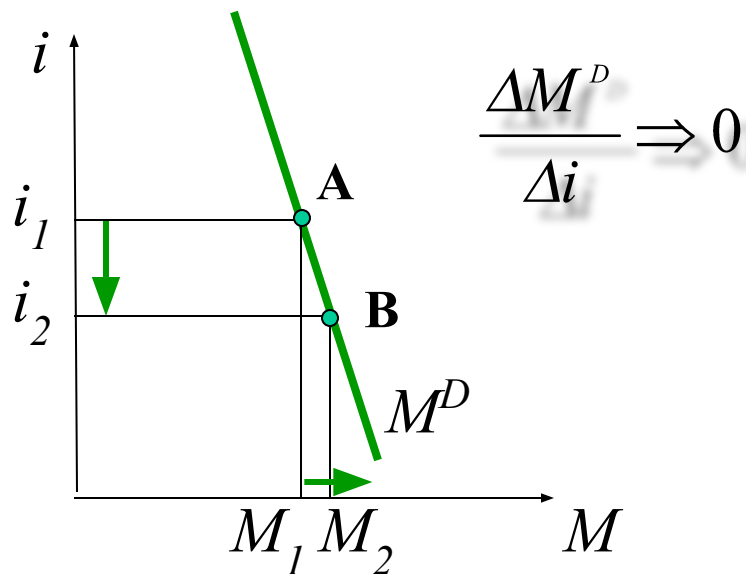
Изменение ставки процента вызывает **большое изменение** инвестиционного спроса

Чувствительность спроса на деньги к ставке процента

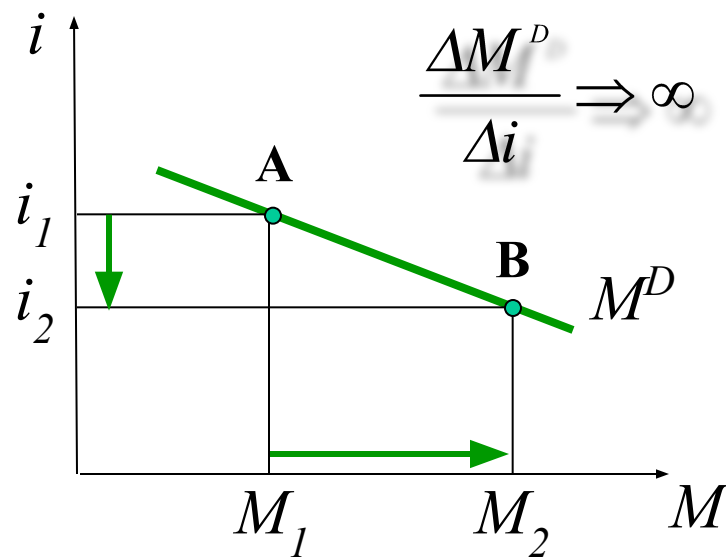
Чувствительность спроса на деньги к ставке процента показывает реакцию изменения спроса на деньги на изменение ставки процента и графически отображается

наклоном кривой спроса на деньги.

Низкая чувствительность спроса на деньги к ставке процента **Высокая** чувствительность спроса на деньги к ставке процента



Изменение ставки процента вызывает **небольшое изменение** спроса на деньги



Изменение ставки процента вызывает **большое изменение** спроса на деньги

Подходы к макроэкономической политике

Кейнсианцы

- полагают, что спрос на деньги *высокочувствителен* к изменению *ставки процента*, так как акцентируют на спекулятивном мотиве спроса на деньги, чувствительность которого к изменению ставки процента на рынке облигаций очень высока;
- считают, что спрос на инвестиции определяется настроением инвесторов, а не уровнем ставки процента и поэтому почти *нечувствителен* к изменению *ставки процента*;
- утверждают, что фискальная политика является главной для стабилизации экономика.

Монетаристы

- полагают, что спрос на деньги *нечувствителен* к изменению *ставки процента*, так как единственной целью хранения денег считают транзакционный мотив, чувствительный к изменениям дохода, а не ставки процента;
- считают, что спрос на инвестиции *высокочувствителен* к изменению *ставки процента*, являющейся, по их мнению, главным фактором инвестиционных расходов;
- утверждают, что монетарная политика является главной для стабилизации экономика.