



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ОЦЕНКА РЕАЛЬНОГО ИНДЕКСА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Департамент исследований и статистики
Аналитическая записка №2016-1

Чернявский Д.О.

e-mail: Denis.Chernyavskiy@nationalbank.kz

Экономические исследования и аналитические записки Национального Банка Республики Казахстан (далее – НБРК) предназначены для распространения результатов исследований НБРК, а также другие научно-исследовательские работы сотрудников НБРК. Экономические исследования распространяются для стимулирования дискуссий. Мнения, высказанные в документе, выражают личную позицию автора и могут не совпадать с официальной позицией НБРК.

Оценка реального индекса денежно-кредитной политики

Ноябрь 2016 года

NBRK – AN – 2016 – 1

Оценка реального индекса денежно-кредитной политики

Индекс денежно-кредитной политики был разработан Банком Канады в начале 1990-х годов, данный индикатор использовался для анализа денежно-кредитной политики и принятия решений. В начале 2000-х годов индекс MCI использовался в качестве операционной цели в модели QPM. Идея заключается в изменении реальной процентной ставки в ответ на изменения реального обменного курса (формула 1). Так, например, 1% обесценение реального обменного курса (по прямой котировке, т.е. удешевление) должно приводить к повышению реальной процентной ставки на 0.33 п.п.

$$i_t = \pi_t - \mu q_t$$

(1)

i_t – базовая ставка в периоде t ;

π_t – инфляция в периоде t ;

q_t – реальный обменный курс в периоде t .

Данный индекс позволяет в понятной и доступной форме объяснить поведение центрального банка, а также объяснить характер проведения денежно-кредитной политики (сдерживающая/стимулирующая) [2].

В прогнозных раундах индекс денежно-кредитных условий для Казахстана используется в качестве формулирования характера денежно-кредитной политики Казахстана.

Для построения индекса MCI для Казахстана (формула 2) была использована однодневная ставка РЕПО, инфляция в годовом выражении, а также реальный эффективный обменный курс основных стран-торговых партнеров (Россия 27%, Европа 53%, Китай 19%) к базе 2013 года. При этом до ноября 2014 года реальная процентная ставка рассчитана по фактической инфляции, далее – по ожидаемому уровню инфляции (для ожидаемого уровня инфляции был использован факт инфляции до февраля 2016 года, затем мы предполагаем уровень инфляции в середине целевого коридора). Это предположение было встроено с учетом новой коммуникационной политики НБРК, фокусирующей внимание на достижение цели по инфляции на среднесрочную перспективу. Таким образом, подразумевается наличие рациональных ожиданий экономических агентов на фоне доверия к действиям регулятора.

$$MCI_t \equiv \alpha r_t + \beta q_t$$

(2)

r_t – реальная ставка в периоде t ;

q_t – реальный обменный курс в периоде t ;

$\alpha + \beta = 1$.

При построении индекса также необходимо учитывать, насколько сильно влияние реального обменного курса на экономику (β), и развитие процентного канала (α). Соотношение берется от 1:1 до 4:1 (α и β). Так, в Канаде это соотношение составляет 3:1 ($\alpha=0,75$, $\beta=0,25$), в Швеции 3:1. В Новой Зеландии параметры менялись от 1:1 до 3:1. В целом можно отметить, более высокое соотношение коэффициентов присуще более развитым экономикам, которые успешней поглощают колебания обменного курса. Это объясняется тем, что у данных стран развит финансовый рынок и как следствие сформирован процентный канал. При этом, диверсифицированная экономика менее подвержена экзогенным шокам. Для Казахстана было применено соотношение 1:1, присвоив равные веса обоим коэффициентам ($\alpha = 0,5$, $\beta = 0,5$). Вместе с тем, учитывая степень диверсификации экономики при сильном влиянии обменного курса тенге на основные макроэкономические переменные, коэффициент β может быть выше. Стоит отметить, что для выделения равновесных значений реальной процентной ставки и реального обменного курса был использован фильтр Ходрика-Прескотта. Наряду с этим, для прогноза реального эффективного обменного курса использовалось предположение, что разрыв данного показателя будет сокращаться за счет снижения инфляции в Казахстане.

Полученный индекс обладает хорошей ретроспективной экономической интерпретацией (Рисунок 1). До августа 2009 года денежно-кредитная политика носила стимулирующий характер, благодаря проведенной одномоментной девальвации. По мере улучшения условий торговли реальный эффективный обменный курс начал укрепляться, что отражалось в сдерживающей политике в 2012 – 2013 годах. При этом разрыв выпуска был положительный, что свидетельствует о росте экономической активности, в большей степени связанным с условиями торговли. В этот период разрыв реальной процентной ставки был около нуля, и реальная процентная ставка была отрицательной. Это говорит, во-первых, об избытке ликвидности, вызванной притоком иностранной валюты, а, во-вторых, о характере денежно-кредитной политики, которая была основана на фиксированном обменном курсе (I – период).

Индекс условий денежно-кредитной политики



По мере охлаждения экономической активности в начале 2014 года произошло резкое обесценение обменного курса, что привело к волатильности реальной процентной ставки и недооценке РЭОК (II – период). Последующее снижение экономической активности Российской Федерации и ухудшение условий торговли привели к быстрому исчерпанию эффекта недооценки обменного курса при фиксированном обменном курсе. Это вылилось в сдерживающий характер денежно-кредитной политики из-за переоцененного обменного курса тенге. В конце 2014 года и в начале 2015 года режим фиксированного обменного курса при ухудшении экономических перспектив способствовал росту девальвационных ожиданий на фоне разгона финансовой долларизации. С точки зрения реальной процентной ставки денежно-кредитная политика носила стимулирующий характер, что периодически выливалось в спекулятивные атаки. Доступная на тот момент ликвидность не шла на кредитование реальной экономики, а использовалась для конвертации в доллары США. В результате, стимулирующая денежно-кредитная политика не содействовала экономическому росту, и в середине 2015 года выпуск опустился ниже потенциала (III – период). В конце 2015 года НБРК минимизировал свое участие как на валютном, так на рынке тенговой ликвидности, что помогло тенге найти равновесие. Дальнейшее поэтапное снижение процентной ставки на фоне недооценки РЭОК привели к стимулирующему характеру денежно-кредитной политики (IV – период).

Стоит отметить, что индекс денежно-кредитных условий имеет свои ограничения, которые нужно учитывать при проведении коммуникации:

- выбор коэффициентов очень сильно влияет на результат;
- используются ненаблюдаемые переменные;
- различные причины изменения обменного курса влекут неоднозначность в части интерпретации результатов.

Например, при плавающем обменном курсе ухудшение условий торговли приводит к ослаблению обменного курса, что выливается в рост инфляции. На примере индекса это будет выражаться стимулирующей политикой. Между тем, по факту ЦБ будет повышать процентные ставки для сдерживания спекулятивных атак, препятствуя росту девальвационных ожиданий. Это наблюдается по открытой позиции по операциям НБРК, которая демонстрирует, что базовая процентная ставка на уровне $13\% \pm 1$ п.п., в первую очередь, препятствует валютным спекуляциям. В то же время, текущий уровень базовой ставки сдерживает кредитование реального сектора экономики, что свидетельствует о сдерживающем характере денежно-кредитной политики.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Monetary Conditions Index. Bank of Canada. Режим доступа: <http://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/key-variables/monetary-conditions/>
2. Neil R. Ericsson, Eilev S. Jansen, Neva A. Kerbeshian and Ragnar Nymoen «Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy». Norges Bank Occasional Paper. Режим доступа: <http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/skriftserie/skriftserie-28/artikkel-04.pdf>