

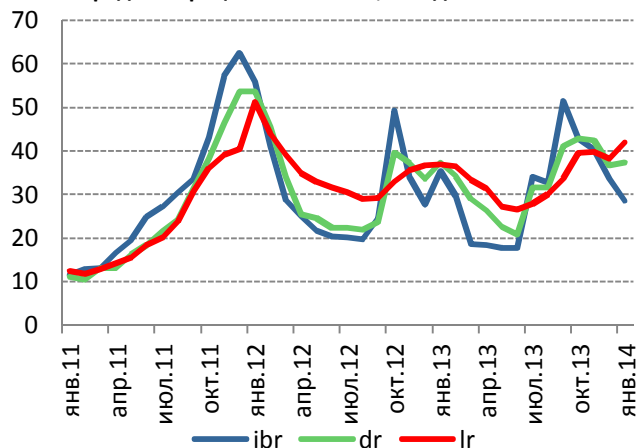
## Как усовершенствовать монетарную политику в Беларуси?

Комментарий 02/2014  
7 марта 2014 г.

Александр Зарецкий

После валютных кризисов 2009 и 2011 гг. неэффективность монетарной политики, основанной на фиксированном обменном курсе, в условиях белорусской экономики стала очевидной. Несмотря на то что с осени 2011 г. обменный курс стал более гибким, он, как видим, недостаточно гибок для уравнивания баланса внешней торговли. Переоцененный белорусский рубль, во-первых, снижает ценовую конкурентоспособность белорусских товаров, что негативно влияет на динамику промышленного производства. Во-вторых, неравновесие на валютном рынке приводит к росту девальвационных ожиданий населения и периодам значительного дефицита ликвидности в банковском секторе. Это не позволяет процентным ставкам по кредитам снизиться до приемлемых значений, что сдерживает кредитование и негативно влияет на экономический рост. Например, когда во второй половине 2012 г. исчезла возможность реэкспорта российских нефтепродуктов (под видом растворителей, разбавителей и смазочных материалов), баланс внешней торговли Беларуси снова стал устойчиво отрицательным. Рост спроса на иностранную валюту привел к существенному дефициту ликвидности в банковском секторе в октябре 2012 г. Процентные ставки по рублевым кредитам на межбанковском рынке в среднем выросли более чем в два раза, что привело и к значительному повышению процентных ставок на депозитно-кредитном рынке (рис. 1). Рост внешнеторгового дефицита и спроса на иностранную валюту в июле 2013 г. снова привел к недостатку ликвидности, который достиг пика в октябре-ноябре.

Рис. 1. Средние процентные ставки, % годовых



Примечание. ibr – процентная ставка по однодневным межбанковским кредитам, dr – процентная ставка по новым срочным депозитам, lr – процентная ставка по новым кредитам. Все инструменты в белорусских рублях.

Источник: Национальный банк.

### Таргетирование инфляции

Что можно сделать, чтобы устранить или хотя бы уменьшить вероятность вышеуказанных проблем? Одним из возможных «рецептов» для монетарной политики может быть переход на режим таргетирования инфляции. С его помощью многие развитые и развивающиеся страны смогли снизить и стабилизировать инфляцию на низком уровне, причем наибольший эффект наблюдался в развивающихся странах (Mishkin и Schmidt-Hebbel, 2007). Переход к таргетированию инфляции в Беларуси уже давно рекомендуется как международными организациями, в частности МВФ (упоминается еще в МВФ (2007)), так и независимыми экономистами (Кирхнер и Крук, 2007).

При режиме таргетирования инфляции центральный банк устанавливает определенную цель по инфляции (конкретное значение или узкий диапазон) и реализует монетарную политику таким образом, чтобы выполнить эту цель. Монетарная политика в таком случае может осуществляться в первую очередь путем изменения процентных ставок центрального банка с целью влияния на ставки межбанковского рынка, а затем – на ставки депозитно-кредитного рынка. При таргетировании инфляции информация о цели и действиях центрального банка является максимально открытой – в результате экономические субъекты могут верно формировать свои ожидания, что способствует и достижению цели. При этом центральный банк несет ответственность перед правительством. Если цель по инфляции не была выполнена, то должны быть подробно проанализированы причины и предложены меры по корректированию механизма реализации монетарной политики. Если цель не выполняется несколько раз, то руководство центрального банка может быть уволено<sup>1</sup>.

### Почему таргетировать нужно именно инфляцию?

Известно, что низкая и стабильная инфляция способствует экономическому росту (Andrés и Hernando, 1999). Более того, согласно современной экономической теории, стабилизация инфляции приводит к тому, что реальный ВВП будет близок к потенциальному уровню, т.е. уровню, который достигается при полном использовании ресурсов. Наконец, в случае Беларуси

<sup>1</sup> Как отмечают Bernanke и Mishkin (1997), в Новой Зеландии – стране, которая первой перешла к таргетированию инфляции в 1990 г., – срок полномочий главы центробанка согласно законодательству напрямую зависит от успешности центробанка в достижении целей по инфляции.

таргетирование инфляции способствовало бы дедолларизации экономики. Во-первых, достижение низкой и стабильной инфляции существенно укрепило бы доверие к белорусскому рублю. Во-вторых, непредсказуемость гибкого обменного курса<sup>2</sup> снизила бы спрос на финансовые инструменты в иностранной валюте, особенно учитывая, что они менее доходны.

Таргетирование альтернативных показателей, таких как обменный курс или денежная масса, по разным причинам не настолько эффективно. Фиксированный обменный курс в условиях инфляции приводит к укреплению реального обменного курса, что негативно сказывается на платежном балансе, валютных резервах и может привести к валютному кризису. С этим Беларусь уже сталкивалась. Таргетирование денежной массы может быть неэффективным при нестабильном спросе на деньги: колебания спроса приводят к колебаниям процентных ставок, разрыва выпуска (отклонения реального ВВП от потенциального уровня) и инфляции, что нежелательно. Чтобы вернуть процентные ставки к прежним значениям, нужно изменить объем денежной массы, т.е. нарушить поставленную цель, и делать это придется часто. Таргетирование инфляции лишено этих недостатков.

### Гибкое таргетирование

На практике центральные банки, которые реализуют монетарную политику на основе таргетирования инфляции, реагируют не только на отклонения инфляции от целевого уровня, но как минимум и на динамику реального ВВП. Современное теоретическое объяснение заключается в том, что стабилизация инфляции хоть и способствует возвращению реального ВВП к потенциальному уровню, однако в случае некоторых шоков и особенностей реальной экономики не устраняет колебания реального ВВП относительно эффективного уровня, который был бы достигнут при совершенной конкуренции в экономике (Blanchard и Galí, 2007). С точки зрения максимизации благосостояния населения желаемым является достижение именно эффективного уровня. Центральный банк не может одновременно достичь и цели по инфляции, и желаемого роста ВВП, поэтому стремится минимизировать потери благосостояния, для чего необходимо реагировать и на инфляцию, и на выпуск.

Режим монетарной политики, при котором центральный банк реагирует и на инфляцию, и на выпуск, называют гибким таргетированием инфляции. В максимально упрощенном виде его можно представить как правило для процентной ставки вида  $i = i_s + c_1(\pi - \pi^*) + c_2(y - y^*)$ , где  $i$  – целевая процентная ставка (например, процентная ставка по межбанковским кредитам),  $i_s$  – устойчивый уровень процентной ставки, который достигается, когда инфляция и вы-

пуск равны целевым значениям,  $c_1$  и  $c_2$  – некоторые неотрицательные коэффициенты,  $\pi$  – инфляция,  $y$  – логарифм реального ВВП, а  $\pi^*$  и  $y^*$  – целевые значения для  $\pi$  и  $y$ . То есть центральный банк повышает процентную ставку относительно устойчивого значения, если инфляция/выпуск больше целевого значения, а сила реакции зависит от  $c_1$  и  $c_2$ .

### Таргетирование инфляции и обменный курс

Центральные банки в рамках таргетирования инфляции могут реагировать и на динамику обменного курса, так как изменения обменного курса влияют на инфляцию (в первую очередь через изменение цен импортных товаров и услуг, а также товаров и услуг, при создании которых используются импортные составляющие). Это особенно актуально для стран с большой долей внешнеторгового оборота в ВВП, то есть и для Беларуси. Например, если национальная валюта обесценивается, то центральный банк может повысить процентные ставки, чтобы не допустить ускорения инфляции. Однако в таких ситуациях необходимо различать причины изменений обменного курса. Если обесценение является результатом оттока капитала вследствие портфельного инвестирования в новые высокодоходные финансовые инструменты за рубежом или результатом резкого роста девальвационных ожиданий вследствие какой-то негативной информации, то это действительно должно привести к росту инфляции – в такой ситуации логично повысить процентные ставки. Если же обесценение происходит по причине резкого снижения спроса на экспорт в результате какого-то внешнего шока, то это будет способствовать снижению роста ВВП и замедлению инфляции – в данном случае нужно, наоборот, снизить процентные ставки. Подробнее это обсуждается в работе Jonas и Mishkin (2004).

### Конфликт целей монетарной политики

Относительно обменного курса также нужно отметить, что в развивающихся странах, которые перешли на использование режима таргетирования инфляции, часто существует проблема конфликта целей монетарной политики: центральный банк пытается одновременно и выполнить цель по инфляции, и удержать обменный курс в некоторых пределах. В таком случае попытка удержать обменный курс может привести к неверным действиям центрального банка и негативным последствиям для экономики, которые в итоге могут привести к фиаско в удерживании обменного курса, предполагая, что экономические субъекты могут свободно размещать денежные средства за рубежом или, например, размещать иностранную валюту на депозитах внутри страны.

Допустим, для вывода экономики из рецессии нужно снизить процентные ставки. Снижение процентных ставок будет способствовать росту спроса на иностранную валюту и оттоку капитала. Центральный банк может препятствовать обесценению националь-

<sup>2</sup> Предполагая, что именно такой режим обменного курса будет действовать в случае перехода к таргетированию инфляции. Это будет подробнее затронуто далее в тексте.

ной валюты и распродавать валютные резервы, однако после их истощения обесценение все равно произойдет. В то же время удерживание курса замедляет выход экономики из рецессии. Во-первых, оно способствует сокращению рублевой денежной массы, которая изымается из обращения при продаже центральным банком валютных резервов (если центральный банк одновременно не проводит стерилизацию, то есть не увеличивает денежную массу, например, скупая облигации). Во-вторых, поддерживает импорт и не способствует росту экспорта. Поэтому эффективным режим таргетирования инфляции будет только при гибком обменном курсе.

### Таргетирование инфляции в Беларуси

Что необходимо для того, чтобы режим таргетирования инфляции смог заработать в Беларуси?

Во-первых, как отмечено выше, необходимо перейти на гибкий обменный курс (более гибкий, чем в настоящее время), чтобы не возникало конфликта между целями монетарной политики.

Во-вторых, Национальный банк должен получить уровень независимости, достаточный для того, чтобы использовать инструменты монетарной политики таким образом, как будет необходимо для достижения цели по инфляции, даже если действия Национального банка будут «нежелательными» с точки зрения политиков или населения. Кроме того, действия Национального банка должны быть максимально прозрачными.

В-третьих, желательно сделать ценообразование максимально свободным, отказавшись от административного регулирования цен на многие товары и услуги, чтобы монетарная политика быстрее и в полной мере влияла на общий уровень цен в экономике.

В-четвертых, бюджетно-налоговая политика не должна препятствовать целям монетарной политики. Это значит, что дефицит бюджета не должен финансироваться за счет кредитов Национального банка (в Беларуси это условие выполняется). Кроме того, нежелательно, чтобы правительство направляло свои средства на счета в Национальном банке на кредитование экономики через государственные банки. Оба этих механизма способствуют дополнительной инфляции.

В-пятых, необходимо максимально сократить кредитование в рамках государственных программ и осуществлять его только через созданный Банк развития. Это сделает процентные ставки в государственных банках рыночными, и они будут изменяться соответственно процентной политике Национального банка, что будет приводить к динамике кредитования, требуемой для выполнения целей по инфляции.

Наконец, перед переходом к режиму таргетирования инфляции желательно с помощью жесткой экономической политики снизить инфляцию примерно до 10%

в годовом выражении. Затем необходимо постепенно снижать ее дальше уже в рамках таргетирования. Сразу устанавливать цель, например, на уровне 2% нежелательно, так как для этого может потребоваться чрезмерно жесткая монетарная политика, которая может привести к серьезной рецессии. Для успешной реализации таргетирования инфляции необходима и работа по повышению качества моделей, которые используются для прогнозирования инфляции и анализа воздействия монетарной политики на экономику.

### Литература

Кирхнер, Р., Крук, Д. (2007). [Переход к таргетированию инфляции: обзор предпосылок и институциональных ограничений](#), Аналитическая записка, РР/06/07, Немецкая экономическая группа в Беларуси, Исследовательский центр ИПМ.

МВФ (2007). [Республика Беларусь. Консультации 2007 года в соответствии со Статьей IV — Доклад персонала; Информационное сообщение для общественности о решении Исполнительного совета; Выступление Исполнительного директора от Республики Беларусь. Доклад МВФ по стране 07/310](#), Международный Валютный Фонд.

Andrés, J., Hernando, I. (1999). [Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD](#), in: *The Costs and Benefits of Price Stability* (ed. by M. Feldstein), 315-348.

Bernanke, B.S., Mishkin, F.S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, *Journal of Economic Perspectives*, 11, 2, 97-116.

Blanchard, O., Galí, J. (2007). Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, s1, 35-65.

Jonas, J., Mishkin, F.S. (2004). [Inflation Targeting in Transition Economies Experience and Prospects](#), in: *The Inflation-Targeting Debate* (ed. by B.S. Bernanke and M. Woodford), 353-422.

Mishkin, F.S., Schmidt-Hebbel, K. (2007). [Does Inflation Targeting Make a Difference?](#), *NBER Working Paper Series*, 12876, National Bureau of Economic Research.

*Точка зрения, представленная в публикации, отражает позицию авторов и может не совпадать с позицией организаций, которые они представляют.*

2014 © Исследовательский центр  
Института приватизации и менеджмента

Информация об авторе: [www.research.by/people/zaretsky/](http://www.research.by/people/zaretsky/)