

# Возможности применения режима монетарного таргетирования в Республике Беларусь

Наталья МИРОНЧИК



Кандидат экономических наук

Александра БЕЗБОРОВОА



Экономист

**Ключевые слова:***денежно-кредитная политика, режим денежно-кредитной политики, монетарное таргетирование.*

Вместе с тем низкая инфляция является важнейшим условием для достижения поставленных целей социально-экономического развития страны, обеспечения сбалансированного роста экономики, повышения конкурентоспособности производства и качества жизни населения. Поэтому снижение и стабилизация темпов роста цен должны стать одним из важнейших приоритетов государственной экономической политики Республики Беларусь на современном этапе. Учитывая, что в долгосрочном периоде инфляция является денежным феноменом, решающую роль в управлении динамикой цен в экономике должна играть денежно-кредитная политика.

Поскольку Национальный банк Республики Беларусь, как и центральный банк любой другой страны, не может прямым образом влиять на цены товаров и услуг в экономике, повышение эффективности денежно-кредитного регулирования неизбежно затрагивает вопрос совершенствования режима монетарной политики и выбора промежуточного ориентира политики, наилучшим образом обеспечивающего контроль над конечной целью по инфляции.

## Основные теоретические и практические аспекты режимов денежно-кредитной политики

*Понятие режима и промежуточного ориентира денежно-кредитной политики.* Режим монетарной политики представляет

собой совокупность правил и процедур проведения центральным банком монетарной политики. Ключевой характеристикой этого режима является выбор промежуточного целевого ориентира – номинального монетарного показателя, занимающего промежуточное место между операционной и конечной целями денежно-кредитной политики.

Основное предназначение промежуточного ориентира – облегчить процедуру выработки и принятия решений по монетарной политике, сделать ее более прозрачной и понятной. Это обусловлено тем, что взаимосвязь между операционной и конечной целями денежно-кредитной политики очень сложна и не всегда до конца понимаема. Импульсы монетарной политики, посылаемые экономике через операции и инструменты центрального банка, проявляются на динамике общего уровня цен с лагом.

Чтобы обеспечить эффективность применения промежуточного ориентира, последний должен отвечать двум критериям:

1) достаточно легко поддаваться контролю с помощью операционной цели монетарной политики, то есть между данными показателями должна быть устойчивая взаимосвязь с незначительным (приемлемым) количеством лагов;

2) гарантировать контроль центрального банка над конечной целью монетарной политики, то есть должна быть устойчивая взаимосвязь между ним и дина-

В настоящее время в Республике Беларусь инфляция остается на высоком уровне. В январе – октябре 2014 г. относительно аналогичного периода 2013 г. прирост ИПЦ составил 18,3%.

микой цен в экономике также с приемлемым количеством лагов.

Показатель, отвечающий этим критериям, может служить не только «компасом» для принятия решений относительно операционной цели, но и выполнять роль:

а) опережающего индикатора инфляции (его рост вызывает повышение общего уровня цен в экономике);

б) показателя монетарного импульса (так как изменяется он в результате действий центрального банка) [8].

В мировой экономике, как известно, существует *три основных режима денежно-кредитной политики* – таргетирование обменного курса, монетарное таргетирование и инфляционное таргетирование. По данным Международного валютного фонда (МВФ), наиболее распространенным является режим таргетирования обменного курса – его используют 48,2% стран – участниц МВФ. На втором месте по популярности – инфляционное таргетирование (17,8% стран) и на третьем – режим таргетирования денежных агрегатов, который применяют 13,6% стран – участниц МВФ (таблица). Более 20% стран, в число которых входит Республика Беларусь, используют прочие виды режимов.

Дадим краткую характеристику основным режимом денежно-кредитной политики и перечислим их основные преимущества и недостатки.

**Таргетирование обменного курса.** При данном режиме номи-

нальным якорем денежно-кредитной политики служит обменный курс. Обычно страна привязывает стоимость своей валюты к курсу валюты какой-либо страны с низким уровнем инфляции. Теоретической основой режима является паритет покупательной способности (ППС). Так, согласно ППС предполагается, что, например, при фиксированном номинальном курсе инфляция внутри страны должна приближаться к инфляции в стране валюты привязки. Разница в уровнях инфляции будет отражаться на двустороннем реальном курсе валюты.

Основными преимуществами данного режима считаются автоматическое предписание денежно-кредитной политики, которое помогает избежать проблемы несовместимости во времени, а также простота и ясность режима (он легко понимается населением, субъектами хозяйствования и другими участниками рынка).

Перечислим недостатки режима таргетирования обменного курса:

1) достижение целевого значения обменного курса зависит от уровня золотовалютных резервов. Недостаток резервов ставит центральный банк перед выбором между девальвацией валюты и установлением административных ограничений на валютном рынке. Первое грозит повышением девальвационных ожиданий и ростом цен через удорожание импорта, второе – появлением теневого валютного рынка и множественности обменных курсов;

2) при фиксации номинального курса национальной валюты укрепление реального ее курса приводит к ухудшению сальдо текущего счета платежного баланса. Стабильность цен, как правило, не достигается одновременно с фиксацией обменного курса, что приводит к реальному удорожанию национальной валюты. Вследствие роста реального курса национальной валюты затрудняется реализация продукции на экспорт, ухудшается сальдо текущего счета платежного баланса и возрастает давление рынка на обменный курс в сторону его девальвации. При отсутствии адекватного возросшему спросу на иностранную валюту притока инвестиций в страну центральные банки вынуждены отказываться от номинальной фиксации курса, чтобы улучшить сальдо текущего счета, соглашаясь тем самым на новый виток девальвации и инфляции. Даже если приток иностранной валюты в страны по финансовым операциям позволяет компенсировать отрицательное сальдо текущего счета, ухудшение платежного баланса остается болезненным для экономики;

3) при планомерной девальвации курса национальной валюты невозможно полностью устранить инерционную инфляцию, поддерживаемую девальвационными и инфляционными ожиданиями экономических агентов. При любом варианте таргетирования обменного курса, допускающем возможность проведения девальвации,

Таблица

**Режимы денежно-кредитной политики в разрезе стран**

Режим	Таргетирование обменного курса	Монетарное таргетирование	Инфляционное таргетирование	Другое
Количество стран	48,2% 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.	<b>Беларусь</b> Индия Россия Швейцария США страны зоны евро и др.

Примечание. Составлено авторами на основе [10].

сохраняются девальвационные ожидания экономических агентов. Для защиты своих доходов от обесценения при девальвации национальной валюты население и субъекты хозяйствования внедряют и используют механизмы их индексации. Функционирование механизмов индексации доходов препятствует достижению низких темпов инфляции в последующем;

4) при темпах инфляции ниже 15–20% за год количественная связь между девальвацией и инфляцией на краткосрочных интервалах ослабевает. Обменный курс гораздо в большей степени, чем цены на товары и услуги, подвержен краткосрочным конъюнктурным колебаниям. Потому, чем ниже темпы инфляции, тем сложнее центральному банку поддерживать требуемый уровень ценовой стабильности. При определенном уровне инфляции обменный курс может оказаться неэффективной промежуточной целью денежно-кредитной политики, не обеспечивающей достижение ценовой стабильности. Опыт стран, перешедших на таргетирование инфляции, показывает, что при темпе инфляции менее 10% за год прямая связь между девальвацией и инфляцией нарушается [12].

**Таргетирование денежных агрегатов.** Данный режим базируется на количественной теории денег, а центральные банки руководствуются простым правилом Фридмана, согласно которому прирост денежного предложения должен быть равен сумме темпов прироста равновесного ВВП и цели по инфляции с учетом предсказуемого изменения скорости обращения:

$$\Delta M^T \approx \Delta Y^{eq} + \pi^T - \Delta V, \quad (1)$$

где  $\Delta M^T$  – цель по приросту денежной массы за период;

$\Delta Y^{eq}$  – прирост равновесного ВВП;

$\pi^T$  – цель по инфляции;

$\Delta V$  – прогноз изменения скорости обращения денег [11].

Данный режим обладает теми же преимуществами, что и режим таргетирования обменного курса. Он задает четкое правило монетарной политике, является достаточно простым для понимания экономическими агентами.

Недостатки режима монетарного таргетирования:

1) в действительности чувствительность спроса на деньги на изменения объема производства и процентной ставки изменчива. Ошибки в оценке чувствительности спроса на деньги в условиях использования денежных агрегатов в качестве промежуточных целевых показателей денежно-кредитной политики могут при значительных и неожиданных шоках спроса на деньги стать причиной повышения волатильности процентных ставок. Повышение волатильности процентных ставок, в свою очередь, может вызвать увеличение амплитуды колебаний выпуска;

2) денежный мультипликатор, как правило, непостоянен. Колебания денежного предложения ввиду ошибок прогноза могут также вызывать нежелательные изменения в динамике краткосрочных процентных ставок при отсутствии какого-либо шока в экономике;

3) при двух-, трехзначных значениях инфляции погрешность прогнозных расчетов оказывается довольно существенной [5; 8].

В основе **режима инфляционного таргетирования** лежит новокейнсианская теория, а центральные банки в целях анализа, прогнозирования и проектирования политики используют сложные структурные динамические модели трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, согласно которым воздействие монетарной политики на выпуск и цены осуществляется, как правило, через канал процентной ставки. В качестве промежуточного ориентира выступает прогноз инфляции [9; 16].

Считается, что в отличие от других известных типов режимов

инфляционное таргетирование предполагает большую свободу и гибкость действий центрального банка для достижения целевых ориентиров по инфляции. Он более прозрачен для общественности и эффективен в снижении волатильности и инерционности инфляции, а также стабилизации темпов долгосрочного экономического роста.

Основные недостатки режима заключаются в том, что его применение требует наличия в стране комплекса базовых организационно-правовых и макроэкономических условий<sup>1</sup>:

1) поддержание ценовой стабильности де-факто должно являться главной целью монетарной политики;

2) наличие достаточно хорошо функционирующих финансовых институтов и рынков;

3) независимость центрального банка в установлении количественных параметров по цели по инфляции или достижение соглашения с правительством по данному вопросу;

4) отсутствие фискального доминирования над монетарной политикой;

5) независимость центрального банка в выборе инструментов монетарной политики;

6) прозрачная система ценообразования;

7) разумный контроль центрального банка над уровнем краткосрочной процентной ставки [4; 6; 13; 14].

В свою очередь, проведение жесткой монетарной политики в течение длительного времени (поддержание относительно высоких процентных ставок) может приводить к укреплению обменного курса и, как следствие, ухудшению сальдо торгового баланса. Прямое таргетирование инфляции вызывает трудности, если бизнес-цикл национальной экономики не согласуется с мировыми тенденциями и вынуждает центральный банк повышать процентную ставку в целях сокраще-

<sup>1</sup> Представленный перечень условий касается облегченной формы режима. Полноценное инфляционное таргетирование предполагает выполнение большего количества 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; 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.

ния инфляции. Кроме того, данный режим может обострить проблему согласованности монетарной политики и финансовой стабильности. Например, в 2000-е гг., когда развитие высоких технологий вызывало бум на рынках активов и присутствовал неоправданный оптимизм инвесторов на фоне низкой инфляции, низких процентных ставок и динамичного роста экономик, центральные банки, отдававшие предпочтение ценовой стабильности относительно других целей, не меняли своей политики (то есть не повышали процентные ставки), позволяя тем самым создание чрезмерного кредита. Это, в свою очередь, благоприятствовало развитию ценовых пузырей на рынке активов при низких темпах инфляции, угрожая устойчивости финансовой системы.

Взвешивая все преимущества и недостатки существующих режимов денежно-кредитной политики, наиболее предпочтительным, на взгляд авторов, можно назвать режим «инфляционное таргетирование». Однако в настоящее время в Республике Беларусь недостаточен набор организационно-правовых и макроэкономических условий, необходимых для введения данного режима, а значит, будет крайне сложно обеспечить его эффективность. При этом, как свидетельствует

международный опыт, для создания таких условий требуется не один год с реализацией целого комплекса мероприятий по институциональному реформированию экономики. Поэтому стратегия инфляционного таргетирования может выступать лишь в роли долго- (средне-) срочного ориентира развития системы денежно-кредитного регулирования.

В качестве переходного режима можно использовать **стратегию монетарного таргетирования** [14], которая позволит стабилизировать инфляционные процессы, укрепить доверие к денежно-кредитной политике в целом и белорусскому рублю в частности, повысить роль рыночной процентной ставки, а также волатильность обменного курса и, как следствие, ослабить степень уязвимости белорусской экономики к воздействию негативных внешних шоков. Учитывая данный факт, был проработан вопрос о возможностях применения режима монетарного таргетирования в Республике Беларусь.

### Обоснование выбора режима монетарного таргетирования как наиболее подходящего для Республики Беларусь

Использование режима монетарного таргетирования требует определения промежуточного

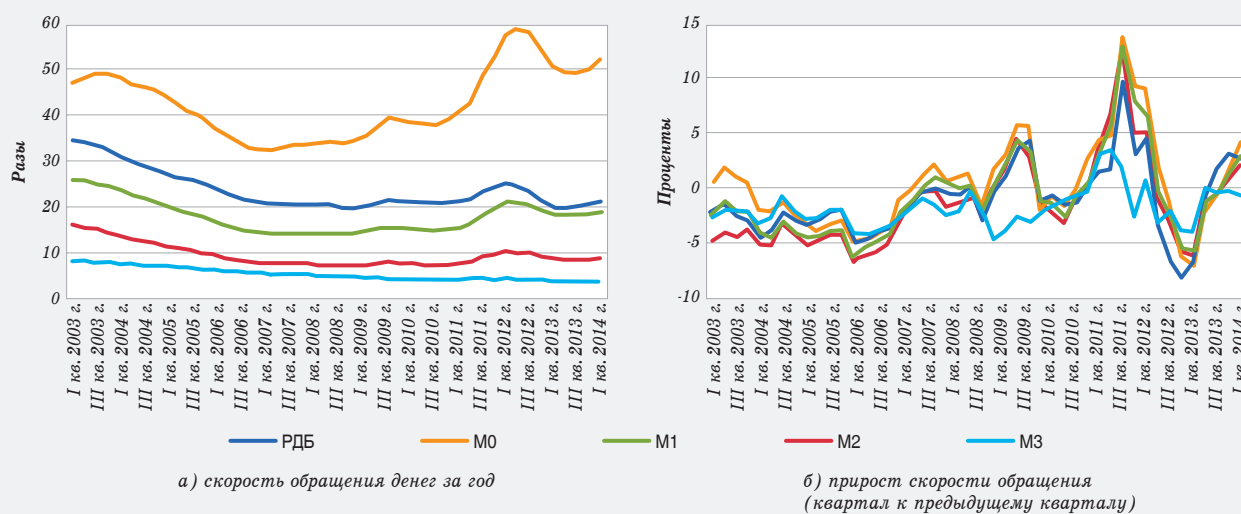
ориентира монетарной политики (выбора номинального якоря, в качестве которого должен выступать один из денежных агрегатов), отвечающего следующим *тремя критериям*:

- стабильность функции спроса на деньги, или скорости обращения денег, что также предполагает наличие устойчивой гомогенной<sup>2</sup> взаимосвязи между денежным агрегатом и общим уровнем цен в экономике;
- наличие устойчивой взаимосвязи между промежуточным ориентиром и операционной целью денежно-кредитной политики;
- способность центрального банка контролировать операционный ориентир.

Результаты исследований с применением экономико-математических методов указывают на то, что в Республике Беларусь в принципе для всех денежных агрегатов существуют устойчивые функции спроса на деньги [1; 2]. Вместе с тем графический анализ скорости обращения денежных агрегатов за период 2003–2014 гг. свидетельствует, что наиболее устойчивой динамикой характеризуется скорость обращения широкой денежной массы (*рисунк 1*).

Денежный агрегат МЗ демонстрирует устойчивую взаимосвязь с основными показателями, характеризующими динамику обще-

## Скорость обращения денежных агрегатов в Республике Беларусь за период 2003–2014 гг.



Примечание. Составлено авторами на основе [7].

Рисунок 1

<sup>2</sup> Гомогенность означает, что эластичность цен по денежной массе равна 1.



го уровня цен: дефлятором ВВП и ИПЦ (вставка 1). Расчеты показали, что эластичность  $M3$  по данным индексам цен близка к единице, то есть доказываемая гомогенность процесса их изменения. Таким образом, денежный агрегат  $M3$  соответствует первому критерию промежуточного ориентира режима монетарного таргетирования.

При монетарном таргетировании в качестве операционной цели выступает показатель прироста рублевой денежной базы (РДБ) или краткосрочная процентная ставка

межбанковского рынка. Возможна также комбинация этих целей, когда одна из них является основной, а вторая – индикативной.

Учитывая недостаточную эффективность работы процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Республике Беларусь ввиду существующего уровня долларизации и активного использования механизма льготного кредитования, в качестве операционной цели монетарной политики целесообразнее использовать показатель рублевой денежной базы.

Как известно, взаимосвязь между денежной базой ( $MB_t$ ) и денежной массой ( $M3_t$ ) описывается денежным мультипликативным коэффициентом ( $\mu_t^{M3}$ ):

$$\mu_t^{M3} = M3_t / MB_t. \quad (2)$$

Денежный мультипликатор  $M3$  в течение 2002–2014 гг. характеризовался высокой степенью изменчивости (рисунок 2), что указывает на возможные проблемы его прогнозирования.

Вместе с тем значение мультипликатора определяется нормой

### Результаты эконометрического анализа взаимосвязи между номинальным денежным агрегатом $M3$ , общим уровнем цен и выпуском

Проверка функциональной зависимости динамики цен от широкой денежной массы в долгосрочном периоде в Республике Беларусь осуществлялась в рамках тестирования гипотезы о наличии коинтеграции между общим уровнем цен, широкой денежной массой и ВВП. Это обусловлено тем, что основные результаты многочисленных эмпирических исследований:

- подтверждают один из основных догматов количественной теории денег, утверждающий, что изменение темпов роста денег приводит в конечном итоге к «равным» темпам инфляции;
- указывают на наличие обратной связи между высокой инфляцией и долгосрочными темпами экономического роста.

Учитывая изложенное, функциональную зависимость между исследуемыми переменными можно представить следующим образом:

$$p = f(m3, gdp), \quad (B 1.1)$$

где  $p$  – общий уровень цен;  $m3$  – широкая денежная масса;  $gdp$  – валовой внутренний продукт.

Предполагается, что в долгосрочном периоде функция (B 1.1) является возрастающей по денежной массе с эластичностью, близкой 1 и убывающей по ВВП. Это означает, что при постоянстве выпуска в долгосрочном периоде любое увеличение денежного предложения приведет к аналогичному росту цен, а также то, что снижение равновесного выпуска в условиях неизменности денежного предложения будет также приводить к росту цен.

Проверка наличия указанной долгосрочной взаимосвязи осуществлялась с применением коинтеграционного анализа данных, поскольку исследуемые временные ряды являются нестационарными. Расчеты проводились на квартальных данных за период с I квартала 2002 г. по II квартал 2014 г. При этом в качестве переменной общего уровня цен тестировались ИПЦ и дефлятор ВВП. По результатам исследований получены следующие коинтеграционные соотношения<sup>3</sup>:

$$lcp_i = 1,06lm3_i - 2,63lgdp_i + 1566,5, \quad (B 1.2)$$

[32,25]      [-16,42]

$$ldef_i = 1,06lm3_i - 2,24lgdp_i + 1192,3, \quad (B 1.3)$$

[49,57]      [-22,35]

где  $lgdp$  – логарифм ВВП;  $lm3$  – логарифм широкой денежной массы;  $lcp_i$ ,  $ldef$  – логарифмы ИПЦ и дефлятора ВВП соответственно.

Таким образом, оценки коэффициентов при переменных согласуются с основными результатами многочисленных эмпирических исследований в течение 2002–2014 гг. в Республике Беларусь:

изменение темпов роста денежного агрегата  $M3$ , которое приводило в конечном итоге к аналогичным темпам роста общего уровня цен (эластичность ИПЦ и дефлятора ВВП по  $M3$  близка к 1), указывает на нейтральность монетарной политики Национального банка в долгосрочном периоде;

тренд в динамике цен был обусловлен также результативностью работы белорусской экономики в долгосрочном периоде, которая, в свою очередь, зависела от фундаментальных факторов производства. Отрицательное значение коэффициента при переменной  $lgdp$  в коинтеграционных соотношениях (B 1.2) и (B 1.3), равное от минус 2,24 до минус 2,63, указывает на то, что снижение долгосрочного тренда в динамике ВВП на 1% способствовало увеличению общего уровня цен на 2,24–2,63%.

Вставка 1

<sup>3</sup> В квадратных скобках под уравнениями регрессий указаны значения  $t$ -статистик для соответствующих коэффициентов моделей. Следует отметить, что приведенные значения  $t$ -статистик достаточно высоки, что может свидетельствовать о наличии проблемы автокорреляции или гетероскедастичности остатков. Однако проведенные тесты Бройша – Годфри и Уайта позволили не отвергнуть гипотезу об отсутствии автокорреляции и гетероскедастичности остатков соответственно.

наличных денег и нормой обязательного резервирования:

$$\mu_t^{M3} = 1/c_t' + r_t(1 - c_t'), \quad (3)$$

где  $c_t'$  – отношение наличных денег к широкой денежной массе ( $\frac{M0}{M3}$ );  $r_t$  – фактическая норма обязательного резервирования.

Фактическая норма обязательного резервирования в период 2003–2014 гг. была волатильной – колебалась в диапазоне 5,9–9,7% при среднем значении 7,6% (рисунок 3). Такая динамика была обусловлена изменениями резервной политики Национального банка.

Динамика нормы наличных денег представлена на рисунке 4. Исследования показали, что она демонстрирует устойчивую зависимость от ставки процента, динамики ВВП и структуры потребительских расходов (вставка 2).

Таким образом, можно констатировать, что динамика денежного мультипликатора  $M3$  является предсказуемой. Следовательно, выполняется второе необходимое условие режима монетарного таргетирования.

Для обеспечения цели по приросту РДБ у Национального банка Республики Беларусь имеется широкий набор инструментов: операции на открытом рынке (сделки РЕПО и обратные сделки РЕПО), ломбардные кредиты, валютные свопы и постоянно доступные инструменты. Национальный банк имеет длительный опыт их использования, а также достаточную степень независимости в выборе и применении того или иного инструмента [7]. Это указывает на то, что при проведении последовательной монетарной политики Национальный банк способен обеспечить достижение целевого показателя по РДБ.

Таким образом, понимание и предсказуемость тенденции в динамике скорости обращения, наличие устойчивой взаимосвязи между общим уровнем цен и денежным предложением, рублевой денежной базой и денежной массой, наличие способности Национального банка Республики Беларусь контролировать денежное предложение позволяют применять режим монетарного таргетирования в Республике Беларусь и использовать денежный агрегат  $M3$  и РДБ в качестве

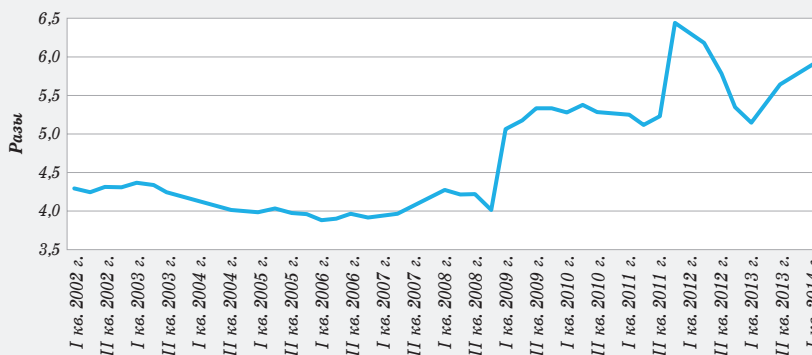
промежуточной и операционной целей денежно-кредитной политики соответственно. Вместе с тем, учитывая определенные недостатки указанного режима, данную стратегию можно рассматривать лишь как подготовительный этап

к переходу на режим инфляционного таргетирования в будущем по мере создания необходимых условий.

\*\*\*

Материал поступил 26.11.2014.

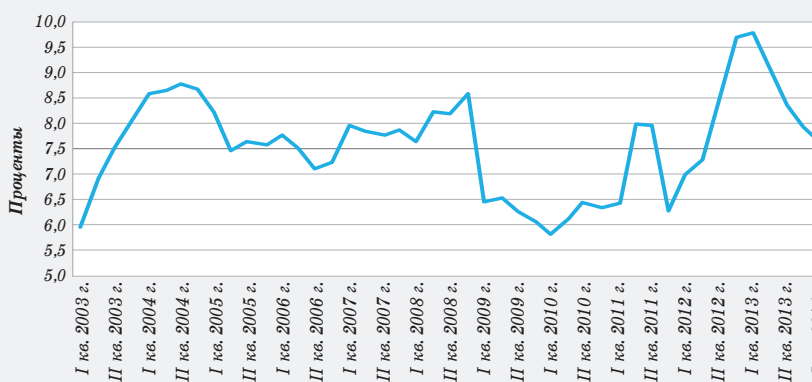
### Денежный мультипликатор M3



Примечание. Составлено авторами на основе [7].

Рисунок 2

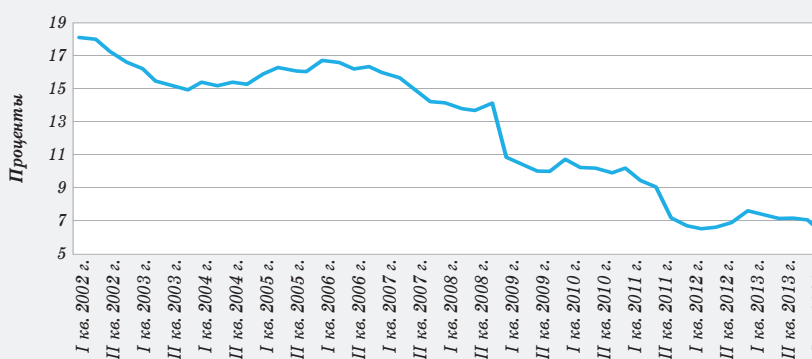
### Фактическая норма обязательного резервирования



Примечание. Составлено авторами на основе [7].

Рисунок 3

### Норма наличных денег



Примечание. Составлено авторами на основе [7].

Рисунок 4

