

Механизм обеспечения стабильности национальной валюты

Александр ЛОБАНОВ



Начальник Главного управления монетарной политики и экономического анализа Национального банка

Сергей КАЛЕЧИЦ



Заместитель начальника Главного управления монетарной политики и экономического анализа Национального банка

Общую структуру целей монетарной политики можно представить в виде следующих звеньев:

цели “конечные ← промежуточные ← операционные” ← **инструменты**.

В качестве определяющей конечной цели монетарной политики, как части экономической политики государства, многие страны, в первую очередь европейские, устанавливают стабильность цен — в той или иной форме, а также иногда с определенными оговорками в отношении реагирования на другие общеэкономические цели.

Для денежно-кредитной политики выбор именно этой цели из четырех основных общеэкономических: экономический рост, стабильность цен, устойчивый платежный баланс, повышение занятости населения, прежде всего обусловлен тем, что монетарные инструменты, непосредственно регулирующие цену и объем денег, оперативнее воздействуют на элементы совокупного (платежеспособного) спроса предприятий и населения, и, соответственно, на товарные цены или, пользуясь терминологией модели AS-AD, в первую очередь на кривую совокупного спроса AD. Совокупное предложение товаров и услуг (кривая AS) реагирует на монетарные действия позже (даже по технологическим причинам) и в принципе в ином масштабе. При этом теоретически при прочих равных (особенно внешних) условиях по истечении полного технологического цикла в экономике общий уровень цен имеет тенденцию к восстановлению (эффект “нейтральности” денег).

Многие центральные банки при движении к конечным целям денежно-кредитной политики ак-

тивно используют промежуточные и операционные монетарные цели. По крайней мере, можно назвать три причины (проблемы), определяющие их возникновение и использование. *Первая* заключается в сложности четко, прежде всего количественно, отобразить все взаимосвязи экономических и монетарных параметров настолько, чтобы обеспечить возможность эффективно направить денежно-кредитные инструменты непосредственно на достижение конечных целей. *Вторая* — запаздывание реакции экономики (наличие временного лага) на конкретные действия в монетарном секторе. *Третья* — органы денежно-кредитного регулирования часто не обладают достаточной и своевременной экономической информацией, в том числе о предполагаемых мерах правительства и об оценках их последствий, необходимой для принятия лучшего решения на пути достижения конечных целей.

Принципиальными вариантами промежуточных (монетарных) целей, исходя из специфики денег как объекта управления, могут быть:

- объем массы (предложения) денег: либо один из денежных агрегатов, либо денежная база в определенной трактовке, либо общий или один из параметров чистых внутренних активов органов денежно-кредитного регулирования;
- цена денег на внутреннем рынке — процентные ставки и доходность инструментов финансового рынка;
- обменный курс национальной валюты (то есть внешняя цена национальных денег).

Следует отметить, что в определенной мере, в частности, на кратком временном отрезке, три

приведенные промежуточные цели взаимоисключают друг друга. Так, контроль за массой денег может привести к существенным колебаниям процентных ставок, и особенно обменного курса, являющихся ценой (внутренней и внешней) специфического товара — денег, которая, в свою очередь, складывается на основе объемов спроса и предложения на рынке этого товара. Вместе с тем целенаправленное регулирование процентных ставок, например их понижение, создает на денежном рынке дополнительный спрос. Последний требует дополнительных ресурсов банков и сокращает их свободные резервы, создавая тем самым необходимость дополнительной денежной поддержки банков со стороны центрального банка. Соответственно, теряется контроль за денежной массой, возрастающей, кроме того, за счет увеличения скорости обращения денег.

Если же принять таргетирование обменного курса, то реальной может стать, например, следующая ситуация. Для восстановления нежелательного снижения курса центральный банк должен осуществить продажу иностранной валюты. Однако эта операция приведет к уменьшению резервов банков в национальной валюте и, следовательно, к скачку процентных ставок.

При выборе промежуточных целей центральные банки используют систему критериев, комплексная оценка которых часто является определенным компромиссом в связи с их разнонаправленностью. Среди основных таких критериев можно выделить:

- предсказуемость влияния целевого монетарного ориентира на конечную цель;
- согласованность с конечной целью;
- контролируемость целевого параметра со стороны системы инструментов центрального банка;
- измеримость;
- своевременность получения достоверной и полной информации о значениях и факторах целевого ориентира.

Промежуточная цель может устанавливаться в мягкой форме (рекомендательной или с широким интервалом) и жесткой форме

(точкой или узким коридором). При этом иногда промежуточных целей выбирается (де-юре или де-факто) одновременно несколько. В таких случаях, для смягчения проблемы их противоречивости, о которой говорилось выше, целевые значения вынужденно задаются с достаточно значительным интервалом, что снижает эффективность монетарной политики в обеспечении конечных целей, а также создает неопределенность в механизме монетарного регулирования.

Кроме того, следует отметить, что выбранная в центральных банках конкретная монетарная цель (цели) не является заданной раз и навсегда, особенно в государствах с переходной экономикой. Такая динамичность обусловлена постоянным процессом развития товарно-денежных отношений и, соответственно, изменениями конечных целей и взаимосвязей между монетарными и экономическими показателями.

С учетом собственного и мирового опыта Национальный банк Республики Беларусь в качестве промежуточного целевого ориентира единой государственной денежно-кредитной политики использует показатель обменного курса белорусского рубля. Это связано со следующими основными преимуществами курсового таргетирования в республике.

1. *Обменный курс может эффективно применяться в качестве “якоря” для инфляции.* В условиях открытой экономики Беларуси только прямые затраты на приобретение импортных энергоносителей, сырья, материалов и комплектующих в общих затратах предприятий на производство продукции составляют около 40 процентов. В результате политика ограничения темпов снижения обменного курса положительно отражается на замедлении темпов роста цен как непосредственно импортных конечных товаров, так и, через составляющие полных производственных затрат, большинства цен товаров и услуг отечественного производства. Кроме того, немаловажное значение имеет взаимосвязь инфляционных и девальвационных ожиданий субъектов хозяйствования и населения.

2. *Выбор обменного курса в качестве промежуточного целевого ориентира позволяет оказывать существенное влияние на ценовую конкурентоспособность во внешней торговле и, следовательно, на рентабельность работы реального сектора.* Поскольку экономика республики имеет высокую степень открытости (объем экспортно-импортных операций значительно превышает ВВП), обеспечение эффективности реального обменного курса белорусского рубля по отношению к валютам государств — основных торговых партнеров для национальных экспорта и импорта посредством регулирования номинального обменного курса имеет важное значение для функционирования и развития реального сектора экономики страны. В свою очередь, очевидные социально-экономические последствия взвешенной курсовой политики также имеют антиинфляционный аспект — благодаря росту спроса экономики на деньги и выравниванию товарно-денежных пропорций.

3. *Обменный курс — один из наиболее управляемых параметров денежно-кредитной политики.* Как известно, в нашей стране государственным органом, непосредственно отвечающим за проведение денежно-кредитной политики, является Национальный банк. Центральный банк страны располагает наиболее полным набором прямых инструментов для экономического воздействия именно на обменный курс по сравнению с другими возможными целевыми ориентирами (хотя глубинные факторы, определяющие обменный курс в долгосрочной перспективе, находятся в экономических процессах). Так, непосредственно параметр инфляции в значительной мере зависит от решений Правительства Республики Беларусь по установлению цен на отдельные группы социально значимых товаров и не может в полном объеме обеспечиваться в качестве непосредственного целевого параметра мерами денежно-кредитной политики. Важнейшие денежно-кредит-

ные параметры, такие как рост рублевой денежной массы, являются индикативными по отношению к параметру обменного курса. Они могут формироваться на уровнях, обеспечивающих предусмотренную динамику обменного курса. Рассмотрение самого параметра рублевой денежной массы в качестве конечного целевого параметра значительно осложнено из-за множественности немонетарных факторов, влияющих на его объем и структуру в условиях Беларуси.

4. *Текущее состояние обменного курса складывается в основном в результате воздействия экономических, а не административных факторов.* В настоящее время обменный курс по сравнению с другими возможными целевыми ориентирами является наименее административно регулируемым параметром, и, следовательно, наилучшим образом отражает тенденции, происходящие в экономике страны в целом.
5. *Эффективное достижение целевого ориентира по обменному курсу позволяет параллельно создавать необходимые золотовалютные резервы государства.* Проведение плавной девальвации обменного курса белорусского рубля, темпы которой обусловлены факторами спроса и предложения на иностранную валюту и учитывают текущее состояние макроэкономических параметров, позволяет использовать государственные золотовалютные резервы лишь для сглаживания конъюнктурных колебаний курса, постепенно наращивая их объем в целом.
6. *Предсказуемая динамика обменного курса способствует дедолларизации экономики.* Осуществление плавной предсказуемой девальвации обменного курса, наряду с реализацией политики положительных процентных ставок по инструментам в национальной валюте, позволяет предприятиям и населению минимизировать валютные риски. Кроме того, более активно использовать рублевые инструменты, обеспечивая тем самым сужение сферы применения иностранной

валюты и ее вытеснение национальной валютой. Это позитивно отражается на всех монетарных и экономических процессах, в том числе на сдерживании инфляции через повышение сбалансированности денежного спроса и предложения, а также на уровне и качестве ресурсов банковской системы.

Таким образом, выбор в качестве целевого ориентира денежно-кредитной политики обменного курса позволяет достаточно эффективно способствовать финансовой и макроэкономической стабилизации в стране.

Вместе с тем для применяемого в республике механизма промежуточного таргетирования обменного курса характерны сложности, присущие практически всем подобным монетарным механизмам, основанным на косвенной реализации конечных (экономических) целей. Прежде всего для механизмов, использующих промежуточные цели, можно отметить ограниченность соответствующей монетарной цели в связи с многогранностью экономических отношений. В случае же выбора для денежно-кредитной политики одновременно нескольких промежуточных целей (для решения предыдущей проблемы) возникает противоречивость целевых монетарных ориентиров. Кроме того, и это наиболее существенно, возникают вопросы оценки и контроля адекватности выбранного промежуточного монетарного ориентира экономическим целевым параметрам, в первую очередь инфляционным. В настоящее время специалисты разных государств отмечают усиление нестабильности спроса экономики на деньги либо, в иной трактовке, рост неустойчивости скорости обращения денег.

Многие центральные банки в определенной мере решают эти проблемы через расширение прогнозируемого целевого монетарного коридора (на основе так или иначе выбранного денежного передаточного механизма). Однако, как уже говорилось, это усложняет разработку и реализацию монетарной политики, а также вызывает неопределенность в монетарном регулировании.

Именно поэтому с 90-х годов прошлого столетия центральные

банки стран, в которых сформировались достаточно развитые рыночные общеэкономические и монетарные отношения, при проведении монетарной политики стали использовать непосредственно целевые показатели по инфляции. Другими словами, они начали осуществлять инфляционное таргетирование (иногда добавляется термин “прямое” для того, чтобы подчеркнуть отсутствие промежуточных целевых ориентиров в этом подходе).

На начало 2004 года инфляционное таргетирование применяли 22 центральных банка. При этом следует выделить вариантность используемых режимов инфляционного таргетирования, учитывая, в частности, различия реализуемых денежных передаточных механизмов, видов показателей инфляции, горизонта и коридора таргетирования.

В целом режим прямого инфляционного таргетирования реализует одну из основных конечных общеэкономических целей — стабильность цен, которая является существенным условием экономического роста. Тем самым обеспечивается не только внутренняя, но и внешняя стабильность национальной валюты. При этом проведение подобной политики считается наиболее прозрачным для общестественности.

В основу монетарной политики, реализующей режим таргетирования инфляции, заложена неокейнсианская экономическая концепция, которая вместе с тем имеет тенденцию к сближению с неомонетаристской теорией. Согласно данной концепции основная причинно-следственная связь в товарно-денежных отношениях действует в направлении “производство → денежная масса” и “производство → инфляция”. Это утверждение базируется на предположении, что в условиях рыночных товарно-денежных отношений денежная масса изменяется преимущественно вследствие решений субъектов экономики о текущем потреблении и инвестициях. При этом субъекты принимают решение об объемах получения банковских кредитов (которые затем вызывают прирост массы денег) исходя из своих потребностей и величины процентных ставок на денежном рынке.

Таким образом, основным инструментом центрального банка, использующего режим инфляционного таргетирования, является регулирование уровня процентных ставок, то есть “цены” денег. При этом связь “производство — инфляция” основывается на показателе производственного разрыва. Производственный разрыв (output gap) интерпретируется как разница между фактическим и потенциальным уровнем производства в экономике. Под потенциальным уровнем производства понимается уровень, которого можно достичь при существующих трудовых ресурсах, запасах капитала и уровне развития технологий и который не оказывает повышающего воздействия на инфляцию. Другими словами, производственный разрыв (GAP) можно определить по формуле:

$$GAP = GDPf - GDPp,$$

где **GDPf** — фактический валовой внутренний продукт;

GDPp — потенциальный валовой внутренний продукт.

Производственный разрыв является положительным, когда фактическое производство превышает потенциальный уровень производства, и отрицательным, когда фактическое производство меньше потенциального уровня производства. Положительный производственный разрыв также может рассматриваться как свидетельство существования избыточного совокупного спроса, а отрицательный производственный разрыв — избыточного совокупного предложения.

В некоторых странах центральные банки учитывают производственный разрыв при выработке монетарной политики. В этом случае данный показатель включается в модель трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Например, в Национальном банке Чехии полагают, что производственный разрыв формируется под воздействием изменений реальных монетарных условий (колебаний процентной ставки и обменного курса) в экономике. В свою очередь, производственный разрыв оказывает влияние на инфляцию.

Следует отметить, что потенциальный объем производства и производственный разрыв — это не статистически измеряемые, а оценочные показатели. Поэтому их значение зависит помимо прочего от выбранного метода оценки.

Положительный в основном опыт государств, использующих прямое инфляционное таргетирование, а также анализ качественных характеристик этого режима, свидетельствует о его перспективности. Однако важно подчеркнуть, что для успешного использования политики прямого инфляционного таргетирования требуется предварительное обеспечение ряда условий в денежно-кредитной сфере и экономике в целом. Причем их наличие обусловлено особенностями самого режима таргетирования инфляции и соответствующего денежного трансмиссионного механизма, так как основным инструментом центрального банка, использующего режим инфляционного таргетирования, является регулирование уровня процентных ставок, то есть “цены” денег.

Исходя из этого, базовым условием успешного использования режима инфляционного таргетирования можно считать формирование развитых рыночных экономических отношений.

В условиях Беларуси переход к инфляционному таргетированию представляется многоплановой задачей, решение которой потребует выполнения ряда общеэкономических мер, обеспечивающих возможность определяющего воздействия на инфляцию через инструменты Национального банка, и прежде всего через его процентную политику. Основными из них являются:

- обеспечение макроэкономической стабильности, в том числе конкурентоспособности отечественного производства на внешних рынках;
- либерализация ценообразования;
- создание развитого рынка капитала и рыночное формирование процентных ставок;
- наличие устойчивой банковской системы;
- устранение определяющего влияния налогово-бюджетной

политики, политики доходов на денежно-кредитную политику и инфляцию.

Необходимы также законодательные меры для юридического закрепления позитивных общеэкономических тенденций, а также для создания центральному банку возможностей (полномочий и ответственности) эффективно воздействовать своими инструментами на инфляционные процессы.

Организационные меры предполагают существенное перераспределение функций экономических органов страны и центрального банка, в том числе по контролю за инфляцией и ценообразованием. Важным является совершенствование регламента прогнозирования и проведения решений в денежно-кредитном, реальном, налогово-бюджетном и внешнеэкономическом секторах экономики. Наконец, введение инфляционного таргетирования предполагает проведение серьезной методологической работы: описание трансмиссионного механизма влияния денежно-кредитной политики на инфляцию и экономические показатели; разработка методов и моделей прогнозирования инфляции, а также ее анализ на основе сформированной концепции трансмиссионного механизма; определение вида и характеристик целевого показателя инфляции; определение лага между моментом применения монетарных инструментов и времени их воздействия на инфляцию; оценка и формирование подходящего монетарного инструментария.

Таким образом, режим прямого инфляционного таргетирования для Республики Беларусь представляется вполне перспективным, однако он требует серьезной подготовительной работы как со стороны органов экономического управления, так и научной ответственности страны.

Таким образом, режим прямого инфляционного таргетирования для Республики Беларусь представляется вполне перспективным, однако он требует серьезной подготовительной работы как со стороны органов экономического управления, так и научной ответственности страны.