



НАЦИОНАЛЬНЫЙ
БАНК
РЕСПУБЛИКИ
БЕЛАРУСЬ

Проведение курсовой политики при режиме инфляционного таргетирования

Заместитель начальника управления прогнозирования
Главного управления монетарной политики и
экономического анализа

Янушкевич Александр Анатольевич

- 1. Введение (определения и основные концепции)**
- 2. Совместимость денежно-кредитной и курсовой политики**
- 3. Макроэкономическая стабильность и равновесный обменный курс**
- 4. Курсовая политика Национального банка Республики Беларусь**

Почему уровень валютного курса важен?

Переоцененный курс – снижение ценовой конкурентоспособности:

- Замедление темпов экономического роста и снижение занятости;
- Неустойчивый высокий дефицит счета текущих операций, рост внешнего долга;
- Но... выступает фактором снижения инфляции.

Недооцененный ВК – повышение ценовой конкурентоспособности:

- Ускорение темпов экономического роста; перегрев экономики;
- Инфляционное давление;
- Профицит платежного баланса и накопление резервов.

Котировка двустороннего номинального валютного курса для двух валют:

- Цена национальной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты (e)
- Цена иностранной валюты, выраженная в единицах национальной валюты (s)

$$e = 1 / s$$

Номинальный эффективный курс (НЭК) – это средневзвешенное двусторонних номинальных курсов с учетом фактических и потенциальных конкурентов на внутреннем и внешнем рынках.

Веса часто отражают долю стран в двусторонних внешнеторговых потоках (веса импорта, экспорта или совокупной торговли).

$$NEER = \prod_i (s_{it})^{w_i}$$

Двусторонний реальный курс отражает покупательные способности двух валют, измеряемые на основе уровней иностранных (P^*) и внутренних цен (P).

$$z = s \frac{P^*}{P}$$

Следовательно изменение реального курса представляет собой:

$$\Delta z = \Delta s + \pi^* - \pi$$

Реальный эффективный курс (РЭК) представляет собой НЭК, скорректированный на индекс относительных цен в стране и за рубежом:

$$REER = \prod_i \left(\frac{s_{it} P_{it}^*}{P} \right)^{w_i} = \frac{\prod_i (P_{it}^*)^{w_i}}{P} NEER,$$

Что может денежно-кредитная политика?

- эффективно управлять ценами и обменными курсами – номинальными переменными;
- служить ”номинальным якорем“ для экономики;
- влиять на реальные переменные в краткосрочном периоде;
- содействовать экономическому росту посредством поддержания низкой и устойчивой инфляции, что формирует предсказуемую экономическую среду.

Однако денежно-кредитная политика не может воздействовать на реальные переменные (экономический рост, безработица, реальный курс) в течение длительного времени

т.е. в долгосрочной перспективе деньги являются нейтральными.

2. Совместимость денежно-кредитной и курсовой политики

Центральным банкам необходимо выбрать:

- стратегию денежно-кредитной политики;
- режим обменного курса.



Два выбранных варианта должны быть совместимы друг с другом!

2. Совместимость денежно-кредитной и курсовой политики

Трилемма "Манделла"

Невозможно одновременно иметь:

- фиксированный валютный курс;
- независимую денежно-кредитную политику;
- открытые потоки капитала.



2. Совместимость денежно-кредитной и курсовой политики

Под **независимой денежно-кредитной политикой** обычно понимают управление центральным банком **номинальной денежной массой** или **краткосрочными процентными ставками** для воздействия на уровень цен и реальные переменные, такие как объем производства и занятость.

Возможные варианты режимов денежно-кредитной политики:

1. Установление целевых показателей (таргетирование) **валютного курса**;
2. Установление целевых показателей (таргетирование) **денежных агрегатов**;
3. Установление целевых показателей (таргетирование) **инфляции**;
4. Другие «эклектичные» основы.

2. Совместимость денежно-кредитной и курсовой политики

Возможные варианты режимов обменного курса:



Жесткие привязки

- Валютные режимы без отдельного законного средства платежа
 - Валютный союз
 - Долларизация
- Механизм валютного управления

Промежуточные (мягкие) привязки

- Традиционный механизм привязки
- Стабилизированный режим
- Привязка с горизонтальными коридорами
- Скользящая привязка
- Режим, подобный скользящей привязке

Плавающий курс

- Плавающий курс
- Свободно плавающий курс

2. Совместимость денежно-кредитной и курсовой политики

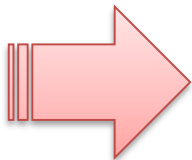
Преимущества политики плавающего курса:

- является ”встроенным стабилизатором“ экономики при изменении условий торговли;
- не требуется использования международных резервов;
- снижает привлекательность спекулятивных операций на валютном рынке;
- повышает эффективность процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики;
- является важным условием введения инфляционного таргетирования – исключает множественность и конфликт целей.

2. Совместимость денежно-кредитной и курсовой политики

Но... преимущества плавающего курса могут быть реализованы не в полной мере:

- проблемы с ликвидностью, в том числе связанные с недостаточным уровнем развития и небольшой глубиной финансового рынка;
- риск волатильности за счет внутренних экономических агентов: волатильные курсовые и инфляционные ожидания, низкий уровень финансовой грамотности;
- высокий уровень задолженности, номинированной в иностранной валюте (как частного, так и государственного сектора), высокая доля кредита в иностранной валюте;
- периоды повышенной волатильности на мировых финансовых рынках и внешних шоков, связанных с трансграничными потоками капитала;



1. Подготовка участников рынка к переходу на плавающий курс (повышение открытости);
2. Содействие развитию финансового рынка, в том числе повышение его ликвидности и снижение уровня "долларизации";
3. Развитие инструментов центрального банка для работы в условиях волатильности.



2. Совместимость денежно-кредитной и курсовой политики

Какое сочетание режимов денежно-кредитной и курсовой политики является наилучшим?..

- Необходимо учитывать множество факторов;
- Похожие страны иногда принимают разные решения;
- Оптимальный вариант со временем может измениться.

Выбор зависит от целей экономической политики и их относительной значимости:

1. Снижение/стабилизация инфляции;
2. Стабилизация колебаний объема производства;
3. Предотвращение финансовых кризисов (финансовая стабильность);
4. Международная или региональная экономическая интеграция.



3. Макроэкономическая стабильность и равновесный обменный курс

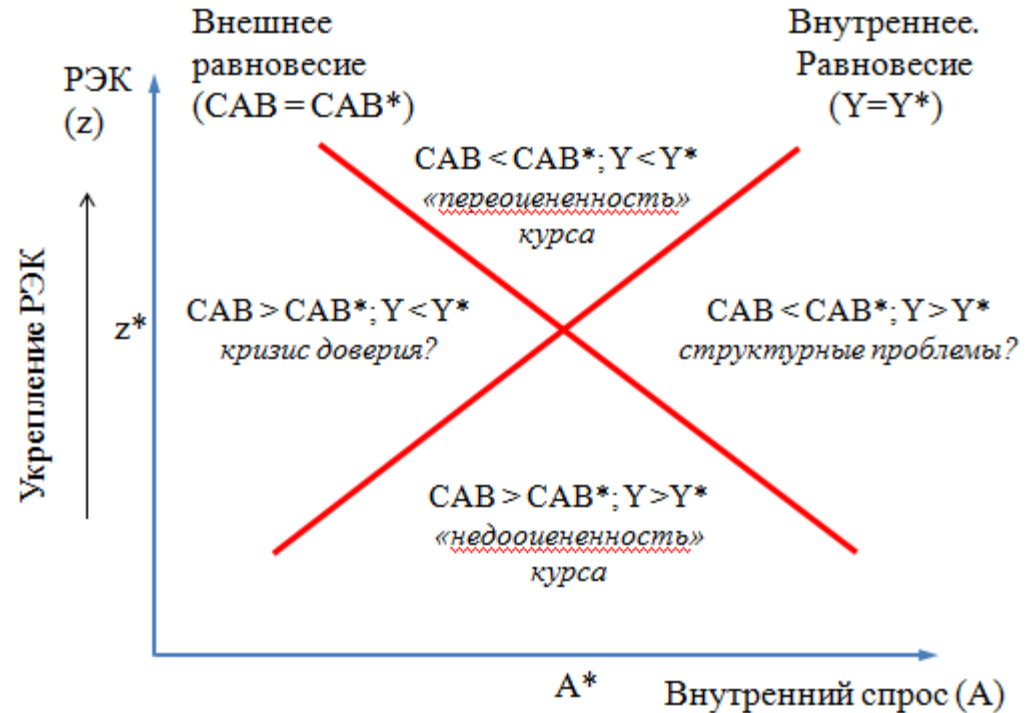
Под **равновесным реальным курсом** понимается курс при котором достигается *внутреннее* и *внешнее* равновесие (макроэкономическая стабильность).

Внутреннее равновесие:

Объем производства (Y) = потенциальный объем производства (Y^*);
Отсутствие инфляционного давления ($\pi = \pi_t$).

Внешнее равновесие:

Устойчивое покрытие счета текущих операций потоками по финансовому и капитальному счету ($CAB = CAB^*$).



Устойчив ли равновесный реальный курс?

Относительно более бедные страны должны иметь более высокие темпы экономического роста для преодоления отставания (конвергенции). Это подразумевает более быстрый рост цен на неторгуемые товары по сравнению с ценами торгуемых.

Если производительность растет быстрее в секторе торгуемых товаров, чем в секторе неторгуемых:

- более высокая заработная плата в секторе торгуемых;
- повышательное давление на зарплату в секторе неторгуемых товаров;
- более высокой инфляции цен на неторгуемые товары и общей инфляции;
- **повышение (равновесного) реального обменного курса.**

В отсутствие данного эффекта реальный обменный курс неизменен в долгосрочном равновесии.

3. Макроэкономическая стабильность и равновесный обменный курс

Последствия таргетирования инфляции для номинального курса?

Независимая денежно-кредитная политика = Целевой показатель инфляции определяется независимым образом.

Реальный курс предопределяет динамику номинального курса:

$$\Delta \bar{z}_t = \Delta \bar{s}_t + \bar{\pi}_t^* - \bar{\pi}_t$$

Вывод: долгосрочная динамика реального курса, номинального курса и инфляции должны быть взаимосвязаны (согласованы).

Гибкий курс и инфляционное таргетирование: мировая практика

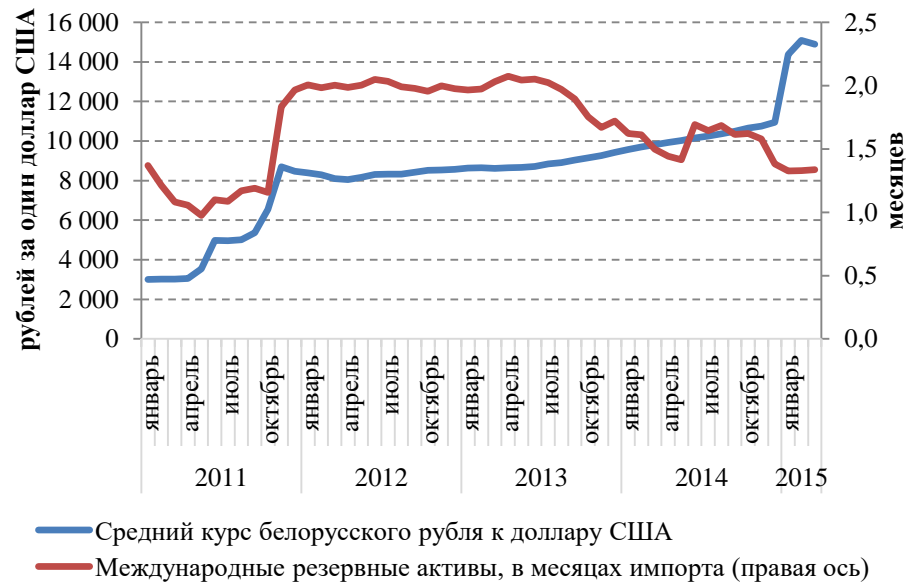
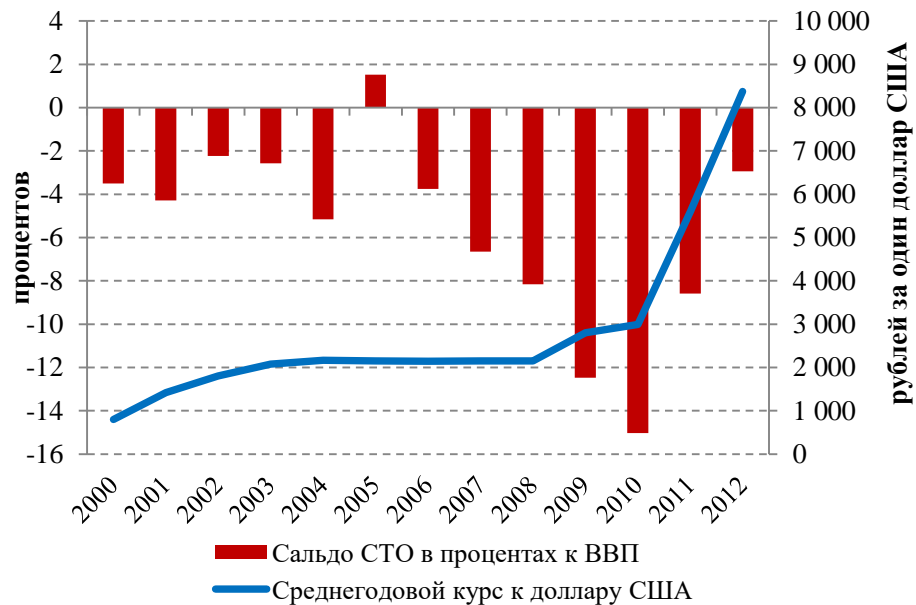
По данным МВФ (2017 год) 37 стран из 40, использующих инфляционное таргетирование, имеют плавающий или свободно плавающий курс.

| Режим обменного курса (кол-во стран) | Таргетирование денежного предложения (24) | Инфляционное таргетирование (40) | Иной режим* (46) |
|---|--|--|--|
| Другие управляемые режимы (18) | Алжир, БЕЛАРУСЬ , Мьянма, Демократическая Республика Конго, Гамбия, Гвинея, Сьерра-Леоне, Суринам | | Азербайджан, Гаити, Кыргызская Республика, Южный Судан, Вануату, Венесуэла |
| Плавание (38) | Афганистан, Мадагаскар, Сейшельские острова | Албания, Аргентина, Армения, Бразилия, Колумбия, Грузия, Гана, Гватемала, Венгрия, Исландия, Индия, Индонезия, Израиль, Казахстан, Корея, Молдова, Новая Зеландия, Парагвай, Перу, Филиппины, Румыния, Южная Африка, Таиланд, Турция, Уганда, Украина, Уругвай | Египет, Малайзия, Маврикий, Монголия, Мозамбик, Швейцария, Тунис, Замбия |
| Свободное плавание (31) | | Австралия, Канада, Чили, Япония, Мексика, Норвегия, Польша, Россия, Швеция, Великобритания | США, страны Еврозоны |

* Страны без явно заявленного режима монетарной политики, но при этом осуществляют мониторинг различных показателей при ее проведении (включая страны принимающие подготовительные меры для перехода к инфляционному таргетированию)

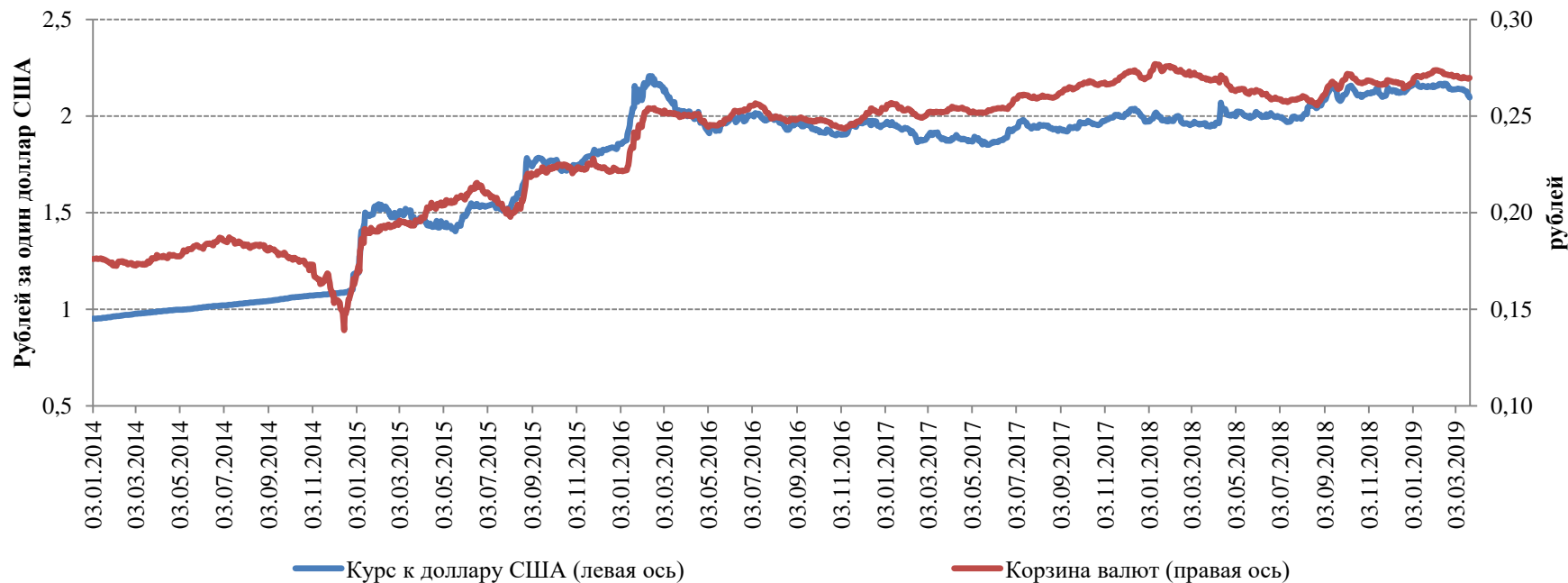
4. Курсовая политика Национального банка Республики Беларусь

В Республике Беларусь использовались различные виды привязок номинального курса белорусского рубля. Однако жесткое управление курсом не позволяло своевременно корректировать накапливающиеся дисбалансы, что приводило к существенным разовым корректировкам.



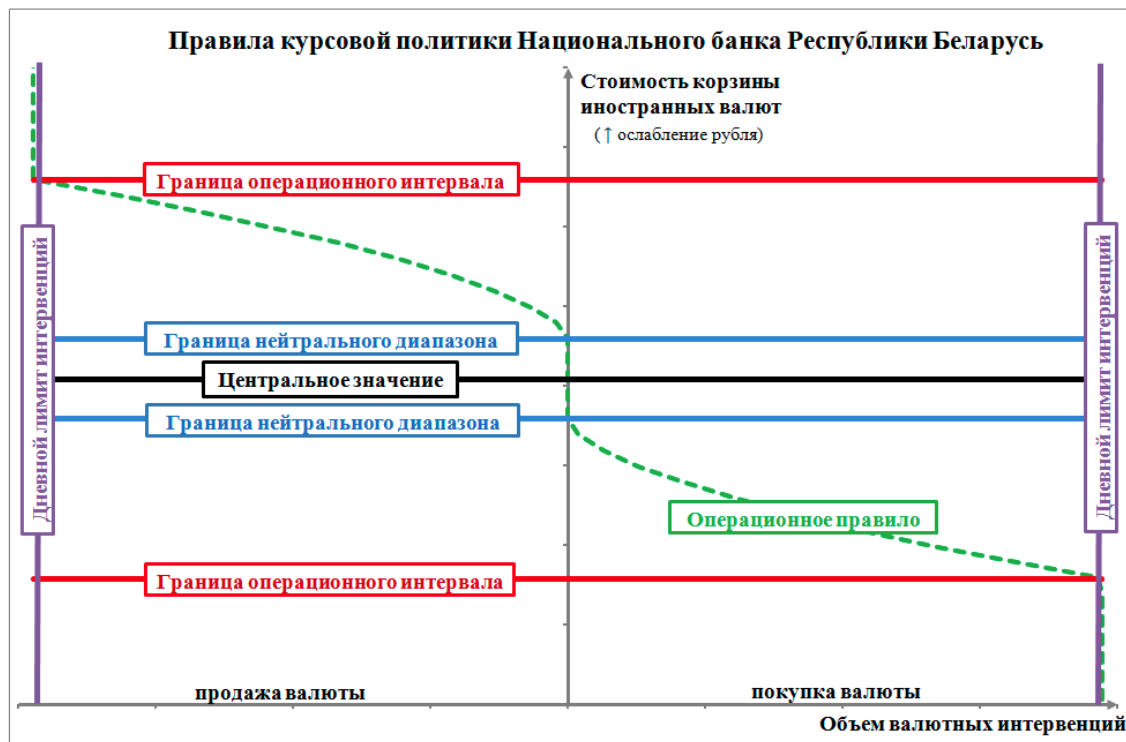
4. Курсовая политика Национального банка Республики Беларусь

С 2015 года Национальный банк Республики Беларусь перешел к гибкому режиму формирования курса белорусского рубля с использованием корзины иностранных валют в качестве ориентира курсовой политики.



4. Курсовая политика Национального банка Республики Беларусь: правила курсовой политики

Правила курсовой политики Национального банка Республики Беларусь



Правила курсовой политики можно разделить на два блока:

- основные элементы - формируют систему коридоров для стоимости корзины валют;

- операционное правило - определяет объем интервенций и стоимости корзины, по которой их следует проводить.

Построение коридоров осуществляется вокруг центрального значения (расчетная величина).

Его расчет происходит ежедневно и на изменение влияют три фактора:

- изменение курса;
- совершенные интервенции;
- уровень золотовалютных резервов.

Спасибо за внимание!