



## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

**В.В. БОБРОВИЧ**

---

### *ВЫБОР РЕЖИМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ*

---

Область денежно-кредитных отношений стала активно исследоваться еще в конце 50-х — начале 60-х гг. XX в. Позже, в 80-х годах, пристальное внимание исследователей обратилось на возможность использования промежуточных целей монетарной политики в виде определенного денежно-кредитного режима таргетирования. Особый интерес в последние двадцать лет представляет специфика использования монетарных режимов таргетирования в странах с переходной экономикой на различных стадиях трансформации. основополагающие в сфере денежно-кредитных отношений — труды зарубежных экономистов Э. Долана, Дж. Кейнса, П. Самуэльсона, Дж. Стиглица, П. Роуза, Дж. Сакса, М. Фридмана, Ф. Хайека, И. Фишера. Продолжили их исследования С. Фишер, Ф. Мишкин, М. Кинг, Л. Свенсон, Е. Труман. В научных работах представителей постсоветского пространства (Л.И. Абалкин, Е.Ф. Жуков, А.М. Илларионов, А.Ю. Казак, Л.Н. Красавина, В.И. Колесников, О.И. Лаврушин, В.Е. Маневич и др.) рассматривались проблемы преимущественно государственного регулирования национальных денежно-кредитных сфер, концептуальным же аспектам функционирования трансмиссионного механизма монетарной политики и трансформации денежно-кредитного режима на разных стадиях развития переходной экономики уделено меньше внимания.

Целью исследования является определение режима монетарной политики, соответствующего современному этапу развития переходной экономики Республики Беларусь, и проблем, связанных с переходом на новую форму организации денежно-кредитных отношений.

*Денежно-кредитная политика независимого государства* — это совокупность проводимых регулирующим институтом страны мер в области денежного обращения и кредитных отношений для придания макроэкономическим процессам вектора развития, обусловленного общегосударственными целями. При этом целесообразно, чтобы деятельность регулирующего института страны, направленная на оптимизацию функционирования денежно-кредитного механизма, была основана на анализе динамики макроэкономических показателей предыдущих периодов и характера стратегических общегосударственных целей.

В последнее время подходы к выбору режима денежно-кредитной политики основаны на рассмотрении эффектов воздействия большого числа шоков на экономику страны. В соответствии с таким подходом оптимальным режимом

---

*Валентин Валентинович БОБРОВИЧ, магистр экономических наук, аспирант кафедры финансов и банковского дела Белорусского государственного экономического университета.*

будет тот, при котором минимизируются колебания в производстве, потреблении, внутреннем ценовом уровне и других макроэкономических переменных. Соответственно выбор зависит от характера и источников шоков для экономики, предпочтений общенациональных экономических целей и структурных особенностей экономики [1].

*Режим монетарной политики в странах с переходной экономикой.* Для стран, чьи экономики развиваются в условиях переходного периода, вопросы определения конечных, промежуточных, операционных целей денежно-кредитной политики и выбора инструментов их реализации характеризуются сложностью и неоднозначностью решений ввиду того, что рыночная составляющая механизмов экономического регулирования в таких странах не обладает высокой степенью эффективности, а инфраструктура финансового рынка и финансовые институты недостаточно развиты для передачи необходимых импульсов экономике.

Кроме того, выбранная конкретная монетарная цель в государствах с переходной экономикой должна тесно коррелировать с конкретным этапом транзитивного процесса. Другими словами, вслед за развитием финансового рынка страны, изменениями в активности трансмиссионных каналов монетарной политики, улучшением индикативных показателей экономики должен видоизменяться и характер используемого денежно-кредитного режима.

На начальном этапе развития экономики переходного периода экономический рост возможен при условии роста денежного предложения и развития финансовых рынков. Залогом стабильности в этот период может выступать денежно-кредитная политика, основанная на таргетировании валютного курса, обуславливающая первоначальные темпы экономического роста и темпы снижения инфляции.

Вместе с тем для применяемого в государстве промежуточного таргетирования обменного курса характерны сложности, связанные с косвенной реализацией конечных целей. С ростом многогранности экономических отношений начинает проявляться проблема противоречивости индикативных и контрольных показателей в основных направлениях развития монетарной политики в рамках единственного целевого ориентира.

*Режим денежно-кредитной политики в Республике Беларусь.* Режим таргетирования валютного курса достаточно эффективно функционировал на первых этапах переходного периода экономики Беларуси, повышая доверие к национальной валюте и действиям Национального банка. Однако на современном этапе развития переходной экономики данный режим, выполнив промежуточную функцию, эволюционно требует замены на более гибкий. В пользу такого решения говорят следующие тенденции:

1. Существующее в настоящий момент отрицательное сальдо платежного баланса постоянно влияет на уровень валютных резервов Национального банка, необходимых для дальнейшего поддержания режима таргетирования валютного курса.

2. Белорусская экономика, функционируя в условиях открытости и зависимости от импорта энергоносителей, используя режим курсового таргетирования, чрезвычайно чувствительна к внешним шокам.

3. Повышение цен на энергоносители и невысокая конкурентоспособность белорусских товаров по качественному признаку требуют модернизации экономики, которая невозможна без иностранных инвестиций. Правительство и финансовые институты в последнее время стали активно прибегать к заимствованию финансовых ресурсов за рубежом, а режим таргетирования инфляции может быть для внешних инвесторов сигналом для развертывания таких долгосрочных экономических контрактов.

4. В условиях растущей мобильности капиталов Национальному банку станет довольно сложно поддерживать режим фиксированного курса и одновременно ограничивать инфляцию.

Главный недостаток режима таргетирования валютного курса состоит в его неспособности завершить процесс перехода к низкоинфляционной политике и ценовой стабильности.

*Таргетирование денежных агрегатов* предполагает обеспечение стабильности цен путем контроля со стороны центрального банка за определенным денежным агрегатом.

В долгосрочном периоде рост цен может определяться предложением денег, пропорциональным росту номинального объема производства.

Предпосылками для успешного введения данного режима таргетирования являются устойчивое соотношение между денежной массой и инфляцией, а также способность центрального банка контролировать предложение широких денег. Это предполагает стабильный и предсказуемый спрос на деньги, стабильность и предсказуемость скорости их обращения и денежного мультипликатора.

Если названные переменные подвержены разнообразным шокам, а их взаимосвязи характеризуются высокой степенью волатильности, то контроль за денежным предложением затрудняется, соответственно снижается эффективность режима таргетирования денежных агрегатов. Характерный для Республики Беларусь недостаток такого рода стабильных взаимосвязей обуславливает нецелесообразность использования данной монетарной стратегии.

*Режим таргетирования инфляции.* Денежно-кредитная политика, основанная на планировании и достижении темпов инфляции, предполагает: наиболее адекватное соответствие стратегической цели денежной политики по установлению ценовой стабильности; понятность деятельности органов регулирования, которая выражается в повышении транспарентности денежно-кредитной политики и ведет к стабилизации инфляционных ожиданий; гибкость в выборе инструментов денежно-кредитной политики и стимулирование развития каналов трансмиссионного механизма.

Основные трудности перехода к режиму инфляционного таргетирования связаны: с переходом к пассивной политике курсообразования; со способами активизации трансмиссионных каналов; с созданием аналитической и прогностической базы; с выбором эффективных инструментов воздействия на инфляцию; с нивелированием экзогенных шоков.

В период перехода к использованию режима таргетирования инфляции рекомендуется создать следующие условия:

- независимый Национальный банк, который предполагает наличие доверия к проводимым им действиям, политическую нейтральность и автономию в принятии решений, наличие ответственности за принятие необоснованных решений;
- свободная форма курсообразования и низкая долларизация экономики;
- отсутствие фискальных причин инфляции и согласованность налогово-бюджетной политики с денежно-кредитной;
- развитый финансовый рынок и стабильную банковскую систему;
- наличие аналитическо-прогностических разработок в отношении базовой инфляции и механизмов трансмиссии денежной политики;
- прозрачная информационная политика, предполагающая обязательную и регулярную отчетность об эффективности антиинфляционных мероприятий.

В этой связи к становлению механизмов денежного регулирования и планированию реформ, способствующих принятию концепции инфляционного таргетирования и ее последующему законодательному закреплению в Республике Беларусь, целесообразно приступать на данном этапе переходного периода в условиях постепенного отказа от политики управляемого валютного курса, повышения роли процентных инструментов регулирования и ориентации на целевые показатели инфляции.

Инфляционная цель должна становится приоритетной по отношению к остальным, которые могут достигаться исключительно при понимании их второстепенности по отношению к плановым показателям инфляции.

При переходе к режиму инфляционного таргетирования важно проанализировать существующий трансмиссионный механизм монетарной политики и найти способы воздействия на активность его каналов в целях оптимизации работы нового денежно-кредитного режима.

*Трансмиссионный механизм монетарного режима.* Применение нового денежно-кредитного режима видоизменяет трансмиссионный механизм, отражающий характер взаимосвязей финансового и реального секторов экономики. Национальный банк, выбрав новый денежно-кредитный режим, начинает использовать и новые инструменты воздействия на финансовый рынок страны; финансовый рынок определенным образом реагирует на такое воздействие и передает экономические импульсы участникам; экономические агенты (участники финансового рынка) в ответ на полученные импульсы принимают решения относительно производства, сбережений, потребления и инвестиций, что прямо воздействует на ВВП и другие макроэкономические показатели. Вместе с тем необходимо понимать, что трансмиссионный механизм монетарной политики будет эффективен только в условиях полноценности финансовой системы и устойчивости финансовых институтов, передающих монетарные импульсы.

Особенность современного состояния финансовой системы Республики Беларусь в том, что важные в традиционном понимании трансмиссионного механизма сегменты финансового рынка страны (акции, корпоративные облигации, производные ценные бумаги) находятся на ранних этапах развития. Исключение составляют рынки валютный и государственных ценных бумаг. В таких условиях банковская система представляет собой институциональный фундамент трансмиссионного механизма, следовательно, от устойчивости банковского сектора во многом зависят возможности проведения эффективной монетарной политики [2, 10–12].

Специфика трансмиссионного механизма, каналов воздействия монетарной политики на экономику и временных лагов такого воздействия в Республике Беларусь как государства с транзитивной экономикой заключается в присутствии периодических экономических и социальных реформ, существовании не до конца сформированной рыночной инфраструктуры, низкой скорости передачи экономических сигналов и низкой степени восприимчивости таких сигналов реальным сектором экономики.

Сложности в изучении трансмиссионного механизма в Республике Беларусь заключаются в отсутствии достаточно длинных, однородных, достоверных рядов статистических данных; в наличии постоянных изменений в характере взаимосвязей макроэкономических переменных; в наличии теневого сектора в экономике в прошлых периодах; в активном применении административных методов регулирования банковского сектора (ограничение уровня процентных ставок по кредитам банков, наличие портфельных ограничений, обязательное инвестирование в государственные ценные бумаги), что искажает результирующие данные развития банковского сектора [3, 115–118].

В развитых странах наиболее активным каналом монетарной трансмиссии является *канал процентной ставки*, через который изменяются предельные издержки заимствования, воздействуя на денежные потоки кредиторов и должников, вызывая изменения в структуре и объемах инвестиций, сбережений и совокупного спроса. Определенный денежно-кредитный режим воздействует на следующие основные индикаторы процентного канала: расходы на обслуживание задолженности, спрос на новые кредиты, размещение свободных денежных средств, доходы от размещенных денежных средств.

Первый этап работы канала процентной ставки заключается в воздействии ставок монетарной политики на процентные ставки коммерческих банков, т.е. на процентные ставки по ссудам и депозитам субъектов хозяйствования и населения. Второй этап заключается в принятии инвестиционных решений субъектов хозяйствования и населения в новых условиях.

Специфика функционирования процентного канала в трансформационных экономиках связана с использованием прямых административных рычагов денежно-кредитного регулирования, к числу которых относится и установление предельных значений для процентных ставок по кредитам, депозитам и другим процентным ставкам денежного рынка, что искажает роль процентных ставок как индикаторов финансового рынка. В странах с переходной экономи-

кой воздействие изменений ставки рефинансирования на экономику и ее роль имеет характер, отличный от механизма ее работы в развитых рыночных экономиках. В странах с трансформационной экономикой существуют факты кредитования правительства, отдельных секторов экономики и отдельных банков центральным банком государства по нерыночным процентным ставкам. В таких условиях процентный канал трансмиссионного механизма насыщен косвенными индикаторами состояния монетарной политики.

Процентная политика в Республике Беларусь ориентирована на снижение процентных ставок по кредитам и депозитам при обеспечении их положительного уровня в реальном выражении, создание всем агентам экономических отношений равных условий в размещении средств в банках, государственных ценных бумагах и других активах, в пользовании банковскими услугами. Политика процентных ставок по инструментам Национального банка проводится прежде всего для сглаживания колебаний ставок на краткосрочном денежном рынке. Операционным инструментом является ставка однодневного межбанковского рынка кредитов в национальной валюте, на котором осуществляется основной объем операций [4, 67–70].

В предыдущие годы основной индикатор канала процентных ставок — уровень ставки рефинансирования Национального банка Республики Беларусь — отражал уже произошедшие в состоянии экономики изменения. Национальному банку необходимо стремиться воздействовать с помощью ставки рефинансирования на уровень ликвидности банковской системы, объем денежного предложения и, соответственно, инфляцию. Это позволит развивать управление ценой денег в экономике и тем повысить роль ставки рефинансирования в качестве средства и сигнала проводимой монетарной политики. Проблема в том, что в условиях избыточной ликвидности коммерческие банки не испытывают существенной потребности в заимствованиях у Национального банка и ставки по инструментам рефинансирования не оказывают значимого влияния на денежные показатели.

Процентный канал тесно связан с каналом активов, так как изменение процентных ставок влияет на цены различных активов. При понижении процентных ставок денежного рынка цены на активы должны, при прочих равных условиях, расти, поскольку снижение процентных ставок уменьшает доходность денег как актива, и экономические агенты начинают искать альтернативные пути вложения капитала [5].

*Канал цены активов* определяет влияние монетарной политики на цены облигаций, акций, недвижимости и других внутренних активов, обуславливающих финансовое состояние участников фондового рынка и их решения относительно сбережений, потребления и инвестиций. Изменения цен на активы определяют объем ресурсов и ликвидных средств, которые могут быть направлены в инвестиции и на обслуживание задолженностей.

Особенности передачи монетарных импульсов через цены на активы и реакции субъектов рынка на эти импульсы в условиях переходной экономики характеризуются степенью развитости финансового рынка страны в целом и наличием альтернатив инструментам денежного рынка. Ввиду того, что в данный момент в Беларуси отмечаются неразвитость фондового рынка и высокий удельный вес государственных ценных бумаг, то эффективность канала активов очень низкая.

*Канал обменного курса* действует посредством эффекта изменения относительных цен и балансового эффекта. Эффект изменения относительных цен проявляется в динамике спроса на отечественные товары и услуги, которые становятся дороже или дешевле в сравнении с импортными, что изменяет совокупный спрос в экономике. Балансовый эффект связан с наличием в балансах предприятий и финансовых организаций обязательств в иностранной валюте. Если эти обязательства не покрываются на сто процентов активами в иностранной валюте, то изменение курса национальной валюты может привести к изменению уровня собственного капитала и величины риска неисполнения



обязательств в иностранной валюте, что, в свою очередь, отражается на динамике общегосударственных расходов и заимствований [6].

Изменение курса национальной валюты по отношению к иностранной ведет к удорожанию или удешевлению импорта в пересчете на национальную валюту и, соответственно, вынуждает предприятия, использующие импортные материалы, сырье, комплектующие, соответствующим образом реагировать на изменение себестоимости продукции, регулируя отпускные цены даже при отсутствии изменений в совокупном спросе экономики.

Влияние валютного курса на экономику страны зависит от степени воздействия изменений валютного курса на цены товаров и от потоков капитала. Эти факторы могут существенно ограничить возможности проведения гибкой курсовой политики, что прямо воздействует на цены импортируемых товаров и услуг в национальной валюте. Размер эффекта изменений курса на общий уровень инфляции зависит от удельного веса импорта, масштабов и сроков волатильности валютного курса. При значительных потоках капитала для центрального банка может оказаться затруднительным и дорогостоящим управлять ликвидностью в условиях, когда банки используют внешние активы в ответ на повышение внутренних процентных ставок по долларovým инструментам [7, 10–21].

Для экономики Республики Беларусь при недостаточно развитых финансовых рынках, высоком уровне долларизации и пассивной процентной политики основной канал трансмиссии — канал валютного курса.

*Стратегия трансформации режима монетарной политики.* В условиях перехода к режиму инфляционного таргетирования важным вопросом в отношении структуры активности трансмиссионного механизма является способ планомерного отхода от курсовой привязки. Этот процесс требует заблаговременной подготовки, правильного выбора сроков и надежной основы экономической политики, создания необходимых институциональных и макроэкономических условий.

Для успешного перехода к более гибким режимам валютного курса рекомендуется обеспечить следующие компоненты: развитый и ликвидный внутренний валютный рынок; последовательное снижение роли интервенционной политики и наличие адекватных систем нивелирования валютного риска [8].

Предполагается уменьшение роли Национального банка в регулировании внутреннего валютного рынка, увеличение скорости и объемов потоков информации, улучшение микроструктуры рынка. На рынке должна существовать развитая структура управления рисками и минимизации дестабилизационных торговых действий. Жесткость валютного курса препятствует развитию валютного рынка, так как его участники имеют меньше стимулов к изучению тенденций динамики валютного курса, открытию больших валютных позиций или управлению рисками.

Стратегия интервенций и вмешательства государства в валютно-экономические отношения рынка должны носить опосредованную роль и снижать влияние в ходе структурных реформ. Национальный банк должен иметь инструменты стимулирования развития рынка, сократив до минимума собственные операции с банками и принимая сформировавшиеся рыночные цены. Должны быть отменены правила, ограничивающие рыночную деятельность: требование обязательной продажи иностранной валюты центральному банку, различного рода ограничения: на межбанковские сделки, на текущие операции, на отдельные операции с капиталом. Также необходимо упрощение валютного законодательства и недопущение частых и специальных изменений.

В ряде стран в качестве промежуточного режима при переходе к другому номинальному «якорю» использовался (постепенно расширяющийся) скользящий коридор, причем иногда в течение достаточно длительного времени (например, в Венгрии, Израиле, Польше, Чили).

Реальный сектор экономики следует подготовить к повышению влияния валютного риска на их деятельность. Соответственно, должна быть построена

развитая система страхования валютного риска путем определения оптимальных правил ведения открытых валютных позиций и установления благоприятных условий использования производных ценных бумаг [9].

При переходе от режима таргетирования валютного курса к режиму таргетирования инфляции первой фазой может быть экономическая программа достижения определенных инфляционных ориентиров, в трансмиссионном механизме которой валютный канал будет играть преимущественную роль. Последующие этапы перехода должны активизировать канал процентной ставки, валютный же канал должен впоследствии играть второстепенную роль.

Таким образом, режим таргетирования валютного курса эффективно функционировал на первых этапах переходного периода экономики Республики Беларусь. В экономических условиях современного этапа транзитивного периода целесообразен эволюционный переход к монетарному режиму таргетирования инфляции, который по сути является таргетированием синтеза целого набора показателей финансового и реального секторов экономики, обуславливающих инфляционные процессы.

Применение нового денежно-кредитного режима видоизменит и структуру трансмиссионного механизма, отражающего характер и степень активности каналов передачи регулирующих импульсов между финансовым и реальным секторами экономики. В этой связи важно недопущение искажений сигналов передаточного механизма монетарной политики, снижающих эффективность проводимых мероприятий.

С учетом современных условий функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Республики Беларусь переход к режиму инфляционного таргетирования требует:

- формирования полноценного, ликвидного, эффективного и безопасного финансового рынка:
  - развития всех сегментов рынка ценных бумаг;
  - организации и активизации деятельности страховых, ипотечных, пенсионных, инвестиционных, венчурных и других фондов;
  - повышения роли процентного канала в трансмиссионном механизме монетарной политики;
  - перехода к более гибкой системе курсообразования;
  - снижения степени долларизации экономики;
  - устранения фискальных причин инфляции;
  - сокращения административного регулирования цен;
  - совершенствования инструментов воздействия и системы моделирования инфляционных процессов.

### Литература

1. *Caramazza, J.A.* Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990 s / J.A. Caramazza // International Monetary Fund. — 1998. — April.
2. *Каллаур, П.* Банки в трансмиссионном механизме монетарной политики Беларуси / П. Каллаур // Банков. вестн. — 2006. — № 26.
3. *Бриштелев, А.* Кредитный канал трансмиссионного механизма монетарной политики / А. Бриштелев // Банков. вестн. — 2006. — № 26.
4. *Щербина, М.* Учетная ставка. Белорусский и зарубежный опыт / М. Щербина // Валютное регулирование и ВЭД. — 2006. — № 6.
5. *Chami, R.* The Stock Market Channel of Monetary Policy / R. Chami, T. Cosimano, S. Fullenkamp // IMF Working Paper № 22. — Washington: IMF, 1999.
6. The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies // BIS Working Paper № 3. — Basle: BIS, 1998.
7. *Хорват, Б.* Механизмы трансмиссии денежно-кредитной политики в экономике Беларуси / Б. Хорват // Банков. вестн. — 2006. — № 26.
8. IMF Executive Board Discusses “Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility” // International Monetary Fund. — 2004. — December 13.
9. From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility // International Monetary Fund, 2007.