

# Стабилизация в монетарной сфере: ограничитель роста или необходимое условие?

Дмитрий КРУК



Центр экономических исследований «БЕРОК», старший научный сотрудник, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: kruk@beroc.by

УДК 336.74 338.1 338.2

**Ключевые слова:**

*состояние монетарной политики; эффективность монетарной политики; институциональные характеристики монетарной среды; инфляционные ожидания.*

Период макроэкономической стабилизации совпал с заметным ослаблением темпа экономического роста. За 5 лет с 2015 г. по 2019 г. национальная экономика выросла лишь на 0,3%, а среднегодовой темп прироста ВВП в этот период составил всего 0,07%. Безусловно, внедрение нового дизайна экономической политики и пробуксовка экономического роста связаны между собой. Основываясь на базовых постулатах экономической теории [2, с. 1–24], можно утверждать, что в рамках нового дизайна экономическая политика перестала выполнять камуфлирующую роль в отношении темпа роста выпуска [1]. Соответственно, концептуальная и давно идентифицированная проблема слабого потенциала роста в Беларуси [3] визуализировалась и стала очевидна в статистических данных, даже без какой-либо их дополнительной статистической обработки.

Тем не менее в поисках «легких» объяснений слабого роста выпуска монетарная среда и политика приковывают к себе повышенное внимание. Например, в адрес монетарной политики (МП) могут выдвигаться «подозрения» в избыточной жесткости, что подразумевает чрезмерную направленность на обеспечение ценовой стабильности в ущерб динамике выпуска. Кроме того, ряд выдвигаемых в экспертных кругах предложений де-факто сводятся к тому, что при значительном ослаблении роста выпуска и актуальных угрозах финансовой стабильности смягчение степени приоритетности ценовой стабильности

может быть своеобразным «меньшим злом». Другими словами, подразумевается, что монетарные власти могут и должны смягчить свою политику для ускорения роста выпуска и нейтрализации потенциальных финансовых стрессов, даже если это приведет к повышению инфляции.

На «исследовательском языке» указанные «подозрения» можно свести к двум вопросам. Первое, каково было состояние МП в отношении выпуска в Беларуси в последние годы? Обеспечивала ли МП контрциклическое воздействие на выпуск, и если нет, то каковы были причины этого? Второе, приемлема ли для современных экономических реалий Беларуси большая ориентированность МП на сглаживание краткосрочных колебаний выпуска?

## Основы современной монетарной политики и повестка дня в Беларуси

Общепризнанная монетарная теория в современном мире опирается на два фундаментальных положения. Первое постулирует нейтральность денег в долгосрочном периоде. Оно подразумевает, что в долгосрочном периоде корреляция инфляции и денежной массы стремится к 1, тогда как корреляция между ростом денежной массы и ростом выпуска отсутствует [2, с. 3]. В качестве его теоретического обоснования выступают гипотеза Фелпса – Фридмана [4; 5] и/или гипотеза рациональных ожиданий [6]. Несмотря на то, что уже прошло около 50 лет с момента, когда

С 2015 г. в Беларуси ощутило улучшилось качество экономической политики. Страна переориентировалась на режим плавающего обменного курса, монетарная политика и фискальная политика стали во многом опираться на разумные правила, нацеленные на поддержание низкой и стабильной инфляции и фискальной дисциплины. Благодаря этим изменениям в экономической политике в 2017–2019 гг. страна впервые за долгие годы смогла достичь состояния макроэкономической стабильности [1]. Особенно ценным это достижение видится с учетом «свежей памяти» финансовой нестабильности, высокой инфляции и девальвации в Беларуси.

указанные теоретические обоснования были сформулированы, их нельзя назвать устаревшими. За все эти годы в экономической теории не были сформулированы какие-либо теоретические конструкции, оспаривающие постулат о долгосрочной нейтральности денег. Более того, этот постулат имеет многочисленные эмпирические подтверждения [2, с. 1–4]. Претензии на его опровержение, как правило, высказывают лишь достаточно маргинальные и/или неортодоксальные концепции, которые не соответствуют критериям научности.

Вторым фундаментальным положением монетарной теории является краткосрочная эффективность МП, то есть возможность ее воздействия не только на цены, но и на динамику выпуска в краткосрочном периоде. В отношении этого положения консенсус среди экономистов не так безусловен, как в отношении первого. Традиции неоклассической школы и реального бизнес-цикла обычно склонны отрицать краткосрочную эффективность МП, рассматривая ее лишь как возможный частный случай [7]. Однако такой подход слабо сочетается с практикой МП и эмпирическими фактами, свидетельствующими в пользу наличия этого феномена [2, с. 4–15]. Поэтому, по крайней мере в прикладном анализе МП, безусловный приоритет в последние 20 лет принадлежит новой кейнсианской традиции [8]. Последняя постулирует краткосрочную эффективность МП как общий случай.

Основными выводами моделей господствующего нового кейнсианского подхода для МП являются следующие: (1) возможность «божественного совпадения» [9], то есть отсутствия для центрального банка противоречия между инфляцией и краткосрочным сглаживанием выпуска в случае отсутствия реальных жесткостей<sup>1</sup>; (2) наилучшим режимом МП для реализации «божественного совпадения» является таргетирование инфляции [10]; для эффективной реализации МП чрезвычайно важны (3) стабильные ожидания, подконтрольные центрбанку, и (4) реалистичные оценки равновесного уровня

выпуска и процентной ставки, используемые в реализации МП [8, с. 185–186]. В последние годы выводы (1)–(2) подвергаются определенным корректировкам и ревизиям, что связано с новыми вызовами, с которыми сталкиваются развитые страны. Таковыми, например, являются замедление равновесного роста, снижение равновесной процентной ставки, что приводит к проблеме «нулевой нижней границы процентной ставки». С этими проблемами связан и феномен сглаживания краткосрочной кривой Филлиппа [11]. В качестве реакции на эти вызовы ряд работ постулирует необходимость корректировки правил МП в пользу более активного фокуса центрбанков на сглаживании выпуска [12; 13].

Наиболее важные вопросы монетарной политики в белорусской повестке дня в какой-то мере схожи с мировыми тенденциями. При этом отрадно, что такие вопросы преимущественно затрагивают роль и место МП лишь в отношении краткосрочных колебаний выпуска. Это дает основания надеяться, что экзотическая идея так называемого монетарного стимулирования долгосрочного роста, не имеющая каких-либо теоретических оснований, себя изжила и в Беларуси. Вместе с тем при анализе роли и места белорусской МП в краткосрочной перспективе важно принимать во внимание существующие институциональные особенности монетарной среды в Беларуси. С этой позиции простое проецирование на Беларусь выводов и рекомендаций для МП развитых стран может привести к ошибочным решениям.

### Институциональные особенности монетарной среды в Беларуси

Особенностями монетарной среды Беларуси, которые скрывают возможность монетарной политики, являются: неустойчивость инфляционных ожиданий (ИО); масштабный шок общефакторной производительности и неоднозначность равновесного уровня и темпа прироста выпуска;

нестабильность экономического цикла и ненадежность его оценок; неустойчивость фактической инфляции и большой «люфт» для адаптации административно регулируемых цен.

Как показано выше, стабильность и подконтрольность («заякоренность») ИО являются важнейшей предпосылкой для осознанной и целенаправленной реализации МП. Однако в Беларуси это важнейшее условие не соблюдается [14]. Как показано в [14], в зависимости от состояния ИО белорусская монетарная среда может функционировать в трех отличающихся режимах. «Нормальный» режим – с адекватными значениями индикаторов монетарной среды – ассоциируется с периодами относительно стабильных и низких в абсолютных величинах инфляционных ожиданий. При таком режиме имеет место достаточно устойчивое соотношение между фактической и ожидаемой инфляцией. Но даже в его рамках каузальность этого соотношения лишь односторонняя, предполагающая влияние фактической инфляции на ожидаемую. В рамках этого режима Национальный банк может достигать краткосрочной эффективности МП, но только при условии стабилизации фактической инфляции. В противном случае это чревато повышением ИО [14].

Вследствие «незаякоренности» ИО могут измениться и под воздействием экзогенных шоков. При их росте (вне зависимости от причины) Национальный банк вынужден иметь дело с новым состоянием монетарной среды, и перед ним встает простой выбор. Если в ответ на рост ИО Национальный банк пропорционально повышает свою процентную ставку, то переводит монетарную среду в «субнормальный» режим. Адаптация ставок к повышенным инфляционным ожиданиям не дает последним полностью реализоваться в фактической инфляции. Отсюда фактическая инфляция оказывается ниже ожидаемой, реальные процентные ставки существенно возрастают, а МП принимает рестриктивный в отношении выпуска характер.

<sup>1</sup> Важно отметить, что в рамках «божественного совпадения» в качестве меры разрыва выпуска рассматривается отклонение фактического выпуска от его эффективного уровня, что отличается от более традиционной меры разрыва выпуска.

Безусловно, такое состояние МП не является желанным [14].

Доступной альтернативой переходу в «субнормальный» режим является игнорирование Национальным банком роста ИО. В этом случае ИО трансформируются в фактическую инфляцию. Монетарная среда тогда вступает в «аварийный» режим функционирования: с отрицательными реальными процентными ставками, высоким уровнем инфляции и высокой вероятностью раскручивания инфляционной спирали. Практически по всем формальным критериям переход в «субнормальный» режим является намного более предпочтительной (хоть в целом и нежеланной) опцией, нежели переход в «аварийный» режим. С этой позиции соответствующее «субнормальному» режиму рестриктивное состояние МП более корректно было бы интерпретировать как ее «вынужденную жесткость» [14].

Серьезными препятствиями для реализации МП являются и проблемы идентификации равновесных значений выпуска, процентной ставки, а также текущей динамики бизнес-цикла. В период с 2007 г. по 2017 г. в Беларуси имела место устойчивая тенденция снижения темпа равновесного выпуска. Более того, в 2015–2016 гг. она, вполне вероятно, трансформировалась в редкий феномен структурного спада [15]. На этом фоне с 2017 г. среда долгосрочного роста в Беларуси стала неустойчивой, а оценки равновесного темпа прироста колеблются в диапазоне 0–3,5% в год [16]. Сама по себе «турбулентность» среды долгосрочного роста является вызовом для МП, поскольку дезориентирует ее. В этом случае существует опасность принять долгосрочные адаптации за конъюнктурные колебания и наоборот [17]. Кроме того, она приводит к неоднозначности оценок равновесного уровня процентной ставки. Например, на основе калибровки модели динамического стохастического общего равновесия допустимая область значений последней составляет от 2,0 до 3,5% годовых [18]. Вместе с тем

различные эконометрические техники оценки обуславливают даже более широкий диапазон – до 4,5% годовых. Наконец, схожие проблемы идентификации могут возникать и относительно состояния бизнес-цикла. Во-первых, на это вновь может влиять «турбулентность» долгосрочной среды роста. Во-вторых, существующие процедуры идентификации бизнес-цикла сегодня часто ставятся под сомнение [19], что более чем актуально и для ситуации в Беларуси [20, с. 10–11]. Все указанные проблемы могут приводить к систематическим ошибкам в МП при ее ориентированности на сглаживание краткосрочных колебаний выпуска. Причем чем большая роль будет придаваться этой задаче, тем более значимыми могут быть систематические ошибки.

Еще одним важным «дефектом» монетарной среды в Беларуси является большой потенциал для адаптаций уровня цен. Общий уровень цен в Беларуси далек от международного и является одним из наименьших среди стран с развивающимся рынком с сопоставимым уровнем дохода [21, с. 118]. Это означает и большее потенциальное воздействие эффекта Балассы – Самуэльсона на Беларусь. Кроме того, стране присуще существенное отклонение относительных цен от международных эталонов. Например, занижены относительные цены на медицинские, жилищно-коммунальные услуги, топливо [21, с. 118], а также некоторые другие товары, цены на которые подвержены административному регулированию. Все это означает, что Беларусь потенциально подвержена ощутимым по масштабу шокам фактической инфляции. С учетом описанной выше специфики связи фактической инфляции и ИО это чревато выходом динамики инфляции из-под контроля МП. Предотвратить такой сценарий можно, если стабилизация инфляции будет единственной краткосрочной целью (или безусловно приоритетной) МП (в добавок к долгосрочной ориентации на ценовую стабильность).

### Монетарная среда в Беларуси в 2015–2019 гг.

«Подозрения» в избыточной жесткости в отношении монетарной среды сформировались в 2015–2016 гг., когда диспропорции монетарной среды были достаточно очевидны. В этот период реальные процентные ставки были чрезвычайно высоки (около 13,5% в среднем за период), причем они сохранялись на фоне устойчивой дезинфляции (в среднем за этот период инфляция составляла около 11,7%, а к концу 2016 г. она перешла в диапазон 7–8%). Безусловно, такая ситуация в монетарной сфере оказывала сдерживающее воздействие на выпуск.

Однако принимая во внимание институциональные дефекты монетарной среды в Беларуси, эта ситуация является хрестоматийным примером «вынужденной жесткости» [14]<sup>2</sup>. Такая ситуация сложилась, поскольку вследствие реальных шоков на рубеже 2014–2015 гг. в Беларуси существенно возрос уровень ИО, причем до конца 2016 г. он превышал фактическую инфляцию. Как показано выше, для того чтобы не допустить перетекания ожидаемой инфляции в фактическую и перехода в «аварийный» режим МП (как в 2011 г.), Национальный банк был вынужден войти в «субстандартный» режим. Но «субстандартный режим», являясь мерой защиты от инфляционного скачка, отнюдь не гарантирует автоматического и быстрого снижения ИО. С этой позиции он является тяжелым и дорогим (в терминах потерь выпуска) путем стабилизации монетарной сферы. Но в отсутствие альтернатив такой путь был единственным возможным для обеспечения ценовой стабильности. Только пройдя этот «тяжелый и дорогой» путь, добившись снижения инфляционных ожиданий до уровня, близкого к фактической инфляции, Национальный банк смог (с октября 2016 г.) перейти в нормальный режим политики [14].

Наиболее важным выводом и уроком периода «вынужденной

<sup>2</sup> В данной работе состояние МП оценивается на основе сопоставления фактической (*ex post*) величины реальной процентной ставки по сравнению с ее предполагаемым уровнем (*ex ante*). Результаты такого подхода к оценке состояния МП близки к оценкам разрыва по ставке МБК/монетарных условий, которые рассчитываются в Национальном банке.



жесткости» является то, что до тех пор, пока ИО нестабильны и подвержены широкому перечню шоков, Национальный банк не может превентивно нейтрализовать угрозу «вынужденной жесткости». Единственной реалистичной альтернативой ей остается инфляционная спираль. Поэтому состояние МП в 2018–2019 гг., которое в среднем характеризовалось нейтральным состоянием, уже можно считать большим достижением для Беларуси. Более того, до тех пор пока сохраняются институциональные дефекты монетарной среды, претендовать на полноценную краткосрочную эффективность монетарной политики не приходится. Сглаживание выпуска может быть лишь строго вторичной краткосрочной задачей при приоритетности стабилизации инфляции.

### Заключение

Анализ состояния и среды МП позволяет сделать два важных вывода в отношении сегодняшних реалий монетарной среды. Во-первых, МП в Беларуси при всплеске

инфляционных ожиданий оказывается в ситуации неприятного выбора. Он предполагает либо вынужденную жесткость МП, либо ее вхождение в «аварийный режим» с раскручиванием инфляционной спирали. С этой позиции состояние МП, близкое к нейтральному, в последние периоды уже является весомым достижением для Беларуси, монетарная среда которой имеет серьезные институциональные дефекты. При таких дефектах МП даже в относительно благоприятные периоды не может себе позволить стимулирующую политику. Это чревато усилением противоречий с динамикой инфляции «руководимой» актуализацией выбора между «субстандартным» и «аварийным» режимом МП. Во-вторых, важными видятся выводы из сложившегося статус-кво в монетарной среде в отношении среднесрочной перспективы. Поскольку МП стала своего рода заложником институциональных дефектов, она не может быть в полной мере эффективной. Чтобы сделать ее таковой, важны меры институционального характера. Среди тех из

них, которые находятся (хотя бы частично) в компетенции Национального банка, наиболее важные – стабилизация и «заякоривание» инфляционных ожиданий, а также снижение уровня реальной и финансовой долларизации. В значительной мере этому смогут посодействовать прозрачность, открытость Национального банка, а также его приверженность правилу в реализации МП (в противовес дискреции). Но как минимум не менее важно и устранение институциональных дефектов, которые находятся за пределами компетенций Национального банка. Наибольшую поддержку в этом монетарной политике сможет оказать повышение и стабилизация темпа долгосрочного роста, что является первичной концептуальной проблемой современной Беларуси. В этом случае и Национальный банк будет максимально «полезен» для долгосрочного роста, так как барьеры для обеспечения ценовой стабильности существенно ослабнут.

\* \* \*

Материал поступил 16.03.2020.

### Библиографический список:

1. Крук, Д.Э. Белорусская экономика в середине 2019 г.: итоги периода восстановительного роста [Электронный ресурс] / Д.Э. Крук // Белорусский экономический исследовательско-образовательный центр. – Режим доступа: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP\\_69.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP_69.pdf). – Дата доступа: 11.03.2020.
2. Walsh, C.E. *Monetary theory and policy* / C.E. Walsh. – 3rd ed. – Cambridge: MIT Press, 2010. – 614 p.
3. Kruk, D. *Belarusian economic growth decomposition* [Electronic resource] / D. Kruk, K. Bornukova // Belarusian Economic Research and Outreach Center. – Mode of access: [http://eng.beroc.by/webroot/delivery/files/WP\\_24\\_eng\\_Bornukova&Kruk.pdf](http://eng.beroc.by/webroot/delivery/files/WP_24_eng_Bornukova&Kruk.pdf). – Date of access: 11.03.2020.
4. Phelps, E. *Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time* / E. Phelps // *Economica*. – 1967. – № 135 (34). – P. 254–281.
5. Friedman, M. *The Role of Monetary Policy* / M. Friedman // *American Economic Review*. – 1968. – № 1 (58). – P. 1–17.
6. Lucas, R. *Expectations and the neutrality of money* / R. Lucas // *J. of Economic Theory*. – 1972. – № 2 (4). – P. 103–124.
7. Lucas, R. *Some international evidence on output-inflation tradeoffs* / R. Lucas // *American Economic Review*. – 1973. – № 3 (63). – P. 326–334.
8. Gali, J. *Monetary policy, inflation, and the business cycle* / J. Gali. – 1st ed. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – 203 p.
9. Blanchard, O. *Real wage rigidities and the new Keynesian model* / O. Blanchard, J. Gali // *J. of Money, Credit, and Banking*. – 2007. – № S1 (39). – P. 35–65.
10. Blanchard, O. *The state of macro* / O. Blanchard // *Annual Review of Economics*. – 2009. – № 1 (1). – P. 209–228.
11. Blanchard, O. *The US Phillips curve: back to the 60s?* [Electronic resource] / O. Blanchard // *Peterson Institute for International Economics*. – Mode of access: <https://www.piie.com/system/files/documents/pb16-1.pdf>. – Date of access: 11.03.2020.
12. Blanchard, O. *Inflation and activity – two explorations and their monetary policy implications* [Electronic resource] / O. Blanchard, E. Cerutti, L. Summers // *International Monetary Fund*. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/up15230.pdf>. – Date of access: 11.03.2020.
13. Blanchard, O. *Rethinking macroeconomic policy II: getting granular* [Electronic resource] / O. Blanchard, G. Dell'Ariccia, P. Mauro. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1303.pdf>. – Date of access: 11.03.2020.
14. Kruk, D. *Exploring SVAR-based empirical measure of inflation expectations for Belarus: implications for monetary policy* / D. Kruk // *Economics. J. of Belarusian State University*. – 2020 (forthcoming).
15. Крук, Д.Э. Причины и характеристики экономического спада в Беларуси: роль структурных факторов [Электронный ресурс] / Д.Э. Крук // Белорусский экономический исследовательско-образовательный центр. – Режим доступа: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP\\_42.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP_42.pdf). – Дата доступа: 11.03.2020.

16. Крук, Д.Э. Перспективы и вызовы для белорусской экономики в среднесрочном периоде (2018–2020 гг.) [Электронный ресурс] / Д.Э. Крук // Белорусский экономический исследовательско-образовательный центр. – Режим доступа: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP\\_54.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP_54.pdf). – Дата доступа: 11.03.2020.
17. Kruk, D.E. Monetary Policy Puzzle Given Negative TFP shock and Unstable Expectations [Electronic resource] / D.E. Kruk // Forum for Research on Eastern Europe and Emerging Economies. – Mode of access: [http://freepolicybriefs.org/wp-content/uploads/2017/05/FREPolicyBriefs\\_May29.pdf](http://freepolicybriefs.org/wp-content/uploads/2017/05/FREPolicyBriefs_May29.pdf). – Date of access: 11.03.2020.
18. DSGE-модель для экономики Беларуси / Национальный банк Республики Беларусь; рук. К.В. Борнукова. – Минск, 2020. – 102 с.
19. Coibion, O. The Cyclical Sensitivity in Estimates of Potential Output / O. Coibion, Y. Gorodnichenko, M. Ulate // Brookings Papers on Economic Activity. – 2018. – № 2 (49). – P. 343–441.
20. Малюгин, В. Индекс экономических настроений белорусской экономики: методические, модельные и программные средства / В. Малюгин, Д. Крук, П. Милевский // Банкаўскі веснік. – Тэматычны выпуск «Исследования банка № 16». – Красавік, 2019. – 29 с.
21. A comprehensive report of the 2011 international comparison program / World bank group. – Washington, DC: World Bank, 2015. – 306 p.

## Stabilization in monetary sphere: limiter of growth or necessary condition?

**Dzmitry KRUK**, BEROE Economic Research Center, Senior Research Associate, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: [kruk@beroc.by](mailto:kruk@beroc.by).

**Abstract.** This article analyzes present-day realities of the monetary environment in Belarus. The author describes the state of monetary policy in Belarus, reasons and consequences of such state, as well as probable strengthening of monetary policy orientation towards smoothing the output fluctuations. The study shows a number of institutional deficiencies in the Belarusian monetary environment. The most serious ones are the absence of anchors for inflation expectations and weak and unstable equilibrium output growth. Efforts aimed at eliminating institutional deficiencies are necessary for increasing monetary policy effectiveness.

**Keywords:** monetary policy state; monetary policy effectiveness; institutional characteristics of monetary environment; inflationary expectations.