

Белорусский экономический
исследовательско-образовательный центр

Belarusian Economic Research
and Outreach Center



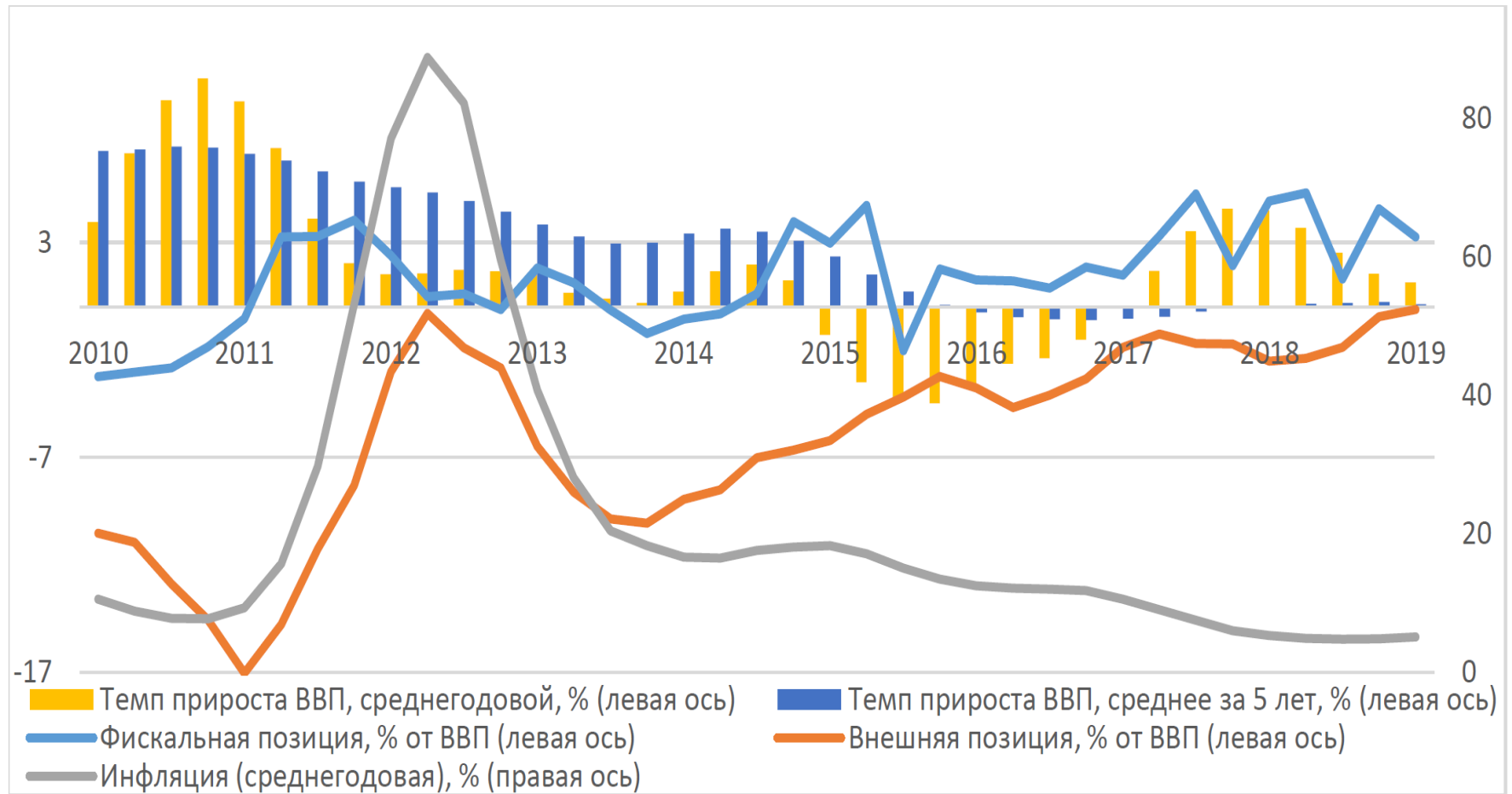
Стабилизация в монетарной сфере: ограничитель роста или необходимое условие

Дмитрий Крук

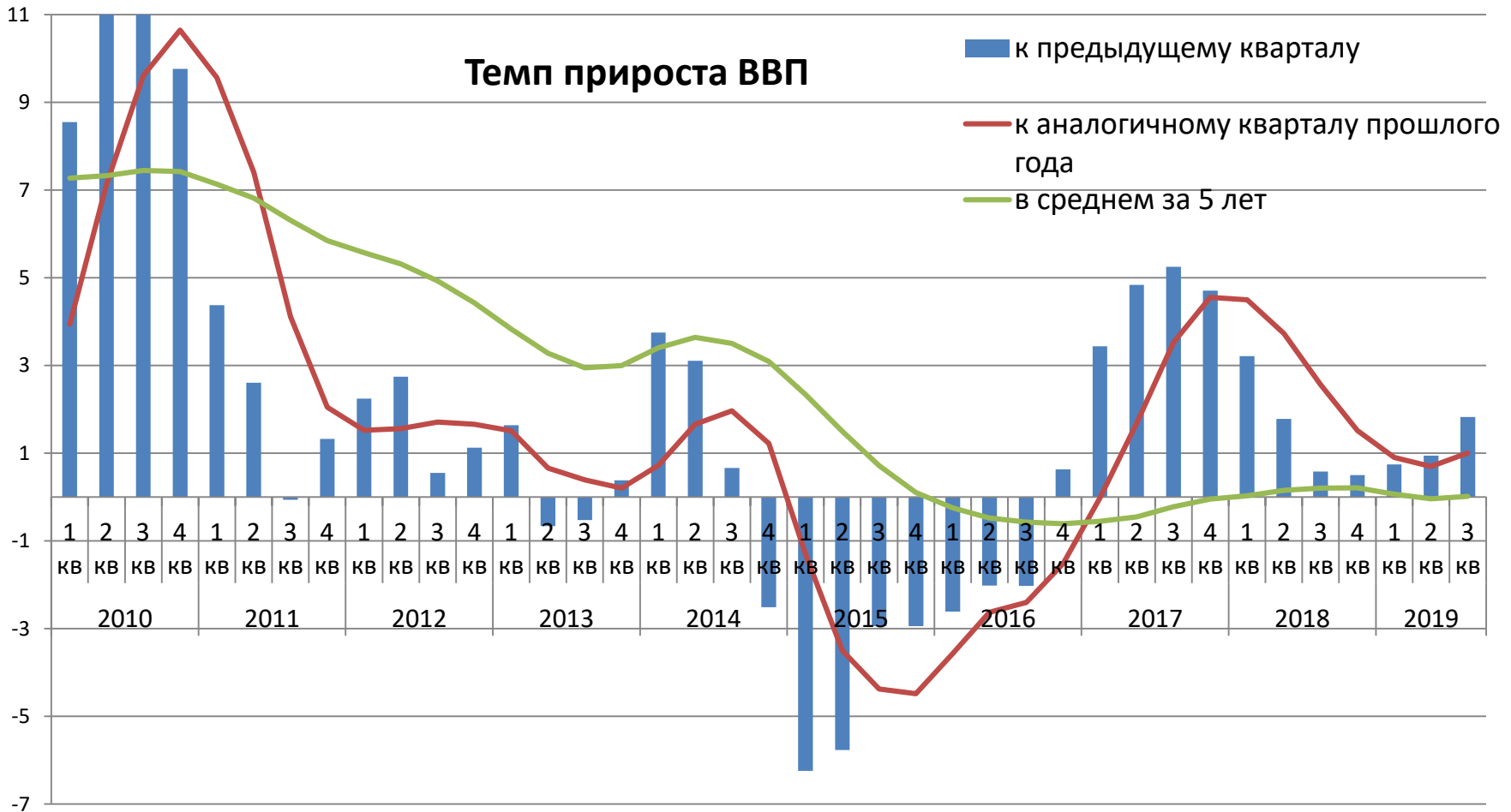
В 2015 г. в Беларуси произошла революция экономической политики

До 2015 г.	После 2015
Прямое стимулирование потребительских расходов (через политику доходов)	Директивное балансирование доходов и производительности труда
Искусственное стимулирование инвестиционных расходов	Сужение масштабов директивного кредитование
Относительно мягкая монетарная политика	Относительно жесткая монетарная политика
Фиксированный обменный курс	Плавающий обменный курс

Результатом стало достижение макроэкономической стабилизации



Но при этом ощути́мо снизился темп прироста выпуска



Связано ли снижение устойчивого темпа прироста ВВП с дизайном экономической политики?

- Нет!!!
- Экономическая политика прямо влияет только на циклическую составляющую выпуска
- В отношении устойчивого темпа прироста выпуска «плохая» экономическая политика является барьером («подавляет» потенциал)
- «Хорошая» политика не увеличивает потенциал роста. Она лишь дает возможность реализоваться имеющемуся потенциалу

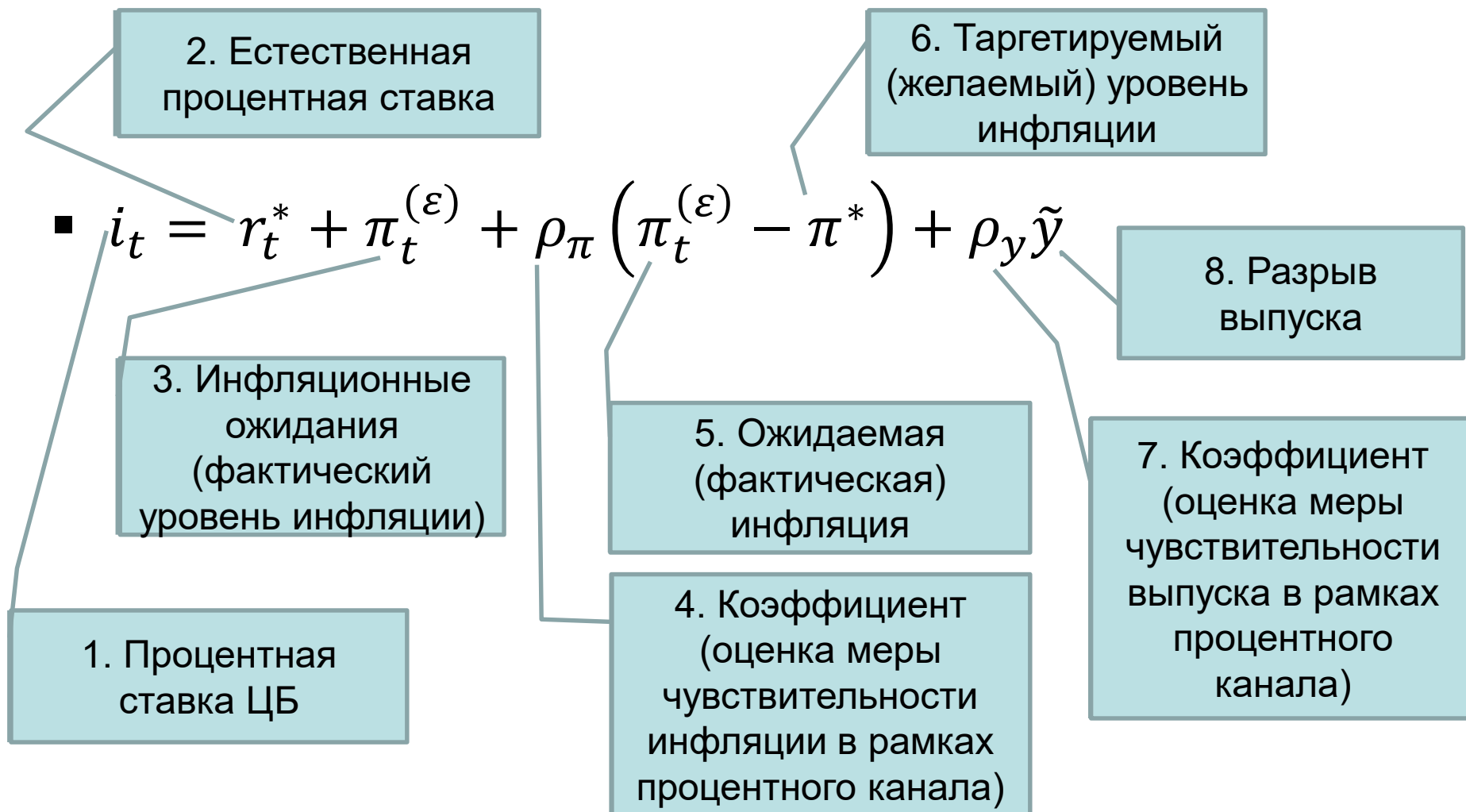
«Плохая» экономическая политика и макро дестабилизация являются барьером для устойчивого роста

- Непредсказуемость политики и рост частоты циклических колебаний → усиление неопределенности и асимметрия информации → подавление детерминант производительности
- Бизнес-цикл связан с финансовым циклом (e.g. Woodford, 2013). Финансовый кризис приводит не только к «циклическим», но и «устойчивым» потерям в выпуске (Becker&Mauro, 2006)
- Издержки инфляции

Беларусь-2019: существующие возражения против статус-кво в МП

- Целенаправленное стимулирование выпуска с помощью экспансионистской монетарной политики (МП) – моветон (?)
- **Но**, иногда постулируется необходимость большей ориентированности МП на выпуск
 - **Меньшее зло**
 - Слабый выпуск – социальные вызовы
 - Для финстабильности нужна «прививка роста»
 - **Чрезмерная ориентированность на инфляцию/финстабильность обуславливает рестриктивное влияние МП**

Стандартный подход к процентной политике: правило Тейлора

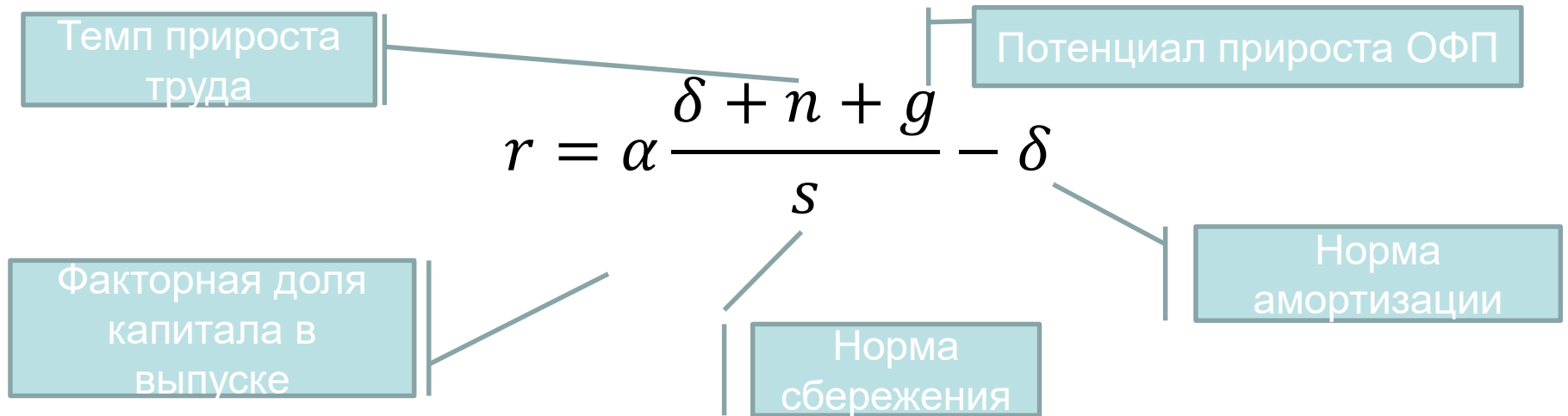


Для Беларуси каждый из элементов правила – источник неопределенности

1. Равновесная процентная ставка неустойчива
2. Инфляционные ожидания нестабильны
3. Фактический уровень инфляции неустойчив
4. В идентификации разрыва выпуска могут возникать системные ошибки

Диапазон оценок естественной ставки со стороны предложения: 2-6% годовых

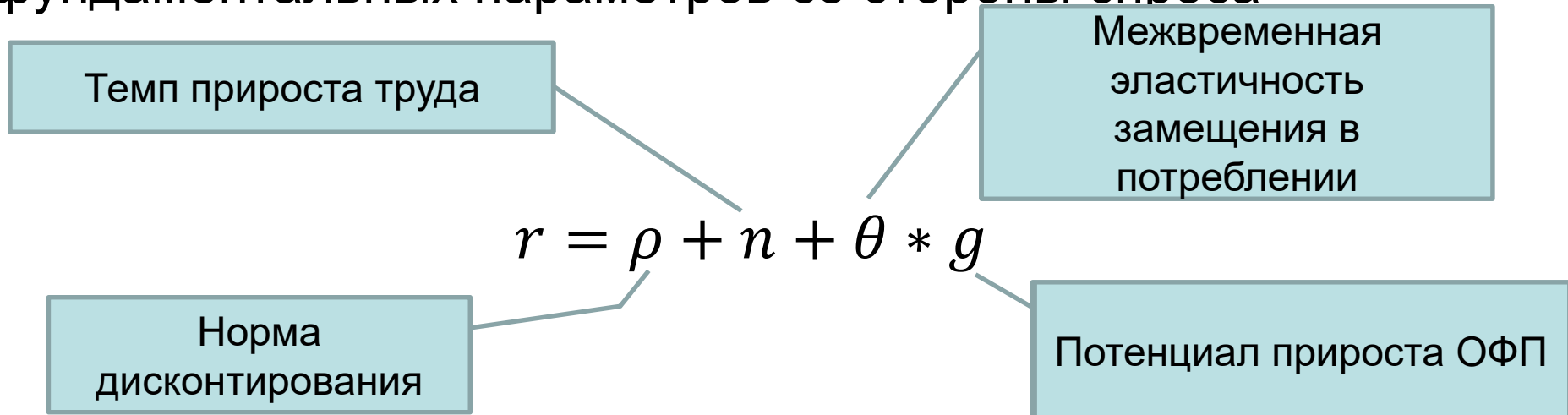
Зависимость естественной процентной ставки от фундаментальных параметров со стороны предложения



α	n	δ	g	s	r
0.4	-0.005	0.04	0.01	0.3	2%
0.4	-0.005	0.05	0.02	0.29	4%
0.4	-0.005	0.06	0.03	0.28	6.1%

Диапазон оценок естественной ставки со стороны спроса : 2-5% годовых

Зависимость естественной процентной ставки от фундаментальных параметров со стороны спроса



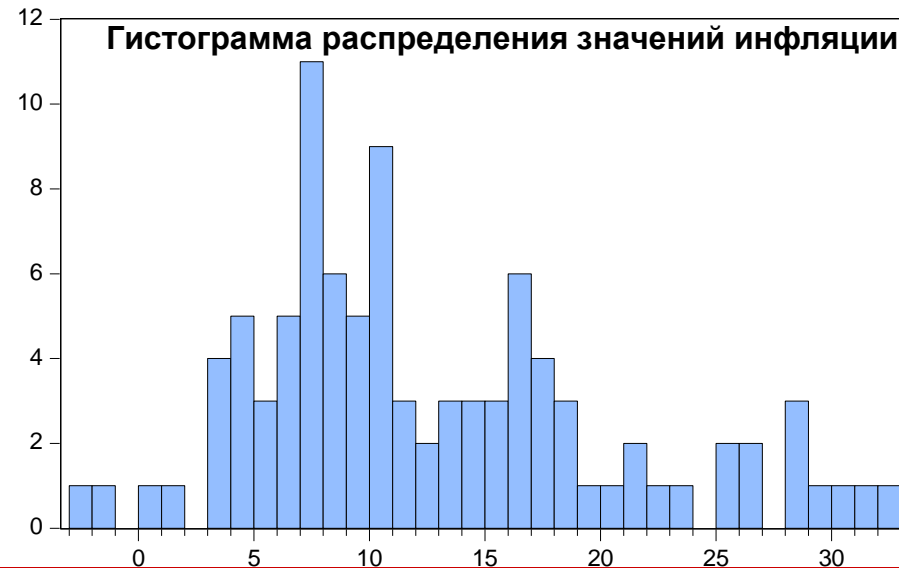
ρ	n	θ	g	r
0.02	-0.005	0.7	0.01	2.2%
0.03	-0.005	0.6	0.02	3.7%
0.04	-0.005	0.5	0.03	5.1%

Фактический уровень инфляции является неустойчивым



Автокорреляционная функция инфляции

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.930	0.930	85.654	0.000	
2	0.787	-0.574	147.69	0.000	
3	0.611	-0.079	185.52	0.000	
4	0.454	0.238	206.63	0.000	
5	0.322	-0.127	217.36	0.000	
6	0.232	0.128	222.98	0.000	
7	0.185	0.130	226.59	0.000	
8	0.184	0.079	230.21	0.000	
9	0.210	-0.002	234.99	0.000	
10	0.245	-0.023	241.54	0.000	
11	0.272	0.043	249.73	0.000	
12	0.285	-0.008	258.82	0.000	



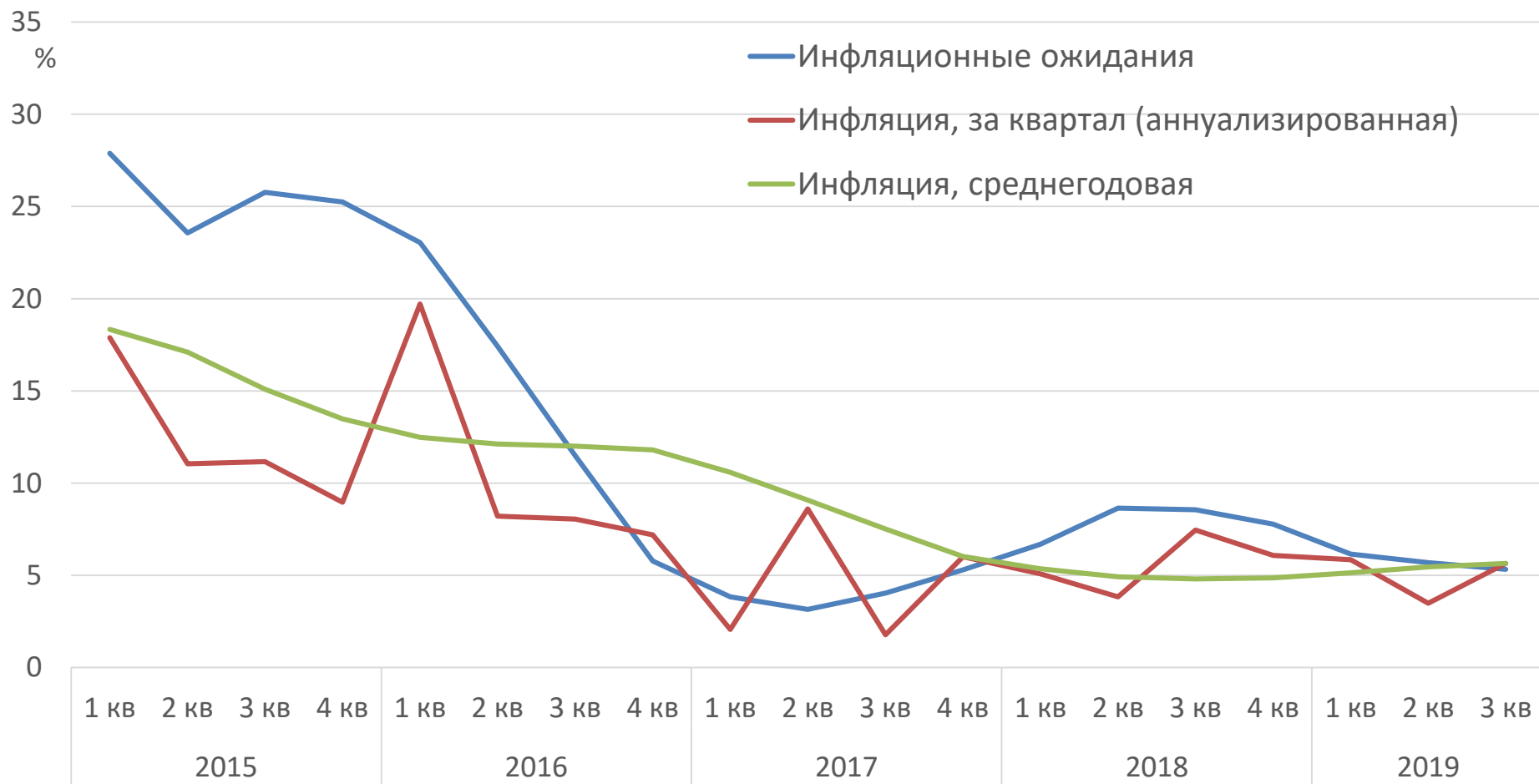
Нестабильность фактической инфляции обусловлена (помимо инфляционных ожиданий)

1. Эффектом Балассы-Самуэльсона
2. Относительно большой долей в ИПЦ цен на импортные товары и административно регулируемых цен
3. неподконтрольными Нацбанку воздействиями на монетарную среду

В идентификации разрыва выпуска вероятны ошибки

1. Существующие методологии оценки разрыва выпуска все больше ставятся под сомнение (e.g. Coibion, Gorodnichenko, Ulate, 2017)
2. Неочевидно какая из концепций разрыва выпуска в Беларуси коррелирует с ценами
3. Изменение институциональной среды в национальной экономике затрудняет разделение структурных и циклических факторов

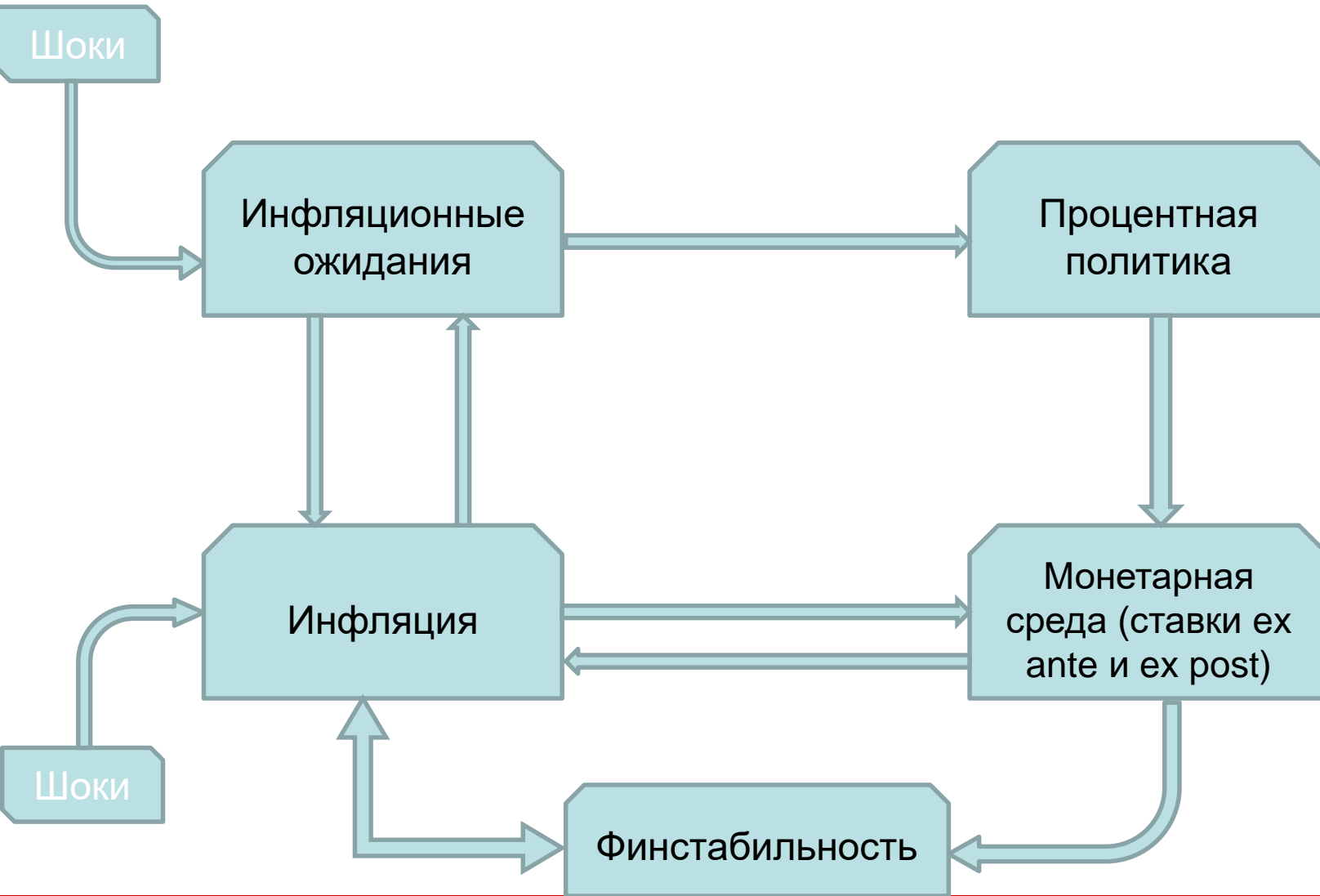
Инфляционные ожидания ощутимо снизились, но остаются «незаякоренными»



«Незаякоренность» ИО формирует вызовы для МП, т.к.

- Инфляция и инфляционные ожидания имеют сильные двусторонние причинно-следственные связи
- Инфляция и инфляционные ожидания подвержены широкому перечню шоков, в том числе несвязанных между собой

Проблемы реализации правила МП: иллюстрация



Шок инфляционных ожиданий порождает неприятный выбор

Учесть шок и
повышать ставки:

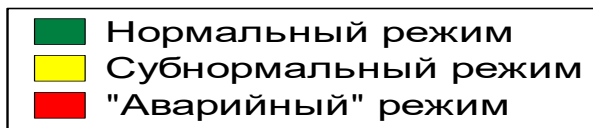
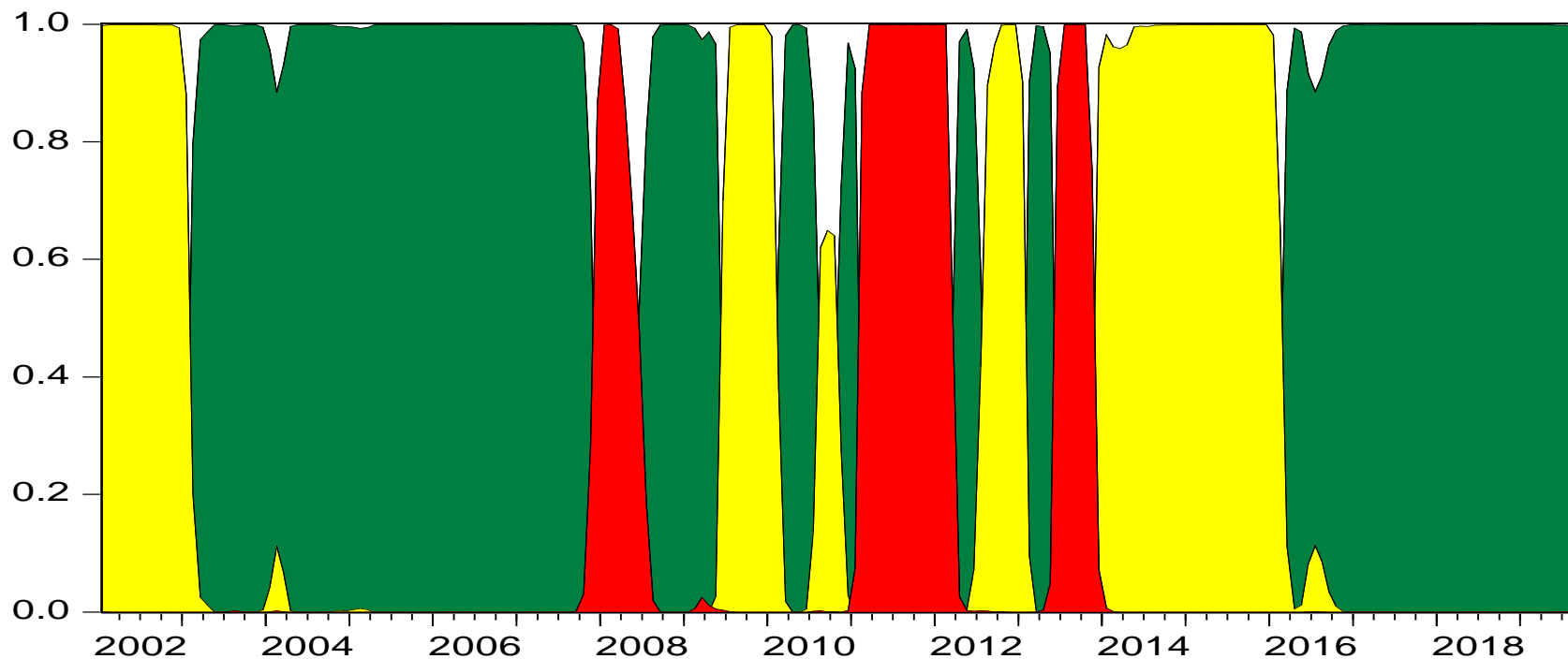
- Завышенные реальные ставки $ex\ post$
- Субнормальный режим монетарной среды
- Сдерживающее воздействие на выпуск

Игнорировать шок и не
повышать ставки

- Ускорение инфляции
- Финансовая дестабилизация
- «Аварийный» режим монетарной среды
- Повышение ставок

Отсюда в зависимости от реакции МП формировались различные режимы монетарной среды

Классификация режимного состояния монетарной среды
(вероятностная оценка)



Такие особенности обусловили рестриктивное состояние МП в 2015-2016



Но сегодня благодаря снижению ИО, МП близка к нейтральному состоянию



Что делать в процентной политике? Опции:

1. Регулировать процентную ставку на основе стандартного правила и игнорировать ограничения → вероятность ценовой/финансовой дестабилизации
2. Отказаться от правил и вести полностью дискреционной политику → страдает доверие к монетарной политике
3. Проводить политику на основе стандартного правила, но с «буфером консервативности»

Можно ли вести речь о правиле МП более ориентированным на рост?

- Нет, пока не «заякорены» инфляционные ожидания
- В противном случае, возникает риск перехода в «аварийный» режим МП + финансовая дестабилизация
 - Поэтому даже соображения финансовой дестабилизации не могут быть основанием для пересмотра МП в пользу роста
 - На одной чаше весов риски финансовой нестабильности, но на другой чаше весов – финансовая + ценовая нестабильность

- В реализации процентной политики в Беларуси имеет место ряд препятствий
- Эти препятствия не являются основанием для дискреционной политики
- Хорошим вариантом для Беларуси является использование правила с дискреционным «буфером консервативности»

- Состояние МП близкое к нейтральному – уже важное достижение
- Достичь этого удалось благодаря снижению инфляционных ожиданий
- Сегодняшнее состояние МП (\approx нейтральное) означает, что оснований для смягчения политики нет

- Приоритет – «заякорить» инфляционные ожидания
- МП может вновь оказаться в ситуации «вынужденной жесткости»
- Пересмотр практического правила МП с обоснованием «меньшего зла»/нейтрализации рисков финстабильности чреват как раз таки финансовой и ценовой нестабильностью