



**Центр социально-экономических исследований**

**Марек Домбровски**

**Вызовы для монетарной политики  
в странах - развивающихся рынках  
после завершения мирового  
экономического кризиса**

**Презентация на семинаре CASE-Беларусь и ИПМ «Монетарная политика  
и макроэкономическая стабильность», г. Минск, 9 декабря 2010 г.**

# Содержание презентации

- Институциональные вызовы денежной политики в странах - развивающихся рынках
- Выбор денежного режима в малых и средних экономиках
- Ограниченный суверенитет национальной денежной политики в условиях глобализации
- Последствия глобального финансового кризиса для денежной политики
- Противоречия интересов высоко развитых и развивающихся стран в области денежной политики



Основная функция  
денежной политики =  
обеспечение стабильности  
цен на низком уровне (или  
стабилизация курса  
национальной валюты)



# Чем не должна заниматься денежная политика?

- Стимулированием экономического роста при помощи „дешевых денег”
- Стимулированием экспорта при помощи девальвации национальной валюты
- Финансированием бюджетного дефицита
- Поддержкой неэффективных банков



# Институциональное обеспечение стабильности цен

- Денежный союз или *currency board* к надежной валюте
- Независимый центральный банк



# Независимость центрального банка

- фиксированный срок органов (неотзываемость)
- политическая нейтральность органов
- автономия решений в сфере инструментов (процентные ставки, курс и др.)
- запрет кредитования правительства на первичном рынке
- приоритет стабильности цен над получением прибыли
- ответственность за стабильность банковской системы (?)
- кассовое обслуживание правительства (?)



# Денежные/ курсовые режимы

- Денежный союз или *currency board* (отсутствие национальной денежной политики)
- Промежуточные режимы
  - фиксированный курс, подлежащий коррекции
  - валютный коридор
  - ползучая привязка
  - ползучий валютный коридор
  - управляемый плавающий курс
- Свободно плавающий курс

# Что нужно для таргетирования инфляции?

- Независимый центральный банк и доверие ему
- Политическая поддержка для стабильности цен
- Свободно плавающий курс
- Развитый финансовый рынок и стабильная банковская система
- Аналитическо-прогностические разработки (базовая инфляция, механизмы трансмиссии денежной политики и др.)
- Прозрачная информационная политика





# Опыт развивающихся рынков в области таргетирования инфляции

- Помогает снизить инфляцию
- Укрепляет фактическую независимость ЦБ
- Повышает профессиональный уровень, прозрачность и доверие денежной политике
- Трудности с реализацией заложенной инфляционной цели (влияние экзогенных факторов)
- Трудности с отказом от активной курсовой политики
- Неопределенность каналов трансмиссии
- Трудности в создании необходимой аналитической и прогностической базы

# Что нужно для жесткой фиксации ?

- доверие к стабильности валютного курса
- чистые валютные резервы достаточные для поддержки денежной базы
- относительно сбалансированный бюджет
- стабильная банковская система
- выбор правильной валюты - якоря



# Проблемы связанные с жестким фиксированием курса

- Зависимость от денежной политики ЦБ валюты-якоря
- Нестабильность курсов главных валют
- Асимметрические шоки
- Разница в темпа роста производительности труда и конвергенция доходов



# Слабости промежуточных режимов

- Потеря однозначного и прозрачного якоря
- Фискальные и квази-фискальные издержки
- Технические трудности в согласовании курсовой политики и процентных ставок
- Политический соблазн нарушения необходимого баланса
- Непрозрачность денежной политики



# Невозможный треугольник



Источник: Frankel (1999)

# Ограниченный денежный суверенитет

- Глобальная интеграция финансовых рынков и свободное движение капитала ограничивает суверенитет национальной денежной политики, даже в условиях плавающего валютного курса
- Передаточные механизмы: процентные ставки и валютный курс
- Свободная конкуренция между валютами внутри страны  $\Rightarrow$  ограничение эмиссионной монополии ЦБ
- Ключевая роль денежной политики ФРС США и других крупных центральных банков (ЕЦБ, Банк Японии, Банк Китая)

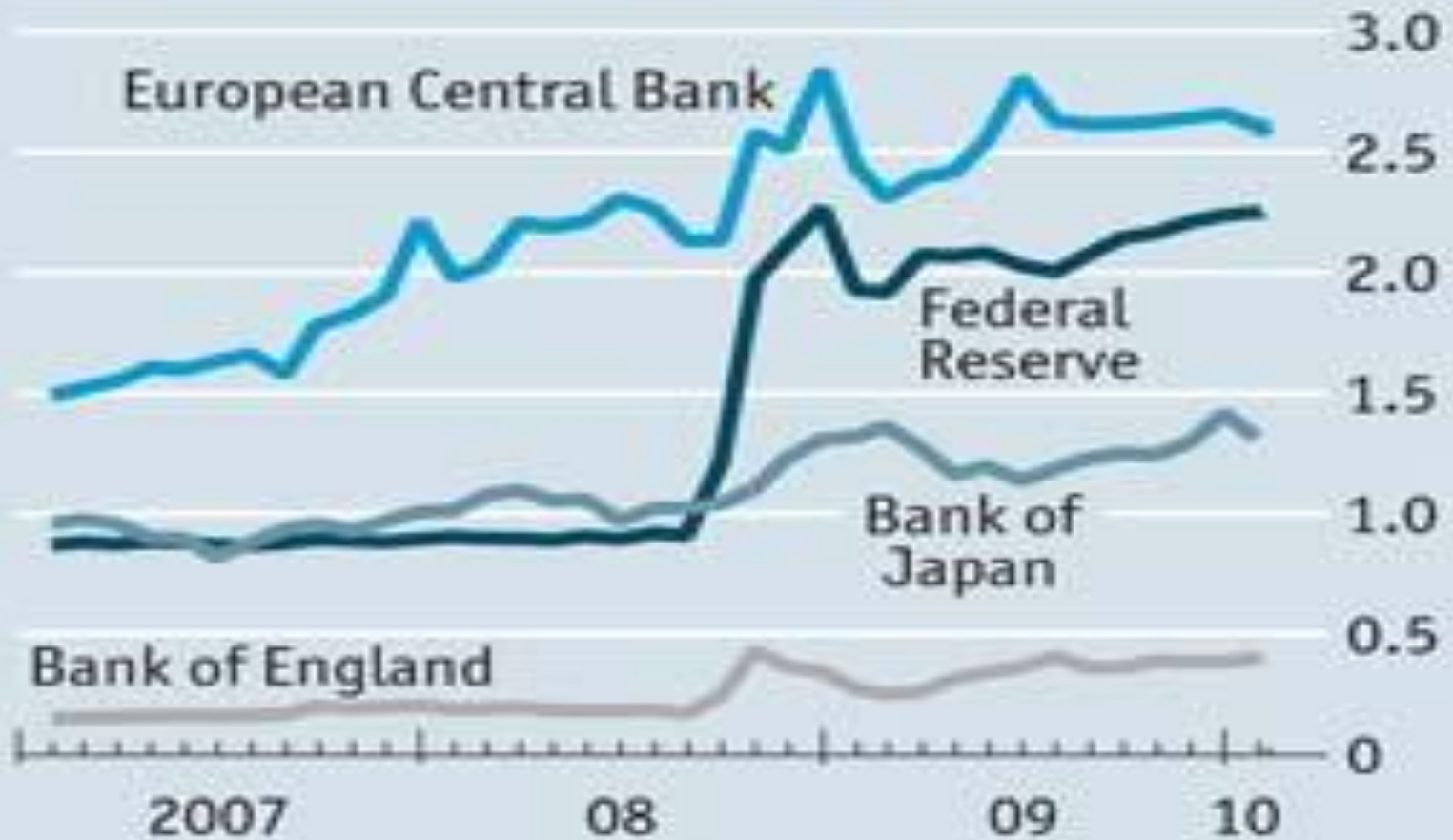


# Последствия кризиса для денежной ПОЛИТИКИ

- Паралич финансовой системы и денежного рынка
  - Падение денежного мультипликатора
  - Ограниченное влияние процентных ставок ЦБ на денежный рынок
  - Другие передаточные либо не работают либо работают в искаженном виде
- Нестабильность валютных курсов
- Необходимость поддержки финансовой системы и госбюджета  $\Rightarrow$  потерь независимости и репутации ЦБ
- Падение доверия национальным валютам  $\Rightarrow$  новая волна спонтанной долларизации / евроизации



# Central banks' assets, \$trn



Source: Thomson Reuters

Источник: The Economist, 11.02.2010





# Глобальные противоречия и риски

- Боязнь дефляции и второй волны рецессии в США ⇒ крайне мягкая денежная политика ФРС (нулевые процентные ставки и расширение денежной базы [QE2])
- Экспорт инфляции в развивающиеся страны (экспорт спекулятивного капитала, рост цен сырья и энергии, ослабление доллара)
- Азия и Латинская Америка под особой угрозой (попытки введения ограничений в притоке капитала)
- Отсутствие международной координации денежной политики, угроза курсовой войны между главными игроками



**Figure 1: Reserve money of Fed, seasonally adjusted, 2008-2010**

