

Инфляционные ожидания и возможная ловушка для макроэкономической стабилизации

27 февраля 2012 года

Автор: Дмитрий Крук, BEROC

Большая часть негативных последствий глубокого валютного кризиса 2011 года в Беларуси на данный момент уже реализовалась. Таким образом, в настоящее время белорусская экономика «очистилась» от основных макроэкономических диспропорций и получила возможность устойчивого долгосрочного роста. Однако есть признаки того, что ряд потенциальных и реальных инерционных факторов могут вызвать новые потрясения национальной экономики. С этой точки зрения серьезную озабоченность вызывает денежный рынок, где процентные ставки свидетельствуют о сохранении высоких инфляционных ожиданий. Высокий и нестабильный уровень подобных ожиданий может стать серьезной проблемой для денежно-кредитной политики Беларуси и вызвать новые потрясения в её экономике. В данном обзоре мы анализируем феномен визуализации инфляционных ожиданий и указываем на необходимость создания нового «номинального якоря», способного стабилизировать эти ожидания в будущие периоды.

В 2011 году Беларусь пережила высочайшие темпы инфляция и крупнейшую девальвацию в современной истории. Таковы оказались последствия автоматической макроэкономической коррекции, вызванной целым рядом как долгосрочных, так и краткосрочных диспропорций в экономике страны. Изменения цен и обменного курса скорректировали реальные параметры экономики в сторону их долгосрочного равновесного уровня. Таким образом, в долгосрочной перспективе эти корректировки можно интерпретировать как благоприятные, поскольку они «очистили» экономику страны от макроэкономических дисбалансов, которые могли препятствовать ее росту. Кроме того, еще одним важным последствием валютного кризиса стал переход от таргетирования курса национальной валюты к её управляемому плавающему курсу. Экономическим властям пришлось признать, что адаптивная денежная политика оказалась несовместимой с таргетированием обменного курса, так как она привела к значительному завышению реального курса национальной валюты, и, соответственно, к гигантскому отрицательному сальдо текущих счетов. Можно утверждать, что новый подход к определению обменного курса стал для Беларуси новым автоматическим стабилизатором, призванным обеспечить соответствие баланса по счетам текущих операций другим макроэкономическим показателям. Нынешнее положение национальной экономики можно в целом рассматривать как возможность «начать всё с нуля». В этом смысле белорусскую экономику в её сегодняшнем виде иногда сравнивают с экономикой России в период после кризиса 1998 года, когда наблюдались особенно высокие темпы роста.

По нашему мнению, одним из приоритетных направлений политики Беларуси в ближайшем будущем должно стать стимулирование долгосрочного экономического роста посредством структурных изменений. Тем не менее, следует подчеркнуть, что, несмотря на «очищение» экономики страны от основных макроэкономических дисбалансов, остаётся ещё длинный список краткосрочных проблем. В частности, необходимо отметить такие риски как возврат к политике денежной экспансии, увеличение бремени внешней задолженности, рост объёма просроченных кредитов (грозящих подорвать платежеспособность банковской системы) и снижение внешнего спроса из-за потрясений в мировой экономике. Эти риски в большей или меньшей мере поддаются наблюдению и могут быть отслежены, поэтому реализация той или иной угрозы из этого списка не должна стать неожиданностью. Видимо, экономические власти это, как минимум, понимают и, по возможности, принимают профилактические меры.

В то же время еще более серьезной и неотложной представляется проблема инфляционных и девальвационных ожиданий. Согласно экономической теории, *ожидания* играют важную роль как фактор, влияющий на поведение экономических агентов. Признание роли ожиданий в контексте денежного рынка определило стремление «подчинить» и стабилизировать их в рамках современной денежной политики.

В Беларуси, с учетом недавно пережитой высокой инфляции и значительной девальвации, соответствующие ожидания национальных экономических агентов обещают быть весьма высокими. Мало того, смена таргетированного валютного курса на управляемый плавающий курс до сих пор не создала для Беларуси новый «номинальный якорь»¹.

Например, одной из приоритетных задач денежной политики была объявлена дезинфляция (политика, поддерживающая меры по сдерживанию инфляции); однако в отношении числовых значений (равно как процедур и механизмов обеспечения желаемого тренда) не было принято никаких твердых обязательств. На данный момент белорусскую денежную политику едва ли можно назвать стандартной. Основные направления денежной политики на 2012 год предполагают наличие индикативных целевых показателей в таких сферах как международные (или золотовалютные) резервы, ставка рефинансирования и темпы увеличения задолженности экономики перед банками. Последнее свидетельствует о склонности властей к практике монетарного таргетирования. Впрочем, отсутствие жесткой связи между таргетируемым денежным агрегатом и конечной целью (т.е. уровнем инфляции), а также ориентировочный характер принятых обязательств (целевых показателей) не позволяют уверенно назвать эту политику монетарным таргетированием. Кроме того, с точки зрения хозяйствующих субъектов, обязательства в отношении уровня задолженности экономики перед банками вряд ли можно считать «номинальным якорем». Согласно «Классификации режимов денежной политики» Стоуна (2004), Беларусь сегодня находится ближе к слабому режиму, который не предполагает «оперативного номинального якоря... и [при котором] Центральный Банк демонстрирует низкий уровень обязательств... и высокую степень свободы».

Согласно нашей гипотезе, принимая во внимание недавний опыт галопирующей инфляции и отсутствие «номинального якоря», инфляционные ожидания испытали неблагоприятный шок. Если это так, то указанное явление может стать дополнительным источником потрясений на денежном рынке, что способно вызвать новую волну макроэкономической нестабильности. Чтобы можно было дать какие-либо политические рекомендации на основе нашей гипотезы, таковая нуждается в поддержке фактами. Однако в ходе эмпирического анализа определить инфляционные ожидания трудно, так как последние представляют собой такую переменную, которая слабо поддается наблюдению и однозначной оценке. Учитывая это, ожидания чаще всего рассматриваются опосредованно, через другие переменные. В этой связи результаты соответствующих социологических опросов привлекают внимание Центробанков, однако эти опросы могут страдать неточностью из-за разницы в трактовках экономических явлений и в критериях инфляционных ожиданий с точки зрения разных экономических агентов.

Альтернативный подход к проблеме предложили *St-Amant* (1996) и (в продвинутом виде) *Gotschalk* (2001), которые взяли за основу известное уравнение Фишера, представляющее текущую номинальную ставку процента как сумму ожидаемой (ex-ante) реальной процентной ставки и ожидаемой инфляции. Далее, на базе подхода, предложенного *Blanchard and Quah* (1989), структурная векторная авторегрессия (SVAR) между номинальной и реальной ставками процента определяется посредством ряда ограничений, позволяющих разложить изменения номинального курса на те, что связаны с ожидаемой

¹ Фиксированный валютный курс, призванный остановить инфляцию (*прим. перев.*)

(*ex-ante*) реальной ставкой и те, что связаны с инфляционными ожиданиями. Последние можно использовать в качестве меры инфляционных ожиданий. Такая мера инфляционных ожиданий предполагает наличие ясных экономических представлений о ситуации на денежном рынке, т.е. о будущих темпах инфляции, которые будут определять ожидаемый экономическими агентами уровень ставки процента. Важным преимуществом этого подхода является сопоставимость сделанных на его основе оценок в международном контексте, а также то, что нужные данные берутся не из опросов, а из статистической базы.

Мы применили эту методику к белорусским данным (номинальные и реальные процентные ставки по депозитам домохозяйств в национальной валюте на срок более года). Полученные временные ряды служат мерой изменения инфляционных ожиданий в текущем периоде (на ближайшие 12 месяцев). Однако нашей целью является визуализация *уровня* инфляционных ожиданий, а не *изменений* этих ожиданий. Поэтому мы использовали ряд уровней, взяв за базовый период январь 2003 г. (когда Национальный банк Беларуси фактически перешел на режим таргетирования обменного курса), и присвоили ему нулевой (т.е. стартовый) уровень.

По нашим оценкам, статистика инфляционных ожиданий свидетельствует об их снижении за период с 2003 г. до середины 2005 г., что может объясняться как эффективностью нового «номинального якоря» (т.е. валютного курса), так и, соответственно, ожидаемым уровнем дезинфляции. Ожидание рефляции (т.е. восстановления снизившихся цен до их прежнего уровня) в период с конца 2005 г. до конца 2007 г. может объясняться активной политикой денежной экспансии и пришедшимися на этот промежуток изменениями в экономических предпочтениях России. Затем наступил период стабильных ожиданий, который можно объяснить доверием к «номинальному якорю», но уже в конце 2008 г. под влиянием мирового кризиса ситуация дестабилизировалась.

Самый значительный шок пришелся на начало 2010 г., чему у нас нет внятного объяснения (и что может быть связано с фазой радикальной экспансионистской политики). Другой шок произошел в конце 2010 г. – начале 2011 г., что может быть связано с визуализацией имевшихся в то время проблем на валютном рынке.

В настоящее время уровень инфляционных ожиданий весьма высок, и нам представляется, что рост его волатильности во второй половине 2011 г. имеет очень большое значение. Всё говорит о том, что экономические агенты не считают ценовые шоки единовременным актом, а склонны рассматривать их в основном как длительный процесс. Поэтому, как нам кажется, причиной нынешнего высокого и нестабильного уровня инфляционных ожиданий стало отсутствие «номинального якоря» и свежие воспоминания о сверхвысокой инфляции.

Сохранение высоких инфляционных ожиданий представляет для денежного рынка опасную угрозу. Распространение инфляции посредством её ожиданий можно считать отдельным каналом в рамках механизма денежной политики (наряду с такими каналами как процентная ставка, обменный курс и банковские кредиты). Другими словами, даже без дополнительных фундаментальных предпосылок для роста инфляции, инфляционные ожидания могут сами по себе оказаться самосбывающимся пророчеством.

Тем не менее, за последние два месяца (декабрь 2011 г. и январь 2012 г.) это негативное явление, видимо, было приостановлено монетарными властями, поскольку среднемесячный темп инфляции по сравнению с периодом мая-ноября 2011 г. уменьшился радикально. Возможно, это стало результатом значительного ужесточения денежно-кредитной политики, что привело к резкому повышению банками номинальных процентных ставок. С одной стороны, эти номинальные процентные ставки соответствуют шокам в инфляционных ожиданиях и предполагаемой (*ex ante*) реальной процентной ставке (на фоне кризиса последняя также росла). Иными словами, если фактический уровень инфляции окажется соответствующим текущим инфляционным ожиданиям, то нынешний уровень номинальных

процентных ставок приведет к выравниванию фактической (*ex post*) реальной ставки и ожидаемой (*ex ante*) реальной ставки процента. С другой стороны, если бы реальный уровень инфляции оказался намного ниже ожидаемого (что весьма вероятно при сохранении консервативной денежной политики), то фактическая (*ex post*) ставка стала бы гораздо выше ожидаемой (*ex ante*). Именно такая ситуация уже возникала, например, в декабре-январе: по нашим оценкам, ожидаемая (*ex ante*) реальная процентная ставка в декабре составила около 3,6% в годовом выражении (судя по предварительным данным, в январе ситуация была похожей), хотя фактическая (*ex post*) реальная ставка за эти месяцы составляет около 30%.

Это говорит о том, что денежные власти подстерегает ловушка. Если, исходя из ожидаемой инфляции, они сохраняют высокие процентные ставки, то влияние ожиданий на фактический уровень инфляции будет смягчено. В то же время потери производства в силу чрезвычайно высокой фактической (*ex post*) реальной ставки процента будут высокими. Если бы денежные власти поспособствовали быстрому снижению номинальных процентных ставок, то, учитывая высокие инфляционные ожидания, текущие номинальные ставки не смогли бы обеспечить ожидаемый (*ex ante*) реальный процент, что нанесло бы серьезный удар по денежному рынку. В итоге сработал бы механизм самосбывающегося пророчества.

Кроме того, повышение ожидаемой реальной ставки и высокая вероятность дальнейшего роста фактического (*ex post*) курса национальной валюты может стать для экономических агентов стимулом к спекулятивным операциям. Так, многие агенты могут увеличить в своих сбережениях долю национальной валюты, отказавшись при открытии новых депозитов от покупки твердой валюты (как было в разгар валютного кризиса) либо изменив номинацию своих депозитов в пользу национальной валюты (т.е., продав твердую валюту). В некотором смысле эту тенденцию можно считать компенсацией прошлогодних потерь по вкладам в белорусских рублях, которая необходима для восстановления спроса на такие депозиты. В любом случае, эти внутренние процессы (наряду с ограничением денежного предложения со стороны Национального банка) влияют на состояние белорусского валютного рынка. В результате баланс спроса и предложения на нем формируется не только за счет текущих (в том числе международных) финансовых потоков. Благодаря этим стимулам к формированию спроса и предложения твердой валюты, текущее значение номинального курса может существенно отклоняться от равновесного курса. Последний можно определить так, как предлагает *Kruk* (2011): [равновесный курс] позволяет немедленно «очистить рынок», т.е. выровнять объемы спроса и предложения (с учетом краткосрочных тенденций в движении текущих счетов на фоне среднесрочных значений других фундаментальных показателей).

Оценки равновесного обменного курса на основе этой методологии (*Kruk*, 2011) показывают, что в третьем квартале фактический курс был почти равен равновесному курсу. Хотя нам известны еще не все необходимые данные за 4-й квартал 2011 г., для определения средней инфляции за 3-й и 4-й кварталы можно использовать приблизительно скорректированную оценку равновесного курса за 3-й квартал (т.е. для поддержания равновесия обменный курс в реальном выражении мог оставаться неизменным). Эта оценка означает, что фактический курс, по сравнению с равновесным курсом, в 4-м квартале оказался вновь переоцененным примерно на 5-10%.

На первый взгляд, такой «навес» на белорусском валютном рынке не является серьезной проблемой. Однако наряду с ловушкой, созданной высокой и нестабильной инфляцией, он может способствовать возникновению и распространению потрясений на денежном рынке. Кроме того, этот «навес» обусловлен спекулятивными стимулами, которые, в свою очередь, возникают из-за высоких инфляционных ожиданий. Таким образом, главной причиной «навеса» являются ожидания высокой и нестабильной инфляции.

Наконец, мы вправе утверждать, что неблагоприятные инфляционные ожидания являются многомерной проблемой, которая создает основания для потрясений на денежном рынке и становится ловушкой для денежной политики в её нынешнем виде. Поэтому абсолютным и безусловным приоритетом экономической политики Беларуси в настоящее время должно стать сдерживание инфляционных ожиданий.

Возникает вопрос о том, какие политические инструменты необходимы для решения этой проблемы. Одной лишь жесткой монетарной политики может оказаться недостаточно, и/или потери от неё, с точки зрения производства, могут быть слишком высоки (особенно с учетом того, что дальнейшая депрессия белорусской экономики может вызвать огромную миграцию населения и тем самым ограничить перспективы долгосрочного роста).

На наш взгляд, инфляционные ожидания вызваны и недавним опытом чрезвычайно высокой инфляции, и отсутствием «номинального якоря». Хотя память об инфляции сохраняется надолго, введение нового «номинального якоря» представляется целесообразным. Учитывая желание властей и впредь проводить в Беларуси автономную денежно-кредитную политику, практика таргетирования инфляции (помимо других возможных вариантов) рассматривается как неизбежность. Переход в этот режим связан с большим количеством препятствий и не может быть реализован немедленно (*Kruk, 2008*). Постепенный переход к таргетированию инфляции через ряд промежуточных фаз более целесообразен и в большей мере отвечает требованиям получения новых полномочий Национальным банком Республики Беларусь.

Принимая на себя все более строгие обязательства в отношении инфляции и реализации механизмов и процедур, требуемых для таргетирования инфляции (последнее даже важнее, чем сами обязательства), Национальный банк укрепит свой авторитет и повысит уровень общественного доверия. Однако у медали есть и другая сторона – снижение степени и волатильности инфляционных ожиданий, не порождающее проблем для денежно-кредитной политики и способствующее сохранению низкой и стабильной инфляции. Еще одно преимущество таргетирования инфляции – возможность смягчения ценового шока.

Таким образом, наша основная политическая рекомендация такова: необходимо как можно скорее переходить в режим таргетирования инфляции, начав с его облегченного варианта. Выгоды от этого шага перевешивают все препятствия, в том числе связанные с нежеланием экономических властей менять сложившиеся институциональные предпосылки.

Тем не менее, следует подчеркнуть один важный момент. Переход в режим таргетирования инфляции (особенно постепенный, по облегченному варианту) отнюдь не гарантирует, что нынешние высокие инфляционные ожидания тут же автоматически снизятся. Иначе говоря, нет гарантии, что «цена» снижения инфляции, в смысле сокращения объемов производства, уменьшится (хотя нынешнее состояние белорусской экономики позволяет на это надеяться). Например, *Mishkin (2001)* показывает, что «среди стран, принявших практику таргетирования инфляции, судя по всему, почти не отмечается снижения производственных потерь в связи с дезинфляцией (т.е. «цена» снижения инфляции, или «коэффициент потерь» (*sacrifice ratio*) почти не уменьшается)... Единственный способ достичь дезинфляции требует жертв: ради получения долгосрочных экономических выгод от стабильности цен приходится согласиться на краткосрочное снижение уровня производства и занятости». Тем не менее, применение режима таргетирования инфляции предполагает, что новые шоки инфляционных ожиданий удастся предотвратить, в результате чего возрастет вероятность более низкой и стабильной инфляции.

Літэратура

- Blanchard, O., Quah, D. (1989). The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances, *American Economic Review*, Vol. 79, No.4, pp.655-673.
- St-Amant, P. (1996). Decomposing US Nominal Interest Rate into Expected Inflation and Ex Ante Real Interest Rates Using Structural VAR Methodology, Bank of Canada, Working Paper No. 96-2.
- Gottschalk, J. (2001). Measuring Expected Inflation and the Ex Ante Real Interest Rate in the Euro Area Using Structural Vector Autoregressions, Kieik Institute of World Economics, Working Paper No.1067.
- Mishkin, F. (2001). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from Industrialized Countries, World Bank, Policy Research Working Paper No. 2684.
- Kruk, D. (2008). Optimal Instruments of Monetary Policy under the Regime of Inflation Targeting in Belarus, National Bank of Belarus, Materials of International Conference “Efficient Monetary Policy Options in Transition Economy”, pp. 305-322.
- Kruk, D. (2011). The Mechanism of Adjustment to Changes in Exchange Rate in Belarus and its Implications for Monetary Policy, Belarusian Economic Research and Outreach Center, Policy Paper No. 004.