ВЛИЯНИЕ ПРЕДПОЧТЕНИЙ ЛИКВИДНОСТИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ НА РЕАЛИЗАЦИЮ РЕЖИМА МОНЕТАРНОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

С. С. Осмоловец

*кандидат экономических наук, доцент, Белорусский государственный экономический университет,
г. Минск, Беларусь, swiel@inbox.ru*

Статья посвящена анализу некоторых факторов, осложняющих проведение денежно-кредитной политики, основанной на таргетировании монетарных агрегатов. На основе статистических данных об изменении денежных агрегатов, удельного веса инвестиций в ВВП показано, что в условиях неопределенности предпочтения ликвидности экономических субъектов смещаются в пользу наиболее ликвидных компонент денежной массы, что не позволяет центральному банку прогнозировать спрос на деньги. На основе выполненного анализа сделаны выводы о преимуществах режима инфляционного таргетирования в контексте формирования предпочтений ликвидности.

Ключевые слова: денежная база; денежная масса; монетарное таргетирование; наличные деньги; переводные депозиты; спрос на деньги.

INFLUENCE OF LIQUIDITY PREFERENCES OF ECONOMIC AGENTS ON THE IMPLEMENTATION OF MONETARY TARGETING REGIME

S. S. Osmolovets

PhD in economics, associate professor, Belarus State Economic University, Minsk, Belarus, swiel@inbox.ru

This article analyzes several factors complicating the implementation of monetary policy based on targeting monetary aggregates. Based on statistical data on changes in monetary aggregates and the share of investments in GDP, it is shown that under conditions of uncertainty, the liquidity preferences of economic agents shift towards the most liquid components of the money supply, which hinders the central bank's ability to forecast money demand. Conclusions are drawn on the advantages of inflation targeting regime based on the conducted analysis in the context of the formation of liquidity preferences.

Keywords: monetary base; money supply; monetary targeting; cash; demand deposits; money demand.

Начиная с 2016 г. монетарная политика Национального банка Республики Беларусь ориентирована на таргетирование денежного предложения (широкой денежной массы или средней широкой денежной массы). В качестве операционной цели в разные периоды выступали процентная ставка по однодневным межбанковским кредитам (2018–2019 гг.), рублевая денежная база (2017 г., 2021–2023 гг.). Применение монетарного таргетирования в Беларуси позволило добиться снижения инфляции до 3,7 % (по состоянию на октябрь 2023 г.), при целевом годовом показателе 7–8 % [1].

Таргетирование предложения денег - монетарный режим, положительно зарекомендовавший себя в качестве меры сдерживания инфляции во последней четверти XX века, основан на предположении, что в долгосрочном периоде темпы изменения цен в экономике определяются исключительно динамикой денежного предложения [2, с. 13].

Против применения в долгосрочной перспективе режима монетарного таргетирования выступает ряд экономистов. В частности, Малкина М. Ю. отмечает негативное влияние такого режима денежно-кредитной политики на экономические процессы, поскольку он не учитывает

объективных факторов изменения спроса на деньги, особенностей функционирования трансформационных систем, наличия в них естественного уровня инфляции [3, с. 275].

Статистические оценки режима монетарного таргетирования, выполненные на основе зарубежных данных, также свидетельствуют о его неэффективности в долгосрочной перспективе. Ф. С. Картаев на основе статистического анализа данных по 188 странам мира пришел к выводу об условиях успешной реализации данного режима: таргетируемый денежный агрегат должен полностью или почти полностью контролироваться центральным банком и должна наблюдаться стабильная взаимосвязь между этим денежным агрегатом и конечной целевой переменной (инфляцией или темпами прироста выпуска). Поскольку на практике эти условия одновременно не соблюдаются, такой монетарный режим – это неэффективный способ снижения инфляции и в развитых, и в развивающихся странах [4, с. 48].

В силу негативных последствий режима монетарного таргетирования в 1990-е гг. многие развитые страны стали от него отказываться: Великобритания – начиная с 1982 г., Япония – с 1992 г., США – с 1993 г., к настоящему времени он в развитых странах практически не применяется [3, с. 288].

В ст. 25 Банковского кодекса Республики Беларусь отмечено, что Национальный банк содействует устойчивому экономическому развитию страны. Поэтому оценку эффективности монетарного режима стоит осуществлять не формально, с точки зрения достижения номинального значения конечной целевой переменной, а комплексно, учитывая динамику экономического развития в стране [5].

В Республике Беларусь, начиная с 2015 г. по 2021 г. коэффициент монетизации по МЗ сократился с 36,4 % до 30,7 %, этот же период сопровождается замедлением темпов экономического роста по отношению к 2011 г. (с 5,4 % в 2011 до 2,4 % в 2021 г.) [6; 7].

Удельный вес инвестиций в основной капитал предприятий (в ВВП) снизился с 23,0 % (в 2015 г.) до 14,9 % (в 2022 г.) [143].

Динамика денежных агрегатов не позволяет прогнозировать спрос на деньги. Во-первых, развитие электронных инструментов платежа, безналичных расчетов и систем электронных денег оказывают неоднозначное влияние на скорость денежного оборота. Во-вторых, в составе МЗ имеется значительная валютная составляющая, структура последней определяется поведенческими факторами, уровнем доверия к банковской и денежно-кредитной системе, фиксацией на прошлых высоких значениях инфляции, предпочтениями ликвидности экономических субъектов. Удельный вес депозитов в иностранной валюте в составе МЗ сократился за период с 01.01.2017 г. по 01.09.2023 с 61,3 % всего до 45,2 %, что свидетельствует о сохранении высокого уровня долларизации экономики [7].

При этом наблюдается выраженная динамика роста удельного веса наиболее ликвидных компонент денежной массы. Анализ структуры денежных агрегатов в Беларуси за период с 01.01.2015 г. по 01.09.2023 г. показывает, что за период с 01.01.2015 г. по 01.09.2023 г. в структуре МЗ удельный вес наиболее ликвидных компонент денежной массы увеличилась более чем в 2 раза: наличных денег с 5,1 % до 12,8 %, рублевых переводных депозитов с 9,9 % до 18,9 %, переводных депозитов в иностранной валюте с 9,8 % до 21,6 % [7].

Возросшие с 2015 г. предпочтения экономических субъектов в части использования ликвидных компонент денежной массы затрудняют контроль Национального банка над денежной массой и денежной базой, что осложняет проведение монетарной политики и способствует изменению структуры денежной базы. С ростом удельного веса наиболее ликвидных компонент в денежной массе наблюдается тенденция снижения денежного мультипликатора, рассчитанного по МЗ (с 6,6 по состоянию на 01.01.2015 г. до 3,6 – на 01.09.2023 г.) [7].

Предпочтения экономическими субъектами наиболее ликвидных компонент денежной массы можно объяснить на основе методологии поведенческих финансов. Методологической основой поведенческих финансов является теория перспектив Д. Канемана и А. Тверски. Модель теории перспектив показывает чувствительность людей к доходам и неприятие

(отвращение) к риску и потерям [8, с. 16]. Восприятие риска дополняется гиперболическим дисконтированием [9, р. 83], эффектом, заключающимся в неверной субъективной оценке людьми справедливой стоимости будущих доходов, что выражается в стремлении при неопределенности будущей экономической ситуации получить финансовый актив (доход) немедленно. Гиперболическое дисконтирование проявляется в предпочтении наиболее ликвидных активов, если существует неопределенность получения доходов в будущем.

Выводы. Для успешного применения режима монетарного таргетирования необходимо, чтобы таргетируемый денежный агрегат полностью или почти полностью контролировался центральным банком. В Республике Беларусь это условие полностью не выполняется. Наличие в составе денежной массы значительного удельного веса переводных депозитов, наличных денег и валютной составляющей ограничивает возможность Национального банка Республики Беларусь контролировать предложение национальной валюты без ущерба экономическому развитию. Для преодоления сложившейся «ловушки ликвидности» требуется постепенно формировать условия для перехода к режиму инфляционного таргетирования. При инфляционном таргетировании основную роль в денежно-кредитной политике выполняют коммуникационная и процентная политика. Коммуникационная политика позволит повысить доверие к органам денежно-кредитного регулирования и к банковскому сектору, стабилизировать инфляционные ожидания. Процентная политика в условиях внедрения цифрового белорусского рубля и развития электронных платежных систем позволит эффективно воздействовать на цену денег и регулировать структуру денежной базы.

Библиографические ссылки

1. Основная цель монетарной политики [Электронный ресурс]. URL: <https://www.nbrb.by> (дата обращения: 10.12.2023).
2. *Пелипась И., Точицкая И.* Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в контексте макроэконометрической модели МЭМФИС // Банковский вестник. 2023. № 8(721). С. 12–33.
3. Малкина М. Ю. Инфляционные процессы и денежно-кредитное регулирование в России и за рубежом : учебное пособие. Москва : ИНФРА-М, 2022. 310 с.
4. *Картаев Ф. С.* Влияет ли выбор режима монетарной политики на инфляцию? // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2016. № 5. С. 39–51.
5. Банковский кодекс Республики Беларусь [Электронный ресурс] / Кодекс Республики Беларусь от 25 октября 2000 г. № 441-З (в ред. от 12 июля 2023 г. № 282-3). URL: <https://www.nbrb.by/legislation/references/bankingcode> (дата обращения: 10.12.2023).
6. Производство ВВП [Электронный ресурс]. URL: https://www.belstat.gov.by/upload-belstat/upload-belstat-excel/Oficial_statistika/Godovwe/GDP_production-221230.xlsx (дата обращения 30.11.2023).
7. Широкая денежная масса [Электронный ресурс]. URL: https://www.nbrb.by/statistics/money/broadmoney/broadmoney_ru.xlsx (дата обращения: 10.12.2023).
8. *Канеман Д., Тверски А.* Теория перспектив: анализ принятия решений в условиях риска // Экономика и математические методы. 2015. Т. 51, № 1. С. 3–25.
9. *Hens T., Oliver M.* A Concise Introduction to Classical and Behavioral Finance. Zurich : Springer-verlag, 2010. 374 p.