

Т.В. Цукарев

Национальный банк Республики Беларусь, tsukarev@nbrb.by

На протяжении вот уже нескольких десятков лет правила монетарной политики широко используются для оценки и анализа действий монетарных властей как среди специалистов центральных банков и аналитиков финансовых рынков, так и в академических кругах. Вместе с тем, при всем разнообразии правил монетарной политики для открытых экономик важным и все еще открытым вопросом остается включение реакции инструментов центрального банка (например, процентной ставки или денежного агрегата) на изменение обменного курса. В особенности актуальность канала обменного курса возрастает при анализе монетарной политики развивающихся стран, внешняя торговля которых составляет значительную часть экономической активности.

Одним из первых, кто предложил включение канала обменного курса в уравнение для процентной ставки являлся американский ученый Л. Болл. Для этого он предложил рассмотреть следующую простую модель из трех уравнений:

$$y_t = -\omega r_{t-1} - \sigma e_{t-1} + \phi y_{t-1} + \varepsilon_t; \quad (1)$$

$$\pi_t = \psi \pi_{t-1} + \phi y_{t-1} - \xi (e_{t-1} - e_{t-2}) + \eta_t; \quad (2)$$

$$e_t = \nu r_t + v_t, \quad (3)$$

где  $y$  – логарифм реального выпуска;  $r$  – реальная процентная ставка;  $e$  – логарифм реального обменного курса (увеличение  $e$  означает укрепление);  $\pi$  – инфляция;  $\varepsilon, \eta, \nu$  – шоки. Все параметры уравнений являются положительными, а переменные представлены как отклонения от равновесного уровня.

Уравнение (1) является кривой IS для открытой экономики, где выпуск зависит от собственного лага, лагов процентной ставки и реального обменного курса, а также шоков со стороны предложения. Уравнение (2) представляет собой кривую Филлипса для открытой экономики, которая говорит о том, что изменение инфляции зависит от лага выпуска, лагового изменения реального обменного курса и шока. Связь между процентной ставкой и обменным курсом выражается через паритет процентных ставок – уравнение (3). Решая вышеприведенную систему уравнений, Л. Болл предложил следующее правило монетарной политики:

$$\gamma_1 r_t + (1 - \gamma_1) e_t = \gamma_2 y_t + \gamma_3 (\pi_t + \xi e_{t-1}). \quad (4)$$

Согласно уравнению (4) левая часть, представляющая собой индекс монетарных условий, является композитной переменной (инструментом) политики денежных властей. Другими словами, в процессе принятия решений центральный банк принимает во внимание взаимосвязь между процентной ставкой и обменным курсом. Данный подход нашел свое применение в практике реализации денежно-кредитной политики центральных банков Канады, Новой Зеландии и Швеции.

Используя результаты исследований Л. Болла, известный в области монетарной теории исследователь профессор Дж. Тэйлор предложил модифицированный вариант правила монетарной политики (4):

$$i_t = \alpha \pi_t + \beta y_t + \chi_0 e_t + \chi_1 e_{t-1}, \quad (5)$$

где  $i_t$  – краткосрочная номинальная процентная ставка, устанавливаемая центральным банком.

Конечно, уравнение (5) является аппроксимацией более сложных функций реакции денежных властей, имеющих аналогичную теоретическую основу и включающих большое количество лагов инфляции, выпуска, процентной ставки и обменного курса. Вместе с тем, при допущении, что  $\alpha > 1$ ,  $\beta > 0$ ,  $\chi_0 = \chi_1 = 0$ , правило монетарной политики, выраженное уравнением (5), получает спецификацию стандартного правила Тэйлора, представленного им в 1993 году в научной работе «Discretion versus Policy Rules in Practice». При этом может возникнуть желание отнести стандартное правило Тэйлора с нулевыми коэффициентами при переменных обменного курса к функции реакции центрального банка страны с закрытой экономикой. Однако

такой вывод является неверным в силу того, что согласно эмпирическим исследованиям ряда ученых правило монетарной политики для открытой экономики также может быть сформулировано и при  $\chi_0 = \chi_1 = 0$ .

В этой связи вопрос о роли обменного курса в правиле денежно-кредитной политики центрального банка состоит в контексте уравнения (5), а также значений и знаков коэффициентов при переменных обменного курса. В исследовании Л.Болла было показано, что для средних и малых открытых экономик уравнение (5) ведет себя намного лучше, чем стандартное правило Тэйлора, в котором  $\chi_0 = \chi_1 = 0$ . Тем не менее. Дж.Тэйлор пришел к выводу, что для некоторых стран Еврзоны (Германия, Франция, Италия), Великобритании, Японии, Канады и США расширение стандартного правила монетарной политики обменным курсом не свидетельствует об улучшении в целом свойств используемой модели.

Вместе с тем, хотелось бы заметить, что ряд центральных банков стран с переходной экономикой (Республика Беларусь, Украина), а также некоторые банки развитых стран (например, Великобритания, Новая Зеландия), все-таки используют правило монетарной политики, представленное уравнением (5), т.е. расширенное обменным курсом. Включение в функцию реакции монетарных властей данного показателя позволяет центральному банку использовать два инструмента макроэкономического регулирования – процентной ставки и валютного курса. Несомненно, практика доказала целесообразность и правоту использования такого инструментария (в особенности при проведении политики таргетирования обменного курса) в рамках модельного аппарата систем анализа и прогнозирования органов денежно-кредитного регулирования.