



Монетарная политика и политика обменного курса в Беларуси: анализ и рекомендации

Резюме

В данной аналитической записке рассматривается и оценивается текущая монетарная политика и политика обменного курса, проводимая Национальным банком Беларуси. После описательной части (раздел 1) приводится оценка политики Национального банка посредством постановки трех вопросов и ответа на них. *Во-первых*, мы ставим вопрос о целесообразности текущего приоритета внешней стабильности (стабильности обменного курса) над внутренней стабильностью (стабильностью цен) (раздел 2). Приводится ряд аргументов в пользу существующего приоритета внешней стабильности. *Во-вторых*, ставится вопрос об осуществлении цели внешней стабильности (раздел 3). Вместо существующей практики таргетирования курса американского доллара мы рекомендуем осуществлять таргетирование валютной корзины, состоящей из трех валют: российский рубль, доллар США и евро. Соглашаясь с используемым режимом плавающего валютного коридора, мы считаем, что информировать общественность о нем следует более широко. *Наконец*, анализируется необходимость девальвации белорусского рубля (раздел 4). Девальвация будет необходима в случае, если правительство не сможет улучшить инвестиционный климат и привлечь иностранный капитал для финансирования дефицита текущего счета платежного баланса.

Содержание

1. Текущая монетарная политика и политика обменного курса в Беларуси	2
2. Чему должен быть отдан приоритет: внутренней или внешней стабильности?...	3
2.1. Аргументы в пользу внешней стабильности в качестве доминирующей цели	3
2.2. Аргументы против внутренней стабильности как доминирующей цели	5
3. Как должна реализовываться цель внешней стабильности?	6
3.1. Выбор валюты привязки	6
3.2. Плавающий валютный коридор и динамика центрального паритета	8
3.3. Информирование о политике обменного курса	9
4. Должен ли быть девальвирован белорусский рубль?	10

1. Текущая монетарная политика и политика обменного курса в Беларуси

В соответствии со статьей 25 Банковского кодекса целью Национального банка Беларуси (НББ) является обеспечение устойчивости белорусского рубля, включая как его покупательную способность, так и его обменный курс по отношению к другим валютам. В долгосрочном периоде, то есть периоде большем, чем пять лет, данные цели могут рассматриваться как взаимодополняющие¹.

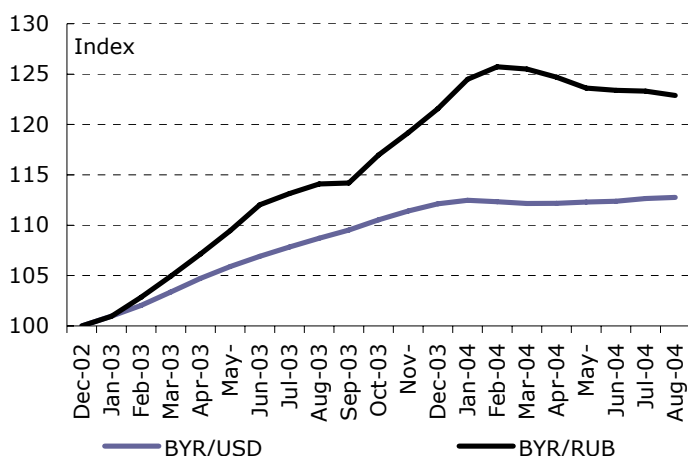
В то же время в качестве ключевого тезиса экономическая теория и практика показывают, что обычно не представляется возможным синхронное достижение обеих целей в краткосрочном периоде. Одновременное существование нескольких целей может стать причиной противоречивости экономической политики, которой следует избегать, выстраивая четкую иерархию приоритетов. Поэтому НББ следует принять фундаментальное решение, должна ли его политика быть сфокусирована на достижении внутренней стабильности (цен), или же внешней стабильности (обменного курса). В настоящее время НББ предпочитает концентрироваться на внешней стабильности.

Фактическая реализация этого фундаментального решения может быть описана посредством рис. 1. Динамика обменного курса BYR/USD довольно ровная, и, главным образом, гораздо более плавная, нежели динамика курса BYR/RUB. Данный фактор довольно четко демонстрирует привязку белорусского рубля к американскому доллару (а не к российскому рублю). В то же время можно видеть, что курс BYR/USD не является константой во времени. Таким образом, мы имеем дело с *ползучей привязкой* к американскому доллару. Кроме того, темпы девальвации нестабильны на рассматриваемом временном интервале. В то время как в 2003 г. белорусский рубль обесценивался по отношению к доллару США с темпом в 1% в месяц, в 2004 г. обменный курс остался практически неизменным с начала года. Очевидно, что на коротком временном интервале, в случае, если органы денежно-кредитного регулирования считают это необходимым, уровень девальвации может быть приведен в соответствие с определенными параметрами. Поэтому обычно в случае *ползучей привязки* существует определенный коридор, в пределах которого допускаются колебания обменного курса. Данный коридор выглядит довольно жестким. С 2004 г. наблюдаемые колебания относительно центрального паритета не превышали 1%. Резюмируя, следует признать, что имеет место плавающий валютный коридор (*crawling band*). Однако ему свойственна достаточная гибкость, в том смысле, что темп девальвации в коротком периоде может быть приведен в соответствие с заданными параметрами. Более того, фактическое существование плавающего валютного коридора никак не декларировалось для общественности².

¹ Данная точка зрения подтверждена эмпирически тем, что экономики, фокусирующиеся на внутренней стабильности, то есть на низком уровне инфляции, обычно также демонстрируют высокую степень внешней стабильности, то есть обменного курса, в долгосрочном периоде. В противном случае, странам с хронически высокой инфляцией свойственны слабые валюты.

² Де-юре (как указывается в Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2004 г.) НББ осуществляет таргетирование обменного курса по отношению к российскому рублю в пределах коридора колебаний в 4–5%. Рис.1 проясняет, что данные параметры не исполнялись в 2004 г., так как белорусский рубль укрепился по отношению к российскому рублю.

Рис. 1. Обменный курс белорусского рубля по отношению к доллару США и российскому рублю



Источник: НББ.

Примечание. Декабрь 2002 = 100.

После приведенного краткого описания текущей монетарной политики и политики обменного курса мы переходим к оценке политики НББ на базе трех следующих ключевых вопросов.

Вопрос 1: Оправдано ли фокусирование НББ на внешней стабильности (обменном курсе), или же он должен совершить стратегический шаг в сторону внутренней (ценовой) стабильности? Фундаментальный выбор между внутренней и внешней стабильностью рассматривается во втором разделе.

Вопрос 2: Приемлемо ли текущее осуществление (определение) внешней стабильности? Альтернативные варианты политики обменного курса обсуждаются в третьем разделе.

Вопрос 3: Нацелен ли НББ на целесообразный уровень обменного курса? В четвертом разделе рассматривается необходимость девальвации национальной валюты для достижения внешней стабильности.

2. Чему должен быть отдан приоритет: внутренней или внешней стабильности?

Как было упомянуто выше, НББ сталкивается со стратегическим выбором между целями внутренней и внешней стабильности. Мы считаем, что для Беларуси внешняя стабильность должна быть доминирующей целью НББ, что фактически соответствует проводимой политике. Из этого следует, что цель внутренней стабильности должна быть подчинена данной цели. Наша рекомендация основывается на двух аргументах в пользу внешней стабильности (2.1), а также на двух аргументах против внутренней стабильности (2.2) в качестве доминирующей цели.

2.1. Аргументы в пользу внешней стабильности в качестве доминирующей цели

Фиксированные обменные курсы и дезинфляция

Многие развивающиеся рынки, которые были хронически подвержены очень высокой инфляции, установили режим фиксированного обменного курса в надежде на быстрое снижения темпов инфляции. В качестве общих аргументов в пользу мер, ведущих к быстрой дезинфляции можно привести лучшую эффективность распределения и сигнализирующий эффект цен.

Фиксирование стоимости собственной валюты к более стабильной валюте – это как раз и составляет суть привязки обменного курса – дает возможность использования стабильного и надежного номинального якоря для экономики, что имеет

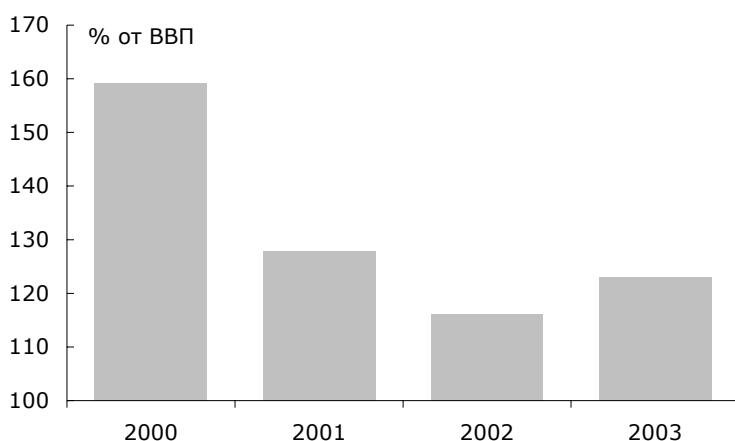
ряд важных преимуществ. Во-первых, привязка обменного курса фиксирует уровень инфляции по группам товаров, участвующих в международной торговле, и, таким образом, прямо влияет на удержание инфляции под контролем. Во-вторых, вызывающая доверия привязка обменного курса также снизит внутренние инфляционные ожидания, до уровня инфляции в стране, чья валюта избрана в качестве номинального якоря. Более низкие инфляционные ожидания впоследствии относительно быстро приведут уровень внутренней инфляции в соответствии со страной номинального якоря. Наконец, привязка обменного может быть более прозрачна, нежели цели внутренней политики (например, денежные агрегаты, показатели внутреннего кредита или же уровень инфляции). Простота и ясность привязки, которая зачастую воспринимается населением, содействует доверию к такой цели политики.

Вместе с тем привязка обменного курса накладывает определенные ограничения на проводимую политику. Данный режим внутренне уязвим, так как атака на фиксированный валютный курс может привести к отказу от привязки через отток валютных резервов страны. Поэтому денежные власти должны быть в состоянии убедить общественность в том, что они желают и могут защитить фиксированный обменный курс. Обязательство поддерживать фиксированный обменный курс косвенным образом является также обязательством монетарной и фискальной стабильности, без которой невозможно поддерживать режим фиксированного обменного курса.

Высокие показатели внешней торговли

Белорусская экономика демонстрирует высокую степень открытости для внешней торговли (рис. 2). В данном контексте общим преимуществом фиксированного обменного курса становится избежание валютного риска, что должно стимулировать увеличение торговли и инвестиций. Режим фиксированного обменного курса придает большую уверенность экспортерам и импортерам и может содействовать соблюдению строгой дисциплины отечественными фирмами и их работниками в отношении производственных издержек в целях сохранения конкурентоспособности на международных товарных рынках. Данный аргумент особенно важен для открытых экономик, подобных белорусской.

Рис. 2. Открытость белорусской экономики (торговля товарами, % от ВВП)



Источник: Расчеты авторов на базе данных НББ и Министерства статистики и анализа.

Другое потенциальное преимущество режима фиксированного обменного курса – обеспечение стабильной зарубежного эквивалента стоимости валюты, что может снизить риск для международных инвесторов, и, таким образом, благоприятствовать притоку капитала, который может стимулировать рост. Таким образом, в той

степени, в которой режим фиксированного обменного курса снижает неопределенность, связанную с колебаниями обменного курса, он одновременно стимулирует инвестиции и рост.

2.2. Аргументы против внутренней стабильности как доминирующей цели

Проблемы с индикатором внутренней стабильности

Стратегия, основанная на достижении внутренней стабильности, предполагает выбор соответствующего индикатора в качестве меры стабильности. Обычно индикатором внутренней стабильности становится показатель инфляции, измеренный через индекс потребительских цен (ИПЦ). В случае переходных страны, таких как Беларусь, следует обратить внимание на два предостережения. Во-первых, данные по инфляции, и особенно данные по изменению индекса потребительских цен, могут иметь ошибки измерения, и быть завышенными. По причине значительного роста количества новых продуктов и улучшения качества уже существующих продуктов данная тенденция к завышению может стать существенной в переходных странах. Во-вторых, высокая доля регулируемых государством цен (главным образом государственные услуги и цены на топливо) в потребительской корзине, особенно когда некоторые из этих цен в той или иной форме подвергаются ретроспективной индексации, является важным фактором, влияющим на контролируемость инфляции, что особенно актуально в контексте переходных стран. Данное ограничение снижает долю свободных цен, на которые может влиять монетарная политика, одновременно, постоянно увеличивая уровень инфляции. Оба аргумента, приведенные выше, показывают, что использование уровня инфляции в качестве индикатора внутренней стабильности является одновременно ненадежным и несовершенным с точки зрения контроля над этим индикатором. Это также является аргументом в пользу фокусирования на внешней стабильности.

Недостаток предпосылок для внутренних стратегий (инфляция/монетарное таргетирование)

Помимо дискуссии о наличии и приемлемого индикатора внутренней стабильности могут найтись и другие причины, объясняющие, почему цель внутренней стабильности валюты может не быть достигнута. Две наиболее заметные стратегии, использующие внутренние номинальные якоря, – это монетарное таргетирование и таргетирование инфляции.

Монетарное таргетирование нацелено на контроль за исполнением установленной промежуточной цели – денежного агрегата – для того, чтобы достичь конечной цели низкой и стабильной инфляции. Предпосылками для успешного введения монетарного таргетирования являются эмпирически устойчивое соотношение между денежной массой и инфляцией (т.е. стабильный спрос на деньги, выражающийся в стабильной, или, по меньшей мере, предсказуемой их скорости обращения денег), а также способность центрального банка контролировать предложение широких денег (т.е. стабильность денежного мультипликатора). Когда спрос на деньги подвержен разнообразным существенным шокам и скорость обращения денег нестабильна, или когда шоки, воздействующие на денежный мультипликатор, ослабляют контроль центрального банка за денежным предложением, тогда эффективность монетарного таргетирования значительно снижается. На самом деле, для таких переходных стран как Беларусь зачастую характерен недостаток такого рода стабильных взаимосвязей, или же недостаток данных, что делает невозможность идентифицировать надежные связи, и обуславливает редкое использование данной стратегии.

Другой вариант стратегии внутренней монетарной политики – это инфляционное таргетирование. В данном случае центральный банк ставит конечную цель моне-

тарной политики – низкий уровень инфляции – напрямую, без использования промежуточных целей. Данная стратегия заслужила признание в ряде индустриальных стран, а также (относительно недавно) и в ряде стран с развивающимися рынками (emerging markets). В контексте Беларуси прямое инфляционное таргетирование усложняется трудностью измерения, прогнозирования и контроля над инфляцией, а также недостатком знаний о взаимосвязи между инструментами (например, влияния различных инструментов политики) и конечной целью. Более того, как и в случае монетарного таргетирования, когда монетарная политика должна реагировать на внутренние шоки, данная стратегия содержит в себе риск существенных колебаний обменного курса, по крайней мере, в краткосрочном периоде. Таким образом, ни монетарное, ни инфляционное таргетирование не являются целесообразными для Беларуси на данном этапе.

Вывод 1: На данном этапе развития белорусской экономики основной фокус монетарной политики и политики обменного курса должен быть сконцентрирован на внешней стабильности (обменный курс), а не на внутренней стабильности (цены). Следовательно, мы поддерживаем решение НББ о фокусировании на внешней стабильности.

3. Как должна реализовываться цель внешней стабильности?

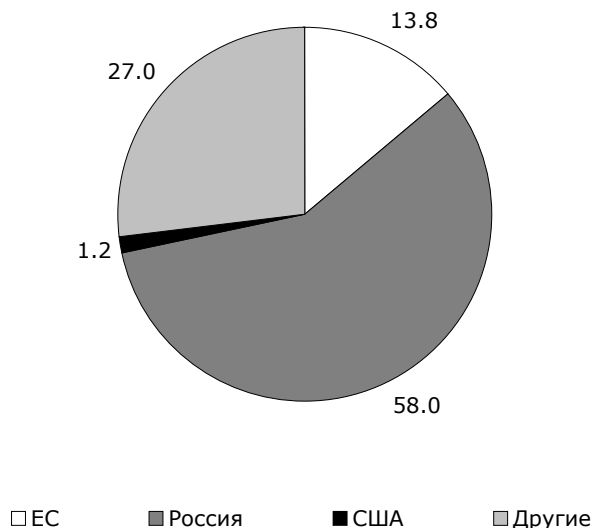
Для практического проведения монетарной политики должна быть реализована цель внешней стабильности. В частности, НББ должен принять решение о валюте привязки (3.1), динамике центрального паритета и возможных колебаний вокруг него (3.2) и коммуникациям с общественностью (3.3).

3.1. Выбор валюты привязки

Исходным пунктом в отношении подходящей валюты привязки может выступить анализ белорусской двусторонней торговли с отдельными странами торговыми партнерами. Рис. 3 демонстрирует наличие тесных экономических связей Беларуси и России. Обе экономики тесно интегрированы если принять во внимание торговые потоки, и поэтому российский рубль становится вероятной валютой привязки. Однако существует два наиболее важных довода, почему установление привязки к российскому рублю не может быть рекомендовано Беларуси. Во-первых, неясно, до какой степени Беларусь и Россия образуют оптимальную валютную зону. Данный термин относится к единообразию воздействия макроэкономических шоков на экономики участвующих сторон. Для оптимальной валютной зоны характерна симметричная реакция на шоки, или же наличие другого механизма (т.е. мобильности факторов), который помогает смягчить какие-либо асимметричные воздействия. В таких случаях, обменный курс может быть зафиксирован, т.к. становится излишним инструментом политики. Имея это в виду и рассматривая внешние секторы Беларуси и России, становится очевидным, что обе экономики сильно отличаются по топливным и энергетическим позициям. Такой внешний шок как рост цен в энергетическом секторе (газ и нефть) будет асимметрично влиять на обе страны, подымая вопрос о различной реакции обменных курсов. В случае увеличения цен топливно-энергетического сектора улучшаться внешние позиции России, стимулируя укрепление российского рубля. Беларусь же, наоборот, будучи главным образом импортером энергетических товаров, столкнется с ухудшением внешних позиций, что потребует девальвации национальной валюты для восстановления внешнего равновесия. В такой ситуации режим фиксированного обменного курса значительно уступает режиму плавающего курса, т.к. последний может сыграть изолирующую от внешних шоков роль. Во-вторых, существуют определенные сомнения о том, присущи ли российскому рублю важные черты надежной валюты привязки, по крайней мере, на данный момент. Как упомянуто во втором разделе, главным преимуществом привязки обменного курса является импорт низкого уровня инфляции из страны, чья валюта выбрана в качестве якоря.

Поэтому сомнения по поводу возможности России сыграть стабилизирующую роль усиливаются, принимая во внимание ее недавнюю историю высокой инфляции и текущий уровень инфляции, который все еще высок по международным меркам.

Рис. 3. Удельный вес двусторонней торговли с Россией, США и ЕС во всей торговле (2003)



Источник: Министерство статистики и анализа.

Следующим кандидатом валюты привязки является доллар США, который является доминирующей мировой резервной валютой и, безусловно, исполняет роль надежного якоря. Это видно и в контексте Беларуси, т.к. доллар широко используется в неформальных операциях и в качестве меры стоимости (т.е. существует высокая степень долларизации) в экономике. Вместе с тем, рис. 3 демонстрирует, что уровень торговли с США весьма невысок, даже несмотря на то, что объем торговли за доллары намного выше, чем показано, т.к. по основным импортируемым товарам (нефть и газ) расчеты происходят в долларах. Следовательно, мы не можем рекомендовать привязку к доллару, т.к. объем торговли, номинированный в данной валюте, незначителен.

Третьим претендентом на роль валюты привязки является евро, который имеет ряд общих с долларом черт в сфере использования в качестве возможного номинального якоря и средства платежа в международной торговле. Данную валюту также можно охарактеризовать как надежный номинальный якорь (что подтверждается стабильной и низкой инфляцией в странах Еврозоны), чья роль в качестве международной резервной валюты медленно возрастает. Однако, как и в случае с долларом США, данный позитивный фактор не соотносится с достаточным объемом внешней торговли с Еврозоной (рис. 3). Поэтому мы не рекомендуем привязку к евро в данный момент. Однако данная ситуация может измениться с расширением европейского монетарного союза и введением евро в 10 новых странах-членах. В будущем мы ожидаем, что доля евро в структуре белорусской внешней торговли будет большей, нежели в данный момент.

Подводя итог, следует сказать, что анализ не выявляет преимуществ какой-либо из валют – российского рубля, доллара США или евро – в качестве номинального якоря. В данной ситуации мы рекомендуем установление привязки к корзине валют, а не к какой-либо одной валюте. Когда привязка устанавливается к одной валюте, колебания валюты-якоря по отношению к другим основным валютам приводят и к колебаниям курса белорусского рубля по отношению к этим валютам. Посредством же привязки вместо этого к корзине валют Беларусь может снизить

уязвимость своей экономики по отношению к колебаниям стоимости валют в корзине, т.е. в данном случае она будет меньше подвержена индивидуальным шокам от изменения двусторонних обменных курсов. Относительно невысокая значимость операций по счету капитала для Беларуси и связанный с этим невысокий уровень внешнего долга является следующим фактором, который поддерживает аргументацию установления привязки к корзине валют. В ситуациях, когда международные потоки капитала довольно велики и значительная часть долга страны номинирована в иностранной валюте, более предпочтительной является привязка к одной валюте.

Что касается структуры корзины, то из-за текущей важности трех упомянутых валют и вероятности их важности в будущем мы рекомендуем корзину, состоящую из российского рубля, доллара США и евро. Доля каждой валюты в корзине должна отражать относительную значимость данной валюты для Беларуси (в данный момент и в будущем). Имея в виду доминирующую роль торговли с Россией, долю российского рубля стоит определить, по меньшей мере, на уровне доли доллара США и евро. Далее, доли доллара США и евро должны быть приблизительно равными. Это может быть оправдано продолжающимся широко распространенным хождением доллара в Беларуси и возможным увеличением объема торговли со странами-членами Еврозоны после расширения европейского монетарного союза. В результате корзина должна иметь одну из двух предложенных структур: 50% российский рубль и по 25% – доллар США и евро, или же по 1/3 для каждой валюты.

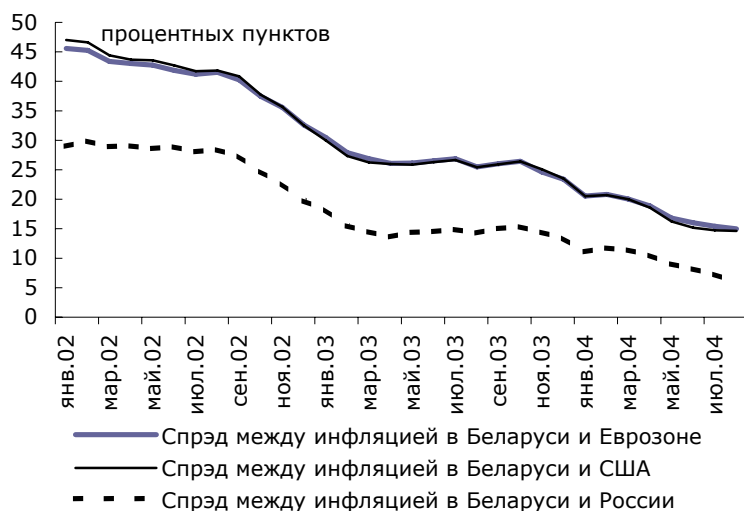
Вывод 2: Мы рекомендуем привязку белорусского рубля к корзине валют, включающей российский рубль, доллар США и евро, вместо существующего таргетирования курса американского доллара.

3.2. Плавающий валютный коридор и динамика центрального паритета

Гибкость и степень независимости монетарной политики в системе фиксированного обменного курса может быть увеличена посредством установления коридора вокруг центрального паритета, в пределах которого обменный курс может свободно колебаться под воздействием исключительно рыночных факторов. Такой коридор может быть необходим при столкновении с краткосрочными шоками, например, при внезапном изменении цен экспорта и импорта. В таких случаях благодаря коридору номинальный обменный курс может нивелировать все или, по крайней мере, большую часть факторов давления без потери роли якоря в экономике. В свете низкого уровня валютных резервов в Беларуси данная черта в особой мере приводит к необходимости введения коридора, а не простой привязки, когда центральный банк вынужден незамедлительно осуществлять интервенции при отклонении курса от его центрального паритета. Степень, в которой разрешены колебания обменного курса в пределах коридора, также имеет важные последствия для восприятия валютного риска со стороны общественности.

Обязательный вопрос, который возникает при установлении такого коридора – насколько широк должен быть данный коридор. К сожалению, отсутствуют экономические разработки, которые дают четкие количественные оценки желательной величины коридора. Страны, которые вводили коридоры, за некоторым исключением, обычно использовали коридоры величиной до $\pm 10\%$.

Рис. 4. ИПЦ спрэды между Беларусью и отдельными странами



Источник: Собственные расчеты на базе данных МФС, ЕЦБ и Министерства статистики и анализа.

Следующим важным аспектом является динамика центрального паритета: должен ли он быть постоянным (горизонтальный коридор) или же изменяющийся (девальвируемый) во времени (плавающий коридор). Горизонтальный коридор нежелателен для Беларуси, т.к. это потребует постоянного укрепления национальной валюты в реальном выражении, принимая во внимание сохранение высоких инфляционных спрэдов со странами, чья валюта потенциально может стать якорем, как заданное (рис. 4). С одной стороны могут быть положительные последствия от укрепления реального курса (в данном случае цены на импортируемые товары, такие как нефть и капитальные товары, будут искусственно поддерживаться на низком уровне), однако с другой стороны существуют также и негативные последствия в отношении внешней конкурентоспособности и экспортного сектора, приводящие к ухудшению торгового баланса.

Плавающий коридор лучше подходит для поддержания номинального обменного курса в роли якоря, хотя в тоже время он ограничивает обратную динамику реального обменного курса. Полная спецификация режима плавающего коридора требует определения темпа, с которым коридор будет продвигаться. В общем случае, темп скольжения может быть установлен на основе регулярного ретроспективного анализа, преследующего цель компенсировать последние инфляционные спрэды. В обоих случаях, коридор смещается ежедневно в соответствии с выбранной формулой.

Вывод 3: Для того чтобы избежать нежелательного укрепления белорусского рубля в реальном выражении и поддерживать необходимую гибкость его обменного курса, следует определить систему обменного курса как плавающий коридор, с темпом скольжения, обусловленным инфляционными спрэдами по отношению к корзине валют и коридором колебаний вокруг центрального паритета. Следовательно, по меньшей мере в общем случае, мы подтверждаем текущее использование плавающего коридора НББ.

3.3. Информирование о политике обменного курса

Стратегия коммуникаций центрального банка – это ключевой элемент его политики. В предыдущих разделах обсуждались принципиальные черты подходящего режима обменного курса для Беларуси, но по-прежнему оставался вопрос о том, как общественность должна быть информирована о проводимой политике. По нашему мнению, основные элементы предложенной системы плавающего коридора должны быть обнародованы и донесены до общественности. Информация о текущем и будущем состоянии монетарной политики – это основное преимущество для

общественности, т.к. она устраняет неопределенность. Это особенно актуально в случае переходных стран, таких как Беларусь, в период перманентных структурных реформ. Надежная стратегия коммуникаций – важный якорь для поведения частного сектора и ориентир для будущего состояния экономики. Следовательно, основные элементы предложенной системы плавающего коридора (такие как структура валютной корзины, к которой привязан обменный курс, величина коридора и темп скольжения) должны быть объявлены и опубликованы.

Предложенная система по-прежнему оставляет центральному банку необходимую свободу действий для реакции на краткосрочные шоки в экономике, что весьма существенно в период структурных изменений. В случае негативных шоков, у центрального банка есть ряд возможностей для принятия эффективных мер в пределах системы плавающего коридора. Первая «линия защиты» должна состоять из расширения коридора колебаний, что может смягчить последствия шоков. Далее, если центральный паритет или же темп скольжения не соответствует фундаментальным параметрам, то желательна модификация темпа скольжения, или одномоментное изменение центрального паритета. Наконец, в случае необходимости могут быть изменены пропорции валютной корзины.

Вывод 4: Стратегия информирования об основных элементах политики обменного курса повысит доверие к центральному банку и улучшит проведение монетарной политики.

4. Должен ли быть девальвирован белорусский рубль?

Дефицит текущего счета не приводит к экономическим проблемам в стране до тех пор, пока он финансируется постоянным и устойчивым притоком иностранного капитала, предпочтительно в форме прямых иностранных инвестиций (ПИИ). В 2003 г. Беларуси удалось профинансировать значительный дефицит (USD 527 млн или 3% от ВВП) посредством довольно значительного но в некоторой степени нерегулярного притока капитала. Но способность Беларуси профинансировать значительный дефицит текущего счета в ближайшем будущем вызывает сомнения, принимая во внимание значительное ухудшение инвестиционного климата и застой в приватизационных процессах. Следовательно, в настоящее время Беларусь сталкивается с внешним неравновесием, которое должно быть устранено.

Наилучший и самый простой способ преодоления данной проблемы – это привлечение иностранного капитала, особенно ПИИ. Для этого должен быть существенно улучшен инвестиционный климат и устранена дискриминация иностранных предприятий в некоторых секторах. Кроме того, должны быть значительно ускорены приватизационные процессы. Посредством проведения такой политики правительство внесет значительный вклад в восстановление внешней стабильности, и тогда отпадет необходимость в девальвации белорусского рубля.

В случае если правительство не сможет улучшить инвестиционный климат и привлечь иностранные инвестиции, НББ будет вынужден рассмотреть другие пути восстановления внешнего равновесия. Дефицит текущего счета может быть профинансирован за счет официальных резервов. Но официальные резервы должны использоваться только для финансирования временных проблем внешнего сектора, а никак не структурных. Помимо того, официальные резервы находились на отметке около USD 660 млн в октябре 2004 г., что соответствует лишь половине месяца импорта. Это значительно меньше рекомендуемого минимума покрытия в три месяца импорта. Таким образом, единственной возможностью восстановления внешней стабильности станет избежание дефицита текущего счета. Для этого НББ будет вынужден девальвировать национальную валюту. Вследствие долларизации экономики Беларуси такая девальвация ослабит банковский сектор. Кроме того, это негативным образом повлияет на инфляционные процессы.

Итак, должна ли иметь место девальвация белорусского рубля? Если правительство сможет улучшить инвестиционный климат и привлечь иностранный капитал, то в таком случае нет потребности в девальвации. Такой путь станет наилучшим способом восстановления внешней стабильности. Но в случае, если правительство не справится с улучшением инвестиционного климата, то НББ будет вынужден девальвировать национальную валюту. В таком случае ответственность за обесценение национальной валюты должна быть возложена на правительство, а не НББ.

Вывод 5: Для восстановления внешней стабильности правительству необходимо существенно улучшить инвестиционный климат и привлечь иностранный капитал. Девальвация белорусского рубля будет необходима и желательна в случае, если правительство не сможет привлечь иностранный капитал для финансирования дефицита текущего счета.

Авторы: Рикардо Джучи, Р.К., Кристоф Требех, Александр Чубрик (рецензент)
Берлин/Минск, ноябрь 2004 г.