



## ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ

И.Н. ЖУК, К.В. РУДЫЙ

### СОВРЕМЕННЫЕ АСПЕКТЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ (ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАН)

**Теория монетарной политики.** Монетарная политика — политика, проводимая центральным банком или правительством в области денежно-кредитных и валютных отношений\*.

Предоставление денег для ежедневного использования является общеизвестной функцией правительств уже на протяжении более двух тысяч лет. С течением времени большинство правительств создало специальные институты — центральные банки — и передали им эту функцию. Шведский Риксбанк был основан в 1668 г., Банк Англии — в 1694 г., Банк Франции — в 1800 г., Банк Нидерландов — в 1814 г., Федеральная резервная система США — в 1914 г. В 1900 г. существовало лишь 18 стран с центральными банками. В 1999 г. эта цифра достигла 172. В начале XX в. вне континентальной Европы лишь у Японии и Индонезии были центральные банки (рис. 1).

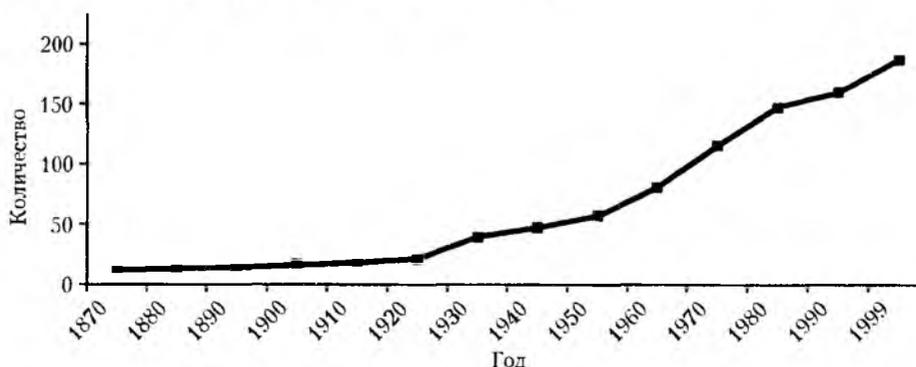


Рис. 1. Рост количества центральных банков [1, 2]

Выделяют следующие основные цели монетарной политики: стабильность цен (снижение уровня инфляции), полная занятость, рост ВВП.

*Ирина Николаевна ЖУК, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов БГЭУ;  
Кирилл Валентинович РУДЫЙ, ассистент кафедры финансов БГЭУ.*

\*С английского языка *monetary* — монетарный, денежный, валютный. Поэтому часто происходит смешение понятий валютной политики и денежно-кредитной. Обычно, как у зарубежных экономистов, так и у отечественных ученых, использующих «дефиницию» монетарный, под монетарной политикой понимается совокупность регулирования денежной и валютной сферы, т.е. совместная реализация денежно-кредитной и валютной политики.

Недавний опыт показал, что теория монетарной политики демонстрирует отсутствие возможности одновременного достижения всех трех поставленных целей. Ярким доказательством тому является допущение существования “естественного уровня безработицы” и согласно кривой Филлиппса — отсутствие долгосрочной корреляции между уровнем инфляции и безработицей. Другими словами, монетарная политика, нацеленная на достижение низкого показателя безработицы, приведет к росту инфляции и возврату безработицы обратно на свой “естественный” уровень.

Могут возникнуть также потенциальные проблемы при конфликте интересов центрального банка и других экономических агентов, таких, как профсоюзы и правительство:

правительство может проводить политику фискальной экспансии для оживления экономики, что может прийти в разрез с жесткой монетарной политикой, которая не позволит расти денежным агрегатам до того же уровня, на который поднялся ВВП;

профсоюзы могут оказать давление на повышение заработной платы, что не совпадет с общей направленностью жесткой монетарной политики, и в результате приведет к росту безработицы, а последнее является нежелательным для правительства.

Центральный банк обычно не возлагает на себя обязательства гасить инфляцию, которая была порождена немонетарными источниками. Это соответствует точке зрения, согласно которой монетарная политика (центральный банк) должна быть направлена на обеспечение ценовой стабильности, в то время как фискальная (бюджетно-налоговая) политика (правительство) должна смягчить структурную слабость экономики.

Для достижения эффективности монетарной политики требуется реализация процесса, часто называемого “механизмом трансмиссии”<sup>\*</sup> монетарной политики. Его суть заключается в следующем.

В закрытой экономике стандартными элементами трансмиссии являются так называемые канал совокупного спроса и канал ожиданий. С помощью канала совокупного спроса монетарная политика влияет на совокупный спрос с некоторым опозданием (лагом) через эффект краткосрочной реальной процентной ставки. Совокупный спрос далее влияет на инфляцию с другим некоторым опозданием (лагом) через уравнение совокупного предложения (кривая Филлиппса). Канал ожиданий позволяет монетарной политике оказывать влияние на инфляционные ожидания, которые в свою очередь влияют на саму инфляцию с опозданием (лагом) через динамику заработной платы и цен.

В открытой экономике выделяют дополнительный канал обменного курса в трансмиссии монетарной политики. С одной стороны, канал обменного курса определяется разницей между местными и иностранными номинальными процентными ставками (в виде процентного паритета). С помощью относительных цен номинальный валютный курс оказывает влияние на реальный. Реальный валютный курс действует на относительные цены между местными и иностранными товарами, и таким образом способствует наличию канала совокупного спроса в трансмиссии монетарной политики. С другой стороны, канал обменного курса имеет непосредственное отношение к инфляции (индексу потребительских цен — ИПЦ), поскольку обменный курс влияет на текущие местные цены импортной готовой продукции, которые включаются в ИПЦ, а соответственно и в инфляцию (ИПЦ). Обычно лаг — временная задержка до начала действия в канале обменного курса считается меньшим, чем в канале совокупного спроса. Таким образом, монетарная политика может оказывать влияние на инфляцию (ИПЦ) в более короткий срок, используя направления валютного курса.

Среди основных особенностей реализации монетарной политики необходимо выделить следующие:

Спрос на обязательства центрального банка, который существует частично по причине убеждения, частично — по букве закона, и участники государственного нефинансового сектора экономики нуждаются в держании определенного количе-

<sup>\*</sup>Трансмиссия — взаимодействие, передаточный механизм.

ства требований к центральному банку, которые обычно носят название “денежной массы” государства.

Монополия центрального банка. Центральный банк обладает абсолютным монопольным правом эмиссии денежной массы в стране и удовлетворения спроса на деньги. Наиболее часто встречаемой процедурой для реализации этого права являются операции на открытом рынке, т.е. покупка и продажа ценных бумаг (обычно долговые облигации). Норма обязательных резервов, которую коммерческие банки должны держать в центральном банке в зависимости от депозитов — часть монополии монетарной власти государства. Понижая норму, снижают спрос на резервы, повышая — повышают. Кредитование центробанком любого коммерческого банка также является способом влияния на денежную массу.

Воздействие на нефинансовый сектор экономики. Для достижения основных целей монетарной политики можно путем изменения краткосрочной процентной ставки повлиять на ВВП и занятость, или цены и зарплату, или на то и другое.

Экономическая теория наравне с эмпирическими исследованиями предлагает ряд путей для реализации механизма трансмиссии.

**Классификация видов монетарной политики** [3, 4, 5]. В ряде приоритетных задач реализации монетарной политики выделяют: поддержание определенного обменного курса, контроля за размерами денежных агрегатов, достижение оптимального уровня инфляции, которые выполняются путем выбора одного из режимов монетарной политики.

**Режим целевого показателя обменного курса (таргетирование\* валютного режима) (exchange-rate targeting).** Таргетирование обменного курса — это режим валютной политики с длинной историей. Оно может принимать форму фиксации стоимости местной валюты к товару (якорю — такому, как золото, при функционировании золотого стандарта). До недавнего времени фиксированные обменные курсы использовались для фиксации к валюте страны с меньшим уровнем инфляции. Другой альтернативой (вместо жесткой фиксации к стоимости валюты страны с более низкой инфляцией, когда показатель инфляции будет колебаться вокруг уровня инфляции той страны, к валюте которой зафиксировали курс) некоторые страны используют ползущую привязку, при которой валюте позволено девальвироваться в установленных пределах. Таким образом, инфляция внутри страны будет несколько выше, чем в стране, к валюте которой зафиксирован курс.

У таргетирования обменного курса есть ряд преимуществ. Во-первых, номинальный якорь фиксирует показатель инфляции на товары, которые участвуют в международной торговле, и таким образом напрямую поддерживает инфляцию под контролем. Во-вторых, если таргетирование надежно, то происходит фиксация и к инфляционным ожиданиям в стране, к валюте которой происходит привязка. В-третьих, таргетирование обменного курса обеспечивается автоматическим механизмом избежания монетарных проблем. Оно заставляет ужесточить монетарную политику, когда появляется тенденция к обесценению местной валюты, или ослабить ее при переоценке валютного курса. В-четвертых, есть преимущество простоты и ясности для населения. “Звуковая валюта” — легко понимаемая мера монетарной политики (была важна во Франции для оправдания перед общественностью жесткой монетарной политики “франк форт” (“franc fort”)).

С учетом представленных преимуществ неудивительно, что таргетирование обменного курса широко использовалось в высоко развитых индустриальных странах для контроля инфляции. Франция и Великобритания успешно использовали данную политику при привязке своих валют к немецкой марке. В 1987 г., когда Франция впервые зафиксировала свой валютный курс к марке, инфляция составляла 3 %, т.е. на 2 % выше, чем в Германии. К 1992 г. уровень инфляции упал до 2 %, и был даже ниже, чем в Германии. К 1996 г. инфляция в Германии и Франции была конвертирована до 2 %. Аналогично после привязки к немецкой марке в 1990 г. Великобритании удалось понизить инфляцию с 10 % до 3 % к 1992 г., когда она была вынуждена покинуть европейский механизм обменных курсов (ЕМОК).

---

\*Таргетирование — реализация конечных задач монетарной политики с помощью маневрирования целевым показателем.

Таргетирование обменного курса являлось также эффективным средством для быстрого снижения инфляции в развивающихся странах. Недавним наглядным примером служит Аргентина, которая в 1990 г. ввела механизм валютного совета, зафиксировав курс нового песо на уровне 1 : 1 к доллару США. Ранние годы использования валютного управления в Аргентине были удачными. Так, инфляция, которая была более 1000 % в 1989 г. и 1990 г., к концу 1994 г. упала до 5 %, экономический рост в среднем составил 8 % с 1991 по 1994 гг.

Но наряду с явными преимуществами существуют значительные недостатки этой политики. Во-первых, таргетирование обменного курса способствует потере монетарной независимости. При открытом рынке капитала таргетирование обменного курса приводит к привязке местных процентных ставок к ставкам страны-донора. К тому же валютные потрясения в стране-доноре мгновенно переносятся в государство, которое проводит рассматриваемую политику. Подтверждающим примером может быть объединение Германии в 1990 г. Инфляционное давление, возникшее после воссоединения, и фискальная экспансия привели к росту долгосрочных ставок в феврале 1991 г, и краткосрочных в декабре 1991 г. Все это отразилось на странах — участницах ЕМОК. Во-вторых, серьезной проблемой является подверженность государств с политикой валютного таргетирования к дестабилизирующему эффекту спекуляции. Последствия воссоединения Германии выразились в кризисе сентября 1992 г. Обменные курсы французского франка, испанской песеты, шведской кроны, итальянской лиры и британского фунта могли двигаться лишь в сторону обесценения против марки. Продавая свои валюты, страны предоставляли спекулянтам превосходную возможность обогатиться с минимальным риском. Только Франции в тот период удалось удержать курс. Англия, Испания, Италия и Швеция приняли решение о девальвации. К тому же Великобритания покинула ЕМОК и стала использовать политику таргетирования уровня инфляции. Для развивающихся стран потеря монетарной независимости не играет столь значительной роли, как для индустриальных, по причине исторически сложившейся зависимости от развитых стран и больших потерь от самостоятельности, чем выгод. Следовательно, им проще связать свою политику с монетарной политикой развитых стран. В-третьих, недостатком для развивающихся стран в реализации политики таргетирования валютного курса можно выделить ослабление всей финансовой системы и повышенную вероятность возникновения структурного финансового кризиса. Из-за отсутствия доверия к собственной валюте местные предприниматели, банки и правительство инвестируют свои капиталы в долговые инструменты, номинированные в иностранной валюте. Такое поведение стало предпосылкой возникновения кризисов в Чили в 1982 г., в Мексике — в 1994 г. и странах Юго-Восточной Азии — в 1997 г. В-четвертых, для развивающихся стран наряду с преимуществом валютного таргетирования в снижении инфляции, к примеру, в Мексике со 100 % в 1988 г. до однозначного показателя в 1994 г., существует опасность возрождения инфляции при успешной спекуляции. После кризиса в 1994 г. в Мексике инфляция достигла среднегодового уровня в 50 % в 1995 г. В-пятых, недостатком таргетирования курса валюты является кредитный бум, который возникает при массовом притоке инвестиционных капиталов в страну по причине стабильности национальной валюты. Внешние капиталы вливаются в эффективные отрасли и тем самым стимулируют рост и вызывают излишнее кредитование. Кредитный бум приводит к нарушению равновесия банковской системы и при неразвитом пруденциальном механизме порождает банковский кризис.

Путем решения указанных проблем и достижения прозрачности монетарной политики может стать использование механизма валютного совета, по примеру Аргентины, Болгарии, Гонконга, Литвы и Эстонии. Наряду с общими положительными аспектами валютного таргетирования данные страны обладают дополнительными преимуществами: в странах с механизмом валютного совета валюта не может быть девальвирована. Это получило подтверждение во время кризиса в Мексике, когда утекающие капиталы из экономики латиноамериканских стран оказали влияние на курс их валют, но не на курс аргентинского песо. В Аргентине, проводившей политику валютного совета, изъятие депозитов и вложение денег в наличные доллары не имело смысла, а поскольку наличный доллар является активом с нулевой доходностью, по сравнению с банковскими депозитами, “бегство” капиталов из банков быстро сменилось их притоком. Таким образом, валютное правление

повышает инвестиционную привлекательность экономики, что увеличивает вероятность роста чистых иностранных активов банковской системы. Однако применение механизма валютного совета может иметь и отрицательные стороны, поэтому его применение рекомендуется лишь при угрозе гиперинфляции и глубокого валютного кризиса.

#### Литература

1. *Friedman Benjamin M.* December 2000. Monetary Policy. Working Paper № 8057. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
2. *King Mervyn.* August 1999. Challenges for Monetary Policy: New and Old. New Challenges for Monetary Policy. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming.
2. *Ball Laurence.* September 2000. Policy Rules and External Shocks. Working Paper № 7910. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
3. *Сорок Д.* Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. М.: Инфра-М, 1999.
4. *Dornbusch Rudi.* June 2001. Fewer Monies, Better Monies. Working Paper № 8324. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
5. *Mishkin Frederic S.* March 1999. International Experience with Different Monetary Policy Regimes. Working Paper № 7044. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

*(Продолжение в следующем номере).*