

## ОСОБЕННОСТИ ВЫБОРА ПРОМЕЖУТОЧНЫХ ЦЕЛЕЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В СОВРЕМЕННЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕАЛИЯХ

СОДИКОВА САБИНА ШУХРАТЖОНОВНА,

*аспирант*

*кафедры экономической теории,  
Южный федеральный университет,  
e-mail: sabina.sodikova@mail.ru*

В статье проведен сравнительный анализ промежуточных целей денежно-кредитного регулирования и обозначены проблемы выбора целевых ориентиров монетарной политики в различных экономических системах.

**Ключевые слова:** промежуточные цели денежно-кредитной политики; инфляционное таргетирование; денежное таргетирование.

The article presents a comparative analysis of the intermediate objectives of monetary regulation and identifies the problems of choosing the monetary policy goals in various economic systems.

**Keywords:** intermediate objectives of monetary regulation; the inflation targeting; the monetary targeting.

**Коды классификатора JEL:** E50, E 52, E60, P50.

На современном этапе развития глобального экономического пространства теоретические проблемы денежно-кредитной политики являются полем острых теоретико-политических дискуссий и соперничества противоборствующих школ экономической мысли. Однако вопрос о конечных целях денежно-кредитного регулирования не вызывает сомнений, потому как является строго определенным для большинства государств. Конечной целью практически для всех экономик мира является достижение общей экономической стабильности, которая в свою очередь представляет собой достижение устойчивого роста производства, полной занятости, стабильности цен и положительного сальдо платежного баланса. Для достижения конечных целей органами денежно-кредитного регулирования используются промежуточные целевые ориентиры (промежуточные цели), выбор которых и является предметом научных полемик ведущих экономистов.

Промежуточные цели денежно-кредитной политики могут быть разными — от стабилизации темпа изменения объема денежной массы до стабилизации ставки процента и обменного курса.

**Выбор промежуточных целей денежно-кредитной политики осуществляется по следующим критериям:**

- ◆ тесная взаимосвязь с конечными целями;

- ◆ возможность четкого количественного выражения;
- ◆ легкость осуществления контроля и оперативного влияния со стороны Центрального банка.

**Промежуточные цели** являются индикаторами денежного рынка и позволяют, таким образом, отслеживать общие макроэкономические тенденции. Промежуточные цели дополняют конечные и конкретизируют их. Особенностью таких целей является их действие на протяжении продолжительного периода, в течение которого может быть доказана их эффективность. Среди промежуточных целей монетарной политики можно выделить следующие, которые также общеизвестны как режимы денежно-кредитного регулирования:

- денежное таргетирование;
- инфляционное таргетирование: данная промежуточная цель совпадает с ко-нечной;
- таргетирование валютного курса;
- отсутствие определенного целевого ориентира.

Режим таргетирования денежной массы базируется на монетаристской концепции, которая подразумевает наличие тесной связи между увеличением денежной массы и валового внутреннего продукта. Проводя таргетирование (или установление целевых ориентиров) денежной массы, центральные банки регулируют прирост денежного предложения в экономике. В.П. Поляков и Л.А. Москвина наиболее точно характеризуют этот процесс: «Центральные банки определяют целевые ориентиры (таргеты) роста денежной массы в обращении, в связи с чем подобного рода практика получила название «денежное таргетирование» (Поляков, 1996). На практике таргетирование денежной массы скорее предполагает таргетирование различных денежных агрегатов, таких как M2 (объем наличных денег в обращении), денежной базы и т. д. Свое развитие данный режим получил в 1970-е гг. в связи с усилением инфляционного давления в странах Запада и отказом от прежних режимов фиксированных валютных курсов с переходом на плавающие валютные курсы. Однако денежное таргетирование не имело большого успеха в большинстве развитых стран. В первую очередь это было продиктовано тем, что в связи с введением финансовых инноваций и дерегулированием рынка возникло нарушение четкой связи между инфляцией и денежными агрегатами, что серьезно затруднило предсказуемость скорости денежного обращения и снизило эффективность денежного таргетирования. Таким образом, большинство стран были вынуждены отказаться от использования практики целевых ориентиров прироста денежной массы. На сегодняшний день денежное таргетирование предпочитают не более трех десятков стран, в основном развивающихся, со слабой финансовой системой.

Энтузиазм, возникший в развитых странах в 70-е годы относительно установления объема денежного предложения, постепенно затих, что вынудило субъектов денежной политики развитых стран перейти к целям инфляционного таргетирования, которое предполагает определение целевого ориентира по инфляции и набор механизмов, корректирующих возможные отклонения от этого ориентира. Хотя инфляционное таргетирование еще двадцать лет назад считалось относительно рискованным ориентиром по причине длительного времен-

ного лага между действиями денежно-кредитных властей и изменением темпа роста цен, позиции сторонников инфляционного таргетирования обрели такую силу, что как в развитых, так и в развивающихся странах в законы о центральных банках были внесены положения, по которым «обеспечение стабильности цен и поддержание низкой и устойчивой инфляции является единственной целью денежно-кредитной политики» (Mousses, 2009).

Таргетирование инфляции включает в себя ряд элементов, основными из которых являются: 1) публичное провозглашение среднесрочных количественно определенных плановых показателей инфляции; 2) институциональное соглашение относительно ценовой стабильности как основной долгосрочной цели денежно-кредитной политики; 3) относительная свобода в выборе промежуточных целей; 4) повышенная транспарентность денежной политики через оповещение общественности и рынков о целях и планах денежных властей; 5) повышенная ответственность регулирующих органов за достижение плановых показателей (Хандруев и Левченко, 2000). Зачастую плановые показатели по инфляции устанавливаются на основе вариаций индекса потребительских цен (ИПЦ), который выражает относительное изменение среднего уровня цен группы товаров и услуг (потребительской корзины) за определенный период. Отклонение ИПЦ не должно превышать 2–4% в среднесрочной перспективе, что обеспечивает ценовую стабильность и соответствует конечным целям денежно-кредитного регулирования. Инфляционное таргетирование стало чрезвычайно популярным в первой половине 2000-х гг., а в 2009-м среди последователей данного режима насчитывалось 29 стран, из которых 7 являются развитыми. В первую очередь это было обусловлено тем, что рождение инфляционного таргетирования совпало с периодом мировой макроэкономической стабильности. В последнее десятилетие двадцатого века ценовая стабильность была достигнута не только в группе развитых, но и во многих развивающихся странах, о чем свидетельствуют относительно низкие показатели инфляционной динамики в этот период (рис. 1.).

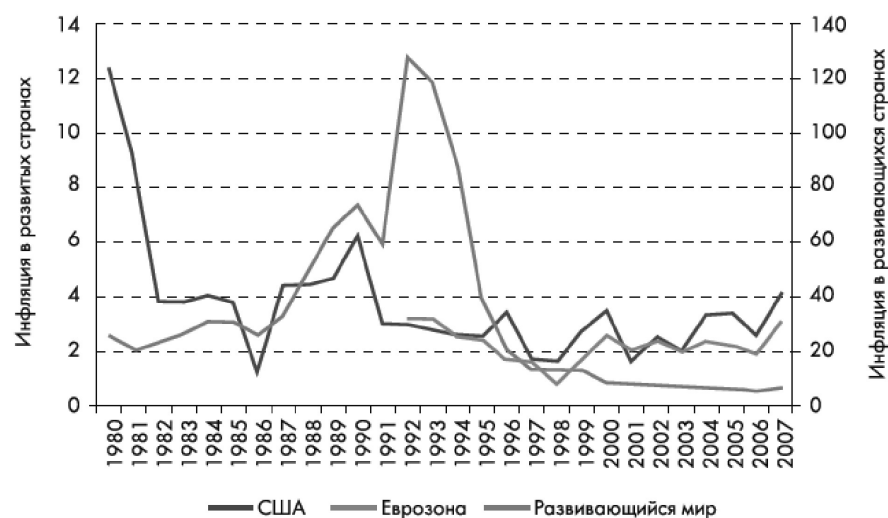


Рис. 1. Глобальная инфляция в 1980–2009 гг.

Источник: International Monetary Fund, 2009

Однако, начиная с 2008 года, эффективность инфляционного таргетирования была поставлена под сомнение в связи с возникновением угрозы мирового финансового кризиса, который ожесточил инфляционное давление не только в стране появления (США), но и в других развитых государствах.

Директор Центра экономических исследований Московской финансово-промышленной академии отмечает на этот счет: «Всеохватывающая инфляция требовала либо пересмотра инфляционных ориентиров, что подхлестывало инфляционные ожидания и подрывало доверие к центральному банку как главному борцу с ростом цен, либо завинчивания гаек и увеличения процентных ставок. Из-за того, что инфляция носила глобальный характер, ужесточение денежно-кредитной политики на внутреннем рынке, что требовал режим инфляционного таргетирования, не могло не кончиться плачевно. Инфляция осталась бы высокой, а рецессия неизбежно последовала бы за рестриктивной политикой» (Мусеев, 2009).

Таким образом, текущий финансовый кризис доказал тот факт, что в период финансовой стабильности и низких цен эффективность применения режимов денежного таргетирования или таргетирования инфляции не имеет ключевой разницы.

Кроме прочего, режимы денежного таргетирования и таргетирования инфляции не всегда эффективны для развивающихся и переходных экономик в силу институциональных проблем, таких как неразвитость финансовых рынков, высокий уровень долларизации, неэффективность внутреннего производства, неконкурентоспособность отечественных товаров, высокая безработица и диспропорции в распределении финансовых ресурсов между секторами экономики. В таких странах выбор валютного курса в качестве промежуточной цели монетарной политики представляется наиболее оправданным и эффективным. В начале переходного периода, когда наблюдается быстрая долларизация экономики, политика таргетирования обменного курса является наилучшим выбором для страны и играет существенную роль в сокращении инфляции, поскольку смягчает инфляционные эффекты девальвации внутренней валюты (Миллер, 2000).

Существует четыре режима управления валютным курсом:

- режим фиксированного валютного курса — это официально установленное соотношение между национальными валютами, допускающее временные небольшие отклонения от него в ту или другую сторону ( $\pm 1\%$ );
- режим регулируемого валютного курса — официально определенное соотношение между национальными валютами, допускающее колебания валютного курса в соответствии установленными правилами;
- режим плавающего валютного курса — свободное изменение курса под воздействием спроса и предложения, на которые государство может воздействовать с помощью валютных интервенций;
- режим стабильного валютного курса — курс устанавливается на рынке, главное условие этого режима — стабильное функционирование экономики (низкая инфляция, высокая занятость и т. д.).

Применяя режим таргетирования валютного курса, центральные банки используют либо режим фиксированного обменного курса национальной валюты по отношению к валюте страны с низким уровнем инфляции, либо режим регулируемого валютного курса, т.е. устанавливают горизонтальный или наклонный коридор, в пределах которого обменный курс национальной валюты может двигаться свободно.

Таргетирование валютного курса оказывает дисциплинирующее влияние на экономику и снижает краткосрочный оппортунизм Центрального банка, вытекающий из дискреционного характера нетаргетированной монетарной политики. При проведении таргетирования валютного курса денежные власти придерживаются одной из разновидностей правил денежно-кредитной политики под названием «правило валютного курса». Его смысл заключается в том, что власти ускоряют девальвацию национальной валюты, если ее реальный обменный курс находится ниже долгосрочного значения, и замедляют девальвацию национальной валюты, если ее реальный обменный курс находится ниже долгосрочного равновесия. В случае когда власти стремятся сохранять реальный валютный курс на неизменной отметке, они следуют «правилу паритета покупательной способности», согласно которому Центральный банк удерживает соотношение цен на внутреннем и внешнем рынках на постоянной основе.

Мировая практика показывает, что режим фиксированного обменного курса применяется практически всеми развивающимися странами, которые, присоединяясь к одной из валютных зон (доллар, евро), обеспечивают стабильность национальной валюты, увеличение спроса на товары внутреннего производства, а также сокращение инфляционных ожиданий. Однако существует и ряд негативных моментов применения политики курсовой привязки. Прежде всего, такой режим препятствует развитию валютного рынка, так как участники рынка имеют меньше стимулов к изучению тенденций валютного курса, открытию позиций или управлению рисками. Кроме того, Центральный банк, применяющий режим фиксированного курса, обычно сам вынужден действовать на рынке, что ограничивает межбанковскую активность.

Поэтому для стран с развитой рыночной экономикой, которая, прежде всего, предполагает единый и ликвидный валютный рынок для обеспечения лучшей защиты от внешних шоков и большей независимости денежно-кредитной политики, целесообразно применение более гибких режимов, таких как режим плавающего валютного курса. Согласно этому режиму обменные курсы таких стран устанавливаются на уровне межбанковских, в зависимости от спроса и предложения на иностранную валюту. Преимуществами такой политики выступают адаптация экономики к меняющимся внешнеэкономическим условиям и обеспечение возможности достижения равновесного валютного курса в долгосрочном аспекте, а также управление притоком капитала. Кроме того, как показывает мировой опыт, в странах, перешедших к «плавающим» валютным курсам, сократились потери резервов, чрезмерное официальное заимствование и просрочка внешних платежей, ввиду устранения необходимости в официальных валютных интервенциях для поддержания курса национальной валюты по отношению к иностранной.

На сегодняшний день лишь несколько десятков стран перешли от режима курсовой привязки к плавающему курсу, в расчете на особую роль своей валюты на мировой арене. Это продиктовано, в первую очередь, опасениями чрезмерно резких колебаний, вызывающих серьезную обеспокоенность стран, балансы которых подвержены валютному риску, а воздействие валютного курса на инфляцию сильнее, а также уменьшением возможности контролировать инфляционные ожидания. Существует и другая причина, которая заключается в том, что достижение планомерного отхода от курсовой привязки требует заблаговременной подготовки, правильного выбора сроков и надежной основы экономической политики.

Во избежание рисков такого характера некоторые страны, в том числе и Россия, прибегают к режиму активного управления валютным курсом на основе дискреционных решений, принимаемых ЦБ РФ. В экономической литературе данный режим более известен как «режим ползучей привязки (*crawling peg*)».

Режим «*crawling peg*» представляет собой систему, в которой возможны частые небольшие коррекции валютного курса. Необходимое изменение разбивается на множество мелких частей, которые распределяются по указанному промежутку времени. Например, ревальвация, скажем, на 10%, может быть достигнута последовательными шагами по 2%. Преимуществом такого метода является то, что это изменение может быть компенсировано изменением местной ставки процента, что снизит возможности для спекуляций, оказывающих дестабилизирующее влияние. Этот метод называется также скользящим паритетом.

Данный режим широко используется странами, у которых нет возможности иметь плавающий курс из-за незрелости институтов и которые, однако, не могут отказаться от различных фискальных амбиций, генерирующих необходимость эмиссии для покрытия дефицита бюджета. В условиях режима фиксированного курса это может вызвать проблему скачкообразных корректировок валютного курса, которые, накладываясь на политический процесс, приводят к перманентным кризисам платежного баланса. В таких условиях плавная корректировка валютных курсов, отражающая разность инфляций в стране и в мире, становится вполне логичной альтернативой фиксации валютного курса.

Необходимо отметить, что некоторые страны наряду с полноценными используют смешанные режимы, а также режим денежно-кредитной политики, основанный на отсутствии каких-либо количественных ориентиров. Страны, центральные банки которых обладают высокой степенью доверия и могут позволить себе проведение весьма гибкой политики, направленной на одновременное достижение равнозначных долгосрочных целевых ориентиров по инфляции, росту ВВП и занятости (например, Федеральная резервная система США), нередко прибегают к режиму без определенного номинального якоря, который предполагает реагирование на возникающие внешние и внутренние шоки с помощью инструментов денежно-кредитного регулирования. Такой режим является особой и достаточно редкой формой денежно-кредитной политики.

Наряду с этим в практике денежно-кредитного регулирования развивающихся стран и стран с переходной экономикой нередко используются смешанные режимы, которые представляют собой различные сочетания множественных целевых ориентиров (например, обменный курс и денежная масса или ее составляющие). Чаще всего в качестве смешанного режима рассматривается облегченный вариант таргетирования инфляции, поскольку именно инфляционное таргетирование является наиболее распространенным в настоящее время режимом денежно-кредитной политики. Особенностью облегченного таргетирования инфляции по сравнению с полноценным инфляционным таргетированием является то, что наряду с прогнозом инфляции используются и другие промежуточные целевые ориентиры, например по денежной массе или обменному курсу. При этом в обязательном порядке официально устанавливается приоритет над всеми прочими применяемыми целевыми ориентирами.

Таким образом, критериями отнесения используемой системы монетарного регулирования к той или иной группе режимов являются наличие или отсутствие заданных в количественной форме промежуточных целевых ориентиров, их число, а также наличие механизма, определяющего приоритетность того или иного целевого ориентира. Промежуточные цели монетарного регулирования весьма разнообразны и адаптированы к выбранным конечным целям денежно-кредитной политики того или иного государства. В мире насчитывается около двухсот сорока государств. Причем каждое третье не имеет своей национальной валюты, а вместе с ней — местного Центрального банка и собственной денежно-кредитной политики. Из тех, что обладают национальными валютами, подавляющее большинство предпочитают фиксированные курсы. Рис. 2 отражает соотношение выбранных режимов монетарного регулирования в мире.



**Рис. 2.** Режимы денежно-кредитной политики в мире

Источник: International Organization of Standardization (ISO 4217) / International Monetary Fund (Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Frameworks).

## ЛИТЕРАТУРА

*Миллер Р.Л.* Современные деньги и банковское дело / Р.Л. Миллер, Д.Д. Ван-Хуз; пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.

*Моисеев С.* Таргетирование политических установок. Банки России: курсовое многообразие [Электронный ресурс] / С. Моисеев // Банковское обозрение. — Март, 2009. — Электрон. журн. — Режим доступа: [http://www.mifp.ru/general/upload/content\\_list/cei/BO-3-09.pdf](http://www.mifp.ru/general/upload/content_list/cei/BO-3-09.pdf), свободный.

*Поляков В.П.* Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт / В.П. Поляков, Л.А. Москвина. — М.: Инфра-М, 1996.

*Хандруев А.А.* Таргетирование инфляции: международный опыт и Россия [Электронный ресурс] / А.А. Хандруев, Д.В. Левченко. — М., 2000. — Электрон. текстовые дан. — Режим доступа: [http://www.bfi.ru/site/rus/develop/infl\\_targeting.pdf](http://www.bfi.ru/site/rus/develop/infl_targeting.pdf), свободный.

International Organization of Standardization (ISO 4217). / International Monetary Fund (Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Frameworks).