

Нераскрытая загадка биполярности

Некоторые страны отказываются от промежуточных режимов валютных курсов, хотя эта тенденция не настолько сильна, как можно было бы ожидать

Андреа Бубула и Инджи Откер-Роуб

В РЕЗУЛЬТАТЕ крупномасштабных валютных кризисов прошлого десятилетия многие наблюдатели стали ассоциировать подверженность кризисам с режимами привязки валютных курсов, особенно мягкой привязки. Начиная с краха Европейского валютного механизма в 1992–1993 годах и кончая кризисами в Мексике (1994 год), Азии (1997 год), России (1998 год), Бразилии (1998 год), Эквадоре (1999 год) и Турции (2001 год), в предкризисный период действовал тот или иной режим привязки или жестко регулируемого валютного курса. Глубина и масштабы этих кризисов, которые во многих случаях сопровождались крахом банковской системы и резким спадом экономической активности, были ошеломляющими. В результате все более широкую поддержку стала приобретать точка зрения, согласно которой промежуточные режимы между жесткой привязкой и плавающим курсом — то есть режимы мягкой привязки и жестко регулируемые плавающие курсы (см. рис. 1) — не могут оставаться жизнеспособными в течение длительного времени, особенно в странах с высокой степенью открытости экономики для международных потоков капитала.

Сторонники такой «биполярной» точки зрения на режимы валютного курса — впервые выдвинутой, в частности, Стэнли


Фишером, бывшим первым заместителем Директора-распорядителя МВФ, — утверждают, что при современном уровне интеграции финансовых рынков режимы привязки не могут быть устойчивыми, за исключением случаев, когда страна твердо привержена режиму привязки и готова подкрепить его необходимыми мерами политики и институтами (как в случае жестких привязок). Единственно возможную альтернативу такой приверженности составляет плавающий курс, благодаря которому страна получает большую независимость в денежно-кредитной сфере и возможность ограничить спекулятивные потоки капитала, которые часто возникают в условиях точно предсказуемых валютных курсов. Сторонники биполярной точки зрения также утверждают, что страны отходят от подверженных кризисам промежуточных режимов.

Вместе с тем, биполярная точка зрения оспаривается по нескольким аспектам. Во-первых, фактический («де-факто») режим валютного курса страны часто отличается от ее формальной («де-юре») или официально объявленной политики, что вызывает вопрос о том, не является ли наблюдаемая тенденция отхода от промежуточных валютных режимов ошибочным выводом (Calvo and Reinhart, 2000). Кроме того, крайние варианты спектра валютных режимов (относительно промежуточных режимов) также могут подвергаться давлению.

Рисунок 1

Спектр категорий режимов валютных курсов, действующих в настоящее время


Режимы валютной привязки Промежуточные режимы Режимы плавающих курсов



Жесткая привязка: Режимы, при которых бесповоротная привязка подкрепляется твердыми институциональными и политическими обязательствами (официальная долларизация, валютные союзы и механизмы валютного управления).

Мягкая привязка: Режимы, при которых власти стремятся сохранить заранее установленную величину или траекторию валютного курса, не принимая институционального обязательства о полном подчинении валютной политики единственной цели — поддержанию режима привязки (традиционные режимы фиксированной привязки к одной валюте или корзине валют, горизонтальные коридоры, скользящие привязки и скользящие коридоры).

Жестко регулируемые плавающие курсы: Режимы, при которых власти пытаются сохранить стабильность валютных курсов путем тщательного мониторинга или регулирования динамики валютных курсов, не принимая обязательства о поддержании заранее установленной величины или траектории курса.



Другие режимы плавающих курсов: Режимы свободно плавающих и регулируемых плавающих курсов, но не жестко регулируемых курсов.

нию рынка, о чем свидетельствует, в частности, крах режима валютного управления в Аргентине в конце 2001 года или дезорганизация валютного рынка Бразилии в 2001 году в условиях свободно плавающего курса. Помимо этого, отсутствуют какие-либо убедительные эмпирические данные в поддержку мнения о том, что промежуточные режимы в конечном счете исчезнут (Masson, 2001). Некоторые наблюдатели отмечают, что ни один режим не будет приемлем для всех стран во все времена, и на этом основании настаивают на сохранении роли промежуточных режимов (например, Frankel, 1999).

Но если рассматривать валютные режимы стран исходя из их фактической, а не официальной политики, останется ли биполярная точка зрения справедливой? В своем исследовании мы анализируем число валютных кризисов при альтернативных режимах валютных курсов в период с 1990 по 2001 год и рассматриваем вопрос о том, действительно ли страны переходят к менее подверженным кризисам режимам. Анализ проводится на основе набора данных по режимам «де-факто» большого числа государств-членов МВФ (см. вставку на с. 35), исходя из того, что надлежащая характеристика фактических режимов имеет принципиальное значение для точной оценки их эволюции и предрасположенности к кризисам. Например, если не учитывается возможность неофициального использования страной валютной привязки при официально объявленном плавающем курсе, это может привести к ложным выводам о том, что режимы валютного курса эволюционируют в сторону большей гибкости, или что режимы плавающего валютного курса столь же предрасположены к кризисам, как и режимы валютной привязки в случае спекулятивного давления на валюту.

Подверженность кризисам

Какие режимы в большей мере подвержены кризисам? В своем исследовании мы рассмотрели режимы валютных курсов «де-факто» более чем в 150 странах. Оказалось, что режимы валютной привязки (группа режимов жесткой и мягкой привязки) действительно более подвержены валютным кризисам, чем режимы плавающих валютных курсов (включая регулируемые и свободно плавающие курсы), особенно в странах, которые больше интегрированы с международными рынками. В среднем по всем странам примерно три четверти эпизодов кризисов из 12-летней выборки произошли в условиях режимов валютной привязки, и частота кризисов, связанных с режимами валютной привязки, была выше, чем при режимах плавающего курса (см. таблицу). В группе развивающихся стран, относительно закрытых для рынков капитала (так называемые страны с формирующимся рынком), режимы плавающего валютного курса и валютной привязки оказались подверженными кризисам в равной мере.

В течение того же периода во всех группах стран промежуточные режимы также были более подвержены кризисам, чем два полярных альтернативных режима (см. таблицу и рис. 2). В самом деле, как во всей совокупности стран, так и в странах с формирующимся рынком вероятность кризиса при промежуточном режиме примерно в три раза выше, чем при режиме жесткой привязки, а в группе развитых стран и стран с формирующимся рынком такая вероятность выше почти в пять раз. Во всех группах стран промежуточные режимы были также более предрасположены к кризисам, чем другие режимы плавающего курса. При сравнении двух полярных режимов оказывается, что при жесткой валютной привязке кризисы происходили реже, однако для группы развитых стран и стран с формирующимся рынком нельзя исключить, что эти два полярных режима в равной мере подвержены кризисам.

Возможно ли, что полученные результаты определялись главным образом предложенной классификацией режимов валютных курсов «де-факто»? Представляется, что данные о подверженности кризисам режимов валютной привязки и промежуточных режимов в целом согласуются с результатами недавнего исследования (Rogoff and others, 2003), в котором использована альтернативная база данных по режимам «дефакто» (Reinhart and Rogoff, 2004). В этом исследовании эпизоды серьезной напряженности макроэкономической конъюнктуры отнесены к отдельной категории режимов (вне зависимости от действовавшей валютной системы), а сами режимы классифицируются только на основании динамики

Частота кризисов

Режимы привязки больше подвержены валютным кризисам, чем режимы плавающих курсов, а промежуточные режимы больше подвержены кризисам, чем два полярных альтернативных варианта.¹

	Доля кризисов по каждой категории режимов (в проц. от общего числа)	Частота кризисов ²	Доля кризисов по всем видам режимов	
			1990	2001
Все страны				
Все режимы привязки	73,0	1,09	79,9	55,9
Все режимы плавающих курсов	27,0	0,79	20,1	44,1
Жесткая привязка	7,1	0,41	15,7	25,8
Промежуточные режимы	73,0	1,30	69,2	38,7
Другие режимы плавающих курсов	19,9	0,72	15,1	35,5
Страны с формирующимся рынком и развитые страны				
Все режимы привязки	73,5	1,10	71,7	48,2
Все режимы плавающих курсов	26,5	0,61	28,3	51,8
Жесткая привязка	2,9	0,28	3,8	32,1
Промежуточные режимы	79,4	1,21	75,5	21,4
Другие режимы плавающих курсов	17,6	0,52	20,8	46,4
Развивающиеся страны, кроме стран с формирующимся рынком				
Все режимы привязки	72,7	1,09	84,0	59,3
Все режимы плавающих курсов	27,3	0,92	16,0	40,7
Жесткая привязка	9,4	0,44	21,7	23,1
Промежуточные режимы	69,5	1,36	66,0	46,2
Другие режимы плавающих курсов	21,1	0,88	12,3	30,8

Источник: оценки авторов.

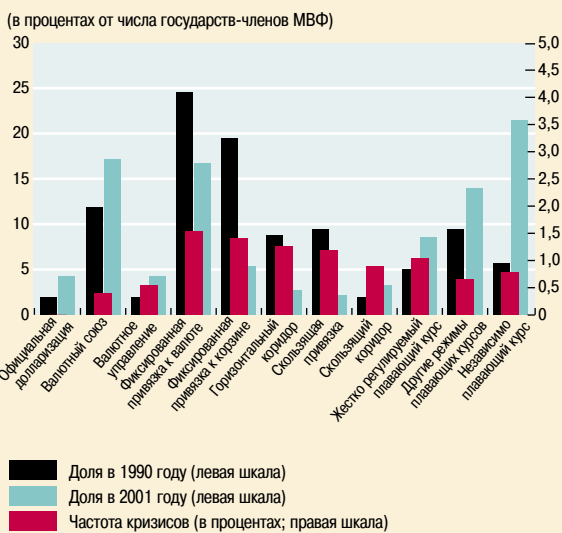
¹Определения развитых и развивающихся стран совпадают с определениями в издании МВФ "International Financial Statistics" («Международная финансовая статистика»). В число стран с формирующимся рынком входят страны, включаемые в индекс долговых обязательств развивающихся стран (EMBI) и индекс "Morgan Stanley Capital International" (MSCI), с несколькими исключениями: Греция включается в группу развитых стран, а Сингапур и САР Гонконг — в группу стран с формирующимся рынком. Определения различных категорий режимов приведены на рис. 1.

²Частота кризисов по каждому режиму рассчитывается как число эпизодов кризисов при каждом режиме по отношению к общему числу наблюдений, в которых данный режим действовал в течение периода, охватываемого выборкой. Эпизоды кризисов выделялись путем исчисления индекса давления валютного рынка по каждой стране как средневзвешенное значение месячных процентных изменений в номинальных валютных курсах по отношению к валюте-якорю и месячным различиям в краткосрочных процентных ставках, выраженным в процентных пунктах. Периоды, в которые индекс превышал среднее значение по соответствующей страновой выборке как минимум на 3 стандартных отклонения, рассматривались как эпизоды давления. Веса выбирались таким образом, чтобы вариация каждого компонента индекса в выборке была одинаковой.

Рисунок 2

Сдвиг к полюсам

Переход стран от режимов, более подверженных кризисам, к более фиксированным или более гибким режимам.



Источник: оценки авторов.

валютных курсов официального или параллельного рынка (независимо от того, признан ли параллельный рынок официально или его существование лишь допускается). В исследовании делается вывод о том, что в 1990-х годах в странах с формирующимся рынком валютные привязки и режимы с ограниченной гибкостью валютных курсов были подвержены значительно более высокому риску валютных кризисов.

Мог ли сам по себе переход страны к промежуточному режиму быть признаком приближающегося кризиса? Учет такой систематической ошибки, обусловленной эндогенными факторами, важен при любой попытке сравнить результаты функционирования валютных режимов. Вместе с тем представляется, что наиболее очевидная форма такой ошибки в выборке не наблюдается, так как немногие страны с промежуточными режимами перешли на них перед кризисом: лишь в 2 из 143 эпизодов кризисов, которые были связаны с промежуточными режимами, такие режимы действовали в стране менее года до кризиса, а в 12 из 143 эпизодов — менее двух лет до кризиса.

Хотя эти выводы в целом подтверждают справедливость биполярной точки зрения, такое подтверждение не является однозначным. Действительно, частота кризисов значительно выше в условиях промежуточных режимов, чем в случае обоих полярных режимов. В то же время крайние варианты спектра валютных режимов также были подвержены кризисам. Отмечалось множество эпизодов давления рынка в условиях режимов плавающих валютных курсов: давление на южноафриканский рэнд (1998 и 2001 годы), итальянскую лиру (1995 год) и канадский доллар (1992 год) — лишь немногие из таких эпизодов. Аналогичным образом, имели место и атаки на режимы жесткой привязки; в качестве примеров можно привести крах валютного управления в Аргентине (2001 год), спекулятивное давление на валютное управление САР Гон-

конга (1998 год) и девальвацию франка КФА в условиях валютного союза в 1994 году. Вместе с тем следует отметить, что кризисы происходили гораздо чаще при наиболее жестких формах мягких привязок (традиционные фиксированные привязки к одной валюте), чем при фиксированных привязках с жестким обязательством (валютное управление).

Эволюция режимов

Переходят ли страны к режимам, в меньшей степени подверженным кризисам? Эволюция режимов «де-факто» в период с 1990 по 2001 год в целом согласуется с кризисными характеристиками различных режимов: страны, несомненно, переходили к режимам, которые в меньшей степени подвержены кризисам. Хотя в конце 2001 года более половины всех стран по-прежнему придерживались различных форм привязки, число таких режимов значительно сократилось (примерно с 80 процентов в 1990 году), а в их структуре произошел заметный сдвиг от более подверженных кризисам мягких привязок к менее подверженным кризисам жестким привязкам (доля которых выросла более чем в два раза). Иными словами, страны отказывались от промежуточных режимов, более predisposed к кризисам, в пользу либо большей гибкости, либо большей жесткости, причем за последнее десятилетие во всех странах доля промежуточных режимов сократилась на 30 процентных пунктов (см. таблицу на с. 33). Это сокращение было более заметным в развитых странах и странах с формирующимся рынком (примерно 50 процентных пунктов), тогда как многие развивающиеся страны с неформирующимся рынком по-прежнему придерживаются таких режимов.

Отчасти переход к большей гибкости происходил вынужденно (например, в Бразилии, Индонезии, Коре, Мексике, России, Таиланде и Турции), тогда как в других странах этот переход носил более упорядоченный характер и представлял собой целенаправленную попытку добиться валютной независимости в управлении потоками капитала и сделать таргетирование инфляции единственной задачей денежно-кредитной политики (например, в Польше и Чили). Некоторые страны двигались в противоположном направлении, частично или полностью отказываясь от валютной независимости в надежде повысить доверие к своей политике (например, Болгария, Сальвадор и Эквадор) или в рамках давно запланированных мер по достижению политической и экономической интеграции (зона евро).

Не все виды промежуточных режимов одинаково быстро утрачивали свою привлекательность. Некоторые страны двигались в сторону более гибких промежуточных режимов, пытаясь минимизировать потенциальные компромиссы между конкурирующими целями политики в условиях высокой мобильности капитала. Скользящие коридоры, которые также оказались наименее подверженными кризисам из всех промежуточных режимов, обеспечивали странам большую гибкость, которая позволяла регулировать потоки капитала и избегать серьезной несбалансированности валютных курсов, одновременно сохраняя, до некоторой степени, роль валютного курса как «якоря» при помощи регулярных мини-девальваций. Доля режимов жестко регулируемых плавающих курсов также возросла, поскольку официальные органы пытались сохранить роль валютного курса как «якоря», не принимая на себя обязательство придерживаться конкретной целевой траектории.

Выводы для экономической политики

Таким образом, проведенное исследование в целом свидетельствует в пользу биполярной точки зрения. Полученные результаты показывают, что страны действительно переходили от более подверженных кризисам промежуточных режимов к режимам, менее предрасположенным к кризисам. Означает ли это, что промежуточные режимы в конечном счете должны исчезнуть и действительно исчезнут? Не совсем.

Анализ оцениваемых вероятностей переходов между режимом жесткой привязки, промежуточными режимами и режимом плавающего курса в 1990–2001 годах не дает убедительных доказательств того, что промежуточные режимы в конечном счете исчезнут; если допустить, что в системе не будет происходить структурных сдвигов, можно ожидать, что такие режимы будут составлять один из элементов долгосрочного распределения режимов валютных курсов. В то же время, имеются некоторые данные о сдвиге в выборке, указывающие на то, что наблюдаемая поляризация могла возникнуть из-за того, что ближе к концу десятилетия страны стали с меньшей вероятностью отходить от двух полярных режимов после отказа от промежуточных режимов. Таким образом,

Классификация режимов валютных курсов

Дать надлежащую характеристику фактических режимов валютных курсов — непростая задача. В течение многих лет эмпирические исследования валютных курсов опирались на систему классификации МВФ, в которой режимы стран (в период с 1975 по 1998 год) подразделялись на категории на основании сделанных странами официальных заявлений. Такая классификация «де-юре» имела множество недостатков, и наиболее важно то, что между объявленными и реально действовавшими режимами стран часто наблюдались существенные расхождения. Некоторые страны объявляли режим валютной привязки, однако проводили частые девальвации для поддержания конкурентоспособности, вследствие чего их режимы ненамного отличались от режима гибкого курса. Другие заявляли об использовании режимов плавающих курсов, но при этом вводили валютную привязку или регулировали свои валютные курсы в соответствии с заранее установленной траекторией. Результатом этого было несоответствие между классификациями «де-факто» и «де-юре», что снижало прозрачность курсовой политики, затрудняло надзор за политикой государств-членов и ставило под вопрос оценку, согласно которой режимы валютных курсов эволюционировали в сторону большей гибкости.

Для устранения этих недостатков МВФ в 1999 году заменил свою систему классификации режимов «де-юре», и с того времени характеристика валютных режимов стран стала основываться на их политике «де-факто» (IMF, 1999). Использовалось сочетание количественного и качественного анализа, что позволяло дополнить имеющуюся по каждой стране информацию о ее системе курсовой и денежно-кредитной политики анализом наблюдаемой динамики резервов и валютных курсов официального или вторичного рынка (последние используются только в том случае, если такой рынок является доминирующим и официально признан). В этой классификации разграничиваются виды режимов валютной привязки, составляющие диапазон от разнообразных форм жесткой привязки до разных видов режимов мягкой привязки. В проведенном исследовании эта система была распространена на прошлые периоды до 1990 года (на месячной основе) с использованием той же методологии, и с учетом дополнительной информации были рассмотрены некоторые данные за период после 1999 года.

Прежде чем можно будет признать победу биполярной точки зрения, потребуются данные о будущей эволюции валютных режимов.

Кроме того, сами полярные режимы не были в полной мере защищены от давления. Во многих случаях это давление удавалось выдержать без изменения действовавшего режима (например, валютного управления САР Гонконга в 1998 году). В некоторых редких случаях оно привело к переходу от одного полярного режима к другому (отказ Аргентины от валютного управления и переход к режиму плавающего курса или полная долларизация Эквадора после замены скользящего коридора плавающим курсом) или к смещению в сторону того или иного промежуточного режима, когда официальные органы больше не могли игнорировать колебания валютного курса (возврат Малайзии к фиксированной привязке в 1998 году после введения режима плавающего курса в 1997 году).

Следовательно, с более фундаментальных позиций невозможно объяснить число кризисов и наблюдаемую эволюцию режимов исключительно действующим в стране валютным режимом. Безусловно, некоторые аспекты действовавших режимов способствовали возникновению кризисов последнего десятилетия (например, выбор «неверной» привязки, которая неточно отражала структуру внешней торговли, или высокая предсказуемость валютного курса, привлекавшая потоки спекулятивного капитала, которые могут быть легко обращены вспять). Однако различия в долговечности режимов в общем случае можно увязать с несогласованностью курсовой политики и сопутствующих макроэкономических мер, и это означает, что взвешенная экономическая политика и структурные реформы, направленные на смягчение потенциальных неблагоприятных последствий режимов валютной привязки, остаются наилучшей гарантией против отказа от действующего режима под давлением кризиса.

Следует также отметить, что различия между альтернативными режимами с точки зрения их подверженности кризисам не настолько велики, чтобы сделать вывод, что при определении курсовой политики не следует учитывать и другие соображения. В целом на выбор валютного режима влияют многие факторы, включая структурные характеристики страны, а также краткосрочные или операционные соображения. Несмотря на свою подверженность кризисам, режимы валютной привязки могут оставаться оптимальным вариантом для страны, которой необходимо быстро понизить инфляцию, или для страны, имеющей тесные экономические, политические и финансовые связи со страной, валюту которой она избирает в качестве валюты привязки. Аналогичным образом, отсутствие развитых, емких финансовых рынков и ограниченный потенциал реализации мер политики могут сделать режим плавающего курса нецелесообразным для многих развивающихся стран. ■

Андреа Бубула — лектор по экономике и международным отношениям в Колумбийском университете. Инджи Откер-Роуб — заместитель начальника отдела в Департаменте денежно-кредитных и финансовых систем МВФ.

Настоящая статья основана на двух публикациях авторов: "The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from de Facto Policies," («Эволюция курсовых режимов с 1990 года: данные о политике "де-факто"») IMF Working Paper 02/155 (Washington: International Monetary Fund) и "Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?" («Являются ли режимы валютной привязки и промежуточные валютные режимы более подверженными кризисам?») IMF Working Paper 03/223 (Washington: International Monetary Fund).