



# От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений

## Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу

*Чем Карачадаг,  
Рупа  
Дуттагупта,  
Гилда  
Фернандес  
и Шого Ишии*

**Х**ОТЯ БОЛЬШИНСТВО стран мира применяет режимы курсовой привязки, в последнее десятилетие все больше стран переходит к гибким валютным режимам — например, Бразилия, Израиль, Польша, Чили. Эта тенденция, по-видимому, сохранится, потому что в условиях растущих международных связей страны с режимами курсовой привязки подвергаются все большему риску, связанному с изменчивостью потоков капитала. Гибкие валютные режимы, как правило, обеспечивают лучшую защиту от внешних шоков и большую независимость денежно-кредитной политики.

Вместе с тем многие страны не хотят вводить плавающий валютный курс именно по причине опасений чрезмерной изменчивости, — вызывающей серьезную обеспокоенность стран, балансы которых подвержены валютному риску, а воздействие валютного курса на инфляцию сильнее, — а также уменьшения возможности контролировать инфляционные ожидания. Кроме того, их беспокоит достижение планомерного отхода от курсовой привязки, так как это требует заблаговременной подготовки, правильного выбора сроков и надежной основы экономической политики. Действительно, в боль-

шинстве случаев переход к гибким режимам был продиктован кризисом (см. рис. 1).

Какие меры могут приниматься странами для минимизации рисков, связанных с переходом от фиксированного валютного курса к гибкому, и как быстро они должны действовать? Когда следует отказываться от курсовой привязки: до или после либерализации счета операций с капиталом? В настоящей статье резюмируются ключевые вопросы политики и практики, которые должны учитываться странами, принявшими решение о переходе к рыночному валютному курсу. Наша цель заключается в том, чтобы предоставить странам, осуществляющим такой переход, практические рекомендации, с тем чтобы помочь им преодолеть опасения по поводу режима плавающего курса. Естественно, проведение разумной макроэкономической и структурной политики является важнейшей предпосылкой перехода к гибкому валютному курсу, равно как и сохранения надежной курсовой привязки. При этом подчеркивается также значение соответствующих институтов и рынков.

### Валютный рынок

Во-первых, *в странах должен быть создан емкий и ликвидный валютный рынок для опреде-*

**ления и установления цен — то есть валютного курса.** Валютные рынки большинства развивающихся стран и стран с формирующимся рынком являются узкими и неэффективными, что отчасти объясняется тем, что они делают слишком большой упор на валютное регулирование. Жесткость валютного курса препятствует также 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.

Какие меры могут приниматься странами для увеличения емкости и повышения эффективности их валютных рынков? Самым важным шагом является введение определенной гибкости валютного курса. Колебания курса, даже небольшие, быстро создают для участников рынка стимулы к сбору информации, формированию взглядов, оценке иностранной валюты и управлению валютными рисками (см. рис. 2). Важно, чтобы первый шаг к введению гибкости — вне зависимости от темпов перехода — был достаточно большим, чтобы создать представление о двустороннем риске, связанном с валютным курсом. Наличие двустороннего риска побуждает участников рынка открывать как короткие, так и длинные позиции. К числу других мер, которые страны могут принимать для углубления рынка, относятся следующие:

- **сокращение роли центрального банка как маркет-мейкера**, включая котировку им курсов покупки и продажи, так как выполнение им такой роли уменьшает поле деятельности других маркет-мейкеров. Вместо этого центральный банк может стимулировать развитие рынка, сократив до минимума свои собственные операции с банками и принимая сформировавшиеся рыночные цены. Например, в Турции, после того как в начале 2001 года был введен плавающий курс лиры, центральный банк постепенно отошел от проведения операций на рынке, заставив участников рынка торговать друг с другом;

Рисунок 1

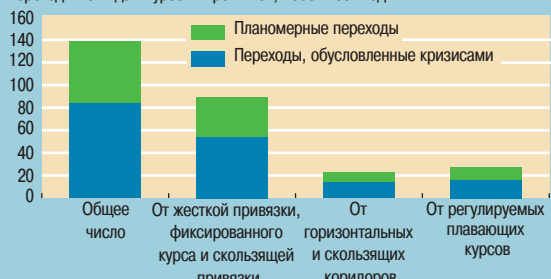
### Планомерный и unplаномерный переход

В большинстве случаев переход к режимам гибких валютных курсов был обусловлен кризисом, а не осуществлялся планомерно.

Число и виды переходов



Переходы по видам курсовых режимов, 1990–2002 годы



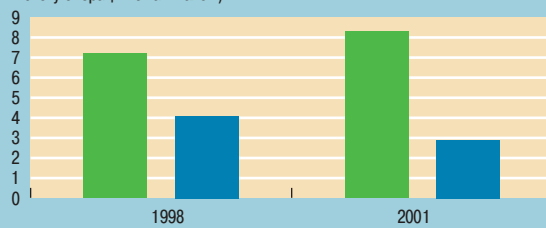
Источник: МВФ.

Рисунок 2

### Преимущество гибких режимов

В странах с менее гибкими (или неизменными) режимами оборот валютных рынков сократился, а в странах с формирующимся рынком, применяющих более гибкие валютные курсы, — увеличился.

(В процентах от объема потоков по счету текущих операций и счету операций с капиталом)



Источники: Банк международных расчетов; МВФ.

<sup>1</sup>Бразилия, Польша, Россия, Таиланд, Филиппины, Чешская Республика, Чили, Южная Африка.

<sup>2</sup>Венгрия, Индия, Малайзия, Мексика.

- **увеличение объема рыночной информации** об источниках иностранной валюты и ее использовании, а также о тенденциях изменения платежного баланса, с тем чтобы участники рынка могли формировать собственное обоснованное мнение о валютном курсе и будущей денежно-кредитной политике и эффективно оценивать валютные курсы;

- **постепенная отмена правил, ограничивающих рыночную деятельность**, таких как требование обязательной продажи иностранной валюты центральному банку, а также налоги и дополнительные сборы с валютных операций и ограничения на межбанковские сделки. К числу других возможных мер относятся унификация валютных рынков и ослабление ограничений на текущие операции и отдельные операции с капиталом;

- **унификация и упрощение валютного законодательства** и недопущение частых и специальных изменений. Четко установленные, простые и понятные законы и нормы валютного регулирования позволяют повысить прозрачность рынка и уменьшить операционные издержки;

- **содействие развитию инструментов хеджирования риска** путем отмены контроля над форвардными рыночными операциями, как только в финансовых учреждениях будет создан достаточный потенциал для управления рисками.

### Официальные интервенции

Во-вторых, **странам необходимо разработать политику, определяющую цели, сроки и объемы валютных интервенций.** При режимах фиксированных курсов сроки и объемы интервенций обычно неподконтрольны центральному банку. При гибком режиме интервенции осуществляются по усмотрению центрального банка, когда это требуется для устранения несбалансированности валютных курсов, поддержания спокойствия на неупорядоченных рынках, увеличения резервов и обеспечения предложения иностранной валюты. Однако опыт стран также показывает, почему интервенции должны быть выборочными и ограниченными.

- Учитывая разнообразие методологий оценки равновесного валютного курса, **бывает трудно обнаружить и измерить несбалансированность валютных курсов.**

- **Краткосрочная изменчивость валютного курса не всегда оправдывает проведение интервенций.** Изменчивость валютного курса может быть результатом изменения экономических детерминантов или появления новой информации и может отражать процесс выявления рынком равновесных цен. Более того, несмотря на широко распространенное мнение о том,

что изменчивость валютного курса может вести к реальным экономическим издержкам, эмпирические исследования этого не подтверждают.

- Как показывает опыт Мексики, Турции и Чили, *официальные интервенции не всегда являются эффективным инструментом* воздействия на валютный курс или уменьшения изменчивости. В действительности интервенции часто ведут лишь к увеличению изменчивости валютного курса.

- *Интервенции являются более эффективными, когда они проводятся относительно редко*, благодаря усилению фактора неожиданности и укреплению доверия рынка к твердому намерению властей поддерживать гибкий валютный курс.

Положительным фактором является прозрачная политика интервенций. Многие страны, в том числе Турция и Филиппины, подтвердили свою приверженность рыночному валютному курсу, подчеркнув, что интервенции не будут применяться для таргетирования валютного курса. Более того, приверженность государства определенным целям интервенций позволяет рынку контролировать валютные операции центрального банка и обеспечивает его подотчетность за эти операции. Хорошим примером прозрачности является публикация информации о политике интервенций в Австралии и Швеции с четким указанием оснований для проведения интервенций.

### **Изменения валютных «якорей» и денежно-кредитной политики**

В-третьих, *странам необходимо установить новый номинальный «якорь» и пересмотреть основы денежно-кредитной политики, с тем чтобы ее можно было скорректировать* при отказе от режима фиксированного валютного курса. Для решения этих двух задач должен быть создан значительный потенциал и завоевано доверие. Для упорядоченного отказа от прежнего режима крайне важно разработать план перехода. Трудность разработки альтернативного номинального «якоря», необходимого для сдерживания инфляционных ожиданий, заставляет многие страны весьма постепенно отказываться от применения валютного курса в качестве «якоря» (и, следовательно, от его фиксации). В ряде стран в качестве промежуточного режима при переходе к другому номинальному «якорю» использовался (постепенно расширяющийся) скользящий коридор, причем иногда в течение достаточно длительного времени (например, в Венгрии, Израиле, Польше и Чили).

Страны, которым удалось планомерно провести отход от курсовой привязки, как правило, вводили таргетирование инфляции в качестве альтернативного номинального «якоря» на длительную перспективу. Большая протяженность переходного периода отчасти отражала время, необходимое для создания необходимых институциональных и макроэкономических условий. Однако независимо от обеспечения предпосылок для полноценного таргетирования инфляции многие его элементы имеют важное значение для создания надежных основ денежно-кредитной политики. В частности, режим денежно-кредитной политики должен беспрекословно устанавливать приоритет стабильности цен перед другими задачами, предоставлять операционную независимость центральному банку, обеспечивать прозрачность денежно-кредитной политики и подотчетность за ее осуществление, демонстрировать достаточный потенциал для прогнозирования инфляции и гарантировать соответствие мер политики задаче сохранения стабильности цен. Кроме того, денежно-кредитная политика пользуется большим доверием, если она опирается на правило промежуточного таргетирования, ос-

нованное на прогнозах инфляции, и на официально установленный процесс разработки денежно-кредитной политики (например, регулярно проводимые заседания комитета по денежно-кредитной политике с последующим выпуском прес-релизов, а не специальные процедуры принятия решений и передачи сообщений).

### **Управление валютным риском**

В-четвертых, *страны должны ограничивать валютные риски во всех секторах экономики*. Нарращивание потенциала участников рынка по управлению этими рисками, а органов надзора — по их регулированию и контролю — занимает время и должно осуществляться в период действия режима курсовой привязки.

Финансовый кризис 1994 года в Мексике показал, как недостатки в управлении правительством ликвидностью в иностранной валюте могут вызвать валютный кризис. Аналогичным образом, кризис в Юго-Восточной Азии показал, как нехеджированные валютные займы корпоративного сектора могут привести к массивным убыткам для банков-кредиторов и резкому возрастанию спроса на иностранную валюту. Даже если банки обеспечивают сбалансированность обязательств и активов в иностранной валюте, использование краткосрочных внешних средств для финансирования долгосрочных кредитов в иностранной валюте нехеджированным заемщикам создает для банков крупные кредитные риски и риски нехватки ликвидности.

Комплексный анализ валютных рисков во всех секторах экономики и управление ими является ключевой мерой для всех стран, намеревающихся осуществить планомерный отход от валютной привязки. Оценка степени подверженности валютному риску, в свою очередь, требует детального анализа баланса, в центре внимания которого должна быть не только валютная структура статей, но и сроки погашения, ликвидность и кредитное качество валютных активов и обязательств.

Валютный риск присутствует и при режимах курсовой привязки, однако регулирование риска и управление им приобретает особое значение при режимах гибкого курса, подверженного ежедневным колебаниям. Управление валютным риском финансовыми организациями требует создания информационных систем для наблюдения за источниками риска, разработки бухгалтерских формул и методов перспективного анализа для измерения риска, а также выработки внутренних правил и процедур в отношении риска.

### **Сроки либерализации счета операций с капиталом**

Переходя к важнейшим вопросам политики, страны должны определить, когда им предпринимать либерализацию счетов операций с капиталом: до перехода к большей гибкости валютного курса или после него. Опыт стран с формирующимся рынком на протяжении последнего десятилетия указывает на риски, связанные с либерализацией счетов операций с капиталом до введения гибкого валютного курса. Многие страны были вынуждены отказаться от курсовой привязки после резкого изменения направленности потоков капитала в условиях открытых счетов операций с капиталом (Мексика в конце 1994 года, Таиланд в июле 1997 года и Бразилия в начале 1999 года). Другие, столкнувшись с сильным притоком капитала и повышательным давлением на курс в условиях курсовой привязки, были вынуждены перейти на гибкий валютный курс, чтобы избежать «перегрева» экономики (Чили и Польша в 1990-е годы). Таким образом, даже при благоприятных экономических условиях открытие счета операций с

Рисунок 3

## Планомерный переход

Применение поэтапного подхода при подготовке к введению режима плавающего валютного курса повышает вероятность успеха.



капиталом до введения гибкого валютного курса может дестабилизировать состояние внутренней ликвидности, породить макроэкономические диспропорции и вызвать спекулятивные атаки.

Однако даже если гибкий валютный курс принимается до открытия счета операций с капиталом, характер и структура либерализации счета операций с капиталом будет иметь макроэкономические последствия. Например, страны, открывающие счет операций с капиталом для притока средств, подвергаются риску возникновения избыточной ликвидности и роста кредитования. В более общем плане значительная асимметрия в степени открытости счета операций с капиталом может привести к завышению (или занижению) валютного курса относительно его долгосрочного равновесного значения. (Например, поскольку Китай более открыт к притоку, нежели к оттоку капитала, некоторые наблюдатели полагают, что имеющее место в настоящее время повышательное давление на юань можно устранить, допустив отток капитала.) Таким образом, переход к гибкому валютному курсу должен поддерживаться за счет постепенного устранения асимметрии в мобильности капитала для облегчения упорядоченной корректировки любой возможной несбалансированности валютных курсов.

### Темпы перехода

Страны должны также решить, какими темпами им следует вводить гибкий режим валютного курса. Постепенный подход означает принятие «дозированных» мер для перехода к свободно плавающему курсу — например, путем перехода от фиксированной привязки к одной валюте к фиксированной или скользящей привязке к корзине валют и далее к поэтапному расширяемому валютному коридору. Быстрый подход, напротив, требует меньшего числа промежуточных этапов или вообще их не требует.

Одним из главных определяющих факторов темпов перехода служит степень развития институтов и рынков. В отсутствие необходимых институтов и рынков стратегия *постепенного* перехода может быть более уместной, поскольку она позволяет сократить риск чрезмерной изменчивости валютного курса и ее потенциально отрицательного влияния на доверие со стороны рынка, инфляционные ожидания и состояние баланса. Такая стратегия также позволяет углубить валютный рынок благодаря взаимоусиливающему воздействию гибкости валютного курса и активности на валютном рынке.

Стратегия быстрого перехода предоставляет важные преимущества при условии, что созданы институциональные основы для применения плавающего валютного курса. При наличии сильных макроэкономических позиций и пруденциальной денежно-кредитной политики быстрый переход может более убедительно свидетельствовать о приверженности режиму гибкого валютного курса, чем постепенный подход. Он также обеспечивает большую дискреционность валютных интервенций: отсутствие обязательств соблюдать определенную траекторию или коридор валютных курсов позволяет центральному банку ограничить интервенции и сохранить валютные резервы.

Какова бы ни была стратегия перехода, каждый новый шаг должен быть направлен на создание двусторонних рисков

при изменении валютных курсов. Например, при установлении коридора необходимо, чтобы он был достаточно широким для обеспечения изменений курса в обоих направлениях относительно центрального паритета. Кроме того, важно корректировать уровень валютного курса, с тем чтобы гибкость, обеспечиваемая коридором, не была быстро исчерпана в результате возможной несбалансированности курсов. Переход к узкому коридору в условиях постоянного повышательного давления может привести к тому, что курс достигнет верхнего лимита, и органы денежно-кредитного регулирования будут вынуждены либо поддерживать курс в пределах коридора, либо расширять коридор. Частая корректировка коридора, в свою очередь, может отрицательно влиять на доверие рынка и приводить к спекулятивному давлению в целях расширения лимитов коридора. Эти вопросы приобретают дополнительную актуальность при большей открытости счета операций с капиталом.

Заблаговременная подготовка может повысить вероятность того, что стратегия перехода — поэтапная или быстрая — будет успешной. Разработка многих оперативных мер требует значительного времени, и страны должны начинать подготовительную работу до отказа от валютной привязки (см. рис. 3). Например, они могут обеспечить целый ряд предварительных условий: укрепить независимость центрального банка, увеличить потенциал прогнозирования инфляции, повысить степень прозрачности денежно-кредитной политики, создать системы информации по валютному риску и расширить информацию по динамике платежного баланса. На втором этапе возможно введение определенной гибкости валютного курса для стимулирования активности валютного рынка при одновременном развитии других областей деятельности. Политика интервенций может быть определена уже после того, как будет достигнута большая гибкость валютного курса. ■

*Руна Дуттагупта и Чем Карачадаг — экономисты Департамента стран Западного полушария МВФ, Гилда Фернандес — экономист Департамента денежно-кредитных и финансовых систем МВФ. Шого Ииши — начальник отдела Департамента стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ.*

*Настоящая статья основана на рабочем документе МВФ 04/126 «From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility» (От фиксированного к плавающему курсу: операционные аспекты перехода к гибкому валютному курсу), подготовленному Рупой Дуттагуптой, Гилдой Фернандес и Чемом Карачадагом.*