

Выбор режима обменного курса

Новый взгляд на старый вопрос: следует ли странам фиксировать курс, использовать плавающий курс или выбирать какой-либо промежуточный режим?

Атиш Р. Гюш и Джонатан Д. Остри

ВЕЧНЫЙ вопрос в области международной экономики, обсуждаемый как в академических кругах, так и в сфере политики, касается оптимального выбора режима обменного курса. После распада бреттонвудской системы в начале 1970-х годов и последующего принятия Второй поправки к Статьям соглашения МВФ страны-члены получили свободу использовать любой курсовой режим по своему выбору.

Однако поскольку страны более не обязаны поддерживать привязку своих валют в рамках системы, контролируемой МВФ, им требуется надежная основа для выбора режима, который бы в наибольшей степени отвечал их потребностям, независимо от того, будет ли это режим фиксированного курса, плавающий курс или один из промежуточных вариантов. За последнее десятилетие МВФ было проведено три крупных аналитических исследования о выборе странами тех или иных курсовых режимов — в 1999 году, в 2003 году и в 2009 году (Mussa et al., 2000; Rogoff et al., 2004; Ghosh, Ostry, and Tsangarides, готовится к публикации), — которые опираются на существующие эмпирические работы, проведенные как в рамках МВФ, так и за его пределами (Ghosh et al., 1997; Ghosh, Guide, and Wolf, 2003; Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2002; Reinhart and Rogoff, 2004). Эти исследования, проведенные в рамках мандата МВФ в области надзора, помогают государствам-членам составить лучшее представление о том, как их выбор режима обменного курса может сказаться на их собственной макроэкономической ситуации — инфляции, темпах роста, подверженности кризисам — и способствовать стабильности международной валютной системы.

Эволюция взглядов

На практике за последние приблизительно двадцать лет произошло существенное изменение представлений о том, какой курсовой режим является предпочтительным, особенно для развивающихся стран и стран с формирующимся рынком. В начале 1990-х годов была популярна привязка обменного курса к сильной валюте-якорю (часто доллару или немецкой марке), особенно в странах, осуществлявших переход от планового хозяйства к рынку и стремившихся стабилизировать свою экономику после проведенной на начальном этапе либерализации цен. Однако в 1990-х годах в странах с формирующимся рынком также наблюдался всплеск «кризисов в области операций с капиталом», характеризовавшихся резкой сменой направлен-



ности потоков капитала, что вело к резкому обвалу валют и подчеркивало непрочность таких режимов фиксированного курса.

К моменту проведения МВФ обзора курсовых режимов 1999 года было признано, что простые привязки характеризуются чрезмерной предрасположенностью к кризису и странам следует либо использовать «жесткие» привязки — в форме валютных союзов или механизмов валютного совета, — либо, наоборот, режим свободно плавающего курса, при котором стоимость национальной валюты определяется рынком без государственного вмешательства.

Эта так называемая биполярная рекомендация, ориентированная, прежде всего, на государства с формирующимся рынком и развивающиеся страны, в значительной мере отражала выбор, в пользу которого склонялись и страны с развитой экономикой. Многие из этих стран с развитой экономикой шли в сторону жесткой привязки в форме валютного союза — как в случае зоны евро, — в то время как другие поддерживали свободно плавающий курс своей валюты. При этом некоторым странам удалось одновременно использовать оба эти режима: страны блока евро используют жесткую привязку (валютный союз) своих валют относительно валют других стран-членов, но курс самого евро является свободно плавающим относительно валют третьих стран.

Однако для стран с формирующимся рынком биполярная рекомендация оказалась недолговечной. Крах жесткой привязки в Аргентине в 2002 году (где действовал механизм валютного совета, привязывавший эмиссию песо внутри страны к количеству имевшихся у центрального банка долларов) бросил тень сомнения на жесткую грань биполярной схемы.

Страх плавающего курса

В ходе проведенного в 2003 году обзора использовалась классификация фактических курсовых режимов, основанная на реальном поведении обменного курса, а не на том, какие формальные, или номинальные, обязательства принимал на себя центральный банк. Обзор 2003 года показал, что валютная привязка не давала странам с формирующимся рынком почти никаких выгод ни в области инфляции, ни темпов роста. Поскольку подобные режимы связаны с более высокой вероятностью валютных или финансовых кризисов, вывод проведенного обзора заключался в том, что странам с фор-

мирующим рынком, а также развивающимся странам по мере повышения степени их финансовой интеграции, следует вводить свободно плавающий обменный курс.

Однако на практике лишь немногие центральные банки проявили (или проявляют сейчас) готовность к тому, чтобы следовать такой политике нарочитого невнимания, поскольку они не могут безразлично относиться к курсу своей валюты. Когда курс национальной валюты снижается, официальные органы проявляют беспокойство как об импорте инфляции, так и о балансовых последствиях, которые могут испытать заемщики, получившие кредиты в иностранной валюте и неожиданно столкнувшиеся с неожиданным повышением стоимости обслуживания этого долга. С другой стороны, если курс валюты повышается, происходит снижение конкурентоспособности экспорта страны.

Описанная позиция была названа страхом плавающего курса, и она особенно характерна для государств с формирующимся рынком и развивающихся стран, где последствия резкого повышения или снижения обменного курса — или, в более общем случае, изменчивости курса — оказывают особенно пагубное влияние. Однако важно также отметить, что среди стран с развитой экономикой государства-члены зоны евро избегают изменчивости курсов валют за счет поддержания неизменно фиксированных курсов (в рамках валютного союза) со странами, с которыми они имеют наиболее глубокие экономические связи, например, в торговле.

В итоге получилось, что биполярная рекомендация отвергла промежуточные режимы (в том числе простую привязку), крах аргентинского механизма валютного совета привел к отказу от твердой привязки, который был одним из двух вариантов биполярной схемы, а на практике очень небольшое число стран оказались готовы к сдвигу в сторону второго варианта этой схемы, то есть свободно плавающего курса. И какой же режим следует использовать стране? Очевидно, настало время обратиться к этому вопросу со свежим взглядом.

Фактические результаты и обещания

Только что завершённый обзор, основанный на наборе данных по странам-членам МВФ за период с 1980 года по 2006 год, является самым исчерпывающим исследованием режимов обменных курсов. В нем не только анализируется влияние курсового режима на более широкий круг переменных (денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика, инфляция, темпы роста и изменчивость объема производства, внешняя торговля и потоки капитала, подверженность кризисам и адаптация к изменению внешних условий), чем в предыдущих обзорах, но также впервые в анализе используется классификация как по номинальным, так и по фактическим курсовым режимам.

За счет этого полученные выводы об относительных преимуществах различных курсовых режимов содержат больше тонких оттенков, чем выводы предыдущих обзоров.

Состояние инфляции

Имеются многочисленные свидетельства того, что в развивающихся странах и странах с формирующимся рынком *режимы с привязкой обменного курса ассоциируются с наилучшими показателями инфляции*. Единственным исключением является случай, когда привязка осуществляется по заниженному курсу и страна оказывается не в состоянии компенсировать чрезмерный рост денежной массы, имеющий место вследствие стойких профицитов счета текущих операций и происходящего вследствие этого накопления иностранных резервов; в подобных ситуациях (представляющих собой очень небольшую долю в общем наборе данных МВФ) привязки не сопровождаются выгодами в области инфляции.

Благоприятное влияние привязки обменного курса на инфляцию может показаться противоречащим выводам исследования 2003 года, согласно которым привязка курса не дава-

ла заметного положительного эффекта в области инфляции в странах с формирующимся рынком. Объяснение этого факта является простым и заключается в том, что в исследовании 2009 года использовались классификации как по номинально объявленному режиму, так и по фактически действующему, тогда как обзор 2003 года опирался только на классификацию по фактическим режимам. Значительная часть положительного влияния привязки на инфляцию обусловлена доверием, которое вызывает официальное обязательство центрального банка поддерживать валютный паритет, а не просто тем фактом, что он проводит валютные интервенции, или имеет место та или иная динамика обменного курса. Почти во всех случаях, когда центральный банк берет официальное обязательство поддерживать привязку обменного курса, он ее поддерживает. Иными словами, когда дело доходит до использования привязки обменного курса, слово почти никогда не расходится с делом. Обратная ситуация — фактическая привязка без формального обязательства ее поддерживать — является значительно более распространенной, но не дает тех же результатов в закреплении инфляционных ожиданий и снижении инфляции. За счет использования обеих классификаций, по номинальному и по фактически действующему режиму, в исследовании 2009 года удалось выявить подобные тонкости, которые оказались незамеченными в предыдущих обзорах.

Результаты в области роста

Показатели роста являются наилучшими в случае промежуточных курсовых режимов, то есть когда поддерживаются относительно устойчивые обменные курсы, но не вводится формальной привязки к одной валюте-якорю. Это в основном объясняется тем, что подобный режим является золотой серединой между привязкой и свободно плавающим курсом. Привязка курса связана с более низкой инфляцией, меньшей изменчивостью номинального и реального обменного курса и большей открытостью торговли, а все эти факторы связаны с более быстрым ростом. Однако привязка также вызывает опасность завышения обменного курса, что неблагоприятно сказывается на конкурентоспособности и ведет к снижению темпов роста.

По сравнению с валютной привязкой режимы плавающего курса связаны с меньшим риском завышения стоимости национальной валюты, но они и не обеспечивают низкой инфляции, уменьшения изменчивости или роста торговой интеграции.

Находясь между этими двумя полюсами, промежуточные режимы являются оптимальным компромиссом и сопровождаются ростом производства на душу населения примерно на половину процентного пункта в год выше, чем другие режимы (принимая во внимание прочие факторы, сказывающиеся на росте). Режимы с привязкой обменного курса сопровождаются более высокими показателями роста, чем режимы с плавающим курсом, но только в том случае, если им удастся избежать завышения реального курса и потери конкурентоспособности.

Торговые связи

Тот факт, что между странами в валютном союзе устанавливаются более глубокие торговые связи, является общеизвестным. Однако исследование 2009 года указывает на то, что сходные выгоды в области интеграции торговли создают и простые валютные привязки (и, хоть и в меньшей степени, даже промежуточные режимы). В названном исследовании также было обнаружено, что — не принимая во внимание случаи кризисов — потоки капитала при валютных привязках и промежуточных режимах, как правило, в большей степени выполняют задачу сглаживания потребления, чем потоки капитала в случае плавающего курса. Хотя этот последний вывод является менее четко определенным, одно из объяснений данного факта заключается в том, что более низкая изменчивость реального обменного курса при более жестких режимах способствует увеличению доли «стабильных» форм

потоков капитала, таких как прямые иностранные инвестиции, по сравнению с портфельными потоками «горячих денег». И в самом деле, мотивом для введения фиксированных обменных курсов и последующего создания валютного союза в Европе было как раз содействие расширению торговли и взаимных инвестиций между странами-участницами.

Некоторые компромиссы

Безусловно, нет режима без недостатков. Проведенные исследования обнаружили у более жестких курсовых режимов (с привязкой и промежуточных) три принципиальных недостатка.

Во-первых, такие режимы (особенно привязки) *серьезно ограничивают использование других мер макроэкономической политики*. Широко известно понятие «невозможного триединства», то есть тот факт, что нельзя одновременно поддерживать валютную привязку, открытый счет операций с капиталом и проводить независимую денежно-кредитную политику. Одним из поразительных результатов исследования 2009 года является то, что, по-видимому, это ограничение имеет место даже в странах с невысокой степенью открытости счета операций с капиталом, которые проводят масштабную стерилизацию потоков резервных средств в рамках валютной привязки. Еще один неожиданный вывод заключается в том, что возможности антициклической налогово-бюджетной политики — заключающейся в сокращении налогов и повышении государственных расходов для противодействия экономическому спаду и обратных действиях в противоположной ситуации — также оказываются в значительной степени ограниченными при режиме с привязкой обменного курса. Вероятно, это объясняется связью потоков капитала с состоянием делового цикла в большинстве стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. Страны с валютной привязкой имеют более ограниченный потенциал для проведения антициклических бюджетных мер, поскольку экспансионистская налогово-бюджетная политика во время спада может привести к потере доверия и подтолкнуть еще больший отток капитала, что создаст угрозу жизнеспособности привязки. Таким образом, хотя введение привязки обменного курса служит полезным инструментом принятия определенных обязательств центральным банком, что закрепляет ожидания за счет повышения дисциплины в проведении политики, оно одновременно ограничивает возможности ответных мер в случае макроэкономических потрясений.

Во-вторых, исследования как 1999-го, так и 2003 года показали, что валютные привязки (и промежуточные режимы) *связаны с более высокой подверженностью валютным и финансовым кризисам*, в частности, долговым кризисам, внезапным остановкам притока капитала и банковским кризисам. Последнее исследование подтверждает эти результаты, особенно в отношении развивающихся стран и стран с формирующимся рынком, имеющих более открытые счета операций с капиталом. Однако еще одним его выводом является то, что кредитные бумы, в том числе заканчивающиеся кризисом, имеют почти равную вероятность возникновения как в странах с плавающим курсом, так и в условиях валютной привязки и промежуточных режимов. Аналогичным образом, в исследовании делается вывод, что риск кризиса роста (резкого падения темпов роста по любой причине) не коррелирован с курсовым режимом. Таким образом, за использование режимов с более жестким обменным курсом приходится расплачиваться повышенной подверженностью кризисам. Однако и страны с плавающим курсом не полностью от них застрахованы, что было в достаточной мере продемонстрировано текущим глобальным кризисом с эпицентром в странах с плавающим курсом.

В-третьих, валютная привязка и промежуточные курсовые режимы *препятствуют своевременной адаптации к меняющимся внешним условиям*. В случае наличия дефицита более жесткие режимы связаны с более крупными дефицитами, ко-

торые сворачиваются более резко, и, в виду того что реальный обменный курс не адаптируется к изменению ситуации, они оказывают более заметное влияние на объем производства и экономическую активность, чем дефициты в условиях более гибких курсовых режимов. Если страна имеет профицит, то эти режимы связаны с более крупными и очень стойкими профицитами, которые в случае их достаточно большой совокупной величины могут сказываться на стабильности общей международной валютной системы.

Итоги

В отличие от предыдущих обзоров, текущее исследование обнаруживает наличие принципиальных компромиссов в выборе режима обменного курса. Режимы, являющиеся более жесткими, помогают странам закрепить инфляционные ожидания, поддерживают рост объема производства и способствуют более глубокой экономической интеграции. Однако они также накладывают ограничения на использование мер макроэкономической политики, повышают подверженность кризисам и препятствуют внешней адаптации. Этот компромисс иллюстрируется недавним опытом стран Европы с формирующимся рынком. Хотя многие из стран с менее гибкими режимами демонстрировали высокие темпы роста в годы, предшествовавшие текущему кризису, они также накопили крупные внешние дисбалансы, повышавшие их уязвимость перед лицом резких и разрушительных корректирующих сдвигов и ограничивавшие их возможности проведения антициклической макроэкономической политики.

По своей сути результаты проведенного МВФ в 2009 году обзора и обнаруженные в ходе этой работы компромиссы должны:

- способствовать достижению большей сбалансированности в обсуждениях того, какие курсовые режимы являются адекватными для каких стран,
- дать МВФ дополнительную свободу учитывать индивидуальные обстоятельства стран при разработке рекомендаций в области экономической политики для конкретных стран и
- предоставить богатую информацию и эмпирические результаты, помогающие 186 странам-членам МВФ делать более информированный выбор оптимальных для них режимов обменного курса. ■

Атиш Р. Гош — начальник Отдела по системным вопросам, а Джонатан Д. Остри — заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.

Литература:

- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf, 1997, "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?" NBER Working Paper 5874 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, and Holger Wolf, 2002, Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Charalambos Tsangarides, forthcoming, Toward a Stable System of Exchange Rates, IMF Occasional Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2003, "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes," American Economic Review, Vol. 93, No. 4, pp. 1173–93.
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, and Andrew Berg, 2000, Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, IMF Occasional Paper 193 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," The Quarterly Journal of Economics, Vol. 19, No. 1, pp. 1–48.
- Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, 2004, Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, IMF Occasional Paper 229 (Washington: International Monetary Fund).