

# МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ РОЛЬ РЕЖИМА ВАЛЮТНОГО КУРСА

А.В. Холопов

Московский государственный институт международных отношений (университет)  
МИД России. 119454, Россия, Москва, пр.Вернадского, 76.

*После развала бреттон-вудской системы одно из ключевых решений, которое должно принимать любое правительство – выбор режима валютного курса. Фиксировать валютный курс или позволить ему свободно плавать и формироваться под воздействием рынка – очень важный вопрос для страны, поскольку режим валютного курса оказывает существенное воздействие на различные аспекты функционирования национальной экономики. В статье анализируются макроэкономические последствия использования различных режимов валютного курса.*

*В современных условиях в разных странах применяются различные режимы валютного курса – от жесткой фиксации до свободно плавающих курсов. При этом режимы, официально объявленные правительством (режимы де-юре), часто отличаются от используемых на практике (режимов де-факто). Свободно плавающие валютные курсы применяются главным образом развитыми странами (включая страны зоны евро). Традиционный выбор развивающихся стран и стран с формирующимся рынком – фиксированный валютный курс и промежуточные режимы, когда валютный курс может регулироваться центральным банком.*

*Фиксированный валютный курс служит для экономики "номинальным якорем" и дисциплинирующим фактором, не давая центральному банку бесконтрольно увеличивать денежную массу. Это позволяет существенно снизить темпы инфляции. Кроме того, фиксированный валютный курс способствует росту двусторонней торговли со страной валюты фиксации.*

*В то же время фиксированный валютный курс ограничивает возможности проведения независимой денежно-кредитной политики. В соответствии с так называемой трилеммой, страна должна отказаться от одной из следующих трех целей: открытые рынки капиталов, фиксированный валютный курс и независимая денежно-кредитная политика. Использование плавающего валютного курса позволяет стране проводить независимую денежно-кредитную политику, однако результатом бюджетно-налоговой политики в этом случае может стать нежелательное изменение реального валютного курса, особенно в случае высокой международной мобильности капитала.*

**Ключевые слова:** Режим валютного курса, фиксированный валютный курс, плавающий валютный курс, валютное управление, «номинальный якорь», трилемма, денежно-кредитная политика, макроэкономическая политика в открытой экономике.

Валютный курс, являясь одним из важнейших макроэкономических индикаторов, оказывает большое влияние на многие экономические процессы. Ключевые макроэкономические показатели – от темпов инфляции до состояния государственного бюджета – прямо или косвенно испытывают на себе последствия изменения валютного курса, как номинального, так и реального. От уровня и динамики валютного курса зависит конкурентоспособность национальных товаров на мировых рынках, объемы экспорта и импорта. Валютный курс воздействует также на направления международных потоков капитала. Решение о вложении капитала в активы той или иной страны принимается исходя из ожидаемой реальной прибыли на инвестируемый капитал, которая зависит от процентной ставки и ожидаемых изменений валютного курса. Динамика валютного курса, степень и частота его колебаний в конечном итоге являются показателями экономической и политической стабильности страны. Поэтому валютный курс неизбежно становится и объектом, и инструментом макроэкономической политики.

Роль, которую играет валютный курс в функционировании экономической системы, а также его место в системе мер макроэкономического регулирования во многом зависит от того, какой режим валютного курса выбирает страна.

Режим валютного курса, безусловно, не является нейтральным элементом экономической системы. Многочисленные исследования указывают на возможность проявления определенных тенденций в развитии экономики в зависимости от применяемого страной режима валютного курса.

Если после Второй мировой войны в рамках Бреттон-Вудской валютной системы страны-члены Международного валютного фонда были обязаны поддерживать фактически фиксированные курсы валют, то с середины 1970-х гг. в соответствии с Ямайским соглашением членам МВФ предоставлена свобода выбора в проведении валютной политики. Страны могут выбирать различные варианты режима валютного курса – от жестко фиксированного до свободно плавающего – в зависимости от тех задач, которые стоят в данное время перед экономикой.

Разнообразие используемых на практике режимов валютного курса настолько велико, что МВФ сталкивается с серьезными трудностями, пытаясь их классифицировать, и периодически

пересматривает свои подходы к решению этого вопроса<sup>1</sup>. Проблема усложняется еще и тем, что фактически используемый страной режим валютного курса зачастую отличается от официально заявленного. В научных исследованиях и в официальных публикациях МВФ прочно закрепились такие понятия, как режим *де-факто* и режим *де-юре*. Более того, и на практике не всегда легко определить, является ли валютный курс фиксированным или плавающим, тем более, что в последние десятилетия широкое распространение получили различного рода промежуточные (гибридные) виды валютного курса («валютный коридор», «скользящая фиксация» и т.д.).

Сложность определения фактически используемого режима валютного курса заключается в том, что, с одной стороны, лишь небольшое число стран сохраняют действительно фиксированные курсы на протяжении продолжительного периода времени. Многие страны, которые официально объявили о фиксации валютного курса, либо устанавливают довольно широкий коридор для его колебаний, либо часто пересматривают этот зафиксированный уровень<sup>2</sup>. С другой стороны, официально объявленные плавающие обменные курсы часто на практике активно регулируются центральным банком. Исследователи отмечают, что большинство развивающихся стран, заявивших об использовании режима свободно плавающего валютного курса, на самом деле широко применяют интервенции на валютном рынке, опасаясь, что чрезмерная волатильность курса может спровоцировать полномасштабный кризис на валютном рынке с негативными последствиями для всей экономики.<sup>3</sup> Поэтому подход к анализу режима валютного курса с позиции *де-факто* предполагает необходимость дополнительного рассмотрения некоторых переменных (в частности, изменения валютных резервов или фактической динамики курса), чтобы определить, какой же режим валютного курса действительно используется.

С 2009 г. МВФ использует следующую классификацию режимов валютного курса [7, pp.1, 68–71]:

1) *Курсовой режим без самостоятельного (национального) платежного средства (Exchange arrangement with no separate legal tender)*. В качестве единственного законного платежного средства страна использует валюту другого государства (формальная долларизация).

<sup>1</sup> Начиная с 1973 г. Международный валютный фонд пять раз пересматривал классификацию используемых на практике режимов валютного курса [1, p.31–32].

<sup>2</sup> Американские ученые М. Обстфельд и К. Рогофф положили начало дискуссии о несоответствии режимов валютного курса *де-юре* и *де-факто* статьей с красноречивым названием «Мираж фиксированных валютных курсов» [2]. В результате этой продолжающейся дискуссии кроме официальной классификации валютных режимов, применяемой МВФ, в экономической литературе активно используются альтернативные классификации, предлагаемые разными исследователями (см. напр. [3] и [4]). Соответствие этих альтернативных классификаций реальным процессам в сфере регулирования валютных курсов, в свою очередь, стало предметом широкого обсуждения (см. напр. [5]).

<sup>3</sup> В экономической литературе такая политика получила название «боязнь плавания» [6].

2) *Валютное управление, или валютный совет (Currency board arrangement)*. Денежные власти принимают на себя обязательство обмена национальной валюты на иностранную валюту по фиксированному курсу, которое закрепляется на законодательном уровне. Денежная база полностью обеспечивается золотовалютными резервами, а центральный банк теряет функции денежно-кредитного регулятора и кредитора последней инстанции.

3) *Обычные режимы фиксированного курса (Conventional peg)*. Страна формально или неофициально привязывает свою валюту к валюте другой страны или к корзине валют. Корзина состоит из валют главных внешнеторговых или финансовых партнеров, веса в ней задаются исходя из географического распределения торговли товарами и услугами, а также движения капитала. Состав корзины может быть стандартизирован, как в случае с СДР. Валютный курс колеблется в рамках узкого диапазона в  $\pm 1\%$  от центрального паритета или же разница между максимальным и минимальным значениями курса не должна превышать  $2\%$  по крайней мере в течение шести месяцев.

4) *Фиксированный курс в рамках горизонтального коридора (Pegged exchange rate within horizontal bands)*. Валютный курс свободно колеблется в диапазоне  $\pm 1\%$  и более от центрального паритета или же разница между максимальным и минимальным значениями курса превышает  $2\%$ .

5) *Стабилизированный курс (Stabilized arrangement)* напоминает традиционный механизм фиксированного курса, однако диапазон колебаний валютного курса не должен превышать  $\pm 2\%$  в течение шести и более месяцев.

6) *Скользящая фиксация (Crawling peg)*. Валютный курс периодически корректируется на небольшую величину по отношению к якорной валюте или корзине валют. Размер корректировки может быть фиксированным либо обуславливаться количественными индикаторами (разницей в темпах инфляции по сравнению с основными внешнеторговыми партнерами, разницей между целевой и прогнозной инфляцией и др.).

7) *Режимы, подобные скользящей фиксации (Crawl-like arrangement)*. Допустима волатильность номинального курса в пределах узкого коридора  $\pm 2\%$  по отношению к сложившемуся тренду за период 6 месяцев или более. Минимальные изменения обменного курса обычно больше, чем при режиме стабилизированного курса.

8) *Плавающий курс (Floating rate)*. Валютный курс определяется главным образом рын-

ком без предустановленного диапазона колебаний или без заданного целевого значения курса. Денежные власти с помощью прямых или косвенных интервенций могут воздействовать на валютный курс с целью предотвращения его чрезмерных колебаний. Направление и частота коррекции валютного курса определяются состоянием платежного баланса страны, объемом золотовалютных резервов, конъюнктурой валютного рынка и т. д.

9) *Свободно плавающий курс (Free floating rate)*. Валютный курс определяется рынком, интервенции могут проводиться только в исключительных случаях и не более трех раз в течение 6 месяцев, каждая продолжительностью не более трех рабочих дней.

10) *Прочие режимы управляемого курса (Other managed arrangement)*. К этой категории относятся все остальные режимы обменного курса, в частности, те, которым свойственны частые изменения.

Нетрудно заметить, что между некоторыми режимами валютного курса реальные различия весьма незначительны. Поэтому сам Международный валютный фонд в аналитических целях группирует режимы по типам:

- жесткая фиксация (*Hard peg*): формальная долларизация и валютное управление;
- плавающие режимы (*Floating regimes*);
- мягкая фиксация (*Soft peg*): традиционная фиксация, скользящая привязка и подобные ей режимы, валютный коридор, стабилизированный курс.<sup>4</sup>

После развала бреттон-вудской системы фиксированных паритетов произошли заметные изменения в структуре используемых разными странами режимов обменных курсов валют. В середине 1970-х гг. большинство стран (более 70%) продолжало фиксировать курсы своих валют по отношению к основным мировым валютам (главным образом, доллару США и французскому франку) или по отношению к корзине валют. Это объяснялось тем, что многие страны, прежде всего, развивающиеся, ограничивали конвертируемость своих валют по текущим операциям, и потому привязывали их курс (явно или неявно) к свободно конвертируемым валютам. Для того чтобы валютный курс мог быть плавающим, необходим свободный валютный рынок, а это становится возможным только при введении конвертируемости валюты по текущим операциям.

Однако с конца 1970-х гг. многие страны стали переходить от жесткой фиксации валютного курса к более гибким режимам. В 1990-е гг. более 40% стран-членов МВФ уже использова-

<sup>4</sup> Обратим внимание, что в экономической литературе при характеристике промежуточных режимов, объединяющих в себе черты как плавающего, так и фиксированного валютного курса, иногда используют понятие "грязное плавание" ("dirty float") в отличие от "чистого плавания" ("clean float"), когда определение валютного курса происходит на рынке без вмешательства центрального банка. Кроме того, в последние годы для характеристики таких режимов валютного курса, которые ближе к фиксированному, появился новый термин – "жесткое плавание" ("hard float").

Используемые режимы валютного курса (% стран-членов МВФ)

Режимы	2008	2014
<b>Жесткая фиксация</b>	<b>12,2</b>	<b>13,1</b>
отсутствие самостоятельного платежного средства	5,3	6,8
валютное управление	6,9	6,3
<b>Мягкая фиксация</b>	<b>39,9</b>	<b>43,5</b>
обычная фиксация	22,3	23,0
стабилизированный курс	12,8	11,1
скользящая фиксация и подобные ей режимы	3,8	8,9
горизонтальный коридор	1,1	0,5
<b>Плавающие режимы</b>	<b>39,9</b>	<b>34,0</b>
плавающий курс	20,2	18,8
свободно плавающий курс	19,7	15,2
<b>Прочие управляемые режимы</b>	<b>8,0</b>	<b>9,4</b>

Источник: [7, р. 8].

ли плавающий валютный курс, а доля стран с фиксированным курсом составляла лишь около 25% [8]. В настоящее время уже большинство стран использует различные модификации гибкого валютного курса, хотя за последние годы наметилась тенденция сокращения числа стран, применяющих плавающие режимы (см. табл. 1).

Конечно, сам по себе процент стран, использующих тот или иной режим валютного курса, еще мало что говорит о реальной роли этих режимов в развитии мирового хозяйства, поскольку среди членов МВФ много стран небольших по масштабам их экономики и степени влияния на систему современных международных экономических отношений. Поэтому целесообразно выделить, в каких группах стран преимущественно используются различные режимы.

Использование иностранной валюты в качестве законного платежного средства либо имеет исторические причины, либо является вынужденной мерой. Например, американский доллар во внутреннем обращении используют такие страны, как Панама и Сальвадор, исторически и экономически тесно связанные с США, а также Зимбабве, пережившая в последние годы жесткую гиперинфляцию, в результате которой было полностью потеряно доверие и к экономической политике правительства, и к национальной валюте. Понятно, что фактическая долларизация резко ограничивает возможности правительства проведения самостоятельной политики и ставит страну в зависимое положение.

Режим "валютного управления" представляет собой однозначное обязательство осуществлять без ограничений продажу и покупку по фиксированному валютному курсу денежных обязательств центрального банка. Это означа-

ет, что при использовании этого режима валютного курса центральный банк утрачивает существенную часть своих функций и не может предоставлять кредиты правительству и банковской системе. Обязательство производить обмен денежных средств на иностранную валюту по фиксированному курсу требует наличия у центрального банка достаточных валютных резервов для выполнения этого обязательства. Следовательно, его валютные резервы должны быть, по крайней мере, равны его денежным обязательствам (денежной базе), а значит, центральный банк может выпускать деньги в обращение лишь в той мере, в какой эмиссия обеспечена резервами иностранной валюты.

Режим «валютного управления» в 1950-1960-х гг. использовался довольно часто, но затем его популярность стала падать<sup>5</sup>. Длительное время «валютное управление» рассматривалось как своего рода атавизм, пережиток эпохи колониализма, когда исторически и экономически у страны сохранялась сильная зависимость от валюты бывшей метрополии. Кроме того, считалось, что этот режим валютного курса может быть работоспособным только в весьма специфических условиях небольших открытых экономик, например, расположенных на островах<sup>6</sup>.

Интерес к "валютному управлению" как средству макроэкономической стабилизации резко возрос в начале 1990-х гг., когда в такой крупной стране, как Аргентина с помощью этого режима валютного курса удалось быстро подавить гиперинфляцию и стабилизировать экономику. Затем Эстония и Литва, привязав свои только что введенные в обращение валюты к немецкой марке и американскому доллару соответственно, успешно осуществили финансовую

<sup>5</sup> В 1960-х гг. эта система валютного курса применялась в 38 странах, в 1970-х гг. их число сократилось до 20, а в конце 1990-х гг. система "валютного управления" функционировала в 14 странах [9, р.42].

<sup>6</sup> Действительно, среди стран, продолжающих использовать систему "валютного управления" в настоящее время преобладают небольшие островные государства Карибского региона, члены Восточно-Карибского валютного союза (Антигуа и Барбуда, Гренада, Доминика, Сент-Винсент и Гренадины и др.). Эти страны используют единую валюту – восточно-карибский доллар, курс которого зафиксирован по отношению к доллару США. Кроме того, режим "валютного управления" в течение длительного времени используют такие небольшие открытые экономики, как Гонконг и Бруней.

стабилизацию. Во второй половине 1990-х гг. к ним присоединились Болгария и Босния и Герцеговина, зафиксировавшие курс своих валют по отношению к немецкой марке.<sup>7</sup>

Каковы макроэкономические условия успешного использования режима «валютного управления»? Во-первых, запрет на предоставление центральным банком кредитов правительству требует проведения жесткой бюджетной политики. Во-вторых, ограниченность ресурсов центрального банка для выполнения функции кредитора последней инстанции означает, что банковская система должна быть устойчивой и способной функционировать без обычно практикуемых кредитов коммерческим банкам. В-третьих, обязательство в отношении фиксации валютного курса должно рассматриваться как долговременное. Для этого необходимо, чтобы заработная плата и цены были гибкими, а рынки труда были достаточно конкурентными.

Как показывает опыт, использование режима "валютного управления" позволяет быстро и существенно улучшить макроэкономические показатели. Темпы инфляции, как правило, заметно снижаются. Это обусловлено не столько жесткой фиксацией валютного курса как таковой, сколько более низкими темпами роста денежной массы (поскольку они напрямую связаны с увеличением валютных резервов) и меньшими размерами дефицита государственного бюджета относительно ВВП (поскольку у государства нет возможности прибегать к монетизации бюджетного дефицита). Кроме того, в странах, использовавших "валютное управление" в течение длительного периода времени, наблюдались более высокие темпы экономического роста, что можно объяснить благотворным влиянием стабильности финансовой и денежной системы и доверия к экономической политике правительства на инвестиционный климат. [10, p.12]

Хотя, выполняя функцию «номинального якоря», режим «валютного управления» способствует стабильности цен, однако на какой-то период времени уровень инфляции в силу инерции инфляционных ожиданий или растущего спроса может оставаться на более высоком уровне, чем в стране, к валюте которой осуществляется привязка. В этих условиях существует опасность роста реального валютного курса и возникновения серьезного финансового кризиса, особенно если страна имеет значительный внешний долг. Повышение реального валютного курса приводит к снижению доходов от экспорта и росту импорта. В результате подрывается устойчивость валютных резервов центрального банка, на которых базируется вся система «валютного

управления». Все более обременительным для государства становится обслуживание внешнего долга, и ему приходится прибегать к новым кредитам, еще более увеличивая, таким образом, свою задолженность. Возникает реальная угроза дефолта, что быстро осознают иностранные инвесторы, которые начинают выводить капиталы из страны. Обрушиваются валютный и фондовый рынки. Центральный банк стремительно теряет валютные резервы и уже не может поддерживать фиксированный курс национальной валюты. Граждане страны, опасаясь угрозы девальвации, начинают изымать свои банковские вклады, создавая угрозу банкротства крупнейших банков. Примерно по такому сценарию и развивался острейший финансовый кризис в Аргентине в 2001-2002 гг.

В целом, если принять во внимание наличие жестких предварительных условий и сопутствующих рисков, очевидно, что «валютное управление» подходит не для всех стран и не для всех обстоятельств.

Использование различных вариантов фиксированного валютного курса (режимов мягкой фиксации) характерно в современных условиях практически только для развивающихся стран и стран с формирующимся рынком<sup>8</sup>. Значительное число стран, продолжающих использовать фиксированный валютный курс по отношению к одной валюте, делают это в связи с участием в различных валютных союзах.

Выбор валюты для фиксации валютного курса имеет существенное значение. Если, например, США используют режим свободно плавающего курса, то привязка к доллару фактически делает курс данной валюты также плавающим по отношению к другим валютам. Колебания курса доллара могут привести к нежелательным изменениям эффективного валютного курса и, соответственно, к ухудшению условий торговли с другими странами. Чтобы избежать этой опасности, некоторые страны стали фиксировать валютный курс по отношению к корзине валют, минимизируя негативное воздействие, которое оказывали на их экономику резкие колебания курсов основных мировых валют.

В 1990-х гг. становится очевидным, что выбор валюты привязки все в большей степени определяется уже не историческими, а экономическими факторами. Так, в настоящее время среди стран, фиксирующих курс своей валюты по отношению к доллару США, преобладают страны Карибского бассейна, тесно связанные с США экономически, и нефтедобывающие страны, что можно объяснить традиционным использованием доллара в качестве основной валюты контрактов на рынке нефти. В целом, как

<sup>7</sup> В настоящее время Эстония и Литва вошли в зону евро, а Болгария и Босния и Герцеговина продолжают использовать режим "валютного управления", привязав свои валюты к евро.

<sup>8</sup> Исключение составляют только Сингапур, использующий режим стабилизированного курса по отношению к корзине валют, а также Дания и Швейцария, которые, не являясь формально членами зоны евро, фиксируют курсы своих валют по отношению к единой европейской валюте.

## ■ Мировая экономика

показывают исследования, при решении вопроса, валюту какой страны выбрать для фиксации, главную роль играют объемы торговли с этой страной или со странами, использующими ту же валюту для привязки курсов своих валют [11]. Важно подчеркнуть, что выбор фиксированного курса в свою очередь способствует существенному росту торгового оборота с этими странами [1].

Каковы макроэкономические последствия использования фиксированного валютного курса? Как показывает опыт развивающихся стран и стран с формирующимся рынком, фиксированный валютный курс может успешно использоваться в качестве «номинального якоря» в борьбе с инфляцией, то есть являться ориентиром при разработке других макроэкономических показателей в программах стабилизации.

Более низкие темпы инфляции, которые ассоциируются с режимом фиксированного валютного курса, во многих случаях являются следствием большей дисциплины, которую налагает этот режим на макроэкономическую политику, проводимую правительством и центральным банком. Но для того, чтобы валютный курс мог успешно выполнять роль дисциплинирующего фактора, денежно-кредитная политика должна быть согласована с требованиями фиксации валютного курса. Это ограничивает возможности правительства финансировать бюджетный дефицит через сеньораж. Дефицит бюджета должен в этом случае финансироваться через продажу ценных бумаг или сокращаться путем увеличения налогов или уменьшения государственных расходов.

Однако, с одной стороны, финансирование дефицита через выпуск ценных бумаг может способствовать повышению процентной ставки, а это, в свою очередь, создает стимулы для притока капиталов в страну и, соответственно, затрудняет поддержание фиксированного валютного курса. С другой стороны, увеличение налогов имеет свои границы, по крайней мере, в краткосрочной перспективе, а сокращение государственных расходов может иметь неблагоприятные макроэкономические или социальные последствия. Поэтому, чтобы фиксация валютного курса действительно имела своим результатом снижение темпов инфляции, бюджетно-налоговая политика также должна соответствовать поставленным целям.

Другими словами, успех в борьбе с инфляцией зависит не от режима фиксированного валютного курса как такового, а от проведения жесткой и скоординированной макроэкономической политики. А режим валютного курса как бы связывает руки правительству и повышает доверие к его обязательству снизить инфляцию.

Обратим внимание, что фиксация курса по отношению к одной валюте (валюте фиксации) фактически привязывает экономику данной страны к экономике страны валюты фиксации. Соответственно, изменения макроэкономических показателей в одной стране начинают оказывать влияние на экономику другой страны. Исходя из теории непокрытого процентного паритета, в условиях открытой экономики ставка процента в данной стране должна равняться ставке процента в стране валюты фиксации плюс ожидаемый темп обесценения валюты, курс которой фиксируется. Другими словами, чтобы удержать фиксированный валютный курс, должен выдерживаться паритет процентных ставок в этих двух странах. Но в этом случае через механизм фиксированного валютного курса процессы, происходящие в экономике страны валюты фиксации, могут оказывать неблагоприятное воздействие на другие страны. Так, эмпирические исследования показали, что при повышении в стране валюты фиксации процентной ставки на 1 процентный пункт темпы экономического роста в стране, которая привязала курс своей валюты, в среднем понижаются на 0,1–0,2% [12].

Понятно, что экономические процессы в стране, зафиксировавшей курс своей валюты, и в стране валюты фиксации не могут происходить абсолютно синхронно. Следовательно, для поддержания фиксированного валютного курса центральному банку неизбежно придется осуществлять валютные интервенции. Это приводит к изменению валютных резервов центрального банка и денежной базы, а значит и к изменению предложения денег. От предложения денег зависят и процентная ставка, и общая величина совокупного спроса. Другими словами, действия центрального банка по поддержанию необходимого уровня валютного курса равнозначны проведению вынужденной денежно-кредитной политики, направление которой может не соответствовать текущим и перспективным потребностям национальной экономики.

Чтобы разорвать эту нежелательную связь между политикой по поддержанию фиксированного валютного курса и изменением денежной массы, центральный банк может проводить политику стерилизации (стерилизованных валютных интервенций)<sup>9</sup>. Вместе с тем, важно подчеркнуть, что политика стерилизации в любом случае является лишь временной мерой. Если центральный банк хочет не допустить девальвации национальной валюты, расходует свои резервы и при этом проводит стерилизацию, увеличивая внутреннее кредитование, то причины обесценения валюты не устраняются, а возросшие ликвидные ресурсы коммерческих банков могут очень быстро оказаться на валют-

<sup>9</sup> Суть политики стерилизации заключается в том, чтобы параллельно с изменением валютных резервов (иностраных активов) производить в обратном направлении изменения и в величине внутренних активов центрального банка – объемах кредитования правительства и коммерческих банков.

ном рынке, что еще больше усилит неустойчивость национальной валюты. В этом случае стерилизованные интервенции ускоряют расходование валютных резервов, которые рано или поздно будут исчерпаны. Если центральный банк, наоборот, хочет избежать ревальвации валюты и через стерилизованные интервенции увеличивает свои резервы, то одновременно сокращаются его внутренние активы.

Таким образом, очевидно, что использование фиксированного валютного курса оказывает значительное воздействие на экономику страны, в частности, серьезно затрудняя проведение внутренней макроэкономической политики.

В современных условиях все возрастающее влияние на макроэкономические последствия выбора режима валютного курса оказывает международная мобильность капиталов. Степень мобильности капиталов зависит, прежде всего, от развитости финансового рынка в данной стране и наличия валютных ограничений (мер, регламентирующих операции с национальной и иностранной валютой).

При значительной степени международной мобильности капитала практически невозможным становится поддержание фиксированного номинального валютного курса в течение сколько-нибудь продолжительного периода времени, если рынок считает этот валютный курс завышенным и ожидает девальвации. Такие ожидания финансовых рынков неизбежно приводят к оттоку капитала и, следовательно, к возникновению проблем с платежным балансом, если только не удастся увеличить в достаточной степени внутренние процентные ставки. Однако при масштабном оттоке капиталов из страны ужесточение внутренней кредитно-денежной политики для поддержания валютного курса должно быть очень серьезным, что само по себе ставит пределы для использования процентной ставки как инструмента восстановления равновесия платежного баланса. Другими словами, при негативных рыночных ожиданиях корректировка номинального валютного курса (девальвация) должна быть произведена быстро. Если правительство задерживается с принятием соответствующих решений, то рынок сам вынуждает его сделать это, усиливая спекулятивное давление на обменный курс и провоцируя валютный кризис.

Таким образом, фиксированный валютный курс в условиях высокой мобильности капитала может поддерживаться лишь в том случае, если рынок считает, что он может быть удержан на этом фиксированном уровне. Из этого следует, что наличие международной мобильности капитала ставит во главу угла проблему доверия ко всему пакету мер макроэкономической

политики, необходимых для поддержания требуемого уровня валютного курса. И чем выше степень международной мобильности капитала, тем труднее поддерживать фиксированный обменный курс,

Говоря о проблемах, порожаемых использованием фиксированного валютного курса, нельзя не упомянуть про знаменитую трилемму, или «невозможную триаду»<sup>10</sup>. Согласно этой трилемме, страна должна отказаться от одной из следующих трех целей: открытые рынки капиталов, независимая денежно-кредитная политика и фиксированный валютный курс. Одновременное достижение всех трех целей невозможно.

В современных условиях трудно себе представить сколько-нибудь развитую страну, которая добровольно изолировала бы себя от мировых финансовых рынков, введя жесткие валютные ограничения. Поэтому на практике трилемма превращается в дилемму: если страна хочет использовать жесткую фиксацию курса валюты, она должна отказаться от возможности использовать денежно-кредитную политику для решения своих макроэкономических задач. Дело в том, что любые попытки центрального банка изменить количество денег в обращении меняют уровень процентной ставки, что приводит к изменению межстрановых потоков капитала и нарушению равновесия на валютном рынке. Для поддержания фиксированного валютного курса центральный банк вынужден проводить интервенции и, таким образом, воздействовать на величину денежной массы в обратном направлении.

Чем выше степень международной мобильности капитала, тем более жесткой становится эта дилемма между фиксированным валютным курсом и самостоятельной денежно-кредитной политикой и, следовательно, тем больше стимулов к использованию различных вариантов гибкого валютного курса.

За последние 30 лет в целом значительно выросло число стран, использующих различные варианты гибкого валютного курса. Эти режимы могут официально называться по-разному, но следует подчеркнуть, что случаи, когда валютный курс определяется только рынком (т.е. является свободно плавающим) в развивающихся странах и в странах с формирующимся рынком весьма редки в силу как институциональных, так и структурных причин<sup>11</sup>. Таким образом, использование действительно свободно плавающего курса характерно сегодня лишь для промышленно развитых стран (включая страны зоны евро). В большинстве случаев, если страна объявила об использовании гибкого валютного курса, его уровень на практике устанавливается при активном участии центрального банка.

<sup>10</sup> Термин «трилемма» ввели в научный оборот известные американские исследователи М. Обстфельд и А. Тэйлор [13], хотя вывод о «невозможной триаде» вытекает из макроэкономической модели Манделла-Флеминга, разработанной в конце 1960-х гг.

<sup>11</sup> Из стран этой группы свободно плавающий курс используют лишь Мексика, Польша, Чили и Сомали.

---

## ■ Мировая экономика

---

Все более широкое использование гибкого валютного курса объясняется целым рядом факторов. Во-первых, для многих стран в последние десятилетия XX в. серьезной проблемой стали высокие темпы инфляции. Быстрый рост цен приводит к существенному повышению реального валютного курса. В этой ситуации, чтобы не допустить значительного ухудшения конкурентоспособности национальной экономики, необходимо идти на быстрое обесценение валюты. Если использовать режим фиксированного валютного курса, то неизбежными становятся частые и значительные девальвации национальной валюты. Однако решение о девальвации, как правило, имеет для правительства нежелательные политические последствия (как свидетельство неспособности поддерживать объявленный обменный курс), в то время как режим гибкого валютного курса позволяет в известной степени маскировать действительное обесценение валюты, объясняя его действием стихийных рыночных сил. Для характеристики режима валютного курса в подобных случаях в экономической литературе иногда используется термин не «свободно плавающий», а «свободно падающий» (*freely falling*), чтобы отличать такой режим от ситуации в большинстве промышленно развитых стран, где валютный курс является плавающим, но, как правило, достаточно стабильным [14, р. 5].

Во-вторых, усилению тенденции перехода к гибким режимам валютного курса способствует в последние годы возрастающая международная мобильность капитала. Значительные межстрановые переливы капитала усиливают нестабильность валютных рынков, нарушают внешнее равновесие и порождают серьезные проблемы с платежным балансом. В этих условиях для поддержания стабильности на валютном рынке центральный банк должен обладать крупными резервами для проведения необходимых интервенций.

Безусловно, растущее предпочтение, которое многие страны делают в пользу большей гибкости валютного курса, связано и с общей тенденцией к либерализации, сокращению внешнеторговых и валютных ограничений, формированию более открытой экономики.

Вместе с тем, большинство развивающихся стран и стран с формирующимся рынком пока не готово к использованию режима свободно плавающего валютного курса. Финансовые рынки в этих странах недостаточно развиты, а валютные рынки невелики по объему и количеству участников. В таких условиях неустойчивость валютного рынка легко переходит в неуправляемость, когда даже небольшое число сделок порождает исключительно сильные краткосрочные колебания валютного курса. Это вызывает потребность в проведении центральным банком корректирующей политики, чтобы избежать чрезмерной волатильности обменных курсов.

Выше отмечалось, что фиксированный валютный курс способствует снижению темпов инфляции, играя роль дисциплинирующего фактора и повышая доверие к политике правительства. Вместе с тем, и это важно подчеркнуть, эффект дисциплины и доверия совершенно не обязательно будет больше при фиксированном валютном курсе, чем при гибком. И при фиксированном валютном курсе правительство может иметь несбалансированный бюджет, передвигая его инфляционные последствия на будущее путем расходования валютных резервов или увеличения внешней задолженности. В таком случае правительство как бы скрывает на время болезненное состояние экономики. Характерен в этом смысле пример некоторых стран зоны евро, прежде всего, Греции и Португалии, в которых использование самой жесткой формы фиксации валютного курса (отказ от собственной денежной единицы) не стало дисциплинирующим фактором при проведении бюджетной политики. В результате хронического дефицита бюджета сформировался огромный государственный долг, неспособность обслуживания которого привела к тяжелому экономическому кризису. Невозможность изменить валютный курс еще больше обострила ситуацию [15].

При плавающем валютном курсе инфляционные последствия несбалансированности государственных финансов проявляются быстрее через изменения валютного курса и цен. Поэтому режим гибкого валютного курса делает результаты деятельности правительства более открытыми и, следовательно, может также оказывать дисциплинирующее воздействие на экономическую политику, при условии, конечно, что рынки адекватно реагируют на складывающуюся ситуацию.

Режим гибкого валютного курса может обеспечивать и достаточное доверие к политике правительства, поскольку корректировка в этом случае происходит путем хорошо заметных изменений валютного курса, тогда как при фиксированном курсе она осуществляется через сокращение валютных резервов и увеличение внешнего долга, которые не всегда легко отслеживать, особенно если политика правительства и отчетность центрального банка являются недостаточно открытыми.

Как уже было показано, фиксированный валютный курс способствует росту внешней торговли, по крайней мере со страной валюты фиксации. Однако на конкурентоспособность национальной экономики оказывает влияние реальный валютный курс, который зависит не только от номинального курса, но и от темпов инфляции. Если курс фиксируется, а инфляция в данной стране выше, чем в странах-торговых партнерах, то фиксированный валютный курс не помогает, а, скорее, мешает увеличению экспорта, поскольку реальный курс растет. Вместе с тем, хотя для стран, использующих гибкий обменный курс, обычно характерны более высокие



темпы инфляции, однако темпы номинального обесценения валюты могут быть выше, что приводит к снижению реального валютного курса и, следовательно, повышению конкурентоспособности отечественных производителей. Другими словами, может наблюдаться положительная корреляция между гибкостью валютного курса, уровнем инфляции и улучшением внешней конкурентоспособности экономики.

Преимущество гибких режимов валютного курса заключается в том, что они позволяют преодолеть ограничения, налагаемые трилеммой, и как бы развязывают руки центральному банку при проведении целенаправленной денежно-кредитной политики. При этом, однако, у бюджетно-налоговой политики появляются неприятные макроэкономические последствия, снижающие ее эффективность. Рост государственных расходов обычно приводит к повы-

шению процентной ставки. Если финансовые рынки открыты, то рост доходности активов на внутреннем финансовом рынке способствует притоку капитала и, соответственно, повышению валютного курса, что неблагоприятно сказывается на торговом балансе страны.

В целом, можно сделать вывод, что используемый режим валютного курса, не предопределяя жестко результаты развития экономики, может способствовать или, наоборот, препятствовать достижению некоторых важнейших целей макроэкономической политики. Поэтому выбор режима валютного курса должен быть скоординирован как с возможностью использования других инструментов макроэкономической политики, так и с целями, которые ставит перед собой государство при проведении такой политики.

### Список литературы

1. Klein M.W., Shambaugh J.C. Exchange Rate Regimes in the Modern Era. – The MIT Press, 2010. – 253 p.
2. Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates // Journal of Economic Perspectives. 1995, Vol. 9, No.4. – P. 73-96.
3. Babula A., Ötoker-Robe I. The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies / International Monetary Fund. Working Paper WP/02/155. – Washington D.C., September 2002. – 45 p.
4. Reinhart C., Rogoff K. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," Quarterly Journal of Economics, 2004, No. 119(1), p. 1–48.
5. Eichengreen H., Razo-Garcia R. How Reliable are De Facto Exchange Rate Regime Classifications? / NBER Working Paper 17318. October 2011. 40 p.
6. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // Quarterly Journal of Economics. 2002, Vol. 117, No.2. – P. 379-408.
7. International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, D.C. – October 2014.
8. Fischer S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? // Journal of Economic Perspectives. 2001, Vol. 50, No.2. P.3-24.
9. Enoch Ch., Gulde A.-M. Are Currency Boards A Cure for All Monetary Problems? // Finance and Development, December 1998. P. 40–43.
10. Ghosh A.R., Gulde A.-M., Wolf H.C.. Currency Boards: The Ultimate Fix? / IMF. Working Paper WP/98/8. – Washington D.C., 1998. 22 p.
11. Meissner C., Oomes N. Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice. / IMF. Working Paper WP/08/132. – Washington D.C., May 2008. 45 p.
12. Giovanni J., Shambaugh J. The Impact of Foreign Interest Rates on the Economy: The Role of the Exchange Rate Regime. IMF Working Paper WP/06/37. – Washington D.C., February 2006. 44 p.
13. Obstfeld M., Taylor A. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run. / NBER Working Paper 5960, March 1997. – 60 p.
14. Reinhart C., Rogoff K. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation / NBER Working Paper 8963. – Cambridge, Mass., 2002. – 104 p.
15. Холопов А.В. Дилемма макроэкономической политики в условиях открытой экономики // Вестник МГИМО-Университета. – 2013. – № 2. – С. 120–126.

### Об авторе

**Холопов Анатолий Васильевич** – д.э.н., профессор, декан факультета международных экономических отношений МГИМО МИД РФ. E-mail: akholopov@mgimo.ru.

## MACROECONOMIC IMPLICATIONS OF THE EXCHANGE RATE REGIME

A.V. Kholopov

Moscow State Institute of International Relations (University), 76 Prospect Vernadskogo, Moscow, 119454, Russia.

**Abstract:** *After the collapse of the Bretton Woods system one of the key economic decisions facing any government is its choice of exchange rate regime. Whether to fix the exchange rate or let it float and be determined by the market – is a very important question for many countries because the exchange rate regime can have significant impacts on a variety of aspects of the economy. The article analyzes the macroeconomic implications of different exchange rate regimes.*

*The modern era includes a wide variety of exchange rate regime experiences across countries – from hard peg to free floating. But regimes declared by the government (de jure regimes) often differ from those used in practice (de facto regimes). Free floating regime is used mostly by advanced economies (including euro area). The traditional choice of emerging and developing economies – fixed exchange rate and intermediate regimes, when exchange rate can be managed by central bank.*

*Fixing the exchange rate may provide a "nominal anchor" for the economy to help discipline the central bank from printing too much money. This leads to significantly lower inflation rate in pegged countries. In addition pegging promotes an expansion of bilateral trade with the base country. But at the same time fixed exchange rate limits monetary policy independence. The policy trilemma states that the government of a country can choose no more than two of three policy options: free capital mobility, fixed exchange rates, and domestic monetary autonomy. Using floating exchange rate allows a country to pursue independent monetary policy, but fiscal policy can result in an undesirable change of the real exchange rate, especially when international capital mobility is high.*

**Key words:** exchange rate regime, fixed exchange rate, floating exchange rate, currency board, "nominal anchor", monetary policy, trilemma, macroeconomic policy in an open economy.

### References

1. Klein M.W., Shambaugh J.C. Exchange Rate Regimes in the Modern Era. – The MIT Press, 2010. – 253 p.
2. Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates // Journal of Economic Perspectives. 1995, Vol. 9, No.4. – P. 73-96.
3. Babula A., Ötoker-Robe I. The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies / International Monetary Fund. Working Paper WP/02/155. – Washington D.C., September 2002. – 45 p.
4. Reinhart C., Rogoff K. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," Quarterly Journal of Economics, 2004, No. 119(1), p. 1–48.
5. Eichengreen H., Razo-Garcia R. How Reliable are De Facto Exchange Rate Regime Classifications? / NBER Working Paper 17318. October 2011. 40 p.
6. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // Quarterly Journal of Economics. 2002, Vol. 117, No.2. – P. 379-408.
7. International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, D.C. – October 2014.
8. Fischer S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? // Journal of Economic Perspectives. 2001, Vol. 50, No.2. P.3-24.
9. Enoch Ch., Gulde A.-M. Are Currency Boards A Cure for All Monetary Problems? // Finance and Development, December 1998. P. 40–43.
10. Ghosh A.R., Gulde A.-M., Wolf H.C.. Currency Boards: The Ultimate Fix? / IMF. Working Paper WP/98/8. – Washington D.C., 1998. 22 p.
11. Meissner C., Oomes N. Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice. / IMF. Working Paper WP/08/132. – Washington D.C., May 2008. 45 p.
12. Giovanni J., Shambaugh J. The Impact of Foreign Interest Rates on the Economy: The Role of the Exchange Rate Regime. IMF Working Paper WP/06/37. – Washington D.C., February 2006. 44 p.
13. Obstfeld M., Taylor A. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run. / NBER Working Paper 5960, March 1997. – 60 p.
14. Reinhart C., Rogoff K. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation / NBER Working Paper 8963. – Cambridge, Mass., 2002. – 104 p.

15. Kholopov A/V/ Dilemma makroekonomicheskoy politiki v usloviyakh otkrytoy ekonomiki // Vestnik MGIMO-Universiteta. – 2013. - № 2. – P. 120–126.

**About the author**

**Anatoly V. Kholopov** – Doctor of Economics, Professor, Dean of the School of International Economic Relations MGIMO (University) of the MFA of the Russian Federation. E-mail: akholopov@mgimo.ru.