

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА КАК РЕЖИМ СОВРЕМЕННОЙ ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ: ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ

© 2013 Шахнович Рувим Михайлович

кандидат экономических наук, доцент

Сибирский университет потребительской кооперации, г. Новосибирск

E-mail: rusha@online.nsk.su

Проведен анализ одного из основных режимов современной денежной политики - режима таргетирования валютного курса. Показаны его преимущества и недостатки, дополнительные риски и возможности при применении этого режима развивающимися странами и странами с переходной экономикой.

Ключевые слова: денежная политика, таргетирование валютного курса, валютное правление.

В экономической литературе довольно длительное время шла дискуссия о целях денежной политики, которую в значительной степени можно свести к вопросу о том, что является главной целью денежной политики - поддержание стабильного уровня цен (низкого уровня инфляции) или обеспечение максимального уровня занятости и объема выпуска¹.

Однако следует признать, что в последние годы в данной дискуссии сложился некий консенсус, в соответствии с которым важнейшей целью денежной политики признано обеспечение стабильности цен².

Необходимым элементом успешной денежной политики является номинальный якорь, который представляет собой некоторое условие, ограничивающее изменение стоимости национальной валюты. С практической точки зрения это помогает обеспечить стабильность цен, поскольку непосредственно способствует сдерживанию инфляционных ожиданий.

В зависимости от типа номинального якоря традиционно выделяются четыре базовых режима денежной политики: таргетирование валютного курса, таргетирование денежной массы, таргетирование инфляции (инфляционное таргетирование) и денежная политика с неявно определенными целями (неявным номинальным якорем)³. В данной статье рассматривается лишь первый из них. Причиной для этого является не только тот факт, что таргетирование валютного курса исторически наиболее древний режим денежной политики, но, главным образом, то, что денежная политика России, хотя и относится к режиму с неявным номинальным якорем, использует не-

сколько номинальных якорей, однако одним из них и, пожалуй, наиболее важным является валютный курс.

Первоначально таргетирование валютного курса принимало форму привязки стоимости национальной валюты к золоту - золотого стандарта. Впоследствии таргетирование валютного курса, как способ поддержания стабильности цен, проявлялось в режимах фиксированного валютного курса, предполагавших привязку стоимости национальной валюты к стоимости валюты большой страны с низкой инфляцией. Другая возможность состояла в том, что вместо привязки валюты к валюте другой страны страна принимает систему изменяемого фиксированного валютного курса, при котором ее валюта обесценивается настолько, насколько у нее будет выше инфляция по сравнению со страной, к валюте которой осуществляется привязка.

Таргетирование валютного курса имеет ряд преимуществ. Во-первых, номинальный якорь целевого показателя валютного курса фиксирует темп инфляции для торгуемых товаров и таким образом содействует непосредственному контролю над инфляцией. Во-вторых, если существует доверие к целевому показателю валютного курса, это привязывает инфляционные ожидания к темпу инфляции в той стране, к валюте которой привязана национальная валюта. В-третьих, таргетирование валютного курса обеспечивает автоматическое правило для проведения денежной политики. В соответствии с этим правилом денежная политика становится более жесткой, когда возникает тенденция к обесценению национальной валюты, или, напротив, ослабляется, ког-

да возникает тенденция к повышению курса национальной валюты. Таким образом, при осуществлении денежной политики центральный банк не имеет той неограниченной свободы, которая может привести к чрезмерной экспансионистской политике с целью достижения каких-либо успехов в росте уровня занятости. Наконец, в-четвертых, таргетирование валютного курса обладает важным преимуществом простоты и ясности, что делает этот режим вполне понятным для общественности.

Наиболее жестким и строгим вариантом таргетирования валютного курса является валютное правление (*currency board*), требующее, чтобы денежные власти были готовы обменивать национальную валюту на иностранную по определенному фиксированному курсу, когда бы это ни потребовалось. Для того чтобы соответствовать этим требованиям, как правило, необходимо иметь иностранные резервы, покрывающие объем национальной валюты более чем на 100 %, и не позволять денежным властям никакой свободы действий.

Однако, несмотря на столь заметные положительные черты, присущие режиму таргетирования валютного курса, этот режим, как показывает мировой опыт, порождает и серьезные проблемы. Во-первых, существование целевого ориентира валютного курса приводит к потере независимости денежной политики. При межстрановой мобильности капитала таргетирование валютного курса вызывает привязку процентных ставок к процентным ставкам страны-«якоря». В этом случае теряется возможность использовать денежную политику, чтобы реагировать на внутренние шоки, которые происходят независимо от шоков в стране, к валюте которой осуществлена привязка. Более того, при использовании данного режима денежной политики шоки будут непосредственно передаваться в страну, осуществляющую политику таргетирования валютного курса, поскольку изменения в процентных ставках за границей (в стране-«якоре») будут приводить к изменениям национальных процентных ставок.

Вторая проблема, связанная с таргетированием валютного курса, заключается в том, что этот режим оставляет страны, его применяющие, открытыми для спекулятивных атак на их валюты⁴. Проведение страной-«якорем» жесткой денежной политики означает, что страны, осуществляющие привязку своей валюты, подвергаются

негативному шоку спроса, который приводит к снижению темпов экономического роста и росту безработицы.

Опыт развитых стран показывает, что, во-первых, установление целевого ориентира валютного курса еще не гарантирует, что эта идея будет реализовываться твердо и последовательно; во-вторых, издержки снижения темпов экономического роста вследствие использования режима таргетирования валютного курса в сочетании с потерей возможности проведения независимой денежной политики могут оказаться очень высокими.

Последствия таргетирования валютного курса для развивающихся стран и для стран с переходной экономикой могут быть менее ясными, поскольку потери этих стран и при проведении независимой денежной политики могут оказаться довольно значительными. Последнее объясняется тем, что в данных странах слабо развиты многие политические и экономические институты, которые позволяют успешно использовать дискреционную денежную политику; более того, в подобной ситуации проведение независимой денежной политики может привести к тому, что потери окажутся значительно больше, нежели выгоды. В такой ситуации для развивающихся стран может оказаться меньшим злом привязать свою денежную политику к какой-либо крупной стране, например США, или к еврозоне через таргетирование валютного курса, нежели проводить свою собственную денежную политику.

Вместе с тем использование режима таргетирования валютного курса в развивающихся странах имеет еще один существенный недостаток, который делает его очень опасным для данной группы стран. Таргетирование валютного курса подрывает финансовую устойчивость экономики и делает весьма возможным возникновение полномасштабного валютного кризиса, который может оказаться весьма разрушительным⁵.

Особенностью многих развивающихся стран является то, что, не будучи уверенными в устойчивости национальной валюты, экономические агенты (банки, нефинансовые организации и государство) считают, что намного проще и надежнее выпускать долговые бумаги, номинированные в иностранной валюте. Введение режима таргетирования валютного курса может еще больше стимулировать экономических агентов действовать подобным образом.

Однако если при режиме таргетирования валютного курса наблюдается обесценение национальной валюты, то оно происходит скачкообразно, поскольку предполагает девальвацию. В большинстве развитых стран девальвация имеет относительно небольшое влияние на положение экономических агентов, поскольку их долги выражены в национальной валюте. Более того, девальвация может стимулировать экономическую активность.

В развивающихся странах при долговых контрактах, выраженных в иностранной валюте, девальвация национальной валюты приводит к возрастанию долгового бремени экономических агентов. Вместе с тем, поскольку активы обычно выражены в национальной валюте, не происходит одновременного роста активов, следовательно, девальвация приводит к существенному ухудшению балансов и уменьшению собственного капитала предприятия, что, в свою очередь, означает сокращение эффективного обеспечения и снижение защиты кредиторов. В результате они уменьшают кредитование, что ведет к снижению инвестиций и экономической активности. Обесценение национальной валюты может привести и к ухудшению баланса банковского сектора. В развивающихся странах банки обычно имеют много выраженных в иностранной валюте краткосрочных обязательств, которые значительно дорожают после обесценения национальной валюты. Если при этом возникшие проблемы приводят к неплатежеспособности фирм и домашних хозяйств, то это также означает потери в активах банковских балансов.

Еще одна опасность использования таргетирования валютного курса в развивающихся странах состоит в том, что хотя первоначально таргетирование валютного курса является успешным средством снижения инфляции, однако успешная спекулятивная атака может привести к восстановлению инфляции. Поскольку многие развивающиеся страны уже переживали периоды высокой или неустойчивой инфляции, крайне маловероятно, что их центральные банки имеют репутацию последовательных борцов с инфляцией. Следовательно, резкое обесценение национальной валюты после спекулятивных атак может немедленно привести к давлению на цены и к значительному росту как фактической, так и ожидаемой инфляции. Более того, даже при небольшом падении курса национальной валюты именно при таргетировании валютного курса на-

блюдается наиболее значительный эффект переноса - повышения цен вследствие обесценения национальной валюты⁶.

Наконец, третья потенциальная опасность, вытекающая из таргетирования валютного курса, связана с тем, что, обеспечивая большую стабильность стоимости национальной валюты, этот режим снижает потенциальный риск для иностранных инвесторов и стимулирует приток капитала. Такой приток капитала мог бы быть направлен в производственные инвестиции и стимулировать тем самым экономический рост. Однако в действительности дополнительный приток капитала в развивающиеся страны, как правило, устремляется в банковский сектор. В такой ситуации при слабом банковском надзоре создаются условия для кредитного бума, что приводит к значительным потерям займов и ухудшению банковских балансов.

Еще один недостаток режима таргетирования валютного курса состоит в том, что его использование ослабляет ответственность людей, проводящих экономическую политику. Особенно это касается развивающихся стран. Последнее объясняется тем, что исчезает важный сигнал, который может помочь противодействовать чрезмерно экспансионистскому характеру денежной политики. Таким сигналом являются цены долгосрочных облигаций. В случае возникновения опасности сверхэкспансионистской денежной политики возникают опасения инфляции, и цены долгосрочных облигаций обваливаются, и долгосрочные процентные ставки устремляются вверх. Так происходит в развитых странах, однако во многих развивающихся странах рынок долгосрочных облигаций не существует, и в них лишь ежедневные колебания валютного курса могут дать аналогичный предупреждающий сигнал. Таким образом, валютный рынок может как оказывать сдерживающее влияние на действия центрального банка, так и ослаблять политическое давление на центральный банк с целью добиться проведения экспансионистской политики.

В подобной ситуации чрезмерно экспансионистская денежная политика долго остается незамеченной зачастую, пока не становится слишком поздно после того, как уже произошла успешная спекулятивная атака на валюту. Эта проблема, связанная с недостаточной ответственностью центрального банка при проведении режима таргетирования валютного курса, особенно остра в

развивающихся странах, где информация о деятельности центрального банка не очень доступна общественности.

В таком случае проблема повышения ответственности за поддержание выбранного ориентира валютного курса может быть решена путем введения валютного правления. Это, несомненно, более сильное обязательство по сравнению с обычной фиксацией валютного курса, однако валютное правление лучше способно предотвращать спекулятивные атаки на национальную валюту, нежели временная фиксация валютного курса, хотя и оно создает свои проблемы.

При осуществлении валютного правления центральный банк не контролирует денежную политику, поэтому трудно препятствовать проведению жесткой денежной политики. Более того, поскольку валютное правление не позволяет центральному банку создавать деньги и кредитовать другие банки, оно ограничивает способности центрального банка выступать в качестве кредитора последней инстанции, и, следовательно, для борьбы с возможным банковским кризисом должны использоваться другие средства.

Вместе с тем, несмотря на проблемы, порождаемые валютным правлением, оно может оказаться единственным способом для того, чтобы сломать сложившуюся в обществе “инфляционную” психологию и изменить ситуацию так, чтобы она не вела к новым кругам высокой инфляции. Таким образом, введение валютного правления могло бы быть необходимым шагом для контроля над инфляцией в странах, где нужны очень сильные “дисциплинирующие” меры для правительства и центрального банка.

В целом, можно сказать, что для тех стран, где политические и денежные институты особенно слабы⁷ и существует опасность гиперинфляции, таргетирование валютного курса может оказаться единственным способом разрушить устойчивость инфляционных ожиданий и стабилизировать экономику. В такой ситуации таргетирование валютного курса представляет собой последний ресурс стабилизационной политики и наилучшим способом его осуществления явилось бы валютное правление, в котором устанавливается жесткая фиксация валютного курса и существует полная прозрачность денежной политики, по-

скольку все действия центрального банка становятся автоматическими.

Последнее подтверждается и опытом использования режима таргетирования валютного курса в странах с переходной экономикой: на начальном этапе экономических преобразований многие страны использовали этот режим в качестве инструмента для макроэкономической стабилизации: Белоруссия, Болгария, Босния и Герцеговина, Венгрия, Латвия, Литва, Македония, Польша, Румыния, Чехия, Эстония.

Впоследствии многие страны из указанной группы перешли к более гибким режимам денежной политики - к таргетированию инфляции - либо, дополнив контроль за валютным курсом, еще каким-либо номинальным якорем оказались в группе стран без явно выраженного единственного номинального якоря. Однако до настоящего времени этот режим используется в Болгарии, Боснии и Герцеговине, Латвии, Литве и Македонии. Эстония использовала данный режим вплоть до перехода к евро в 2011 г., такой же путь завершает Латвия, переходящая к евро с 1 января 2014 г.

¹ Goodfriend M., King R.G. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // NBER Macroeconomic Manual 1997. Cambridge, 1997.

² Inflation Targeting in Practice Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies / Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone and Sergio Werlang eds. International Monetary Fund, 2000.

³ Mishkin F.S. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes // NBER Working Paper. 1999. № 7044.

⁴ Впервые на это обстоятельство было обращено внимание в: Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates // J. of Economic Perspectives. 1995. Vol. 9. № 4.

⁵ Mishkin F.S. The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers // Maintaining Financial Stability in a Global Economy. Kansas City, 1997.

⁶ Коршченко К.Н. О влиянии курсовых эффектов валютной политики на инфляцию // Экономические науки. 2006. № 2.

⁷ Интересная оценка институциональной среды, сложившейся в России, дана в: Мещеров А.В. Российская экономика: развитие рыночных институтов и институтов денежного хозяйства в нерыночной среде // Экономические науки. 2010. № 7. С. 210. Она представляется вполне справедливой и для многих других республик бывшего СССР.

Поступила в редакцию 06.06.2013 г.