

ДИСКУССИОННЫЙ КЛУБ

И. Нестеров, С. Сутырин

Режим валютного курса: перспективы трансформации

В статье анализируются перспективы реформирования мировой валютной системы. Основной акцент сделан на проблеме выбора режима валютного курса как инструмента эффективной национальной внешнеэкономической политики. Авторы приходят к выводу, что коллективный выбор странами режима фиксированного валютного курса может стать ключевым элементом повышения стабильности мировой валютной системы. Однако для реализации данного плана требуются не только определенные экономические предпосылки, но и политическая воля договаривающихся стран.

Ключевые слова: реформа мировой валютной системы, режим валютного курса, непокрытый паритет процентных ставок, внутреннее и внешнее равновесие, трилемма Манделла—Флеминга.

JEL: E42, F31, O24.

Финансовые кризисы и дискуссия о реформировании мировой валютной системы

Последствия глобального экономического кризиса 2008—2009 гг. проявились во всех сферах мировой экономики. Низкие темпы экономического роста, угроза дефляционных процессов, высокий уровень безработицы продолжают угрожать социальной и политической стабильности многих государств. При этом переход к политике «нулевых процентных ставок» фактически оставил в арсенале монетарных властей развитых стран один эффективный инструмент — валютный курс. Это во многом усилило волатильность на мировом валютном рынке.

Стремясь решить свои внутренние экономические проблемы, многие страны девальвировали национальные денежные единицы, чтобы создать дополнительные преимущества на международных рынках для отечественных компаний. Очевидно, что подобные действия вызывают негативную реакцию со стороны других участников международных экономических отношений, побуждая их принимать ответные меры.

Нестеров Игорь Олегович (igor_nesterov@inbox.ru), к. э. н., доцент кафедры мировой экономики Санкт-Петербургского государственного университета (СПбГУ) (Санкт-Петербург); *Сутырин Сергей Феликсович* (s.sutyurin@hotmail.com), д. э. н., проф., завкафедрой мировой экономики СПбГУ (Санкт-Петербург).

Подобное «перекладывание проблем» с одной национальной экономики на другую, с подачи бывшего министра финансов Бразилии Г. Монтега в 2010 г., получило название «валютные войны». Современные «валютные войны», или более строго — конкурентные девальвации, обострили дискуссию об эффективности функционирования мировой валютной системы (МВС). Однако если в 1990-е годы основной акцент в публикациях, посвященных поиску путей реформирования МВС, делался на большей либерализации валютно-кредитных отношений — эти концепции еще в конце прошлого века Дж. Сорос (1999) метко назвал «рыночным фундаментализмом»; данную точку зрения разделяет и нобелевский лауреат Дж. Стиглиц (Stiglitz, 2016), — то сегодняшние идеи ее преобразования существенно отличаются от их прежнего набора.

Такое изменение характера дискуссии было во многом вызвано участвовавшими валютными кризисами, а также растущей амплитудой колебаний валютных курсов в последние десятилетия. Главным аргументом сторонников использования режимов плавающего валютного курса со второй половины 1970-х годов было стремление получить новый эффективный инструмент, который повысил бы стабильность функционирования национальных и мировой экономических систем. На деле плавающие валютные курсы сами стали источником повышенной нестабильности.

Так, в период с 1985 по 2013 г. имели место 123 эпизода значительных девальваций валют (Leaven, Valencia, 2013). В октябрьском докладе 2015 г. о состоянии мировой экономики МВФ отмечал существенное превышение колебаний валютных курсов над средними историческими значениями (IMF, 2015). За последние 8 лет, начиная с осени 2008 г., в России произошли три масштабные девальвации рубля.

Анализ современных подходов к реформированию МВС показывает, что они преимущественно концентрируются на масштабах и, в еще большей мере, на структуре международных резервов, которым отводится роль своего рода «подушки безопасности» на случай нестабильности. При обсуждении вопросов диверсификации и трансформации структуры международных резервов, в частности, предлагается:

- снизить роль доллара США, который со времен Бреттон-Вудских соглашений обладает «чрезмерной привилегией»¹ (см.: Eichengreen, 2013; Canzoneri et al., 2013) в мировой валютной системе;
- повысить роль юаня, включив его в корзину СДР (см.: The Economist, 2015; Ruogu, 2015);
- активизировать роль СДР, расширив их выпуск, и увеличить масштабы заимствований по линии МВФ (см., например: UN, 2009; Zhou, 2009; IMF, 2011a; 2011b; 2016a).

Отметим, что часть указанных рекомендаций постепенно реализуется на практике (так, юань включен в корзину СДР в октябре 2016 г.). Однако, как показывает статистика валютных кризисов, стабильность мировой валютной системы от этого кардинально не повысилась.

¹ Exorbitant privilege (англ. «чрезмерная привилегия») — термин, который часто ошибочно приписывают Шарлю де Голлю, постоянно критиковавшему особый статус американской валюты, закрепленный Бреттон-Вудскими соглашениями 1944 г. На самом деле это сказал в 1965 г. тогда министр финансов и будущий президент Франции Валери Жескар д'Эстан.

Теория и практика использования режима плавающего валютного курса

В ходе дискуссий, которые велись в академических кругах на рубеже XX—XXI вв., мало внимания уделялось вопросу о режиме валютного курса. Практически не подвергался сомнению и критике режим свободного плавания с характерными для него отсутствием четких международных правил и определяющей ролью финансовых рынков.

Вместе с тем последние исследования показывают, что страны, которые используют механизм плавающего валютного курса, не могут быть полностью уверены в защите национальной экономики от внешних финансовых шоков (см., например: Gertler, Karadi, 2011; Bruno, Shin, 2015; Rey, 2015; Obstfeld, 2015). Более того, как утверждают эксперты МВФ, игнорирование местными монетарными властями резких колебаний валютного курса может дорого обойтись отечественной экономике (IMF, 2016a). В 2011 г. под эгидой ЮНКТАД было опубликовано исследование П. Бофингера, в котором автор утверждал, что центральным элементом реформирования МВС должен стать именно выбор адекватного режима валютного курса (Bofinger, 2011). К сожалению, указанная статья не получила широкого освещения в отечественных академических изданиях. Вместе с тем представляется полезным переосмыслить предложенные немецким экономистом пути модернизации мировой валютной системы и попытаться проанализировать перспективы практической реализации сформулированных им мер.

Напомним, что преимущества свободно плавающего валютного курса в теоретическом плане фактически базируются на представлении о том, что в средне- и долгосрочной перспективе обменные курсы определяются в рамках концепции относительного паритета покупательной способности (ППС). Согласно этой концепции, межстрановая разница в уровнях инфляции выступает основным фактором изменения обменных курсов, поэтому реальный обменный курс остается постоянным. Если предположить, что в среднесрочной перспективе разница в уровнях инфляции двух стран отражает различия в уровнях их номинальных процентных ставок, то система свободного плавания будет одновременно базироваться и на концепции непокрытого паритета процентных ставок (НППС², uncovered interest rate parity — UIP). В соответствии с определяемым ею условием равновесия международ-

² Концепция НППС основана на предположении о том, что в условиях абсолютной трансграничной мобильности капитала и гомогенности финансовых активов в двух экономиках существующая разница в номинальных процентных ставках должна быть уравновешена будущим изменением обменных курсов денежных единиц этих стран. Такая идеальная ситуация на мировом финансовом рынке не создает для собственников капитала возможности процентного арбитража от инвестиций в финансовые активы, номинированные в разных валютах. Согласно этой теории, если годовая доходность депозитов, например в России, составляет 10,5%, а в США — 2%, то в течение года курс российской национальной валюты по отношению к доллару США должен подешеветь на 8,5%, тем самым ликвидировав возможность получать дополнительный доход от вложений иностранных инвесторов в российские активы. Сама концепция НППС базируется на монетаристском подходе, который объясняет долгосрочное изменение процентных ставок в национальных экономиках ожидаемым изменением уровня инфляции.

ных финансовых рынков валюта страны с более высокой номинальной процентной ставкой будет обесцениваться по сравнению с валютой страны с более низкой ставкой. В такой системе координат просто нет ни необходимости, ни возможности для операций, проводимых на валютном рынке центральным банком.

Другим ключевым элементом дискуссии по вопросу об альтернативных режимах валютного курса традиционно служит концепция «невозможной троицы», базирующаяся на выводах модели Манделла—Флеминга. В соответствии с ней в условиях открытой экономики одновременно могут быть успешно реализованы только две из трех целей:

- проведение автономной монетарной политики;
- поддержание режима фиксированного обменного курса;
- обеспечение международной мобильности капитала.

Иными словами, из трилеммы Манделла—Флеминга следует, что в условиях либерализации трансграничного движения капиталов денежно-кредитная политика государства может быть эффективной только при плавающем курсе национальной валюты.

Вместе с тем реалии последних десятилетий наглядно свидетельствуют о том, что, в отличие от теории, на практике многие страны фактически проводили политику активных интервенций на валютном рынке, не вводя при этом официально режим фиксированного курса национальной денежной единицы. Подтверждением тому может служить резкое увеличение валютных резервов, значительно превосходящее пределы, устанавливаемые из соображений предосторожности (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Объем официальных валютных резервов всех стран за последние 20 лет
(данные на IV квартал отчетного периода, млрд долл.)

1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
1389,8	2021,7	4389,7	9711,0	10 654,9	11 406,3	12 127,9	11 985,1	11 272,2	11 355,5

* Данные на III квартал.

Источники: World Gold Council (<http://www.gold.org/statistics#group5>); IMF. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) (<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>).

К числу главных факторов стремительного роста совокупного объема международных резервов в мире в последние десятилетия принято относить не только высокий уровень глобальной макроэкономической нестабильности и неадекватность альтернативных механизмов снижения рисков, а также повышенную волатильность цен на сырьевые ресурсы — основную статью экспорта многих развивающихся стран, но и экспортоориентированную модель экономического роста (Stiglitz, Greenwald, 2010), которая преподносилась как наиболее успешная модель развития национальной экономики в конце XX в. Использование данной модели оказывало влияние на национальную валютную политику многих стран Восточной и Юго-Восточной Азии, провоцируя местные монетарные власти активно накапливать валютные резервы с целью поддерживать заниженные курсы отечественных валют.

При этом многие страны, проводя интервенции, на словах заявляют о приверженности режиму свободного плавления. Так, согласно данным МВФ, в 1990 г. де-юре режим плавающего валютного курса использовали 34,6% стран — членов Фонда, а различные модификации режима фиксированного курса — 65,4%. Де-факто соотношение распределялось как 20% на 80% в пользу различных вариаций режима фиксированного курса. В 1998 г. ситуация выглядела следующим образом: официально 55,5% стран — членов МВФ использовали плавающие валютные курсы, а 44,5% — фиксированные. Но фактическая картина была иной: 36% на 64% в пользу режимов, предполагавших различные механизмы фиксации курсов национальных валют (Bubula, Ötker-Robe, 2002. Р. 16). Во многом из-за подобных расхождений с 1998 г. МВФ стал публиковать консолидированную информацию по используемым странами режимам валютных курсов, исходя из фактического положения (Habermeier et al., 2009. Р. 3). Согласно данным МВФ, в 2014 г. режимы плавающего валютного курса использовали 34% стран-членов, фиксированные в различных модификациях и управляемое плавание (*managed floating*) — 66% (IMF, 2014. Р. 8).

Возникает резонный вопрос: если в теории использование режима плавающего валютного курса национальными монетарными властями должно быть не просто эффективным в средне- и долгосрочной перспективе, но и безальтернативным в условиях свободного трансграничного движения капитала, то почему на практике многие страны тяготеют к различным модификациям управляемого плавления? Бофингер дает следующий ответ: «Современная мировая валютная система не подразумевает неких единых правил политики в области обменного курса, и страны стремятся заполнить этот институциональный вакуум для поддержания отечественных производителей. В то время как правила ВТО ограничивают возможности манипулирования тарифами, протекционистская политика в области обменного курса в явном виде не запрещена» (Bofinger, 2011. Р. 4).

Трилемма Манделла—Флеминга и валютный режим управляемого плавления

Приведенные выше цифры наглядно свидетельствуют, что монетарные власти многих государств пытаются в частном порядке разрешить трилемму Манделла—Флеминга. Насколько успешными могут быть подобные попытки? В исследовании Бофингера убедительно доказано, что использование режима управляемого плавления позволяет обеспечить совместимость всех трех элементов «невозможной троицы». Однако это реально только при соблюдении определенных условий.

В отличие от стандартных подходов, Бофингер предлагает одновременное оперативное таргетирование отечественными монетарными властями двух параметров — внутренней процентной ставки и обменного курса национальной денежной единицы. Оба элемента, по мнению экономиста, могут непосредственно контролироваться и систематически совместимы друг с другом. При этом величина внутренней процентной

ставки i будет традиционно определяться целями внутреннего экономического равновесия, предполагающего оптимизацию макроэкономической функции потерь³, совместимой с инфляционным таргетированием.

Целью внешнего экономического равновесия в случае управляемого плавания, определяемого исходя из условий НППС, будет множество, в котором положительная (отрицательная) разница между уровнями процентной ставки в отечественной i и зарубежной i^* экономиках идентична целевому показателю обесценения (удорожания) отечественной валюты⁴. Поскольку процентная ставка в зарубежной экономике i^* — экзогенная величина, а отечественная процентная ставка i задается целью внутреннего равновесия, условия НППС формируют целевую траекторию номинального обменного курса. Таким образом, оптимальная комбинация указанных инструментов экономической политики определяется целями, установленными для внешнего и внутреннего равновесия.

Продemonстрируем практическое использование данного подхода на примере. Допустим, в Бразилии процентная ставка составляет 14,25%, а ставка ФРС — 0,5%. Логика НППС предполагает в данном случае обесценение реала относительно доллара США на 13,75% в годовом исчислении. Таким образом, ЦБ Бразилии может одновременно таргетировать внутреннее равновесие на основе процентной ставки и внешнее равновесие, обеспечивая обесценение реала в указанных масштабах. Поскольку такое обесценение оказывает инфляционное воздействие на экономику, внутренняя процентная ставка в Бразилии должна быть выше зарубежной. При этом бразильские предприятия не смогут извлечь выгоду, осуществляя заимствования в долларах по более низкой ставке, из-за целевого обесценения реала местным Центробанком. Иными словами, эффект от монетарной политики по отношению к отечественным хозяйствующим субъектам существенно возрастает.

В результате использования такого подхода «невозможная тройца», по мнению Бофингера, может трансформироваться в «возможную», позволяя монетарным властям страны проводить автономную денежно-кредитную политику с использованием режима управляемого плавания, таргетируемого по НППС, при сохранении свободного трансграничного движения капитала. Ключевым условием подобной трансформации становится эффективность валютных интервенций центрального банка, которая, в свою очередь, во многом зависит от того, стремятся монетарные власти страны предотвратить удорожание отечественной валюты или ее обесценение.

В первом случае ЦБ продает собственную валюту, предложение которой практически не ограничено. При этом ЦБ, стремящийся не

³ В традиционной системе координат IS/LM внутреннее равновесие достигается, когда эти две кривые пересекаются в точке, соответствующей полной занятости. При этом кривая LM определяет зависимость между ставкой процента и уровнем дохода (на денежном рынке), кривая IS — зависимость между ставкой процента и уровнем дохода (на рынке товаров и услуг). Пересечение LM и IS — параметры процентной ставки и дохода, обеспечивающие равновесие на товарном и денежном рынках.

⁴ Исходя из уравнения НППС, для данного уровня процентной ставки в зарубежной экономике i^* возможны различные сочетания отечественной процентной ставки i и целевой траектории обменного курса Δs :

$$(i^* - i) = \Delta s,$$

где s — логарифм номинального обменного курса, то есть увеличение s предполагает удорожание национальной валюты.

допустить удорожания своей национальной валюты, в принципе может осуществлять валютную интервенцию и одновременно стерилизовать ее влияние на уровень ликвидности без количественных ограничений⁵, не неся дополнительных операционных издержек, связанных со стерилизацией валютной интервенции⁶. Ситуация меняется, если ЦБ стремится не допустить обесценение национальной валюты. В этом случае он должен действовать в рамках жестких бюджетных ограничений, накладываемых величиной имеющихся валютных резервов. Тогда спекулянты, представляющие размер золотовалютных резервов ЦБ, могут включиться в активную игру против национальной валюты, тем самым снижая эффективность валютных интервенций.

Однако подобные ограничения могут быть нивелированы, если центральный банк будет действовать не в одиночку, а в координации с другими центральными банками. В этой ситуации всегда найдется более сильный ЦБ, который способен осуществлять интервенции без жестких ограничений, определяемых количеством имеющихся валютных резервов. В условиях функционирования Европейской валютной системы (ЕВС) подобным образом поступал немецкий Бундесбанк, проводивший интервенции в интересах более слабых европейских валют.

⁵ Бофингер выделяет две стадии при проведении стерилизации валютной интервенции с целью не допустить укрепление курса национальной валюты. В нормальных условиях на стадии 1 наиболее важной статьёй активов в балансе ЦБ выступают кредиты на рефинансирование отечественной банковской системы или государственные облигации своей страны. Если ЦБ начинает покупку зарубежных активов, то он должен в той же степени сокращать масштабы кредитования отечественного банковского сектора, чтобы избежать влияния на объем денежной массы. Аналогично, существует возможность сокращать объем государственных облигаций за счет проведения операций на открытом рынке.

Стадия 1 завершается, когда покупка валютных активов достигает уровня, при котором кредитование отечественного банковского сектора и другие отечественные активы ЦБ полностью истощаются. Однако это, по мнению немецкого профессора, отнюдь не означает, что невозможно продолжать стерилизующие интервенции. Стерилизация теперь может осуществляться за счет статей пассива баланса ЦБ. Чтобы изъять с денежного рынка ликвидность, создаваемую в результате валютной интервенции, ЦБ может выпустить краткосрочные ноты или предложить коммерческим банкам поместить их избыточную ликвидность на процентный счет ЦБ. Таким образом, на стадии 2 отечественная банковская система превращается по отношению к ЦБ из нетто-заемщика в нетто-кредитора.

⁶ Если следовать рассуждениям Бофингера, то издержки стерилизации связаны со снижением процентных доходов в связи с сокращением кредитования отечественного банковского сектора (на стадии 1) и необходимостью выплачивать проценты коммерческим банкам, размещающим средства на депозитах в ЦБ (на стадии 2). Если внутренняя процентная ставка выше, чем зарубежная, то ЦБ в результате стерилизующих интервенций несет процентные потери. Если обменный курс таргетируется в соответствии с траекторией НППС и отечественная процентная ставка выше, чем зарубежная, то стоимость зарубежных активов будет возрастать по мере удорожания иностранной валюты. Таким образом, процентные потери стерилизации полностью уравниваются выигрышем от удорожания иностранной валюты.

Если предположить, что у ЦБ до начала стерилизующей интервенции не было никаких иностранных активов, то ее общая стоимость (CS) будет определяться как:

$$CS = (i - i^*)\Delta FA + \Delta s \Delta FA,$$

где FA — иностранные активы ЦБ.

Если вспомнить, что в соответствии с НППС:

$$(i - i^*) = -\Delta s,$$

то общая стоимость стерилизующей интервенции равна нулю. Таким образом, таргетирование валютного курса по траектории НППС не сопряжено с какими бы то ни было издержками ЦБ по проведению стерилизующей интервенции. Если $i > i^*$, то процентные потери полностью компенсируются в результате удорожания иностранных активов.

Режим управляемого плавания и реформа мировой валютной системы

Бофингер рассматривает четыре возможных уровня реализации стратегии управляемого плавания в рамках подхода к решению трилеммы Манделла—Флеминга: односторонний, двусторонний, региональный и многосторонний.

В *одностороннем формате* управляемое плавание, по мнению немецкого экономиста, обеспечивает возможность эффективной защиты от угрозы операций *carry trade*⁷ в ситуации, когда уровень отечественной процентной ставки выше, чем в иностранной экономике. Кроме того, правило НППС делает отечественных заемщиков не заинтересованными в формировании задолженности в иностранной валюте. Опасность такого варианта развития событий продемонстрировали азиатский кризис 1997 г., опыт Исландии и ряда государств Восточной Европы. Однако возможности одностороннего формата ограничены, если национальная валюта испытывает сильное девальвационное давление. Решающее значение здесь имеют жесткие ограничения, обусловленные объемом валютных резервов.

В *двустороннем формате* управляемое плавание позволяет странам осуществлять практически полный контроль над взаимными обменными курсами, защищаясь при этом от спекулятивных атак. Очевидно, однако, что это возможно, только если рассматриваемые экономики проводят схожую макроэкономическую политику. В противном случае существует риск того, что страна, ориентированная на стабильность, будет формировать большое количество резервов, номинированных в валюте партнера, который проводит проинфляционную политику.

В *региональном формате* группа стран может согласиться придерживаться общей политики управляемого плавания. При этом, как показывает опыт ЕВС, они могут формировать матрицу двусторонних обменных курсов, постоянно модифицируемую в соответствии с НППС. В результате региональная интеграция ослабляет колебания валют стран-участниц по отношению к доллару США.

В *многостороннем формате* управляемое плавание может функционировать в виде множественной системы «осей и спиц» (*multiple hub and spoke system*). Основные валюты (доллар США, евро, юань, иена, фунт стерлингов) формируют взаимную сеть двусторонних траекторий обменных курсов на основе НППС. Оставшиеся страны выбирают один из хабов для своей валюты и организуют на этой основе двусторонние отношения с соответствующим центральным банком. Роль общего координатора в таком формате сотрудничества мог бы выполнять МВФ.

Отметим, что само по себе сотрудничество монетарных властей в целях стабилизации двусторонних обменных курсов дает возможность

⁷ Стратегия *carry trade* означает заимствование средств в национальной валюте государства, установившего низкие процентные ставки, конвертацию и инвестирование их в активы, номинированные в национальной валюте государств, установивших высокие процентные ставки. По своей природе стратегия *carry trade* базируется на концепции процентного арбитража, предполагающей получение участниками валютного рынка прибыли за счет разницы процентных ставок по различным валютам.

существенно сократить часть резервов, которая формируется в качестве «подушки безопасности» на случай негативного развития событий в мировой или национальной экономике (*precautionary reserve balances*). Кроме того, взаимодействие центральных банков при проведении совместных интервенций будет способствовать диверсификации валютной составляющей международных резервов. В ходе регионального и многостороннего сотрудничества ведущие страны могли бы принять решение использовать отличные от доллара США валюты в качестве основы своей политики в области обменных курсов. Так можно обеспечить переход от долларовой гегемонии к мультиполярной резервной системе.

Практические препятствия для реализации «плана Бофингера» по реформированию МВС

Очевидно, что предложенные Бофингером пути повышения эффективности функционирования мировой валютной системы достаточно реалистичны. Вместе с тем в его рассуждениях есть ряд моментов, которые не позволяют считать «план Бофингера» универсальной панацеей на все случаи жизни.

Первый момент связан с неоднозначностью практической реализации подхода НППС, закладываемого немецким экономистом в основу новых принципов функционирования МВС (*rule based approach*): валюта страны с более высокой процентной ставкой должна девальвироваться по отношению к валюте страны, в которой процентная ставка находится на более низком уровне. Однако реальность далека от идеализированной картины, которую описывает концепция НППС. Часто валюты стран, в которых более высокие процентные ставки, дорожают относительно денежных единиц государств, в которых процентные ставки ниже. Одной из главных причин такого расхождения в поведении валютных курсов на практике и в теории выступает популярная в последнее десятилетие и упомянутая выше стратегия инвестирования — *carry trade* (см.: Hattori, Shin, 2009; Plantin, Shin, 2011; Kemble-Diaz, 2012).

Закладываемая Бофингером в основу возможной модернизации национальной валютной политики концепция НППС ориентируется на долгосрочную перспективу, где величина номинальных процентных ставок определяется расхождением в темпах инфляции в рассматриваемых странах (монетаристский подход). Однако инфляция — не единственный фактор изменения процентных ставок в экономике. В краткосрочном периоде процентная ставка может повышаться при сокращении предложения денег в стране, потому что в условиях малой подвижности внутреннего уровня цен при первоначальной процентной ставке возникает избыточный спрос на реальные денежные активы (Krugman et al., 2014)⁸. Иными словами, причиной повышения процентной ставки в краткосрочной перспективе может быть сокращение

⁸ Подробное описание взаимодействия изменения денежных агрегатов в национальной экономике и динамики валютного курса в кратко- и долгосрочной перспективе можно найти в модели «перелета валютного курса» (*exchange rate overshooting model*) (см.: Dornbusch, 1976).

объема денежного предложения (или опережающий рост спроса на ликвидность в экономике со стороны хозяйствующих субъектов). В таком случае в краткосрочной перспективе (читай, в условиях постоянства цен) логично ожидать роста как «внутренней» цены (повышение внутренней процентной ставки), так и «внешней» стоимости национальной денежной единицы (рост валютного курса). Тогда краткосрочные трансграничные потоки капитала (*carry trade*), которые ориентируются именно на краткосрочную перспективу, не предполагающую изменение уровня цен в национальных экономиках, будут мигрировать между ними в направлении, прямо противоположном вытекающему из теории НППС. Такое поведение участников мирового валютного рынка будет снижать эффективность предложенных Бофингером механизмов валютной политики как минимум в краткосрочной перспективе.

Добавим, что процентная ставка определяется не только динамикой инфляции, но и показателями риска, а также ожиданиями участников рынка. В истории мировой валютной системы достаточно примеров (Россия 1998 и 2014 гг., Швеция 1992 г., Турция 2000 г. и т. д.), когда радикальное (кратное) повышение процентной ставки в условиях бегства капитала лишь усиливало его отток, оказывая давление на национальную валюту. И наоборот, современные действия ЕЦБ и Банка Японии наглядно демонстрируют, что отрицательные процентные ставки могут сосуществовать с укреплением курсов евро и иены на мировом валютном рынке. Причина этого — текущие риски функционирования финансовой системы и ожидания участников рынка.

Второй момент связан с тем, что, по мнению Бофингера, политика управляемого плавления, построенная на принципах НППС, может быть эффективна в экономике стран, где процентная ставка влияет на совокупный спрос сильнее, чем обменный курс. К таковым, в частности, он относит многие страны с формирующимся рынком (*emerging markets*).

Однако не следует забывать, что процентная ставка в первую очередь — инструмент денежно-кредитной политики государства. Высокий уровень процентной ставки дестимулирует развитие национальной экономики. Если причиной инфляционных процессов, с которыми пытаются бороться местные монетарные власти, выступает опережающий рост внутреннего спроса (инфляция спроса), то подобные действия в сочетании с девальвацией курса национальной валюты действительно способны «остудить» перегревшуюся экономическую систему и одновременно избавить ее от притока краткосрочного спекулятивного капитала. Именно на такие случаи ссылается в своих рассуждениях Бофингер.

Но что если причиной инфляции выступает рост производственных издержек, спровоцированный, например, дефицитом одного из факторов производства (капитал), или ограничением доступа иностранной продукции на отечественный рынок, или удорожанием импортных комплектующих и оборудования в результате девальвации национальной валюты? Можно ли избавиться от подобных инфляционных симптомов, повышая процентную ставку и дальше девальвируя отечественную денежную единицу? Скорее всего нет. В случае проявления указанных симптомов для замедления инфляционных процессов монетарные власти страны должны способствовать снижению производственных

издержек, понижая процентную ставку и стимулируя приток иностранного капитала. Последний фактор должен содействовать укреплению национальной валюты. Такое сочетание мер в принципе вписывается в модель НППС, но противоречит каноническим представлениям современной экономической теории о том, что главное оружие в борьбе с инфляцией — повышение процентной ставки.

Таким образом, определить универсальное, единое для всех стран правило реализации национальной валютной политики на базе принципов управляемого плавания в рамках концепции НППС не представляется возможным. Причина — различная природа инфляционных процессов, которые формируются в той или иной национальной экономической системе.

Еще одно возможное препятствие на пути успешной реализации «плана Бофингера» связано с трудностями при определении отправной точки равновесия. Немецкий экономист сам признает, что «правило НППС ориентировано на поддержание равновесной траектории двусторонних обменных курсов. Следовательно, реализация такой политики предполагает, что обменные курсы уже находятся в более или менее равновесном состоянии. Хотя на основе экономического анализа определить параметры такого равновесия чрезвычайно сложно» (Bofinger, 2011. Р. 16). Далее автор утверждает, что на примере опыта ЕВС стороны могут договориться о приемлемом первоначальном варианте, но другой пример — курс юаня — демонстрирует, что на практике реализация такого первоначального консенсуса весьма проблематична.

Если за отправную точку брать макроэкономические показатели Китая и США за период с января 1997 до января 1999 г., то, по мнению Бофингера, начиная со второй половины 2007 г. курс китайской национальной валюты по отношению к американскому доллару был переоценен, а не недооценен, как считали большинство экономистов и валютных стратегов. Здесь уместно вспомнить, что в 2011 г. МВФ даже пожурил власти Китая за политику сознательного сдерживания ревальвации курса юаня, что, по мнению экспертов Фонда, наносило ущерб мировому экономическому росту. Еще более жесткая риторика звучала со стороны представителей американской администрации, политического истеблишмента и бизнес-сообщества, заявлявших о необходимости заставить власти Китая укрепить считавшийся недооцененным юань. Отметим, что существовавшая в период с 2010 по 2015 г. разница в темпах инфляции в Китае и США (табл. 2) и последующая девальвация юаня в 2015–2016 гг. косвенно подтверждают корректность предположения Бофингера о переоцененности китайской национальной валюты в начале 2010-х годов (рассчитано на базе ППС).

Заметим, что девальвации юаня во второй половине 2015 — 2016 гг. предшествовал цикл снижения процентных ставок Народным банком Китая в период с ноября 2014 по октябрь 2015 г. В рамках этого цикла ставка была снижена с 6,0 до 4,35%. Масштабный отток

Т а б л и ц а 2

Среднегодовые темпы инфляции в Китае и США (в %)

Страна	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Китай	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4
США	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1

Источники: IMF, 2015; 2016b.

капитала из КНР⁹, спровоцировавший сокращение золотовалютных резервов Китая с рекордных 4055 млрд долл. во II квартале 2014 г. до 3406 млрд к концу 2015 г. и 2998 млрд долл. в январе 2017 г.¹⁰, а также снижение курса юаня почти на 15% стали следствием опасений иностранных инвесторов относительно возможного резкого замедления темпов экономического роста в стране.

Примечательно, что в 2011 г. Бофингер призывал власти Китая отказаться от практики валютных интервенций (покупка долларов США). Это, по мнению немецкого экономиста, должно способствовать приведению курса китайской валюты к равновесному состоянию и снижению роли американского доллара в мировой валютной системе. Подобная рекомендация была адресована монетарным властям других государств, проводившим политику искусственного занижения курса национальных денежных единиц по отношению к доллару США.

Отметим, что призывы пересмотреть принципы национальной валютной политики с последующей ее переориентацией на использование иных ориентиров, нежели доллар США, имеют под собой скорее политические, чем экономические, основания. Такие решения требуют наличия политической воли и договоренностей между странами, вставшими на путь трансформации национальной валютной политики. Не следует забывать и о том, что власти США отнюдь не приветствуют потерю долларом «чрезмерной привилегии», которую американская национальная денежная единица получила в мировой валютной системе после Второй мировой войны.

«План Бофингера»: новые перспективы для российской экономики

Перечисленные критические замечания не предполагают полного отрицания предложенного Бофингером подхода к реформированию мировой валютной системы, тем более что реформа давно назрела. Даже учитывая, что применение режима управляемого плавления в глобальном масштабе сегодня не выглядит реалистичным, правило НППС можно использовать для совершенствования мониторинга политики в области обменных курсов, осуществляемого МВФ¹¹.

Весьма перспективным подход Бофингера может оказаться и для нашей страны. В ноябре 2014 г. Центральный банк РФ перешел к использованию режима плавающего валютного курса. На официальном сайте ЦБ РФ указано, что «плавающий курс является важной составляющей режима таргетирования инфляции, при котором главной целью централь-

⁹ По данным Института международных финансов (Вашингтон), только в 2016 г. отток капитала из Китая составил 725 млрд долл., что на 50 млрд больше, чем годом ранее (IIF, 2017).

¹⁰ World Gold Council. Quarterly time series on world official gold reserves since 2000 (<http://www.gold.org/statistics>); IMF. International reserves and foreign currency liquidity by China, update December 8, 2016 (<https://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/data/chn/eng/curchn.htm>); China Jan FX reserves fall more than expected to \$2.998 trillion, near 6-year low // Reuters. 2017. February 7 (<http://www.cnbc.com/2017/02/07/china-jan-fx-reserves-fall-more-than-expected-to-2998-trillion-near-6-year-low.html>).

¹¹ Предложения такого рода уже озвучивались (см.: Palais-Royal-Initiative, 2011).

ного банка является обеспечение ценовой стабильности... Плавающий курс действует как „встроенный стабилизатор“ экономики, что является его основным преимуществом по сравнению с управляемым курсом. Он помогает экономике подстраиваться под меняющиеся внешние условия, сглаживая воздействие на нее внешних факторов»¹². В этой связи вспомним, что проблему таргетирования инфляции в условиях высокой волатильности курса национальной валюты вряд ли можно решить исключительно путем манипулирования внутренней процентной ставкой.

В своем исследовании Бофингер убедительно продемонстрировал, что одновременное использование двух оперативных целей экономической политики страны — внутренней процентной ставки и обменного курса — может быть эффективным для решения трилеммы Манделла—Флеминга в условиях ревальвации национальной денежной единицы. Это становится актуальным для российских монетарных властей именно сегодня, когда скованная, с одной стороны, высокими процентными ставками, а с другой — укрепляющимся курсом рубля отечественная экономика никак не может выбраться из рецессии. Причем главными причинами укрепления курса российской валюты в 2016 г. стали рост цен на нефть и приток спекулятивного капитала.

Снижение внутренней процентной ставки и одновременное укрепление рубля в соответствии с концепцией НППС могут привести к позитивным сдвигам в российской экономике. Отметим, что главными причинами двузначных показателей инфляции в 2014–2015 гг., а вместе с ними — и существенного сокращения масштабов российской экономики¹³ следует считать девальвацию национальной валюты и введение экономических санкций. Иными словами, речь идет об инфляции издержек. Таким образом, движение по пути, предложенному Бофингером, в сторону одновременного снижения внутренней процентной ставки и повышения (а не понижения, как призывают многие экономисты!)¹⁴ курса национальной валюты (см.: Маневич,

¹² Политика валютного курса Банка России (http://www.cbr.ru/DKP/?PrtId=e-r_policy).

¹³ Индекс потребительских цен (год к году), по данным ЦБ РФ, в декабре 2014 г. составил 11,4%, в декабре 2015 г. — 12,9, а в марте 2015 г. достигал 16,9% (по отношению к аналогичному показателю марта 2014 г.) (Банк России, 2015). Первоначальная оценка динамики ВВП в России в 2015 г., по данным Росстата, составила –3,7%. Правда, в начале 2017 г. Росстат пересмотрел показатели падения ВВП в 2015 г., снизив их сначала до –3%, а затем — до –2,8%. Его оценка динамики ВВП в 2016 г. — –0,2%, а Минэкономразвития — –0,6%, что лучше большинства прогнозов.

¹⁴ О необходимости скорейшего снижения внутренней процентной ставки до однозначных значений говорили многие эксперты и представители бизнес-сообщества. Но по поводу курсовой политики традиционно существовали диаметрально противоположные мнения. Многие экономисты и политики высказывались в пользу сознательного занижения курса российского рубля, мотивируя такой выбор необходимостью создать благоприятные условия для российских компаний в ходе конкуренции с иностранной продукцией. В то же время исследование, проведенное совместно Институтом экономической политики имени Е. Т. Гайдара и Департаментом исследований и прогнозирования ЦБ РФ в мае 2016 г., показало, что большинство опрошенных российских предприятий промышленности и сельского хозяйства «высказали заинтересованность в крепком и устойчивом курсе национальной валюты. По мнению респондентов, крепкий рубль позволил бы провести модернизацию производства за счет приобретения импортного оборудования, снизить себестоимость (!) продукции и повысить ее конкурентоспособность на внешних рынках (!!)... Заинтересованность предприятий в ослаблении рубля в целях повышения конкурентоспособности с импортом на внутреннем рынке отсутствует (!!!)» (см.: Банк России, 2016).

2017. С. 46–47) должно способствовать улучшению финансовых условий в отечественной экономике. При этом общая внутренняя (замедление темпов инфляции в 2016 г. до 5,4%) и внешняя экономическая конъюнктура (повышение цен и постепенная балансировка спроса и предложения на мировом рынке энергоносителей) такому направлению экономической политики явно благоприятствует.

Список литературы / References

- Банк России (2015). Динамика потребительских цен: информационно-аналитические комментарии. Вып. 12 (декабрь). [Bank of Russia (2015). *CPI dynamics: Analysis and comments*. Iss. 12 (December). (In Russian).]
- Банк России (2016). О чем говорят тренды: Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. № 6 (май). [Bank of Russia (2016). *Talking trends. Department of Analysis and Forecasting Bulletin*, No. 6, May. (In Russian).]
- Маневич В. (2017). Долговременные макроэкономические процессы и условия роста российской экономики // Вопросы экономики. № 1. С. 40–63. [Manevitch V. (2017). Long-term macroeconomic processes and conditions for economic growth in Russia. *Voprosy Ekonomiki*, No. 1, pp. 40–63. (In Russian).]
- Сорос Дж. (1999). Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности: М.: ИНФРА-М. [Soros G. (1999). *The crisis of global capitalism: Open society endangered*. Moscow: INFRA-M. (In Russian).]
- Bubula A., Ötker-Robe I. (2002). The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto policies. *IMF Working Paper*, No. WP/02/155.
- Bofinger P. (2011). The scope for foreign exchange market interventions. *UNCTAD Discussion Paper*, No. 204.
- Bruno V., Shin H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 71, No. C, pp. 119–132.
- Canzoneri M., Cumby R., Diba B., López-Salido D. (2013). Key currency status: An exorbitant privilege and an extraordinary risk. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 37, No. C, pp. 371–393.
- Dornbusch R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, Vol. 84, No. 6, pp. 1161–1176.
- The Economist (2015). If the yuan competes with the dollar: Clash of the currencies. *The Economist*, July 31.
- Eichengreen B. (2013). *Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*. Oxford: Oxford University Press.
- Gertler M., Karadi P. (2011). A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No. 1, pp. 17–34.
- Habermeier K., Kokenyne A., Veyrune R., Anderson H. (2009). Revised system for the classification of exchange rate arrangements. *IMF Working Paper*, No. WP/09/211.
- Hattori M., Shin H. S. (2009). Yen carry trade and the subprime crisis. *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 2, pp. 384–409.
- IIF (2017). *IIF capital flows tracker*. Washington, DC: Institute of International Finance.
- IMF (2011a). *Enhancing international monetary stability – A role for SDR?* Washington, DC: International Monetary Fund. March.
- IMF (2011b). *Strengthening the international monetary system: Taking stock and looking ahead*. Washington, DC: International Monetary Fund. March.
- IMF (2014). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*. Washington, DC: International Monetary Fund. October.
- IMF (2015). *World economic outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund. October.
- IMF (2016a). *Strengthening the international monetary system – A stocktaking*. Washington, DC: International Monetary Fund. March.

- IMF (2016b). *World economic outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund. April.
- Kemble-Diaz W. (2012). Study shows FX carry trade really does work. *Wall Street Journal*, May 25.
- Krugman P., Obstfeld M., Melitz M. (2014). *International economics: Theory and policy*. Global 10th ed. Pearson Series in Economics.
- Laeven L., Valencia F. (2013). Systematic banking crises database. *IMF Economic Review*, Vol. 61, No. 2, pp. 225–270.
- Obstfeld M. (2015). Trilemmas and trade-offs: Living with financial globalization. *BIS Working Paper*, No. 480.
- Palais-Royal-Initiative (2011). Reform of the international monetary system: A cooperative approach for the twenty first century. *Global Journal of Emerging Market Economies*, Vol. 3, No. 2, pp. 185–193.
- Plantin G., Shin H. S. (2011). Carry trades, monetary policy and speculative dynamics. *CEPR Discussion Papers*, No. 8224.
- Rey H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. *NBER Working Paper*, No. 21162.
- Ruogu L. (2015). *Reform of the international monetary system and internationalization of the Renminbi*. Hackensack, NJ: World Scientific Publishing.
- Stiglitz J., Greenwald B. (2010). Towards a new global reserve system. *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1, No. 2, pp. 1–26.
- Stiglitz J. (2016). *The euro: How common currency threatens the future of Europe*. N. Y.: W.W. Norton.
- UN (2009). *Report of the Commission of experts of the President of the United Nations General Assembly on reforms of the international monetary and financial system*. N. Y.: United Nations.
- Zhou X. (2009). Reform the international monetary system. *BIS Review*, No. 41, pp. 1–3.

Exchange rate regime: Perspectives of transformation

Igor Nesterov, Sergei Sutyurin*

Authors affiliation: St. Petersburg State University (St. Petersburg, Russia).

* Corresponding author, email: igor_nesterov@inbox.ru

The article deals with the issues of international monetary system reforming. The paper regards an adoption of a new exchange rate system as the key element of the reforming process. This adoption requires not only economic backgrounds but also political will in the countries involved.

Keywords: reforming international monetary system, exchange rate regime, uncovered interest rate parity, external and internal equilibrium, impossible trinity.

JEL: E42, F31, O24.