

УДК 336.74

doi: 10.20310/1819-8813-2017-12-4-66-71

К ВОПРОСУ ОБ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ РЕЖИМАХ ВАЛЮТНОГО КУРСА И ИХ ВЛИЯНИИ НА БАНКОВСКУЮ СИСТЕМУ СТРАНЫ

ТЯНУТОВА ТАТЬЯНА ВЛАДИМИРОВНА

Тамбовский государственный университет имени Г. Р. Державина,
г. Тамбов, Российская Федерация, e-mail: ttv3110@mail.ru

ДОРОЖКИНА НАТАЛЬЯ ИГОРЕВНА

Тамбовский государственный университет имени Г. Р. Державина,
г. Тамбов, Российская Федерация, e-mail: natasha_16.06@mail.ru

Вся мировая экономика пошатнулась от глобального кризиса 2008-2009 гг. Он проявился в виде сильного снижения основных экономических показателей в большинстве стран с развитой экономикой, впоследствии переросшего в глобальную рецессию экономики. Большинство стран начало девальвировать национальные денежные единицы, однако это привело к неблагоприятным последствиям. Важным инструментом для решения своих экономических проблем многие выбрали валютный курс. В результате началась дискуссия об эффективности функционирования мировой валютной системы (МВС). 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. В данной работе рассматривается исследование П. Бофингера, в котором автор утверждал, что центральным элементом реформирования МВС должен стать именно выбор адекватного режима валютного курса. В результате его исследование доказывает, что использование режима управляемого плавания позволяет обеспечить совместимость всех трех элементов «невозможной троицы», но выполнимо это только при соблюдении некоторых условий. В исследовании Бофингера убедительно продемонстрировано, 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.

Ключевые слова: девальвация, экономика, мировая валютная система, плавающий валютный курс, таргетирование инфляции, валютно-кредитные отношения, процентные ставки

Глобальный экономический кризис 2008-2009 гг. затронул все сферы мировой экономики. Высокий уровень безработицы и низкие темпы экономического роста представляют угрозу для социальной и политической стабильности стран мира. При переходе к политике «нулевых процентных ставок» во многих государствах остался только один эффективный инструмент – это валютный курс.

Решая свои внутренние экономические проблемы, большинство стран девальвировали национальные денежные единицы, для того чтобы у отечественных компаний появились преимущества на международных рынках. Однако это привело к не-

благоприятным последствиям, и остальные участники мировых экономических отношений начали принимать ответные меры.

Так начались конкурентные девальвации, так называемые «валютные войны». В результате началась дискуссия об эффективности функционирования мировой валютной системы (МВС). Если раньше основной акцент делался на большей либерализации валютно-кредитных отношений, то сегодняшние идеи существенно отличаются от их прежнего набора.

Такое изменение характера дискуссии было во многом вызвано участвовавшими валютными кризисами, а также растущей амплитудой колебаний ва-

лотных курсов в последние десятилетия. Сторонники использования режима плавающего валютного курса (со второй половины 1970 гг.) стремились получить новый эффективный инструмент, который повысил бы стабильность функционирования национальных и мировой экономических систем. А как оказалось на практике, плавающие валютные курсы сами стали источником повышенной нестабильности. Так, например, с 1985 по 2013 гг. насчитано 123 эпизода значительных девальваций валют. МВФ отметил, что в 2015 г. было существенное превышение колебаний валютных курсов над средними историческими значениями. В России за последние 8 лет произошли три масштабные девальвации рубля [1].

На рубеже XX-XXI вв. мало внимания уделялось вопросу о режиме валютного курса. Не подвергался сомнению и критике режим свободного плаванья валютного курса, несмотря даже на то, что у него отсутствуют четкие международные правила. В настоящее время, многие государства, которые используют механизм плавающего валютного курса, не смогут себя обезопасить от внешних финансовых шоков. 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. 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 [2].

Преимущества свободно плавающего валютного курса в теоретическом плане фактически основывается на 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 плаванья будет одновременно базироваться и на концепции непокрытого паритета процентных ставок. В соответствии с определяемым ею условием равновесия международных финансовых рынков валюта страны с более высокой номинальной процентной ставкой будет обесцениваться по сравнению с валютой страны с более низкой ставкой. В такой системе 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.

Если посмотреть на данные последних десятилетий, то можно увидеть, 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. Подтверждается это резким увеличением валютных резервов, значительно превосходящее пределы, устанавливаемые из соображений предосторожности (табл. 1) [3].

На основе данных таблицы 1 можно сделать вывод, что монетарные власти многих стран пытаются в частном порядке разрешить трилемму Манделла-Флеминга. Исследование Бофингера доказывает, что использование режима управляемого плаванья позволяет обеспечить совместимость всех трех элементов «невозможной троицы». Тем не менее это выполнимо только при соблюдении некоторых условий.

Таблица 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	12127,9	11 985,1	11 272,2	11 355,5

В своем исследовании Бофингер предлагает одновременное оперативное таргетирование отечественными монетарными властями двух параметров обменного курса национальной денежной единицы и внутренней процентной ставки. Он считает, что эти элементы совместимы друг с другом и могут контролироваться. В результате величина внутренней процентной ставки i будет определяться целями внутреннего экономического равновесия, предполагающего оптимизацию макроэкономической функции потерь, 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.

Как считает Бофингер, если использовать такой подход, то «невозможная троица» может трансформироваться в «возможную», таким образом, она дает возможность монетарным властям страны проводить автономную денежно-кредитную политику с использованием режима управляемого плавания, таргетируемого по НППС, при сохранении свободного трансграничного движения капитала. Главным условием такого модифицирования является эффективность валютных интервенций центрального банка, которая 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, который стремится не допустить удорожания своей национальной валюты, в принципе может осуществлять валютную интервенцию и одновременно стерилизовать ее влияние на уровень ликвидности без количественных ограничений, не неся дополнительных операционных издержек, связанных со стерилизацией валютной интервенции. Ситуация изменится, если ЦБ будет стараться 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 золото-валютных резервов ЦБ, могут включиться в активную игру против национальной валюты, тем самым снижая эффективность валютных интервенций.

Впрочем, такие ограничения могут быть нивелированы, если центральный банк будет действовать не в одиночку, а сообща с другими центральными банками. Тем не менее, в данной ситуации всегда найдется более сильный ЦБ, который способен осуществлять интервенции без жестких ограничений. В условиях функционирования Европейской валютной системы (ЕВС) подобным образом поступал немецкий Бундесбанк, проводивший интервенции в интересах более слабых европейских валют.

Первая стадия завершается, когда покупка валютных активов достигает уровня, при котором кредитование отечественного банковского сектора и другие отечественные активы ЦБ полностью истощаются. Даже несмотря на это, Бофингер считает, что есть возможность продолжать стерилизующие интервенции. Стерилизация теперь может реализовываться 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. В конечном итоге, на второй стадии отечественная банковская система становится по отношению к ЦБ из нетто-заемщика в нетто-кредитора.

В своем исследовании 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 дает возможность эффективной защиты от угрозы операций *carry trade*⁷ в ситуации, когда уровень отечественной процентной ставки выше, чем в иностранной экономике. Помимо этого, правило НППС делает отечественных заемщиков незаинтересованными в формировании задолженности в иностранной валюте. Итогом такого варианта развития событий стали азиатский кризис 1997 г., опыт Исландии и некоторых государств Восточной Европы. Впрочем возможности одностороннего формата ограничиваются, если национальная валюта испытывает сильное девальвационное давление. Важную роль здесь играют жесткие ограничения, обусловленные объемом валютных резервов.

В двустороннем формате управляемое плавание дает возможность странам осуществлять в сущно-

сти полный контроль над взаимными обменными курсами, защищаясь при этом от спекулятивных атак. Несомненно, что это вероятно, только если рассматриваемые экономики проводят подобную макроэкономическую политику. Если этого не происходит, возникает 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 существовать в виде множественной системы «осей и спиц». Основные валюты (доллар США, евро, юань, иена, фунт стерлингов) создают взаимную сеть двусторонних траекторий обменных курсов на основе НППС. Остальные страны выбирают один из хабов для своей валюты и организуют на этой основе двусторонние отношения с соответствующим ЦБ. Роль общего координатора в таком формате сотрудничества мог бы выполнять МВФ.

Можно сделать вывод, что само по себе сотрудничество монетарных властей в целях стабилизации двусторонних обменных курсов дает возможность значительно уменьшить часть резервов, которая формируется как «подушка безопасности» на случай неблагоприятного развития событий в мировой или национальной экономике [2]. Помимо этого, 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. Таким образом, можно создать условия для перехода от долларовой гегемонии к мультиполярной резервной системе.

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

Первое, на что нужно обратить внимание, это неоднозначность практической реализации подхода

НППС, закладываемого немецким экономистом в основу новых принципов функционирования МВС: валюта страны с более высокой процентной ставкой должна девальвироваться по отношению к валюте страны, в которой процентная ставка находится на более низком уровне. Тем не менее, действительность далека от идеального состояния, которое описывает концепция НППС. Нередко валюты стран, в которых более высокие процентные ставки, дорожают относительно денежных единиц государств, в которых процентные ставки ниже. Важнейшей причиной такого различия в поведении валютных курсов на практике и в теории выступает популярная в последнее десятилетие и упоминаемая выше стратегия инвестирования – carrytrade. 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). И все же инфляция не является единственным фактором 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. То есть причиной увеличения процентной ставки в краткосрочной перспективе может быть уменьшение объема денежного предложения. В связи с этим в краткосрочной перспективе 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 (carrytrade), ориентирующиеся 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 [4].

Второе, на что нужно обратить внимание – это политика управляемого плавания, построенная на принципах НППС. Она может быть эффективна в экономике стран, в которых процентная ставка влияет на совокупный спрос сильнее, чем обменный курс. К таким странам экономист относит многие страны с формирующимся рынком.

Можно сделать вывод, что невозможно определить универсальное, единое для всех стран правило реализации национальной валютной политики на базе принципов управляемого плавания в рамках концепции НППС. Одной из причин является различная природа инфляционных процессов, которые формируются в той или иной национальной экономической системе [3].

Данные замечания не предполагают совершенного отрицания, предложенного Бофингером подхода к реформированию мировой валютной системы, тем более что реформа давно назрела. Если учитывать, что применение режима управляемого плавания в глобальном масштабе сегодня не выглядит реалистичным, то правило НППС можно использовать для совершенствования мониторинга политики в области обменных курсов, осуществляемого МВФ.

Достаточно эффективным может оказаться подход Бофингера и для нашей страны [4]. 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 центрального 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». Но главная сложность в том, что проблему таргетирования инфляции в условиях высокой волатильности курса национальной валюты далеко не всегда можно решить только путем манипулирования внутренней процентной ставкой [5].

В исследовании Бофингера убедительно продемонстрировано, 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 моне-

тарных 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.

Литература

1. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности: М.: ИНФРА-М. 1999.
2. Маневич В. Долговременные макроэкономические процессы и условия роста российской экономики // Вопросы экономики. 2017. № 1. С. 40-63.
3. Банк России. О чем говорят тренды: Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. 2016. № 5 (май).
4. Bofinger P. The scope for foreign exchange market interventions. UNCTAD Discussion Paper, 2011. № 204.
5. Банк России. Динамика потребительских цен: информационно-аналитические комментарии. 2015. Вып. 12 (декабрь).

References

1. Soros Dzh. Krizis mirovogo kapitalizma. Otkrytoye obshchestvo v opasnosti [Crisis of world capitalism. Open society is in danger]. M.: INFRA-M. 1999.
2. Manevich V. Dolgovremennyye makroekonomicheskiye protsessy i usloviya rosta rossijskoj ekonomiki [Long-term macroeconomic processes and conditions of growth of the Russian economy] // Voprosy ekonomiki. 2017. № 1. S. 40-63.
3. Bank Rossii. O chem govoryat trendy: Byulleten' Departamenta issledovaniy i prognozirovaniya. 2016. № 5 (maj) [Bank of Russia. What tell trends about: Bulletin of Department of researches and forecasting. 2016. № 5 (May)].
4. Bofinger P. The scope for foreign exchange market interventions. UNCTAD Discussion Paper, 2011. № 204.
5. Bank Rossii. Dinamika potrebitel'skikh tsen: informatsionno-analiticheskiye kommentarii. 2015. Vyp. 12 (dekabr') [Bank of Russia. Dynamics of consumer prices: information and analytical comments. 2015. Issue 12 (December)].

* * *

TO THE ISSUE ABOUT THE ALTERNATIVE MODES OF THE EXCHANGE RATE AND THEIR INFLUENCE ON THE BANKING SYSTEM OF THE COUNTRY

TYANUTOVA TATYANA VLADIMIROVNA

Tambov State University named after G. R. Derzhavin,
Tambov, the Russian Federation, e-mail: ttv3110@mail.ru

DOROZHKINA NATALYA IGOREVNA

Tambov State University named after G. R. Derzhavin,
Tambov, the Russian Federation, e-mail: natasha_16.06@mail.ru

All world economy reeled from world crisis of 2008-2009. It was in the form of the strong decrease in the key economic indicators in the majority of the countries with developed economy which subsequently developed into global recession of economy. The majority of the countries began to devaluate national monetary units, however it led to adverse effects. Many chose as the important tool for the solution of the economic problems an exchange rate. As a result the discussion about efficiency of functioning of the world currency system (WCS) began. The concept of «impossible Trinity» based on conclusions of Mundell-Fleming's model traditionally serves as key element of a discussion on the alternative modes of an exchange rate. According to it in the conditions of an open economy only two of three purposes at the same time can successfully be: carrying out autonomous monetary policy, maintenance of the mode of the fixed exchange rate, ensuring the international mobility of the capital. In this article authors considered the P. Bofinger's research in which the author claimed that the choice of the adequate mode of an exchange rate has to become the central element of reforming of MVS. As a result his research proves that use of the mode of the operated swimming allows to provide compatibility of all three elements of «impossible Trinity», but it is feasible only at observance of some conditions. In his research Bofinger convincingly demonstrated that simultaneous use of two operational purposes of economic policy of the country – an internal interest rate and an exchange rate can be effective for the solution of Mundell-Fleming's trilemma in the conditions of revaluation of national monetary unit. It becomes relevant for the Russian monetary authorities exactly today when held down, on the one hand, by high interest rates, and on the other – the becoming stronger ruble exchange rate the domestic economy cannot get out of recession in any way.

Key words: devaluation, economy, world currency system, floating exchange rate, inflation targeting, currency and credit relations, interest rates

Об авторах:

Тянутова Татьяна Владимировна, магистрант 2 года обучения Института экономики, управления и сервиса Тамбовского государственного университета имени Г. Р. Державина, г. Тамбов, Российская Федерация

Дорожкина Наталья Игоревна, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и банковского дела Тамбовского государственного университета имени Г. Р. Державина, г. Тамбов, Российская Федерация

About the authors:

Tyanutova Tatyana Vladimirovna, Applicant for Master's Degree of Institute of Economy, Management and Service, Tambov State University named after G. R. Derzhavin, Tambov, the Russian Federation

Dorozhkina Natalya Igorevna, Candidate of Economics, Associate Professor of the Finance and Banking Department, Tambov State University named after G. R. Derzhavin, Tambov, the Russian Federation