*Матюнина Л.Х.**

Выбор режима валютного курса: возможности и вызовы

Важнейшей отличительной чертой современного экономического развития является высокая мобильность капитала. Трудно представить какой-то аспект экономического развития в современном мире, который не находился бы в большей или меньшей степени под воздействие этого фактора. Особенно это очевидно для развивающихся стран (РС).

Вместе с тем международное движение капитала находится под существенным воздействием финансовый решений промышленно развитых стран (ПРС), и прежде всего событий и решений принимаемых денежными властями США. Это положение получило еще одно подтверждение в рамках концепции «финансового глобального цикла», недавно сформулированной на основе выявления устойчивой положительной корреляции международных потоков капитала с изменениями в денежно-кредитной политики (ДКП) развитых стран. При этом непропорционально сильные позиции США в мировой финансовой системе сохраняются на фоне относительного снижения роли США в мировой экономике и торговле, во многом благодаря сохранению за долларом статуса ключевой валюты. Монетарная политика ПРС оказывает воздействие на потоки капитала, влияя на уровень долговой нагрузки крупнейших международных финансовых институтов, а через них на интенсивность процесса кредитования в международной финансовой системе [3].

При этом в настоящее время денежно-кредитная политика США отличается нестандартностью, не традиционностью, что вносит еще больше неопределённости в формирование динамики международных потоков капитала. «не конвенциальная» монетарная политика, уже давно практикуемая ПРС, нарушает работу многих механизмов в экономике, чревата непредсказуемыми последствиями, но при этом оказывает влияние на формирование процентной ставки на международном финансовом рынке. Одновременно в условиях возросшей взаимозависимости экономик именно индикаторы международного финансового рынка во все большей степени влияют на принятие решений центральными банками как развитых, так и развивающихся стран. Так, например, ЦБ Норвегии отмечает, что держит политическую ставку на уровне 2%, тогда как расчеты на основе монетарного правила, состояния экономики предполагают уровень в 4%. Но низкие ставки за рубежом заставляют понижать уровень политической национальной ставки.

Политика количественного смягчения оказывает огромное воздействие на мировую экономику. Удорожание иены со 110 до 80 иен за доллар в 2008–12 годах в результате политики смягчения ФРС было преодолено только после

* Матюнина Л.Х. – к.э.н., доцент кафедры МЭО ИСАА МГУ им. М.В. Ломоносова, lianamtn@gmail.com

введения аналогичной политики банком Японии в 2012 году. В результате к 2015 году курс иены вернулся на докризисный уровень. Многие экономисты сходятся во мнении, что опыт Японии оказал влияние на решение ЕЦБ также прибегнуть к политике количественного смягчения, т.к. счел высокую стоимость евро по отношению к доллару одной из основных причин неблагополучия в экономике. В результате курс доллара вырос с 1,32 в 2014 году до 1,08 в середине 2015 года. Вслед за удорожанием доллара прошла целая серия девальваций национальных валют развивающихся стран: в Мексике, КНР, Корее, Саудовской Аравией, РФ, Аргентине и др.

Что может предложить экономическая теория развивающимся странам в условиях современной международной финансовой системы в качестве предпочтительного режима валютного курса (РВК) и соответствующей ему денежно-кредитной политики (ДКП)? Ответы на эти вопросы очень важны, т.к. валютный канал остается важнейшим в передаче внешних и внутренних шоков на национальную экономику РС, а также в силу того факта, что ДКП в сочетании с валютным курсом (ВК) часто играет роль первой линии обороны в противостоянии разным неблагоприятным изменениям как в самой стране, так и за рубежом.

Теоретическим обоснованием выбора РВК в условиях мобильности капитала служит известная трилемма, предполагающая выбрать два параметра из трех: независимую ДКП, плавающий курс и открытые рынки капитала; или фиксированный курс, свободное движение капитала и отсутствие автономной ДКП.

В качестве успешной реализации второго варианта трилеммы приводятся примеры Гонконга и Сингапура. Но это малые открытые экономики с уровнем развития финансовых рынков, намного выше среднего по РС, со сбалансированной макроэкономической политикой, развитыми институтами.

В качестве другого варианта в современных условиях РС рекомендуется плавающий курс в сочетании с таргетированием инфляции (ТИ). Плавание в сочетании с ТИ получило распространение в мире в 90-е годы прошлого века. До глобального финансового кризиса такая политика считалась «золотым стандартом» ДКП. В настоящее время из 35 стран, официально применяющих ТИ, 24 – развивающиеся страны. Таким образом, РС более активно осваивают эту практику, чем ПРС. Переход к плаванию в РС наблюдался особенно активно после азиатского кризиса конца 90-х годов, хотя ряд стран после 2008 года вернулись к политике более регулируемого валютного курса.

Плюсы ТИ заключаются в том, что монетарная политика имеет прозрачный ориентир, достаточна автономна. Если ЦБ удается удерживать инфляционные ожидания в заданных параметрах, то ценовая стабильность будет вносить важный вклад в обеспечение макроэкономической и финансовой устойчивости, что важно для экономического роста. Кроме этого, плавающий курс служит автоматическим стабилизатором, гибко реагируя и абсорбируя внешние шоки. Однако, оценивая эти плюсы ТИ, надо помнить, что ДКП сама по себе не может обеспечить долгосрочный рост за счет активности ЦБ.

В настоящее время активно изучается и сопоставляется опыт РС в проведении ТИ, выявляются основные трудности, с которыми сталкиваются страны. К последним чаще всего относят уровень развития и степень интегрированности внутренних финансовых рынков, это влияет на эффективность работы канала процентной ставки, основного инструмента ЦБ при таргетировании инфляции; часто недостаточную де-факто независимость ЦБ, фискальное доминирование особенно в условиях неблагоприятных тенденций в экономике; структурные особенности инфляции в странах с формирующимися рынками.

Другой круг вопросов, активно обсуждаемый экономистами, связан с самой возможностью для РС проводить автономную денежно-кредитную политику. При этом напомним, что автономность ДКП, ее ориентация на развитие национальной экономики является важным мотивом при выборе плавающего курса и таргетирования инфляции. Не менее важно проанализировать, как адаптация к новым формам ДКП (ТИ) может повлиять на механизм воздействия мировых рынков на РС.

В рамках изучения ТИ с этих позиций можно выделить два основных аспекта.

1. влияние внешних шоков на работу трансмиссионного механизма. При изучении трансмиссионного канала передачи сигналов ЦБ экономическим агентам обычно выделяют 4 канала: канал процентной ставки, валютного курса, канал цен активов и кредитный канал. Проведенные исследования влияния внешних факторов на экономику РС показывают достаточно высокую, хотя и не во всех странах одинаковую чувствительность всех этих каналов к глобальному финансовому циклу. Возникает вопрос, насколько внутренняя политика национальных ЦБ сможет противодействовать внешнему влиянию. Такая постановка вопроса требует, конечно, учета разной степени чувствительности РС к внешним шокам. Например, у стран Восточной Азии она в целом ниже, чем у латиноамериканских государств.
2. способность ВК противостоять значительным притокам/оттокам капитала и выполнять функцию автоматического стабилизатора для национальной экономики. Ряд недавних событий, например, информация о намерении ФРС начать сворачивать политику количественного смягчения, свидетельствует о том, что такая задача может быть трудно реализуема.

Проведенные исследования позволили ряду авторов прийти к заключению, что в современных условиях трилемма по сути превратилась в дилемму: РС могут выбрать либо открытый рынок капитала и высокую зависимость от мирового финансового цикла, либо контроль капитала для способности проводить хоть сколько-нибудь независимую монетарную политику, ориентированную на интересы внутреннего развития. Что в таких условиях могут предпринять РС?

Выбрать контроль капитала? Это не простое решение. Однако, даже МВФ в последнее время допускает введение контроля капитала как средство

защиты от чрезмерной волатильности потоков капитала, но при этом всегда указывает на недостаточную их эффективность и побочные отрицательные последствия.

Другими мерами, к которым прибегают РС для сохранения некоторой самостоятельности в проведении внутренней политики выступают валютные интервенции, а также макропруденциальное регулирование. Последнее получило развитие в странах и с фиксированными, и с плавающими курсами.

Проблема выбора наиболее адекватной современным условиям ДКП и РВК важна не только для стран с формирующимися рынками, но и для всей мировой экономической и финансовой системы, т.к. роль РС в мировой экономике, торговле, финансовых потоках возрастает. В связи с высокой чувствительностью национальных экономик РС к глобальному финансовому циклу, в значительной степени формируемым под воздействием монетарной политики США, ряд РС выдвинули идею о том, что США должны проводить ДКП с учетом своего влияния на международные потоки капитала. [2].

Экономисты все активнее обсуждают идею о необходимости международной координации монетарной политики, выработки каких-то новых принципов функционирования МВФС, которые бы лучше, чем нынешние, сочетались с открытыми рынками капитала. Создание такой международной валютно-финансовой системы предлагается начать с выработки правил ДКП в разных странах. [4]. Проведение каждой страной ДКП, основанной на определенных правилах и ориентированной на оптимизацию экономической ситуации в своей стране, при сохранении такого же подхода в других странах не создает возможностей получения выгод от изменения ДКП отдельной стране и создает условия для большей стабильности мировой экономики. Переход РС к ТИ в связи с этим рассматривается некоторыми авторами как переход РС к монетарной политике, основанной на определенных правилах. И это может быть важно для устойчивого развития мирового хозяйства в условиях мобильности капитала.

Литература

1. Guillaume Plantin and Hyun Song Shin Exchange rates and monetary spillovers, BIS, WP 537 January 2016.

2. Raghuram. Rajan Competitive Monetary Easing: Is it yesterday once more? 2014 www.rbi.org.in

3. Rey, Helene (2014) “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” presented at the August 2014 Jackson Hole Conference of the Kansas City Federal Reserve Bank.

4. Volcker, Paul A. (2014), “Remarks,” Bretton Woods Committee Annual Meeting, June 17 http://www.brettonwoods.org/sites/default/files/publications/Paul%20Volcker%20final%