



# Курсовые режимы: фиксированный или плавающий курс?

Марк Стоун, Харалд Андерсон и Ромэйн Вейрун

**В**ЛАДЕЛЕЦ магазина, торгующий досками для серфинга на острове в Тихом океане, обдумывая в марте покупку 100 досок у своего калифорнийского поставщика в июле, должен интересоваться курсовым режимом своей страны, независимо от того, сознает он это или нет. Курсовой режим страны регулирует ее валютный курс — то есть стоимость ее собственной валюты, выраженную в валютах других стран. Если в стране, где проживает владелец магазина досок для серфинга, действует режим фиксированных валютных курсов, при котором стоимость национальной валюты привязана к стоимости доллара США, тогда он может быть уверен, что цена досок для серфинга в валюте его страны не изменится в предстоящие месяцы. Если же в его стране действует режим гибких валютных курсов по отношению к доллару США, тогда стоимость валюты его страны может повыситься или понизиться с изменением времени года, и возможно, что ему придется выделить больше или меньше национальной валюты для предстоящей покупки досок для серфинга.

Если распространить вышеприведенный сценарий на все межстрановые операции, можно убедиться в том, что курсовой режим оказывает большое влияние на мировую торговлю и финансовые потоки. А объем таких операций и скорость, с которой они расширяются, подчеркивают ключевую роль валютного курса в современном мире, что делает курсовой режим одним из центральных элементов любой основы национальной экономической политики.

## Виды режимов

Как правило, курсовые режимы подразделяются на три широкие категории. На одном краю спектра находятся *режимы жесткой привязки валютных курсов*. Такие режимы означают либо предписываемое в законодательном порядке использование валюты другой страны (известное также как полная долларизация), либо установленное в законодательном порядке требование, согласно которому центральный банк должен поддерживать валютные активы на уровне, как минимум эквивалентном объему национальной валюты в обращении и банковских резервов (известное также как механизм валютного управления). Панама, которая уже в течение длительного времени использует доллар США, является примером полной долларизации, а САР Гонконг представляет пример страны, в которой действует механизм валютного управления.

Режимы жесткой привязки обычно сопровождаются обособленной налогово-бюджетной и структурной политикой и низкой инфляцией. Как правило, они продолжают действовать в течение длительного времени, что обеспечивает более высокую степень определенности при установлении цен международных операций. Однако центральный банк страны с режимом жесткой привязки не может проводить независимую денежно-кредитную политику, так как он не может корректи-

ровать валютный курс, а его процентные ставки привязаны к процентным ставкам страны, валюта которой служит якорем.

В середине спектра располагаются режимы *нежесткой привязки валютных курсов* — то есть режимы, при которых поддерживается постоянная стоимость валюты относительно валюты-якоря или корзины валют. Валютный курс может быть привязан к якорю в пределах узкого (+1 или -1 процент) или широкого (до +30 или -30 процента) диапазона, а в некоторых случаях привязка с течением времени перемещается вверх или вниз, обычно в зависимости от различий в уровне инфляции по странам. Примерами стран, использующих такой вид привязки, служат Венгрия, Китай и Коста-Рика. Хотя режимы нежесткой привязки предусматривают твердый «номинальный якорь» (то есть номинальный ценовой или количественный показатель, который служит целевым ориентиром денежно-кредитной политики) для фиксации инфляционных ожиданий, они допускают лишь ограниченную степень гибкости денежно-кредитной политики для преодоления шоков. Однако режимы нежесткой привязки могут быть уязвимы по отношению к финансовым кризисам — которые могут привести к крупной девальвации или даже отказу от режима привязки, — и этот вид режима, как правило, остается в действии недолго.

На другом краю спектра находятся *режимы плавающих валютных курсов*. Как следует из его названия, плавающий валютный курс в основном определяется рынком. В странах, допускающих плавающий курс своих валют, центральные банки проводят интервенции (путем покупки или продажи иностранной валюты в обмен на национальную валюту) в основном для ограничения краткосрочных колебаний валютных курсов. Однако в ряде стран (например, в Новой Зеландии, Швеции, Исландии, США и странах зоны евро) центральные банки почти никогда не проводят интервенции в целях регулирования валютных курсов.

Режимы плавающих курсов обеспечивают странам преимущество проведения независимой денежно-кредитной политики. В таких странах валютные и другие финансовые рынки должны быть достаточно емкими, чтобы амортизировать шоки без больших изменений валютных курсов. Кроме того, должны существовать финансовые инструменты для хеджирования рисков, создаваемых колебаниями валютных курсов. Почти все страны с развитой экономикой имеют плавающие режимы, как и большинство крупных стран с формирующимся рынком.

## Общий язык

Курсовой режим — важная составная часть экономической и денежно-кредитной политики каждой страны, поэтому разработчикам политики необходим общий язык для обсуждения вопросов, касающихся валютных курсов. Ведь курсовой режим, который воспринимается как нежесткий одним наблюдателем, может восприниматься как жесткий другим.

Это связано, среди прочего, с недостатком информации, имеющейся у различных участников, относительно валютных рынков и покупок или продаж иностранной валюты центральными банками.

МВФ, в рамках своего мандата по надзору за курсовой политикой государств-членов, разработал наиболее широко используемый язык и терминологию для классификации курсовых режимов. В прошлом информация о курсовых режимах, которая представлялась МВФ, основывалась на собственной классификации стран, то есть использовались режимы *de jure*. Однако, начиная с 1999 года, МВФ также начал представлять курсовые режимы *de facto* — то есть наблюдаемые, которые основаны на оценке персоналом МВФ имеющейся информации. И сравнение режимов *de jure* и *de facto* свидетельствует о наличии достаточно большого числа расхождений (см. вставку).

### Меняющиеся тенденции

Если исходить из оценки *de facto*, в настоящее время режимы жесткой привязки действуют в 48 странах, режимы нежесткой привязки — в 60 странах, а режимы плавающих курсов — в 79 странах, что представляет собой заметное изменение по сравнению с началом 1990-х годов. С того времени наблюдались две общие тенденции в изменении курсовых режимов. Первая тенденция, «размывание середины», началась примерно в 1990 году (см. рисунок). В то время потоки капитала во всем мире ускорились в ответ на снятие контроля над операциями с капиталом и развитием новых финансовых продуктов и рынков. Однако притоки капитала во многие страны внезапно прекратились, в большинстве случаев в связи с растущим дефицитом по счету текущих операций, вызвав сокращение спроса на валюты этих стран. В ряде стран, в частности, в Западной Европе в 1992 году и Восточной Азии в конце 1990-х годов, спрос сократился настолько резко, что страны исчерпали все свои международные резервы, защищая режим привязки, и были вынуждены провести девальвацию своих валют. В большинстве случаев они перешли к использованию либо жесткой привязки, которая устойчива по отношению к

### Внешность определяет все?

На протяжении более десяти лет страны пытались представить дело так, как будто они применяют более гибкие курсовые режимы, чем это было на самом деле, — тенденция, которая становится все более очевидной в разработанной МВФ системе классификации курсовых режимов, которая представляет информацию о режимах *de facto* и *de jure* по всем государствам-членам. Рассмотрим следующие примеры.

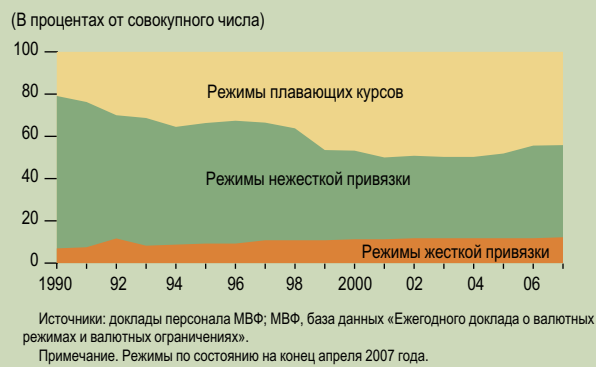
- В период «размывания» конца 1990-х годов ряд стран представляли свои режимы как плавающие, но *de facto* они классифицировались как режимы привязки. Впоследствии некоторые из этих стран были вынуждены перейти к режимам плавающих курсов *de facto*, уступив давлению рынка.

- В настоящее время 25 стран сообщают, что они применяют гибкий режим, хотя *de facto* их режимы представляют собой традиционную привязку. Еще 14 стран сообщают о себе, что они применяют режим независимых плавающих курсов, хотя *de facto* их режимы основаны на регулируемых плавающих курсах.

В чем причина расхождений между словом и делом? Вероятно, они отражают стремление стран показаться расположенными к рынку, а также нежелание демонстрировать приверженность какому-либо конкретному уровню валютного курса.

### Меняющиеся варианты выбора

За сдвигом от режимов нежесткой привязки к режимам плавающих курсов или режимам жесткой привязки в 1990-х годах последовали менее заметные сдвиги после 2001 года.



притокам капитала, либо плавающих курсов, которые устраняют необходимость в принятии обязательств о поддержании валютного курса на определенном уровне.

Это «размывание середины» прекратилось в 2001 году. С того времени сдвиги в курсовых режимах, выбираемых странами, были менее заметными. В группе режимов плавающих курсов большее число стран в настоящее время регулируют валютный курс, вместо того чтобы допустить его независимое плавание, и отчасти вернули былую популярность режиму нежесткой привязки. Многие страны не могут или не хотят брать на себя обязательство о жесткой привязке, но они также не могут обеспечить свободное плавание курса из-за недостатков финансовых рынков, а также из-за того, что изменения валютных курсов могут серьезно отразиться на балансах, инфляции и темпах экономического роста стран. Кроме того, в ряде случаев переход к более жестко регулируемым режимам произошел *de facto*, без объявленного (*de jure*) изменения курсовой политики.

### Что сулит будущее?

Чего можно ожидать от курсовых режимов в будущем? Сторонники одного направления утверждают, что преимущества валютных блоков, то есть групп стран, использующих единую валюту (возможно, доллар США, йену или евро), настолько велики, что число независимых валют неизбежно уменьшится, возможно, до однозначных величин. Это упростило бы проведение международных операций, но лишило бы каждую страну в блоке возможности проводить независимую денежно-кредитную и курсовую политику.

Сторонники другого направления подчеркивают преимущества режима плавающих курсов и независимой денежно-кредитной политики и предсказывают неизменное существование большого числа национальных валют, привязанных к различным номинальным якорям. Сохранится ли большое число валют с плавающими курсами или же они объединятся в небольшое число блоков — и то, и другое будет иметь очень разные последствия для фирм, разработчиков политики и владельцев магазинов досок для серфинга. ■

Марк Стоун — заместитель начальника отдела, Харальд Андерсон — референт-исследователь, а Ромэйн Вейрун — экономист в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.