

Во что могут обойтись «связанные руки»

Атиш Р. Гош, Махваш С. Куреши и Хараламбос Цангаридес

НА совещании в Мехико в ноябре 2012 года министры финансов и управляющие центральными банками стран Группы 20-ти заявили, что «медленные мировые темпы роста также объясняются ограниченным прогрессом в поддержании и перебалансировании мирового спроса... В этом отношении мы подтверждаем твердое намерение быстрее продвигаться к более рыночным системам обменных курсов и к повышению гибкости обменных курсов, с тем чтобы отражать основные экономические показатели ...»

Значение гибкости обменного курса в содействии корректировке дисбалансов счета текущих операций издавна стоит в центре международных дебатов по вопросам экономической политики. Перед мировым финансовым кризисом в центре дискуссии были глобальные дисбалансы и то, каким образом курсовая политика некоторых ведущих стран Азии и стран-экспортеров нефти, имевших внешний профицит, увековечивала эти дисбалансы. После кризиса проблемы, стоящие перед многими странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой в Европе, возродили интерес к связи между гибкостью обменного курса и внешней корректировкой — как со стороны дефицита, так и со стороны профицита.

Существует ли связь между гибкостью обменного курса и внешнеэкономической корректировкой? В эпоху расцвета Бреттонвудской системы денежно-кредитного регулирования влиятельный экономист Милтон Фридман (1953) утверждал, что при гибком обменном курсе «изменения [обменного курса] происходят быстро, автоматически и непрерывно, так что они обычно производят корректировку, не допуская усиления напряженности и развития кризиса».

Таким образом, в странах, имеющих дефицит, курс валюты будет снижаться, восстанавливая конкурентоспособность и уменьшая дефицит; а в странах, имеющих профицит, курс валюты будет повышаться, сокращая профицит. С другой стороны, при фиксированном валютном курсе бремя корректировки в странах, имеющих дефицит, полностью ляжет на неэластичные в сторону понижения цены на товары и факторы производства, тогда как у стран, имеющих профицит, не будет обязательного механизма корректировки. Из этого аргумента непосредственно вытекает, что внешние дисбалансы (профициты или дефициты счета текущих операций) менее устойчивы при плавающих курсах, чем при фиксированных, уменьшая вероятность усиления опасных дисбалансов, которые со временем приводят к кризису.

Финансовые кризисы в странах с формирующимся рынком 1990-х годов (во всех этих странах в той или иной форме действовал режим курсовой привязки), значительные дефициты счета текущих операций в странах Восточной Европы перед мировым финансовым кризисом и продолжающиеся усилия некоторых стран зоны евро, таких как Греция, Испания и Португалия, свидетельствуют об отсрочке и более трудной внешнеэкономической корректировке при привязке обменного курса. На самом

У привязки валютного курса есть преимущества, но без гибкого курса внешнеэкономическая корректировка может оказаться жесткой



деле, поразительно, что большинство последних договоренностей МВФ заключено со странами, в которых накануне кризиса в 2007 году действовала та или иная форма регулирования обменного курса (см. рис. 1).

Этот тренд согласуется с выводами нескольких эмпирических исследований о тесной связи между привязкой курса и уязвимостью в случае кризисов, резком изменением счета текущих операций и спадом темпов экономического роста (например, Milesi-Ferretti and Razin, 1996; Ghosh, Ostry, and Qureshi, 2014). Естественно предположить, что отсутствие гибкости номинального обменного курса препятствует своевременной внешнеэкономической корректировке до усиления значительных дисбалансов, вызывающих кризис.

Несмотря на кажущуюся убедительность этого аргумента, официальные доказательства того, что привязка обменного курса препятствует — а плавающий обменный курс способствует — внешнеэкономической корректировке, на удивление слабы и противоречивы. Например, в рамках масштабного междустранового сравнительного анализа, в работе Chinn and Wei (2013) не обнаружено эмпирически тесной или устойчивой связи между курсовым режимом и курсом, при котором меняются дисбалансы счета текущих операций. Сосредоточившись на странах зоны евро, Berka, Devereux, and Engel (2012) утверждают, что колебания реального обменного курса в зоне евро были по меньшей мере столь же совместимы с действенной внешнеэкономической корректировкой, что и в странах с плавающим обменным курсом за пределами зоны евро.

С другой стороны, некоторые исследования — как в зоне евро, так и в более общем плане, — находят доказательства влияния гибкости обменного курса на внешнеэкономическую корректировку. Например, в ряде стран Центральной и Восточной Европы Herrmann (2009) обнаружил, что гибкость обменного курса в значительной степени ускоряет темпы корректировки счета текущих операций. Точно так же, для стран зоны евро в работе Berger and Nitsch (2014) показано, что торговые дисбалансы увеличились и стали более устойчивыми после введения общей валюты. В охватывающем большую группу стран, — включая страны с развитой экономикой, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, — исследовании, Ghosh, Qureshi, and Tsangarides (2013) также приходят к выводу, что гибкость обменного курса имеет большое значение для внешнеэкономической корректировки.

Поэтому справедливо сказать, что достижение консенсуса о роли гибких обменных курсов в содействии проведению внешних корректировок еще далеко.

Корректировка и гибкость обменного курса

В чем же дело? Почему проведенные исследования неспособны установить однозначную связь между гибкостью обменного курса и легкостью внешней корректировки? Мы полагаем, что причина заключается в том, что эти исследования опираются на агрегированные или сводные показатели валютных режимов, которые не различают степени гибкости обменного курса в разных странах-торговых партнерах.

Проблему наглядно иллюстрирует пример США. Очевидно, что курс доллара США плавающий, и действующие классификации режимов относят его к этой категории. Но обменный курс доллара по отношению ко многим ведущим торговым партнерам США, на которых приходится значительная часть торгового баланса США, свободно не корректируется.

Например, волатильность обменного курса между валютами США и Китая, на который приходится примерно 15 процентов торговли США, составила за последнее десятилетие менее 0,5 процентного пункта, и примерно 2½–3 процентных пункта по отношению к некоторым другим ведущим торговым партнерам, таким как Германия, Канада, Мексика и Япония (см. рис. 2, первая панель). Если гибкость обменного курса име-

ет значение, то динамика сальдо двусторонней торговли между США и Китаем должна отличаться от других двусторонних отношений США. И на самом деле, похоже, что это так: дефициты США по отношению к другим странам обычно колебались, тогда как дефицит по отношению к Китаю непрерывно ухудшался,

Дисбалансы торговли при привязках курса, как прямых, так и косвенных, корректируются значительно медленнее, чем дисбалансы при плавающем курсе.

почти утроившись за прошедшее десятилетие (см. рис. 2, вторая панель).

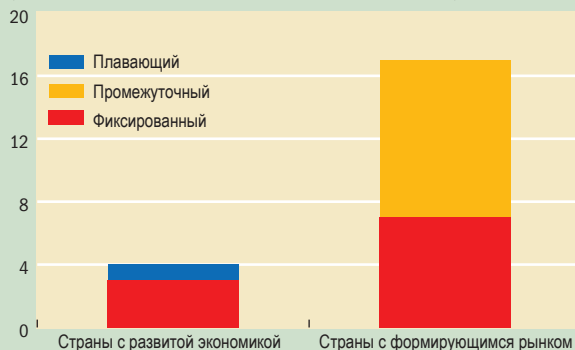
Есть и другие примеры. Например, действующие классификации режимов относят страны зоны евро к странам с плавающим обменным курсом (несмотря на то что 60 процентов их торговли приходится друг на друга) или к странам с фиксированным обменным курсом (несмотря на то что 40 процентов их торговли приходится на страны, по отношению к которым их обменный курс является плавающим). Страны, привязывающие свою валюту к валюте-якорю, относятся к странам с фиксированным обменным курсом, даже если их обменные курсы могут быть плавающими по отношению к курсам валюты их крупных торговых партнеров. При настолько разнообразных отношениях между разными торговыми партнерами

Рисунок 1

Трудности корректировки

Труднее всего провести внешнюю корректировку при привязке обменных курсов. Подавляющее большинство договоренностей МВФ заключено со странами, в которых действовал в той или иной форме режим с регулируемым обменным курсом.

(Число договоренностей, сентябрь 2008 – сентябрь 2012 года)



Источники: МВФ, база данных мониторинга механизмов Фонда (MONA), и Ghosh, Ostry, and Qureshi (2014).

Примечание. Исключая превентивные договоренности, в случае которых не использовались ресурсы МВФ. Несколько договоренностей с одной и той же страной в период учитывается один раз. Валютный режим 2007 года. Плавающий = свободно плавающие. Промежуточный = привязки к корзине, ползущая привязка, горизонтальные коридоры, регулируемые плавающие курсы. Фиксированный = валютный союз, механизмы валютного управления, долларизация, курсовая привязка к одной валюте.

неудивительно, что применение единой сводной классификации валютных режимов может давать искаженные результаты.

Соответственно, для правильного выявления воздействия режимов с привязкой обменного курса на внешнюю корректировку необходимо изучать эту связь с использованием данных о торговых партнерах, к валюте которых страна привязывает курс своей валюты. С этой целью мы выделили отношения между обменными курсами торговых партнеров 181 страны в период 1980–2011 годов и рассмотрели связь между режимом и внешней корректировкой через призму *двусторонних* отношений между парами стран.

Наш набор данных включает классификацию трехсторонних валютных режимов на двусторонней основе — с *фиксированным, промежуточным и плавающим курсами* — для каждой страны по отношению к каждому ее торговому партнеру (дополнительные детали см. в работе Ghosh, Qureshi, and Tsangarides, готовится к печати). В случае валютных режимов с фиксированным курсом и промежуточных режимов (вместе называемых «привязками»), мы также различаем *прямые и косвенные* связи между парами. Прямые привязки формируются, когда одна страна привязывает курс своей валюты к курсу другой («якорю»), а косвенные привязки формируются между странами, которые привязывает курс своей валюты к общей валюте-якорю или отдельным валютам-якорям, курс которых, в свою очередь, привязывается к общей валюте-якорю. Так, например, курс валюты Литвы считается привязанным к странам зоны евро, поскольку «якорем» ее механизма валютного управления является евро, в то же время действует и косвенная привязка курса ее валюты к валюте стран, также привязывающих курс своей валюты к евро (например, Болгарии).

Среди рассмотренных нами различных двусторонних связей обменных курсов, ожидалось, что степень гибкости как номинальных, так и — предполагая негибкие цены — реальных обменных курсов будет ниже при фиксированных обменных курсах, чем при промежуточных режимах (и, конечно же, при плавающем курсе), потому что последние подразумевают более значительные изменения номинального обменного курса. В случае прямых и косвенных привязок ожидается, что степень гибкости обменного курса будет выше при косвенной привязке (поскольку, например, если прямые привязки означают стабилизацию паритета в рамках плюс-минус одного процента, косвенная привязка между двумя странами с прямой привязкой к одной и той же валюте-якорю может колебаться в пределах плюс-минус двух процентов). В целом, таким образом, степень гибкости

обменного курса должна быть наименьшей при *прямой привязке* обменного курса валюты страны к другой валюте и наибольшей — при плавающем курсе по отношению друг к другу. На эмпирическом уровне кажется, что это так и есть — при режиме с фиксированным обменным курсом изменчивость (двустороннего) реального обменного курса наименее значительна, за ней следует прямой промежуточный режим (см. рис. 3). Степень гибкости реального обменного курса максимальна при плавающем курсе валют обеих стран по отношению друг к другу.

Если гипотеза Фридмана подтверждается, получается, что внешняя корректировка должна проходить быстрее при плавающем обменном курсе, чем при привязке, и быстрее в случае косвенной привязки, чем в случае прямой (поскольку косвенные привязки допускают большую гибкость обменного курса).

Что говорят данные?

Сопоставив двусторонние отношения между обменными курсами с информацией о сальдо двусторонней торговли, мы получили эмпирические результаты, строго согласующиеся с гипотезой Фридмана. Дисбалансы торговли при привязках курса, как прямых, так и косвенных, корректируются значительно медленнее, чем дисбалансы при плавающем курсе. Темпы корректировки при косвенных привязках, однако, быстрее, чем при прямой привязке. Наши результаты также показывают следующее.

- Очень высокие уровни дефицита и профицита корректируются значительно быстрее, чем меньшие дисбалансы при плавающем курсе, тогда как при привязке такой тенденции не наблюдается.
- Направление колебаний обменного курса при плавающем курсе согласовано с урегулированием дисбалансов. Таким образом, в странах с дефицитом двусторонней торговли происходит снижение реального двустороннего обменного курса, тогда как в странах с профицитом реальный курс повышается; привязки же не демонстрируют такой динамики.
- Усиление мобильности капитала ослабляет связь между гибкостью обменного курса и внешней корректировкой, поскольку потоки капитала могут поддерживать дисбалансы в течение более длительного времени, даже при гибких обменных курсах. Но различия в устойчивости торговых дисбалансов при разных валютных режимах остаются статистически значимыми даже для более открытых в финансовом отношении экономик.

Эти результаты подтверждаются несколькими «естественными экспериментами» — случаями явно экзогенных изменений в валютном режиме между странами и последующими изменениями в динамике их двустороннего торгового баланса.

Например, когда Франция в 1999 году ввела евро, в странах-членах зоны франка КФА автоматически сформировалась привязка курса ко всем странам зоны евро. Мы обнаружили, что дисбалансы двусторонней торговли между странами зоны франка КФА и зоны евро с тех пор стали более устойчивыми.

Подобным же образом после замены Литвой валюты-якоря в ее механизме валютного управления в 2002 году с доллара США на евро дисбаланс торговли страны с США стал менее устойчивым, но дисбаланс ее торговли со странами зоны евро значительно укрепился. Наконец, несмотря

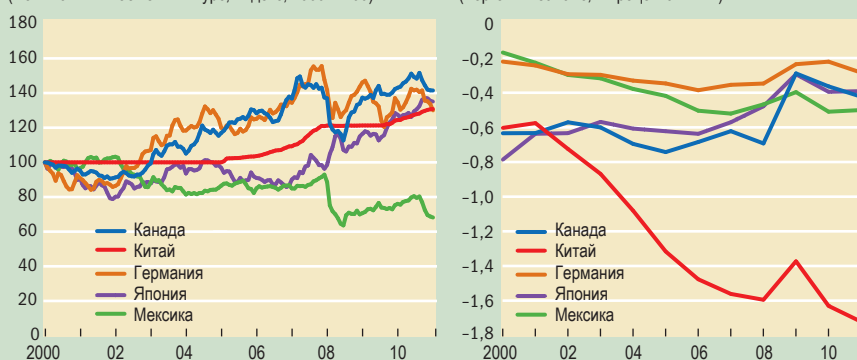
Рисунок 2

Гибкость имеет значение

Гибкость обменного курса имеет значение, как показывают различия в динамике двусторонних обменных курсов США и сальдо торговли с ведущими торговыми партнерами.

(Номинальный обменный курс, индекс, 2000 = 100)

(Торговый баланс, в процентах ВВП)



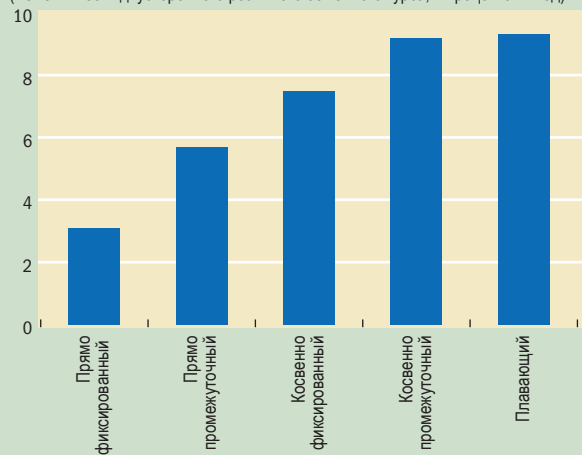
Источники: оценки авторов на основе базы данных «Перспектив развития мировой экономики» МВФ и базы данных ИНС.

Рисунок 3

Ограничение возможных вариантов

Обменный курс наименее гибок, когда страна непосредственно привязывает курс своей валюты к другой валюте, и наиболее гибок, когда курсы валют двух стран — свободно плавающие по отношению друг к другу.

(Изменчивость двустороннего реального обменного курса, в процентах в год)



Источник: расчеты авторов.

на то что переход от Европейской валютной системы/Механизма валютных курсов к принятию евро не привел к значительному ослаблению изменчивости двусторонних обменных курсов этих стран, мы находим некоторые данные об усилении устойчивости дисбалансов их торговли.

В целом наши результаты — на основе панельных данных, а также естественных экспериментов — показывают, что привязка обменного курса препятствует внешней корректировке. Наши результаты также указывают на многогранность и сложность отношений между обменными курсами валют разных стран, которые должны приниматься во внимание при любом исследовании гибкости обменного курса и темпов внешней корректировки. Поэтому, например, несмотря на то что доллар США, новозеландский доллар и евро относятся к плавающим обменным курсам, наш анализ показывает, что внешняя корректировка быстрее пройдет в Новой Зеландии, чем в США, в которых она, в свою очередь, пойдет быстрее, чем в странах зоны евро. Это объясняется тем, что ни один из ведущих торговых партнеров Новой Зеландии не привязывает курс своей валюты к ее валюте, в то время как несколько стран-торговых партнеров США привязывает курс своей валюты к доллару США, и, конечно же, страны зоны евро, — большой объем торговли которых осуществляется в рамках зоны, — имеют общую валюту.

Выбор мер политики

Какие варианты политики имеются в распоряжении стран, желающих сохранить курсовую привязку по экономическим или политическим причинам, для корректировки и сохранения конкурентоспособности?

При фиксированных номинальных обменных курсах для изменения реального обменного курса необходима гибкость цен. Поэтому ключевое значение имеет устранение жестких структурных ограничений на рынках труда и товаров (например, при помощи усиления конкуренции, и налогово-бюджетных реформ, поощряющих труд) и проведение осмотрительной денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, способствующих предотвращению изначального завышения реального обменного курса.

Перед странами со значительными внешними дисбалансами и трудностями внешнего финансирования, стремящимися срочно восстановить свою конкурентоспособность, стоит выбор между «внешней» и «внутренней» девальвацией обменного курса. Внешней девальвацией называется изменение паритета номинального обменного курса (например, девальвация франка КФА в 1994 году), стремящееся скорректировать относительные цены экспорта и импорта и ведущее к немедленному снижению реального обменного курса. Внутренняя девальвация, с другой стороны, имитирует влияние девальвации номинального обменного курса на реальный обменный курс, но через снижение уровня внутренних цен (например, стратегия, проводившаяся Латвией и некоторыми странами зоны евро во время последнего кризиса). Это достигается при помощи изменений в структуре налогов (например, переноса налогов с труда на потребление) или снижения производственных затрат (посредством, например, снижения заработной платы).

Внешнюю девальвацию может особенно затруднить изменение «балансов» — большие суммы выраженного в иностранной валюте долга, хранимого государственным или частным секторами, которые могут сдерживать подъем и, в конечном итоге, вынудить страну отказаться от привязки. Корректировка же при внутренней девальвации, вероятно, пройдет медленно и болезненно, особенно при большей задолженности и финансовых затруднениях частного сектора.

В любом случае выбор нелегок. Он требует тщательного изучения выгод, рисков и вариантов экономической политики, прежде чем страна свяжет себе руки режимом с привязкой обменного курса. ■

Атиш Р. Гош — заместитель директора департамента, Махваш С. Куреш — экономист и Хараламбос Цангаридес — старший экономист Исследовательского департамента МВФ.

Литература:

- Berger, Helge, and Volker Nitsch, 2014, "Wearing Corset, Losing Shape: The Euro's Effect on Trade Imbalances," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 36, No. 1, pp. 136–55.
- Berka, Martin, Michael Devereux, and Charles Engel, 2012, "Real Exchange Rate Adjustment In and Out of the Eurozone," *American Economic Review*, Vol. 102, No. 3, pp. 179–85.
- Chinn, Menzie, and Shang-Jin Wei, 2013, "A Faith-based Initiative Meets the Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment?" *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 1, pp. 168–84.
- Friedman, Milton, 1953, "The Case for Flexible Exchange Rates," in his *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press), pp. 159–203.
- Ghosh, Atish R, Mahvash S. Qureshi, and Charalambos Tsangarides, 2013, "Is the Exchange Rate Regime Really Irrelevant for External Adjustment?" *Economics Letters*, Vol. 118, No. 1, pp. 104–09.
- , forthcoming, "Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi, 2014, "Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment," IMF Working Paper 14/11 (Washington: International Monetary Fund).
- Herrmann, Sabine, 2009, "Do We Really Know That Flexible Exchange Rates Facilitate Current Account Adjustment? Some New Empirical Evidence for CEE Countries," *Deutsche Bundesbank Research Centre Discussion Paper Series 1, Economic Studies No. 22/2009* (Frankfurt).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Assaf Razin, 1996, "Sustainability of Persistent Current Account Deficits," NBER Working Paper 5467 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).