

ВЕДОМОСТИ

THE WALL STREET JOURNAL | ИДДЕТСЯ СОВМЕСТНО С | FINANCIAL TIMES

Ratio economica: Свободу обменному курсу

Олег Замулин
Константин Сонин

02.12.2008, №228 (2250)

С 2000-го года Банк России де-факто проводит политику фиксированного обменного курса (по отношению к корзине евро и доллара). Эта политика не является официальной и не несет в себе никаких обязательств. Тем не менее она сыграла определенную положительную роль в обеспечении макроэкономической стабильности. Сегодня эту задачу можно считать выполненной. Теперь курс можно сделать значительно более гибким — таким, при котором роль Банка России сводится только к сглаживанию спекулятивных колебаний. Развитие финансового кризиса делает это только более актуальным.

Большинство развивающихся стран в той или иной мере прибегали к политике фиксированного обменного курса. Даже те страны, которые официально о такой политике не объявляли, — например, Китай и Россия — все равно ее придерживались. Причины две.

Во-первых, как продемонстрировали в статье *Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries* Гильермо Кальво и Карлос Вег, политика фиксированного обменного курса является наименее болезненным методом снижения инфляции. Однако замедление инфляции посредством фиксации курса достигается довольно быстро. По достижении поставленной цели курс можно отпускать, но это делается только в том случае, если центральный банк способен начать проводить какую-нибудь другую прозрачную и прогнозируемую денежную политику.

В этом заключается вторая причина выбора в пользу фиксированного обменного курса: это самый простой номинальный якорь для цен, ориентир, который не будет позволять денежной массе и ценам расти слишком быстро. Не будет большим преувеличением сказать, что вся история денежной политики — это поиск наилучшего номинального якоря. В XIX в. таким якорем был золотой стандарт. После Первой мировой войны, однако, попытки возродить золотой стандарт потерпели неудачу и в итоге привели к Великой депрессии. После Второй мировой войны номинальным якорем стали обменные курсы в рамках бреттон-вудской системы. В 1970-е гг. эта система прекратила существование, но многие страны не скоро смогли найти другой номинальный якорь; 1970-е годы вошли в историю как период повсеместно высокой инфляции. 1980-е годы можно образно охарактеризовать как период таргетирования денежных агрегатов. И только в 1990-е гг. началось внедрение таргетирования инфляции.

Чем же плох фиксированный курс? Стабилизация инфляционных ожиданий является чересчур минималистской целью. Фиксированный обменный курс может дестабилизировать реальный сектор экономики. Более того, как отметили Кальво и Вег, большинство режимов фиксированного курса заканчиваются обвальной и очень болезненной девальвацией. Дело в том, что гибкий, т. е. зависящий от спроса и предложения валюты, но не от действий ЦБ, обменный курс является естественным стабилизатором экономики. При падении цены на нефть в странах-экспортерах, таких как Россия, естественная реакция экономики — ослабление курса. Импорт становится менее доступен, и рынок дает сигнал населению — сократить покупки импорта и переключиться на отечественные аналоги. Если же ЦБ будет искусственно поддерживать обменный курс на уже не равновесном завышенном уровне, то население будет покупать импорт в прежнем объеме. Для этого ему придется покупать иностранную валюту из резервов, что ведет к сокращению денежной массы и спаду производства. Точно так же снижение курса рубля уменьшит реальные зарплаты, что поможет избежать массовых увольнений.

Эта логика, в соответствии с которой гибкий курс является естественным стабилизатором экономики при условии наличия реальных колебаний, была впервые предложена еще в 1960-е гг. в модели Манделла — Флеминга, знакомой многим читателям по вводным курсам макроэкономики. Если вслед за изменившейся обстановкой не будет меняться цена, будет меняться количество производимого товара. Неоправданно дешевый импорт означает неоправданно дорогие отечественные товары и рабочую силу, значит, они будут менее востребованы и спрос на них будет сокращаться. Стабилизация инструмента денежной политики — обменного курса — оборачивается дестабилизацией основного экономического показателя — уровня выпуска.

Конечно, ЦБ, даже таргетирующий инфляцию, вполне может и даже должен сглаживать спекулятивные колебания на валютном рынке. Зачастую центральные банки, отпустившие обменный курс, все равно продолжают его во многом контролировать. Это поведение Гильермо Кальво и Кармен Райнхарт в статье *Fear of Floating* назвали «боязнью плавания», хотя оно скорее всего является вполне рациональным.

Когда преимущества политики фиксированного курса перестают превышать ее издержки, курс нужно отпускать. На наш взгляд, в России этот момент уже наступил.

Во-первых, стабилизировать инфляцию в большей степени, чем это уже сделано, посредством фиксированного курса уже не получится. Наоборот, эта политика в последние годы и является источником инфляции. При мощном притоке иностранной валюты в страну в последние годы фиксированный курс автоматически означал скупку значительной части валютной выручки и эмиссию денег, которая приводила к высокой и неравномерной инфляции.

Во-вторых, в последние годы наша экономика не подвергалась сколько-либо серьезным реальным шокам. Колебания были в основном спекулятивного характера, поэтому фиксированный курс был пусть и несовершенным, но действующим стабилизирующим механизмом. Теперь ситуация изменилась: экономика замедлилась, цены на нефть упали, приток капитала прекратился.

Важно, чтобы переход к полноценно плавающему курсу сопровождался появлением нового номинального якоря, о котором ЦБ скажет ясно и открыто. Если же Банк России будет оглядываться на исполнительную власть, сырьевых лоббистов и заблудившиеся в собственных долгах банки в большей степени, чем смотреть на развитие событий в экономике и мировой опыт, то мы просто потеряем номинальный якорь, не получив другого.

Авторы — профессора Российской экономической школы

Мнения, публикуемые в колонке «От редакции», не влияют на выбор и освещение новостей в остальной части газеты. Другие мнения, публикуемые на полосе «Комментарии», могут не совпадать с позицией редакции.
Комментарии online — статьи, которых нет в бумажной версии, повестка дня, все кolumnисты.

Постоянный адрес материала: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2008/12/02/171746>
