

УДК 336.748.4+339.743

Стабилизация на основе валютного курса: опыт зарубежных стран

* С.Д.КОЛЕСНИКОВ

Эффективное реформирование экономики возможно при проведении политики макроэкономической стабилизации, которая прежде всего должна снизить инфляцию до умеренного уровня и обеспечить стабильность национальной валюты. Хотя по выражению М. Фридмана, инфляция всегда и везде явление денежное, но в реальной жизни есть кривая Филлипса роста безработицы с уменьшением темпов инфляции, есть градообразующие предприятия, есть посевная, уборочная и т.д. и т.п. Поэтому, как показывает опыт различных стран, осуществляющих переход от плановой к рыночной экономике, темп и длительность инфляции зависит не только от эффективности валютно-финансовой политики, но также от динамики структурной перестройки экономики. Задача валютного регулирования в этих условиях состоит в том, чтобы выйти на ту траекторию обменного курса, которая дает конкурентные преимущества национальной экономике.

В целях борьбы с инфляцией страны с переходной экономикой встали перед проблемой выбора стратегии финансовой стабилизации, альтернативными вариантами которой выступали стабилизация на денежной основе и стабилизация на основе валютного курса. И тот и другой варианты предполагают выбор номинального якоря как ориентира при разработке остальных макроэкономических показателей. Стабилизация на основе валютного курса предполагает использовать в качестве такого якоря фиксированный валютный курс (жестко фиксированный, валютный совет, ползущая привязка, валютный коридор). С этого начал свои реформы в ФРГ Л. Эрхард, фиксировав курс немецкой марки по отношению к доллару США на уровне 3,33 DEM/USD.

Снижение инфляции может достигаться в результате стабилизации внутренних цен на товары – объекты международной торговли, которые в свою очередь влияют на товары, не связанные с международным обменом. Страны Балтии по примеру Венгрии, Польши, Чехии в течение года-двух ликвидировали основные диспропорции внутренних и внешних цен и накопили с помощью международных финансовых организаций золотовалютные резервы. Национальный курс при этом был намеренно занижен, чтобы неизбежная даже в условиях жесточайшей монетарной политики дальнейшая инфляционная корректировка цен не позволила превысить установленные пороги паритета покупательной способности (ППС). Начальный курс по отношению к ППС по всему ВВП был занижен по лату в 4,5 раза, по литу – в 5,8, по эстонской кроне – в 4,1, долларовые цены выросли в 4–6 раз.

Польша, Словакия, Чехия и Эстония являются примером достаточно удачного опыта проведения финансовой стабилизации на основе валютного курса. Предметом особого рассмотрения может служить Венгрия, где поддерживался фиксированный курс форинта. Однако постоянные девальвации форинта с целью восстановления конкурентоспособности национального экспорта не позволяют рассматривать корректируемую привязку в качестве номинального якоря в борьбе с инфляцией.

Преимущества финансовой стабилизации на основе валютного курса заключаются, по нашему мнению, в более сжатых сроках снижения высокой инфляции или гиперинфляции до умеренного или низкого уровня, а также в меньшей глубине экономического кризиса по сравнению со странами, осуществляющими стабилизацию на денежной основе. Так глубина экономического спада в Эстонии, например, проводившей стабилизацию на основе валютного курса, была ниже, чем в Латвии и Литве, использовавших в качестве номинального якоря показатели денежной массы, хотя исходные социально-экономические условия, предшество-

вавшие стабилизации, были приблизительно сходными. Одной из причин подобного эффекта является тот факт, что стабилизация на основе валютного курса не предполагает относительно резкого сокращения денежной массы, которое оказывает депрессивное воздействие на экономику.

Стабилизационные программы, предусматривающие использование в качестве номинального якоря жестко привязанный валютный курс, были с успехом реализованы в Аргентине (90-е годы), Израиле (80-е годы), Чехии (90-е годы). В 1990 году Югославии благодаря номинальному валютному якорю за несколько месяцев удалось снизить инфляцию с 3000% до нулевого уровня (правда, эта программа не была закончена в связи с развалом Югославии и началом гражданской войны). Тем не менее, одновременно следует отметить, что пока нет абсолютно успешных примеров существенного снижения инфляции при реализации стабилизационных программ на основе инструментов денежно-кредитной политики.

В переходной экономике достаточно проблематично спрогнозировать и измерить спрос на деньги и, следовательно, рассчитать оптимальный размер денежной массы. В отличие от стабилизации на денежной основе стабилизация на основе валютного курса позволяет государственным органам кредитно-денежного регулирования минимизировать ошибки при расчете этого показателя. В таких условиях основной задачей Центральным банкам становится поддержание объявленного уровня валютного курса при помощи валютных интервенций.

Стабильный валютный курс способствует росту доверия к национальной валюте, снижению «долларизации» экономики. Так, в странах, осуществляющих стабилизацию на основе валютного курса, произошло быстрое и существенное снижение этого показателя. В Эстонии, например, с 60% (1992г.) до 5% (1994г.), в Польше – с 80% (1989г.) до 25% (1994г.). В свою очередь, в странах, успешно осуществляющих финансовую стабилизацию на денежной основе, уровень «долларизации» экономики снизился не существенно: в Латвии – с 40% (1992г.) до 25% (1994г.), в Болгарии – с 55% (1991г.) до 35% (1994г.) [1].

Данной тенденции в определенной степени способствовала и более жесткая система валютного контроля в странах с фиксированным валютным курсом, в частности, установленная обязательная продажа валютной выручки государству. Эта мера объяснялась желанием стран защитить свои официальные валютные резервы от спекулятивных натисков.

Следует отметить, что в экономиках, сильно зависимых от импорта, стабильный валютный курс сдерживает рост издержек производства и внутренних цен. Однако использование валютного курса как номинального якоря сопряжено с определенными трудностями и в первую очередь данная стратегия требует достаточного уровня официальных золотовалютных резервов с целью противодействия валютным спекулянтам. Так, например, лишь заявление МВФ о намерении предоставить Польше в начале 90-х годов стабилизационный заем в размере 1 млрд. долларов для поддержания курса злотого обеспечило снижение атак спекулянтов на национальную валюту, хотя Польша даже не воспользовалась предложенными средствами. Эстонии был возвращен ее довоенный золотой запас, хранившийся в западных банках, и предоставлена помощь от МВФ. Это позволило Эстонии ввести наиболее жесткую систему привязанного валютного курса – валютный совет. Любое изменение в уровне иностранных резервов, связанное с платежным балансом, автоматически регулировало изменение денежной базы (сокращение или прирост).

Тем не менее, несмотря на очевидные «плюсы» валютного совета, не менее очевидны и «минусы» этой политики. Приведение денежной базы в соответствие с платежным балансом может породить значительные колебания денежной массы. Рост спроса на иностранную валюту может привести к сокращению депозитного сегмента банковских пассивов. При валютном совете подобным ситуациям противодействовать в целом значительно сложнее, так как эта политика не предусматривает функции центрального банка как кредитора последней инстанции по отношению к коммерческим банкам.

Серьезную проблему для стран, избравших методы финансовой стабилизации на основе валютного курса, представляет ухудшение конкурентоспособности национальной экспорта, которое весьма вероятно при введении любого жестко привязанного валютного курса.

Поддержание конкурентоспособности национальной промышленности на внешних рынках может решаться либо путем значительной девальвации национальной валюты до начала подобного рода преобразований, либо при помощи своевременного перехода к другим формам валютного курса как номинального якоря. В этом отношении показателен пример Польши, которая в начале 1991 года значительно девальвировала злотый, ввела фиксированный валютный курс сначала по отношению к доллару, а затем к «корзине» валют и в итоге перешла к ползущей привязке, предполагающей ежедневную девальвацию валюты на заранее запланированную и объявленную величину [2].

В результате, Польше удалось значительно снизить инфляцию без ущерба для конкурентоспособности. В целом за период стабилизации инфляция снизилась с 586% в 1990г. до 70,3% в 1991г. и 27,8% в 1995г., а с 1992г. в Польше наблюдается экономический рост [2].

Нагляден и пример Эстонии, где в результате применения валютного совета реальный валютный курс эстонской кроны по отношению к доллару США с середины 1992г. до конца 1994г. вырос более чем на 200% [3]. Вполне логично предположить, что использование валютного совета может быть целесообразным лишь в небольших относительно открытых экономиках, где ухудшающийся баланс текущих операций может финансироваться за счет притока иностранного капитала в экономику, в первую очередь, прямых иностранных инвестиций. С разной степенью успеха в 90-х годах «валютный совет» использовался в Литве, Болгарии, а также Боснии и Герцеговине.

Безусловно, проблема выбора варианта валютного курса в качестве номинального якоря, продолжительности его поддержания остается актуальной для стран с переходной экономикой. Польша, Словакия, Чехия, Эстония начали с жестко фиксированного валютного курса. Эстония и сейчас не отказалась от выбранной стратегии, Чехия лишь к 1997г. перешла к управляемому плаванию, а Словакия – к валютному коридору. Польша в течение нескольких лет использовала ползущую привязку, затем – режим управляемого плавания, а сейчас поддерживает валютный коридор.

Большую роль в программах стабилизации на основе валютного курса играет доверие населения и деловых кругов к проводимой политике, подтверждение декларированной официальными властями выбранной стратегии жесткой бюджетно-налоговой и кредитно-денежной политики. В этом случае характерен пример Болгарии, которая с октября 1992г. по июль 1993г. без объявления властей поддерживала фиксированный валютный курс благодаря увеличившимся валютным резервам и положительному сальдо торгового баланса. Однако проводившиеся кредитно-денежная политика и «политика доходов» порождали недоверие к правительству, сомнения в течение длительного периода следовать выбранной стратегии. В результате, номинальный якорь был фактически парализован растущими инфляционными ожиданиями. Истощение валютных резервов, направляемых на поддержание курса, привело к обесценению лева и резкому росту инфляции.

Недолгая экономическая стабилизация в России (прерванная в августе 1998г.) также была достигнута благодаря наиболее мягкому варианту номинального якоря – валютному коридору, предусматривающему ежедневную девальвацию рубля на неизвестную заранее величину, но в заранее объявленных рамках. В России валютный коридор имел ряд преимуществ по сравнению с управляемым плаванием, в частности, переключение спекулятивного интереса с валютного рынка на рынок ГКО (что, правда, впоследствии оказало властям медвежьей услугой), достижение стабильной динамики номинального и реального курса рубля, снижение темпов инфляции.

На наш взгляд, особый интерес как для стран СНГ, так и для Республики Беларусь могут представлять шаги, предпринятые официальными властями Польши в целях реализации программы по регулированию валютного курса.

Польша применяла фиксированный валютный курс как часть своей стабилизационной программы в январе 1990г. После резкого 30-процентного обесценения национальной валюты злотый был привязан к доллару США и оставался без изменений до мая 1991 года. Денежно-кредитная политика была направлена на снижение корректирующей инфляции и вос-

становление стабильности экономической системы. Первоначальный инфляционный всплеск (достигший ежемесячного уровня 79% в январе 1991г.) быстро прошел в течение первых двух месяцев реформы. Привязка валютного курса злотого способствовала реальному повышению стоимости валюты.

Чтобы избежать ухудшения состояния счета текущих операций и избыточного притока капитала, польские власти решили постепенно перейти к более гибким формулам валютного курса. Постепенное движение в направлении увеличения гибкости курса рассматривалось в целом как основное решение для одноэтапного перехода к независимому плаванию валюты. В октябре 1991 года правительство стало применять политику привязки скользящего валютного курса злотого к корзине пяти валют, где основной вес принадлежал доллару США (45% корзины), далее следовали немецкая марка (35%), английский фунт стерлингов (10%), французский франк и швейцарский франк (5%). С октября 1991 года правительство поддерживало уровень заранее объявляемой ежемесячной девальвации, то есть элемент скольжения. Оно несколько раз снижало уровень ежемесячной девальвации с первоначального уровня 1,8% до 1%, который начал действовать с января 1996 года. Первоначальный диапазон допустимых колебаний в размере плюс-минус 2,5% был расширен в мае 1995 года до 7% с введением системы скользящего валютного коридора.

Несмотря на допущение большей степени гибкости и поддержание ежемесячной девальвации на заранее объявленном уровне, стоимость польского злотого значительно повысилась в реальном выражении. На реальное повышение стоимости злотого в 1995г. оказала влияние проведенная в декабре 1995г. национальным банком Польши единовременная 6-процентная переоценка злотого по отношению к корзине валют. Но причины реального повышения стоимости злотого нельзя отнести к «недостаточной» девальвации, не связанной с инфляцией. Скользящая девальвация служит серьезной причиной для индексации заработной платы и цен и таким образом способствует высокой хронической инфляции. Повышение реальной стоимости национальной валюты в достаточно большой степени способствовало чистому притоку капитала. Валютные резервы страны возросли в 1995 году на 9 млрд. долл. США (с 6 до 15 млрд.), или на 7,7% номинального ВВП [4].

Опыт Польши свидетельствует, что стратегия стабильной валюты должна быть подкреплена положительной разницей реальных процентных ставок, что в долгосрочном плане приведет к более высокому уровню национальных сбережений. Эти условия, необходимые для расширения инвестиций, в свою очередь приведут к росту спроса на квалифицированный труд. В конечном итоге это будет стимулировать инвестиции в наиболее эффективные сектора экономики и сферы производства, способствуя улучшению производительности и, соответственно, более высокому уровню жизни населения. Поскольку стабильность валюты и более высокий уровень сбережений создают спрос на квалифицированный и производительный труд, правительство будет поддерживать расширение инвестиций в человеческий капитал путем прямого фондирования или налоговых льгот с целью смягчения проблемы структурной безработицы среди неквалифицированных рабочих.

Очень спорным остается вопрос о том, будут ли позитивные разницы в реальных процентных ставках и вызванный ими чистый приток капитала оказывать сильное инфляционное воздействие в странах с переходной экономикой из-за относительно низкого объема совокупной денежной массы, которая все еще отстает от величины денежной массы индустриальных стран. В таком контексте, призыв к более низким процентным ставкам, провозглашенный М.Нути, которые предположительно окажут сдерживающее воздействие на приток капитала и приведут к сокращению стоимости их стерилизации, сомнителен [5].

Низкие или негативные реальные процентные ставки не способствуют улучшению доверия к деньгам, не подходят для обуздания хронической инфляции и могут содействовать распространению вялой монетарной политики. Возможно, что более обоснованным подходом в монетарной политике было бы поддержание устойчивых позитивных разниц в реальных процентных ставках либо путем прямого воздействия на процентные ставки, либо путем воздействия на прирост денежных активов до такого уровня, который все еще давал бы по-

зидитивные разницы в процентных ставках. Такие позитивные разницы являются решающими пока продолжает существовать проблема хронической инфляции.

Кроме того, если рост денежного предложения является умеренным и предсказуемым, это позволяет обеспечить достаточное доверие внутри страны для проведения этих программ без инфляционных последствий. Ослабление административного вмешательства в регулирование валютного курса может обеспечить более тесное взаимодействие колебаний валютного курса с изменениями основных макроэкономических величин.

Административное валютное регулирование является неотъемлемой частью экономической политики стран с частично конвертируемой валютой. Конечная цель такого регулирования – полная конвертируемость национальной валюты. Тактические цели валютного регулирования состоят в создании условий для постепенного снятия ограничений на валютные операции. Сами же ограничения связаны не с регулированием, а с базовыми характеристиками экономики. Среди этих характеристик для упомянутой категории стран наиболее существенными являются относительно низкая конкурентоспособность товаров и услуг на мировом рынке, существенно более высокая инфляция по отношению к инфляции в развитых капиталистических странах, а также высокий уровень долгового бремени.

Наиболее продвинувшиеся по пути экономической трансформации страны Центральной и Восточной Европы (например, Чехия, Словакия, Словения) смогли существенно либерализовать национальные валютные режимы, включая, например, отмену обязательной продажи валютной выручки, лишь добившись макроэкономической стабилизации.

Обязательная 100% продажа предприятиями экспортной валютной выручки в течение 30 дней с момента ее получения, введенная в Чехии в 1991г., была отменена лишь в начале 1994г. с практически одновременным разрешением открывать предприятиям счета в иностранной валюте. Финансовая стабилизация Чехии наступила в середине 1991г., кроме того, в стране действовал режим фиксированного валютного курса с достаточно узкими пределами отклонений. Степень долларизации экономики была крайне низкой, и либерализация в области открытия валютных счетов предприятий практически не оказала на нее влияние.

В Словакии требование об обязательной продаже валютной выручки продолжало действовать гораздо дольше, чем в Чехии (до начала 1998г.), хотя ситуация в валютной сфере отличалась стабильностью, а степень долларизации экономики также находилась на низком уровне. Однако в стране по-прежнему сохраняются жесткие требования к репатриации валютной выручки.

Действовавший в Словении до 1999г. режим обязательной продажи валютной выручки предусматривал ее продажу экспортерами в течение двух рабочих дней импортерам по свободному курсу.

Большинство стран СНГ к 1997 году либерализовали свои валютные режимы, включая отмену обязательной продажи валютной выручки. Однако последствия финансового кризиса 1997-1998гг. заставили многих из них ужесточить валютные режимы. В настоящее время в наиболее крупных странах СНГ (России, Украине, Белоруссии, Узбекистане и др.) продолжает действовать режим частичной обязательной продажи валютной выручки.

Обобщая изложенный выше опыт в вопросе стабилизации национальной валюты и эффективности проведения валютной политики наиболее экономически развитых стран Центральной и Восточной Европы, приходим к выводу, что либерализация валютного режима не может быть скоропалительной и должна подкрепляться соответствующими макроэкономическими условиями.

Abstract

The experience of foreign countries which are mostly promoted on a way of economic transformation testifies that liberalization of a currency mode must not be hasty and should be supported with the appropriate macroeconomic conditions.

Литература

1. "Finance and Development", March 1995, p36-39
2. "Poland. The Path to the Market Economy". Occasional Paper 113.Part 4. IMF, October, 1994.
3. "Road Maps of the Transition". Occasional Paper 127. IMF, September, 1995, p.18.
4. Orłowski L.T. "The Path of Exchange Rates in the Polish". Studies and Analyses No.90.
5. Nuti, Mario D. "Inflation, Interest and Exchange Rates in the Transition" The Economics of Transition. Vol.4.

Академия управления
при Президенте Республики Беларусь,
Наблюдательный совет
ОАО «Гомельсовхозстрой»

Поступило 14.10.02

РЕПОЗИТОРИЙ ГГУ имени Ф.Скоринны