

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА И ТЕОРИИ ЕГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

В статье автором аргументирован вывод о том, что применение номинального и реального таргетирования валютного курса в их крайних проявлениях и на протяжении длительного времени не является обоснованным и приводит, как правило, к ряду негативных последствий. Поэтому и предлагается взвешенное гибкое применение данных подходов, основанное на сочетании их отдельных элементов.

Также показано, что выявленные ограничения современных формализованных теорий валютного курса (проблемы анализа, оценки и прогнозирования его равновесного уровня, учета соотношения торгуемых и неторгуемых товаров и услуг, условий торговли, действия краткосрочных факторов и др.) усложняют верификацию указанных теорий, затрудняют разработку стратегии валютного регулирования в странах с транзитивной экономикой и формирование валютных союзов.

- Для стран с транзитивной экономикой актуальность проблем формирования валютного курса гораздо важнее, чем для развитых стран. Это обусловлено,

прежде всего, масштабами колебаний обменных курсов, а также влиянием основных cursoобразующих факторов. Вследствие этого, во-первых, обменные курсы валют стран с переходной и формирующейся рыночной экономикой менее предсказуемы; во-вторых, для их исследования и прогнозирования традиционных теорий и концепций в большинстве случаев оказывается недостаточно.

Проблемам валютного курса посвящены работы ряда известных зарубежных экономистов. Отдельные вопросы по данной тематике отражены в публикациях российских и белорусских ученых и специалистов: М.В. Ершова, А.П. Кирева, В.В. Попова, Б.Г. Федорова, В.А. Гаврилова, П.В. Каллаура, М.М. Ковалева, Д.Н. Курочкина и др. Однако основная часть исследований, проводимых в данной области, как правило, не учитывает условий транзитивных экономик и конкретно не затрагивает темы статьи, что и предопределило ее выбор и направления исследования.

- Анализ зарубежного опыта показывает, что валютный курс, с одной стороны, является неотъемлемым и во многих случаях определяющим инструментом стабилизации, с другой – его уровень и траектория тесно взаимосвязаны с уровнем конкурентоспособности национальной экономики. При этом если на начальном этапе переходного периода приоритет имеют задачи макроэкономической стабилизации, то по мере их решения на первый план выходят задачи повышения национальной конкурентоспособности. В этой связи целесообразно различать номинальное и реальное таргетирование валютного курса. Номинальное таргетирование в большей степени соответствует решению первой цели, а реальное таргетирование направлено преимущественно на обеспечение второй. Вместе с тем, на практике оба подхода в той или иной мере учитывают возможности одновременного достижения названных целей и, в конечном счете, направлены на обеспечение сбалансированного экономического роста в среднесрочной перспективе, но обеспечивают решение этой задачи разными темпами и с различным набором инструментов экономической политики.

Так как номинальное и реальное таргетирование валютного курса отличаются целями, подходами и инструментами реализации, то они имеют свои преимущества и недостатки. Использование номинального таргетирования в качестве основного инструмента антиинфляционной стратегии в стране накладывает определенные ограничения на проводимую в ней экономическую политику. При реализации данного подхода сокращение диспропорции между внутренними и мировыми ценами осуществляется в несколько этапов. Прежде всего, правительство принимает на себя определенные обязательства относительно динамики валютного курса. Следующим шагом является приведение денежно-кредитной политики в соответствие с принятыми обязательствами. В частности, это касается сокращения бюджетного дефицита и отказа от финансирования бюджетного дефицита за счет денежной эмиссии. В случае выполнения правительством и центральным банком своих обязательств, далее происходит адаптация субъектов рынка в части цен и зарплат к проводимой экономической политике.

Использование номинального таргетирования валютного курса является результативным, прежде всего, для стран, успешно поддерживающих определенное время фиксированный курс национальной валюты, а также способных осуществлять жесткие стабилизационные меры. В последнем случае фиксация или привязка валютного курса выступает в роли эффективного инструмента устойчивого снижения инфляции, ограничения государственных расходов, повышения доверия со стороны субъектов рынка. Вместе с тем, этот подход имеет и определенные недостатки, основным из которых является возможность быстро-

го укрепление реального валютного курса, опережающего рост конкурентоспособности экономики.

В целом фиксация номинального курса и попытка поддержания ее любой ценой в течение продолжительного времени может привести к серьезным проблемам, и не будет пользоваться доверием субъектов хозяйствования. В связи с этим риск высоких издержек от одновременного изменения фиксированного курса по сравнению с постепенным его изменением повышает привлекательность более гибких режимов. В их основе лежит реальное таргетирование валютного курса, которое исходит из оценки уровня и тенденций изменения реального обменного курса на основе сложившихся уровней экономического развития страны и внутренних цен относительно мировых. Данный подход направлен на поддержание реального обменного курса на неизменном уровне или на обеспечение его перехода на новый, как правило, менее высокий уровень в случае возникновения внешних и внутренних шоков.

Однако проведение политики реального таргетирования валютного курса связано с возникновением ряда проблем. В первую очередь, это относится к сложности оценки уровня равновесного реального валютного курса, вероятность отклонения которого возрастает в случае осуществления таргетирования на протяжении длительного времени. Постоянные попытки поддержания реального обменного курса на прежнем уровне могут оборачиваться непрерывной девальвацией и, как следствие, ускорением инфляции. Негативные последствия от использования реального таргетирования валютного курса заключаются также в воздействии на уровень цен, особенно в малых странах с открытой экономикой. Поэтому для предотвращения возможных негативных последствий должны использоваться более гибкие подходы, применяться дополнительные меры в области денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

Вследствие особого значения валютного курса для транзитивных экономик существует объективная необходимость в обосновании его оптимальной траектории. Теоретической основой для этого являются формализованные теории валютного курса, среди которых можно выделить теорию общего равновесия, паритета покупательной способности, баланса процентных ставок, денежную и общую теории валютного курса. В основе указанных теорий лежит механизм определения равновесного реального валютного курса, а также анализ влияния на его отклонения от равновесия различных факторов (состояния торгового и платежного баланса, объема денежной массы, производства, уровня инфляции, процентных ставок, конкурентоспособности экономики и т.д.).

Теория общего равновесия, или макроэкономического баланса, является более полной по охвату влияющих на обменный курс факторов и заключается в достижении согласованности между внутренним и внешним балансами в среднесрочной перспективе на основе равновесного валютного курса. При этом внутренний баланс представляет равенство совокупного спроса и предложения при максимальном использовании факторов производства и низком уровне инфляции [1; 3; 5]. Внешний баланс предусматривает достижение равновесия по текущему счету и счету движения капитала, что позволяет обеспечить баланс национальных сбережений и инвестиций в среднесрочной перспективе.

Иной разновидностью теории общего равновесия является модель платежного баланса, которая исходит из посылки, что валютный курс формируется на основании спроса и предложения валюты в зависимости от состояния платежного баланса, т.е. при положительном сальдо текущих платежей он повышается и, наоборот, при обратной тенденции понижается. По-другому, данное направление исследований в отдельных источниках рассматривается как теория нейт-

ральных курсов, которые соответствуют сложившемуся равновесию в национальной экономике и, следовательно, являются равновесными. В связи с этим возникли теории рационального ожидания участников валютного рынка, концепции портфельного баланса и др.

Таким образом, теория общего равновесия, или макроэкономического баланса, является по существу вариантом стандартной модели рыночного равновесия. Одним из преимуществ теории макроэкономического баланса является учет основных макроэкономических потоков между секторами экономики. Вместе с тем, отражение и координация финансовых и товарных потоков являются достаточно сложной задачей и не всегда возможны, особенно если данные потоки носят спекулятивный характер. Это же относится и к определению и тем более прогнозированию будущих потоков капитала между странами.

Теория паритета покупательной способности (ППС) появилась в 20-е годы XX века после отмены золотого стандарта и была призвана дать объяснение механизму установления валютных курсов в новых условиях [4, с. 111-112]. Она достаточно проста и основывается на заключении о равенстве покупательной способности различных валют при неизменном уровне цен в каждой из стран (при условии отсутствия торговых барьеров, транспортных расходов и других, искажающих влияний на цены). При этом теория ППС рассматривается в нескольких вариантах: закона одной цены, абсолютного и относительного ППС.

Закон одной цены, лежащий в основе теории паритета покупательной способности, гласит: в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в разных странах имеет одинаковую цену (если, разумеется, она выражена в одной валюте).

Абсолютный ППС исходит из сопоставления цен не отдельных товаров, а корзины товаров и услуг, которая должна иметь одинаковую стоимость в разных странах в одной валюте. Основное положение теории абсолютного ППС, вытекающее из закона одной цены, заключается в том, что обменный курс между валютами двух стран равен соотношению уровней цен в этих странах. Безупречно рассчитать общий уровень цен практически невозможно, поэтому речь может идти лишь о максимальном приближении к этому уровню. Попытки преодоления недостатков теории абсолютного ППС привели к теории относительного ППС, ориентированной на изменение уровня цен по отношению к определенным периодам времени.

Недостаток рассматриваемого метода заключается в сложности, которую нужно преодолеть при обосновании выбора точки отсчета, т.е. базового года. С методологической стороны теория относительного ППС выглядит даже более уязвимой, чем теория абсолютного ППС, и обладает достаточной достоверностью лишь тогда, когда реальный валютный курс не меняется с течением времени.

Несмотря на весьма ограниченный потенциал, теория ППС показала свою «жизнеспособность» (особенно в части относительного паритета) в странах с переходной экономикой, где имеет место существенное отклонение паритетных курсов от рыночных и происходит постоянное изменение их соотношений. Адекватность данной теории повышается в условиях формирования общего таможенного и экономического пространства, монетарной интеграции и создания валютного союза, поскольку в результате отмены тарифных и нетарифных ограничений прекращается их искажающее воздействие на курсовые и ценовые соотношения.

Если теории общего равновесия и ППС определяют среднесрочные и долгосрочные перспективы развития валютного курса, то его краткосрочные колебания лучше поддаются объяснению с помощью теории, учитывающей влияние

процентных ставок (включая баланс процентных ставок, паритет процентных ставок и равновесный валютный курс). Данная теория исходит из разности процентных ставок (доходности по депозитам, ценным бумагам и т.д.) в отдельных странах, что влияет на движение капитала, вызывающее краткосрочные колебания валютных курсов. При этом необходимо делать определенные коррективы на степень риска, мобильность капитала (свободный или связанный, перемещающийся только при сохранении относительно длительных устойчивых тенденций).

Регулирование валютного курса с позиции баланса процентных ставок осуществляется на основе соотношения доходности вклада денег в разнообразные активы внутри страны и за границей. Таким образом, при данном подходе учитывается паритет цен в отношении одного товара – денег. При нахождении валютного рынка в равновесии можно использовать концепцию паритета процентных ставок, который достигается, когда равные по величине депозиты в каждой стране обеспечивают получение одинакового дохода при переводе в одну валюту. Вместе с тем, применение данного подхода весьма ограничено условиями паритета.

Денежная теория валютного курса определяется относительным спросом и предложением денег между двумя странами. Как и модель общего равновесия, данный подход позволяет увязать денежные потоки с равновесным обменным курсом, производством продукции и инфляцией.

Несложно заметить, что денежная теория валютного курса явно связана с теорией ППС и со всеми ее недостатками. При этом добавляются ограничения чисто финансового характера, которые, с одной стороны, упрощают теоретический ход валютной интеграции, а с другой – усложняют его, поскольку абстрагируются от других существенных факторов, учтенных более основательно в ценовой теории.

Очевидность отмеченных при обзоре недостатков в теориях валютного курса заставила экономистов искать пути их преодоления в области теоретического синтеза. Так появилась общая теория валютного курса. В рамках этой теории наиболее простая и логичная модель была предложена американскими учеными-экономистами П. Кругманом и М. Обстфельдом [2]. Они развили теорию паритета покупательной способности следующим образом: абсолютно равные потребительские корзины, которые фигурировали в теории ППС, стали различными, но типичными для каждой страны. Это, по мнению разработчиков теории, позволило номинальный валютный курс преобразовать в реальный (при этом авторы, разумеется, не отказываются от оперирования номинальным курсом) [6].

В данной теории разработчики постарались учесть практически все факторы, влияющие на валютный курс. Алгоритм вычисления курса можно представить в следующем виде: рассчитывается номинальный валютный курс, выраженный через реальный; рассчитываются цены потребительских корзин по формуле теории денежного равновесия; определяется номинальный валютный курс посредством учета денежного равновесия; учитывается условие паритета процентных ставок; составляется окончательная модель валютного курса. Рассмотренная теория не устраняет основной недостаток – невозможность системного усреднения валютного курса, необходимого для определения параметров валютного союза, хотя и учитывает не только денежные факторы.

В заключении следует отметить, что применение номинального и реального таргетирования валютного курса в их крайних формах и на протяжении длительного времени не является обоснованным. Более оптимальным представляется взвешенное и гибкое применение данных подходов в зависимости от складывающейся ситуации и целей экономического развития.

Представленные теории, за исключением общей теории валютного курса, абсолютизируют действие на валютный курс одних факторов и минимизируют влияние других, что подчеркивает их узконаправленность. Оптимальное объяснение тенденций и динамики валютного курса возможно только тогда, когда учитывается его стоимостная характеристика и уделяется внимание всем cursoобразующим факторам. Наиболее комплексной в этом отношении является общая теория валютного курса.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Киреев, А.П.** Международная экономика: В 2 ч. / А.П. Киреев. – М.: Междунар. отношения, 1999. – Ч. 2: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование: учеб. пособие для вузов. – 1999. – 488 с.
2. **Кругман, П.Р.** Международная экономика. Теория и политика: Учебник для вузов: / П.Р. Кругман, М. Обстфельд; Пер. с англ. / Под ред. В.П. Колесова, М.В. Кулакова. – М.: Экон. фак. МГУ: ЮНИТИ, 1997. — 799 с.
3. **Макконнелл, К.Р.** Экономикс: Принципы, проблемы и политика: В 2 т. / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю.; Пер. с англ. – 11-е изд. – М.: Республика, 1992. – Т. 1. – 399 с.
4. **Максимо, В. Энг.** Мировые финансы / В. Энг Максимо, А. Лис Фрэнсис, Дж. Маурер. Хоуренс; Пер. с англ. – М.: ООО Издательско-консалтинговая компания "ДеКА", 1998. – 768 с.
5. **Мэнкью, Н.Г.** Макроэкономика / Н.Г. Мэнкью; Пер. с англ. – М.: Изд-во МГУ, 1994. – 736 с.
6. Этот изменчивый обменный курс: Сб. ст.: Пер. с англ. – М.: Дело, 2001. – 384 с.