

Малкина М.Ю.

Особенности инфляции в открытой экономике и вопросы организации денежной системы России

Особенности инфляционного процесса в открытой экономике

Страны с открытой экономикой нередко страдают от так называемой импортируемой инфляции, механизм действия которой связан с импортом товаров, услуг и капитала. Повышение мировых цен на ввозимые товары, сырье, полуфабрикаты приводит к росту цен на внутреннем рынке. Это находит свое отражение в состоянии валютного курса. При этом важно отметить, что для стран с открытой экономикой политика в отношении валютного курса и механизм его формирования имеют большое значение с точки зрения их влияния на состояние экономики страны. Это влияние может рассматриваться с нескольких позиций.

Во-первых, теоретически при плавающем валютном курсе торговый баланс остается (при отсутствии так называемых несовершенств рынка, ограничений ликвидности или феномена асимметричной информации) неизменным. Но при проведении политики сдерживания валютного курса происходит существенное воздействие на торговый баланс. Повышение курса национальной валюты приводит к увеличению импорта и сокращению экспорта, а в продолжительном времени — к пассивному торговому балансу и оттоку валютных резервов из страны [1].

Поскольку поддержание курса национальной валюты требует проведения жесткой денежно-кредитной политики, в таких случаях происходит двойное “сжатие” денежной массы, то есть имеет место автодефляция, которая негативно сказывается на внутреннем производстве данной страны. Автодефляция не может существовать бесконечно, наступает время, когда она сама себя отменяет. В то же время, ограничительная денежно-кредитная политика, требующаяся для поддержания курса национальной валюты, приводит (если придерживаться неокейнсианской позиции) к росту реального процента в стране. При отсутствии все тех же трех ограничителей равновесия (несовершенств рынка, ограничений ликвидности и асимметричной информации) в действие запускается механизм, известный под названием “процентного арбитража”, в экономику данной страны устремляется спекулятивный иностранный капитал, привлекаемый высокими процентными ставками. Приток капитала приводит к краткосрочному росту денежной массы и совокупного спроса внутри страны. Чтобы нейтрализовать этот эффект наплыва спекулятивного иностранного капитала, страны обычно проводят так называемые “стерилизации платежного баланса”, суть которых сводится к тому, что на величину прироста валютных резервов внутри страны происходит сокращение внутреннего кредита в национальной валюте. В результате происходит еще большее сжатие национальной (по определению) денежной массы в долгосрочном периоде.

Снижение реального валютного курса, наоборот, способствует увеличению экспорта и сокращению импорта, что равнозначно формированию активного сальдо торгового баланса и притоку денежных резервов в страну. В этой ситуации страна становится жертвой “автоинфляции”, когда рост денежной массы происходит за счет и внутренних кредитов, и роста валютных резервов.

Во-вторых, политика повышения валютного курса имеет несколько последствий долгосрочного плана: снижение конкурентоспособности отечественной продукции,

увеличение доли импортных товаров в товарообороте и импортной зависимости страны. В краткосрочном плане такого рода мероприятия, действительно, приводят к сдерживанию инфляции в стране с высокой долей импорта в потреблении. Благодаря импортным товарам, повышается эластичность спроса по цене на отечественные товары, и ценовое поведение продавцов товаров становится более осторожным.

Но в долгосрочном аспекте искусственно созданное ухудшение “условий внешней торговли” оказывает разрушительное воздействие на инвестиционные процессы и поддержание производственного потенциала. Спрос на некоторые импортные товары, особенно на те, технологический уровень производства которых выше за рубежом, становится абсолютно неэластичным. Это означает, что любое самостоятельное повышение цен этих товаров, либо девальвация национальной валюты приводят к адекватному росту цен на них в национальной экономике. В случае, когда приток импорта нарушается под воздействием каких-либо причин, страна (не способная к замещению импорта) может столкнуться с ростом товарного дефицита и подавленной инфляцией, постепенно превращающейся в открытую гиперинфляцию.

Кроме того, увеличение реального валютного курса порождает проблему завышенного спроса на иностранную валюту (как со стороны импортного сектора экономики, так и населения) при одновременном уменьшении ее предложения, главным образом, вследствие снижения эффективности экспортоориентированного сектора экономики. Эта проблема решается либо за счет интервенций Центрального банка и уменьшения валютных резервов государства, либо за счет привлечения иностранных займов. Когда будут исчерпаны эти источники, остается единственный способ — проведение девальвации, за чем неминуемо следует инфляция.

Однако следует отметить, что данный вывод является скорее обобщением повсеместной практики, нежели строгим научным доказательством, хотя теоретически, и практически возможны ситуации, когда рост реального валютного курса не приведет к ухудшению торгового баланса и истощению валютных резервов государства. Известны две такого рода ситуации: одна связана с повышением реальных (мировых) цен экспортных товаров (она имеет место, когда цены экспорта растут быстрее, чем цены импорта и цены внутри страны), а другая описывается эффектом Балассы-Самуэльсона^[2]. Согласно эффекту Балассы-Самуэльсона, повышение реального курса национальной валюты не приводит к ухудшению финансового положения экспортного сектора в случае, если производительность труда экспортного сектора растет быстрее реальной заработной платы в нем, и происходящий в результате рост прибылей компенсирует то снижение реальных доходов, которое произошло вследствие завышенного валютного курса. Чтобы полностью компенсировать падение валютных резервов, вследствие завышенных требований импортного сектора, превышение производительности труда над зарплатой в экспортном секторе должно быть еще выше.

В-третьих, сама смена механизма формирования валютного курса — отказ от фиксации, а равно и периодические девальвации — становится фактором дестабилизации. Падение курса национальной валюты приводит не только к удорожанию импортируемой продукции, но и к повышению индекса цен на отечественные товары. Чем ниже эластичность замещения импорта, тем в большей степени она зависит от фактора времени и чем выше доля “traded goods” (товаров, участвующих в международной торговле), тем в большей степени растут при прочих равных условиях цены на товары, производимые внутри данной страны, и тем выше общий индекс цен. В то же время изменение в условиях инфляции схем потребления приводит к перераспределению ресурсов и изменению системы относительных цен, что при условии запоздалой реакции со стороны

рынка труда вызывает конфликт в распределении доходов и является одним из мощных генераторов инфляции издержек. Таким образом, простая смена механизма формирования валютного курса приводит не только к кратковременной инфляции спроса, но и закручивает “затратные спирали” инфляции издержек.

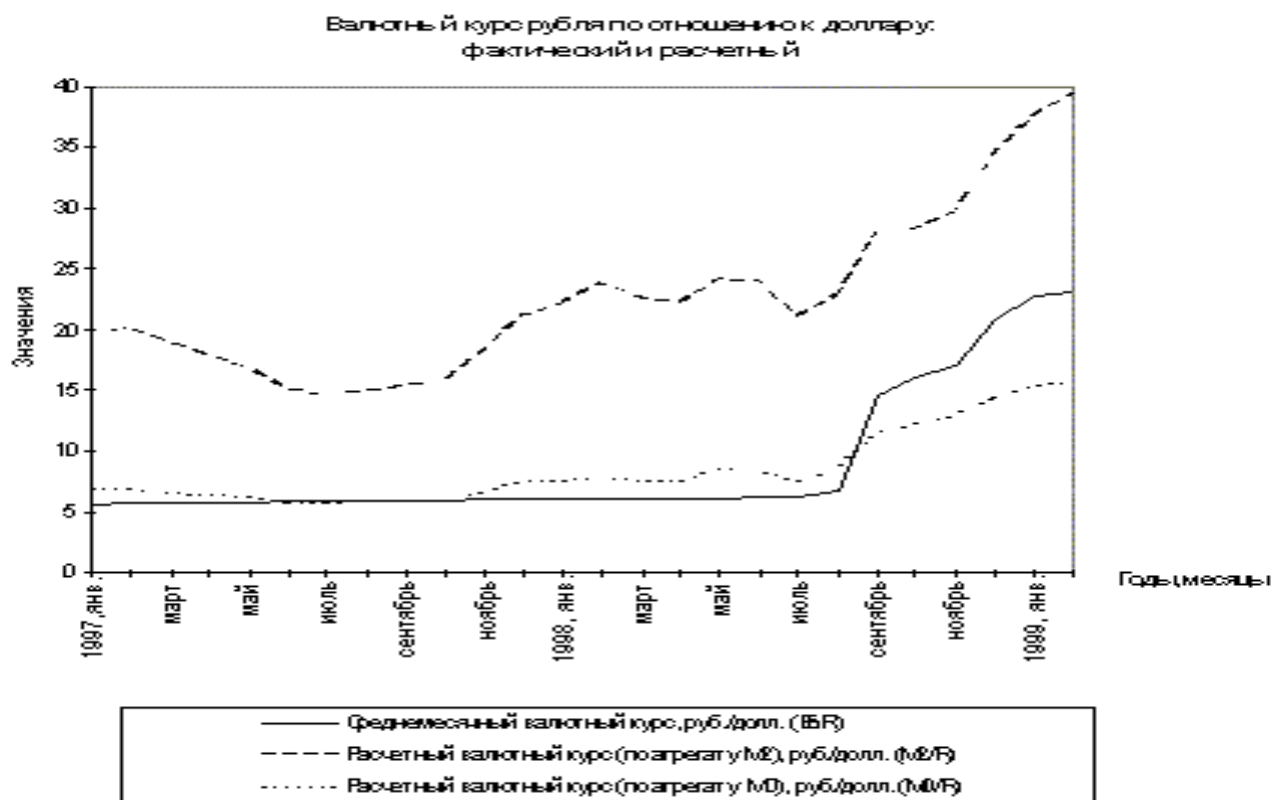
Есть еще один важный момент влияния иностранной валюты на внутренние процессы в той или иной стране. В стране, где нагнетание экономики долларами или другой иностранной валютой уже превратилось в самостоятельный механизм экономической системы, любая смена валютной политики может стать причиной дестабилизации и инфляции. Валютный рынок в такой стране существует наравне с товарным и финансовым рынками, он поглощает часть сбережений экономических субъектов. Если государство вводит какие-либо ограничения в его функционирование (запрет на продажу валюты населению или введение множественных валютных курсов), та часть денежных средств, которая поступала на валютный рынок, перекинется на другие рынки — товарный (главным образом, сбережения населения) и финансовый (при условии его достаточной надежности). Все это может вызвать рост цен на этих рынках и инфляцию. Кроме того, поскольку в данной стране существуют не только валютные активы, но и финансовые обязательства, выраженные в иностранной валюте, внезапная смена политики может стать причиной банкротства целого сектора экономики, что и произошло с банковским сектором России после августа 1998 года.

Россия по всем объективным критериям относится к группе стран с открытой экономикой. Поэтому выявленные выше закономерности для нее как никогда актуальны. Российский дефолт в августе 1998 г. был предопределен этими закономерностями, пробившими себе дорогу через огромные разрушения. Благодаря особой политике “валютного коридора”, проводившейся с июля 1995 г. вплоть до знаменитого августа 1998 г., в России был накоплен мощный инфляционный потенциал, который, достигнув определенного предела, превратился в открытый инфляционный процесс.

Представленный ниже рисунок показывает взаимосвязь фактического валютного курса рубля и его расчетного валютного курса (определенного через соотношение валютных резервов государства и агрегатов $M0$ и $M2$) до и после августа 1998 года. Рисунок наглядно демонстрирует тот факт, что фактический валютный курс рубля к августу 1998 г. стал существенно ниже обоих расчетных курсов, которые одновременно можно называть монетарными курсами рубля. В то же время из рисунка видно, что после отпуща валютного курса из искусственного “коридора”, устанавливаемого Центробанком, объективно происходит процесс его перемещения в свой естественный коридор — между двумя указанными выше расчетными курсами. Именно эта очевидная зависимость наталкивает ряд отечественных и зарубежных авторов на мысль о необходимости выработки адекватной валютно-монетарной политики, привязывающей денежно-кредитную политику государства через валютный курс к состоянию валютных резервов. У этой политики существует довольно обширная история проведения в ряде стран. Она получила название “currency board policy” (политика валютного комитета). Рассмотрим достоинства и недостатки этой политики.

Режим валютного комитета

В последнее время с целью упорядочения денежного обращения в странах с высокой инфляцией и неустойчивой экономикой ряд авторов предлагают введение особой политики, получившей название «режим “валютного комитета”» (“currency board policy”)[3]. Сущность этого режима



заключается в 100%-ном обеспечении денежной базы или более широкого денежного агрегата валютными резервами государства[4]. Причем данная система рассматривается как более современный аналог системы золотого стандарта. По своему содержанию режим “валютного комитета” является своего рода симбиозом монетарного режима и “валютного таргетирования”.

Проследим историю этого режима с момента его появления. Российские ученые, предлагавшие аналогичные режимы для нашей страны, умалчивали, что их возникновение исторически было связано с колониализмом. Впервые политика “валютного комитета” была введена в британских доминионах: сначала в Маврикии в 1849 году, а потом и в других британских колониях. Аналогичные режимы позднее практиковала Италия в Сомали и США в Филиппинах. Пятьдесят лет назад они уже были, пожалуй, самой распространенной монетарной политикой в колониальном мире[5]. Многие из стран, выступавших объектами такой политики, получив независимость, отказались от режима “валютного комитета”.

Однако сама идея подчиненного монетарного режима не прекратила свое существование, а неожиданно стала приобретать совершенно иную смысловую нагрузку. В начале 90-х годов заметно выросла популярность политики “валютного комитета”, все больше стран вводили такие режимы, и все чаще можно было встретить теоретические исследования, изучающие преимущества и недостатки этих режимов. Режимы “валютного комитета” вновь были введены в некоторых бывших колониях, но теперь уже имели совершенно иную цель. Например, в Гонконге (режим был введен с 1983 г.) это стало необходимым условием нормального функционирования международного финансового центра. А в странах Карибского бассейна эта политика была призвана смягчать колебания условий международной торговли и изменения величины сальдо торгового баланса. Политика

“валютного комитета” была также введена в некоторых развивающихся странах и странах с переходной экономикой: Аргентине – в 1991 г., Эстонии — (1992), Литве (1994), Боснии (1997), Болгарии (1997). Схожие режимы были установлены в Тайване, Сингапуре, Латвии, отчасти — в Азербайджане[6]. В Аргентине новая политика была призвана стать орудием борьбы с гиперинфляцией, в Литве — средством международной интеграции (там даже курс национальной валюты был зафиксирован не к какой-то национальной валюте, а к СДР). В Боснии она являлась скорее вынужденным средством в условиях войны, а в азиатских странах подобные режимы имеют целью смягчение последствий частых валютных кризисов. Ряд западных экономистов (С.Ханке, К.Шулер, Л.Джонанг) настоятельно рекомендуют такие режимы развивающимся странам и странам с переходной экономикой. Впервые данный режим был предложен указанными авторами для Югославии еще в 1991 г.[7], несколько позднее они рекомендовали его для России[8]. По мнению многих западных экономистов, такая политика особенно эффективна для малых стран с открытой экономикой[9].

Кроме того, ряд достаточно развитых в экономическом отношении стран также практикует политику, во многом схожую с политикой “валютного комитета”. Характерно в этом отношении мнение профессора факультета экономических и социальных наук Потсдамского университета Вильфрида Фурмана. Он считает, что “по соображениям экономии, например, при крупных расходах на создание новой денежной системы в условиях политической нестабильности и некомпетентности или отсутствия эффективной монетарной инфраструктуры, или из-за значительных издержек, связанных с утверждением репутации при выходе на рынок, использование так называемого *surgency board* или прямая передача функций в области денежно-кредитной политики иностранному центральному банку могут явиться для многих стран (не только с переходной экономикой и развивающихся государств) более предпочтительной стратегией”[10]. Политика “валютного комитета” проводится в Австрии (где осуществляется привязка австрийского шиллинга к немецкой марке), и здесь ее целью является повышение международной конкурентоспособности отечественной продукции и осуществление необходимой структурной адаптации экономики. В других странах, практикующих политику “*surgency board*”, например в Голландии, она направлена на постепенное сближение границ колебания валютного курса, что также должно стать фактором более успешной рыночной интеграции этой страны в мировую экономику. Аналогичную политику проводит также Ирландия. Важным событием стало принятие концепции “*surgency board*” Европейским Союзом, где произошел существенный пересмотр ее функций: из политики подчинения она призвана стать политикой международной интеграции. Иными словами, идеологическая составляющая режима “валютного комитета” превращается в нечто противоположное его первоначальному замыслу по сути и назначению.

В сентябре-декабре 1998 г. широко обсуждалась возможность введения режима “валютного комитета” в российской экономике[11]. Поскольку события после августа 1998 г. показали первостепенное значение роста валютного курса в инициировании открытого инфляционного процесса и финансовой дестабилизации, новый вариант “валютно-монетарного якоря” стали рассматривать чуть ли не в качестве последней надежды экономической политики государства. Предполагалось, что сдерживание падения валютного курса рубля возможно путем жесткой привязки “денежной базы” либо более широкого агрегата денежной массы посредством “валютного якоря” (желаемого валютного курса) к валютным резервам государства[12].

Главная цель политики “валютного комитета” в странах с переходной экономикой — неинфляционное управление денежной массой. При этом теоретическим обоснованием

такого подхода является все та же монетаристская модель, построенная для стран с открытой экономикой. Эта модель предполагает, что если в стране с “валютным управлением” цены на товары, участвующие в международном обмене, выше, чем в метрополии, условия торговли для страны с “валютным комитетом” улучшаются. В результате растет импорт и сокращается экспорт, валютные резервы государства сокращаются, запускается “валютное управление”, которое автоматически сокращает денежную массу, что, по мнению монетаристов, должно привести к снижению цен на товары, участвующие в международной торговле, до уровня цен метрополии. Так наступает равновесие, денежная масса равномерно распределяется между странами, гарантируя в стране с зависимой денежно-кредитной политикой рост цен (по крайней мере, на группу товаров, участвующих в международном обмене или их заменителей) не выше, чем в метрополии.

Существует целый ряд работ эмпирического характера, показывающих, что в странах с режимом “валютного комитета” ниже уровень инфляции, меньше колебания цен и валютного курса и выше темпы экономического роста. Причем все эти показатели лучше как по сравнению с ситуацией в этих же странах до введения “валютного комитета”, так и по сравнению с показателями в странах с аналогичными характеристиками экономической системы, но другими монетарными и валютными режимами. Например, в одной из работ [\[13\]](#) на базе 2386 наблюдений по 12 различным странам с политикой “валютного комитета” построена модель, отчетливо показывающая положительное воздействие режима “валютного комитета” на экономические показатели [\[14\]](#).

Теоретическое обоснование положительного влияния “валютного комитета” на снижение темпов инфляции включает два эффекта. Первый носит название “дисциплинирующий эффект”. Он имеет место, когда в условиях “валютного комитета” Центробанк уже не может проводить самостоятельную монетарную политику и увеличивать денежную массу, исходя из каких-то собственных целей. Второй называется “эффект доверия”: считается, что такая политика формирует устойчивые неинфляционные ожидания публики благодаря высокой степени доверия к монетарным властям. Это доверие основано на том, что институты “валютного комитета” являются гораздо более устойчивыми (так как предполагают обычно внешний надзор) и предоставляют меньше вероятности, что Центробанк сможет быстро и неожиданно отказаться от проводимой политики. Причем, по расчетам указанных авторов, второй эффект превалирует над первым (3,5% против 0,5%). Кроме того, в условиях долларизации экономики, которая обычно имеет место в странах с переходными экономическими системами, 100%-ное (или близкое к тому) валютное обеспечение национальной денежной массы повышает доверие к национальной денежной единице и оказывает то же психологическое воздействие, которое в свое время оказывал золотой стандарт [\[15\]](#).

Режим “валютного комитета” подразумевает ряд дополнительных ограничений, налагаемых на экономику. Прежде всего, денежно-кредитная политика данного государства не является самостоятельной — она зависит от движения золотовалютных резервов, успешности политики поддержания стабильности валютного курса и фактически переходит в распоряжение иностранного государства. Во-вторых, денежный и валютный порядки должны соответствовать друг другу, образовывать единство, а значит, ответственность за проведение денежно-кредитной и валютной политики должна быть сосредоточена в одном месте (учреждении). В-третьих, предполагается, как правило, фиксация курса национальной валюты по отношению к какой-либо международной (или резервной) валюте (допускаются лишь незначительные колебания в строго объявленных границах по техническим причинам). В-четвертых, при проведении строгой политики “валютного комитета” гарантируется полная конвертируемость валют для резидентов и

нерезидентов при соблюдении полного обеспечения валютными резервами в этой резервной валюте. Следует учитывать, что при чрезмерном спросе на иностранную валюту (весьма ординарном в условиях долларизации экономики) соблюсти это правило при одновременном следовании предыдущему условию достаточно сложно.

Одновременно режим “валютного комитета” вызывает целый ряд негативных экономических эффектов, большинство которых проявляется в долгосрочном периоде, причем они являются факторами накопления “инфляционного потенциала”. Во-первых, этот режим фактически узаконивает процессы долларизации российской экономики, признавая их не как негативное явление, а как должное и желаемое положение вещей. Во-вторых, для достижения устойчивости национальной денежной единицы более правильно “привязывать” ее не к какой-то одной иностранной валюте, например, доллару, принимая на себя риск “долларовой инфляции”, а руководствоваться давно зарекомендовавшим себя правилом диверсификации, привязывая рубль к “корзине валют”.

При определении состава этой корзины должно приниматься во внимание содержание разных статей российского платежного баланса (счета текущих операций, счета движения капитала и услуг) с расшифровкой по странам-контрагентам. В-третьих, происходит фактический отрыв денежно-кредитной политики как от движения номинального ВВП, так и от состояния фискального баланса государства, что чревато макроэкономическими диспропорциями, в частности, необоснованным уменьшением степени монетизации экономики (*sacrifice ratio*) и кризисами ликвидности. В-четвертых, эта политика не учитывает также динамику составляющих совокупного спроса на деньги, влияние на этот спрос институциональных и структурных изменений в экономике, в частности, процессов формирования финансового рынка. Это означает, что она может оказать негативное влияние на состояние финансового рынка страны, котировки основных финансовых активов.

В-пятых, при проведении политики “валютного комитета” в строгом режиме, то есть с фиксацией номинального валютного курса, следует иметь в виду, что, если темп инфляции (разумеется, немонетарного происхождения) в данной стране выше, чем в стране, к валюте которой осуществляется привязка, фактически происходит рост реального курса национальной валюты (что имело место, например, в Аргентине). Это приводит к снижению конкурентоспособности отечественной продукции, искусственно улучшает условия внешней торговли, ухудшает состояние платежного баланса и золотовалютных резервов государства, а в итоге происходит автоматическое сжатие денежной массы — “автодефляция”[\[16\]](#).

Описанные в предыдущем разделе механизмы “автодефляции” при политике “валютного комитета” действуют уже не как тенденция, а как правило экономической политики государства. В то же время гарантия полной внутренней конвертируемости национальной валюты и одновременно фиксация курса при существовании внутренних причин инфляционного процесса немонетарного происхождения в конечном счете неминуемо ведут к кризису платежного баланса, как отмечал П.Кругман. Все это происходит через механизм роста реального валютного курса рубля, ажиотажного спроса на доллары, многократно усиливающегося в ожидании девальвации, истощение золотовалютных резервов государства. Девальвация в таких условиях становится неизбежной.

В-шестых, непонятен механизм сжатия национальной денежной массы в случае, если валютные резервы государства сокращаются (например, вследствие международных платежей). Ведь эта денежная масса уже функционирует в обращении, и ее сокращение возможно только посредством роста цен, когда ее реальное значение автоматически

уменьшается. Но тогда цели “валютного комитета” не достигаются. В-седьмых, в странах с высокой степенью открытости экономики объем валютных резервов государства может быть подвержен значительным колебаниям, если статьи торгового баланса представлены товарами, мировые цены на которые отличаются высокой степенью неустойчивости. Это — как раз случай России, где одним из основных источников иностранной валюты является экспорт сырой нефти и газа. Наметившаяся в первом полугодии 1999 года тенденция к росту мировых цен на нефть здесь оказалась чуть ли не главным спасителем от грядущей девальвации рубля. Однако еще совсем недавно тенденция была противоположной. Колебания валютных резервов государства по причине изменения мировых цен должны, согласно концепции “currency board”, вызывать адекватные колебания национальной денежной массы, порождая при этом колебания ссудного процента и неустойчивость экономической конъюнктуры. Возникает проблема “фиктивного цикла”.

Распространенным аргументом против политики “валютного комитета” является то, что при этом якобы происходит перемещение инфляционного налога (сеньоража) в пользу государства-метрополии. Однако этот аргумент не совсем верен. Во-первых, иностранная денежная система через режим “комитета” фактически спасает экономику данной страны от негативного по своей сути инфляционного налога, разъедающего фискальный баланс государства. Во-вторых, Центробанк вполне может держать свои валютные резервы за границей и получать на них проценты.

Однако в приведенном выше аргументе все же есть доля истины, и эта доля немалая. Дело в том, что при увлечении подобными режимами в самой стране-метрополии может быть утрачен контроль над денежной массой. Здесь она уже не соответствует показателям национального производства и национального потребления, так как денежная единица этой страны (доллар или немецкая марка) берет на себя дополнительные международные функции. Сегодня большинство стран с “валютным комитетом” держат свои резервы в долларах США, причем эта денежная масса принадлежит именно данным странам, которые имеют право ей распоряжаться (ведь они не колонии США). Кроме того, она имеет своего национального двойника, и при удобном случае этот двойник может отказаться от своего родства без особых внутренних осложнений.

Неизвестно, как поведут себя государства с режимами “валютного комитета” в случае внезапного падения доллара на валютном рынке. Если начнется массовый отказ от режима “валютного комитета” и сброс долларов^[17], то возможен колоссальный по своим размерам международный валютно-финансовый кризис, который затронет не только экономику США, но и экономику развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Эта проблема стала достаточно очевидной после появления новой европейской валюты, когда некоторые страны (например, Китай) заявили о реструктурировании своих валютных резервов — из долларов в евро. И если бы не спровоцированный конфликт в Югославии (а фактически в центре Европы), куда ушла огромная долларовая масса, неизвестно, удержал бы доллар свои позиции^[18]. Между тем проблема уже очевидна, и описанные выше процессы даже можно назвать одной из форм накопления инфляционного потенциала — только в международном масштабе.

И, наконец, в западной литературе можно встретить мнение, что политика “валютного комитета” оставляет вне своего внимания движение капитала между странами. Будучи (по крайней мере, в первый период своего существования) самой жесткой монетарной политикой — даже более строгой, чем политика фиксированного валютного курса, она неизбежно приводит к повышению реальных процентов на вклады внутри данной страны.

А это может стать причиной притока капиталов из других стран, где эти проценты ниже (начинает действовать обычный механизм “процентного арбитража”).

Высока вероятность того, что эти капиталы в неустойчивой экономической системе будут иметь чисто спекулятивную, а не инвестиционную природу. Такие капиталы покидают страну так же быстро, как заполняют ее, вызывая при этом сложнейшие экономические последствия, — как минимум, кризис банковской ликвидности и истощение валютных резервов банковской системы. А если эти вложения были сделаны к тому же в государственные ценные бумаги (как это имело место у нас в России), выраженные в иностранной валюте, то возможен внутренний и международный дефолт государства. Да и в краткосрочном периоде этот наплыв иностранного капитала нередко ведет к прямым потерям, так как страна выплачивает на эти капиталы более высокие проценты, чем получает на свои валютные резервы за рубежом.

Однако следует отметить, что все это относится не столько к самой политике “валютного комитета”, сколько к жесткой монетарной политике. Политика “валютного комитета” может оказаться жесткой монетарной политикой только на первых порах, но потом, когда будет обеспечен прирост валютных резервов, например, за счет внешней торговли, она может оказаться (по отношению к внутреннему производству и потреблению) достаточно мягкой.

Нет возражений, что в странах с переходной экономикой требуются дополнительные меры для предотвращения массового проникновения в страну спекулятивного иностранного капитала, но политика “валютного комитета”, по нашему мнению, введению таких мер абсолютно не препятствует. Одной из таких мер может быть предложенное еще некейнсианцем Дж.Тобином, а в настоящее время рекомендуемое российским экономистом В.Поповым налогообложение процентных доходов от краткосрочных вложений нерезидентов^[19]. Другое дело, что такое популярное в странах с “crawling peg” (политикой “ползучего валютного курса”) мероприятие по нейтрализации эффекта наплыва иностранного капитала, как стерилизация платежного баланса (то есть уменьшение на эквивалентную сумму внутреннего кредита), в случае “валютного комитета” практически невозможно, поскольку здесь осуществляется жесткая привязка денежной массы к золотовалютным резервам государства.

Руководствуясь вышеизложенными соображениями, следует сделать такой вывод. Для стран с переходной экономикой и незавершенными структурными и институциональными изменениями строгая политика “валютного комитета” в долгосрочном периоде не только не осуществима, но и нередко приводит к серьезным негативным последствиям в экономике. Если такая страна твердо намерена вводить политику “валютного комитета”, ей следует подходить к этому более гибко, избегая при этом бездумного копирования опыта других стран.

К тем коррективам, которые нами предложены выше, следует добавить еще несколько. Чтобы предотвратить платежный кризис по модели Кругмана, следует либо воздерживаться от полной внутренней конвертируемости национальной валюты (например, ввести ограниченный доступ коммерческих банков к торгам на валютной бирже, что недавно сделала, а потом отменила Россия — так называемая “валютная спецсессия”), либо нужно проводить политику фиксации не номинального, а реального валютного курса (то есть фактически осуществлять политику скользящего курса национальной валюты — “crawling peg”).

Более того, как показывает опыт Аргентины, следует различать изменение золотовалютных резервов государства вследствие положительного сальдо счета по текущим операциям и положительного сальдо счета с капиталом. Последнее чрезвычайно опасно и может быть результатом либо активного внешнего заимствования, либо наплыва спекулятивного иностранного капитала. Поэтому при введении «валютного управления» в странах с переходной экономикой требуется специальная корректировка этой политики, которая учитывала бы не только движение резервов, но и изменение размеров внешнего долга. Кроме того, при проведении чистой политики «валютного комитета» без принятия дополнительных мер по регулированию потоков капитала между странами контроль над денежной массой может быть утрачен окончательно, то есть цели «currency board» становятся неосуществимыми.

Устойчивость режима «валютного комитета»

При проведении политики «валютного комитета» большое значение приобретает проблема ее устойчивости. Рассмотрим несколько важнейших факторов, которые могут стать причиной ее отмены.

- Отсутствие официального закрепления.
- Катастрофическое падение золотовалютных резервов государства.
- Любой из мотивов, вызывающих денежно-кредитную экспансию.

Отсутствие официального закрепления. Любая смена правительства может означать отказ от прежней политики, если она нормативно не закреплена. Кроме того, превалирование в краткосрочном периоде негативных эффектов данной политики также может стать причиной отказа от нее, если они проявятся в преддверии выборов. Есть одна закономерность: экономическая политика предвыборных правительств отличается преобладанием в ней интереса самих политиков над интересами общества, что проявляется в большей значимости краткосрочных результатов проводимых мер по сравнению с долгосрочными, иными словами «сужением горизонтов планирования».

Состояние ***золотовалютных резервов российского государства*** зависит от следующих факторов:

- Динамики мировых цен на нефть и газ.
- Динамики цены золота на мировом рынке.
- Процессов импортозамещения (на что, в свою очередь, оказывают влияние не только объективные параметры модели, как, например, эластичность импортозамещения, наличие свободных ресурсов и их мобильность, но и промышленная политика государства).
- Государственного регулирования процессов бегства капиталов (оттока иностранной валюты как за рубеж, так и во внутренние сбережения).
- Состояния платежей по внешнему долгу.
- Ожиданий относительно девальвации рубля и изменений в валютном регулировании.

Каждый из вышеперечисленных факторов может быть предметом самостоятельного изучения, но такое изучение требует уже гораздо более развернутого анализа.

Мотивы, вызывающие денежно-кредитную экспансию. Традиционно в западной литературе выделяются четыре мотива проведения государством мягкой денежно-кредитной политики: мотив занятости, мотив фискального дохода, мотив платежного баланса, мотив устойчивости финансовой системы. В странах с переходными экономиками такой перечень существенно шире. Здесь дополнительно возникают следующие мотивы:

- Предотвращение паники вкладчиков и подрыва системы нормальных сбережений (социально-институциональный мотив).
- Обесценение накопленного внутреннего государственного долга, выраженного в рублях (мотив фискального дохода).
- Поддержка структурных преобразований (мотив долгосрочной экономической стабилизации).
- Поддержка инвестиционного процесса (мотив долгосрочного экономического роста и решения в перспективе проблем занятости, фискального баланса и т.д.).
- Пополнение оборотных средств предприятий.
- Предотвращение социальной напряженности и политической нестабильности (мотив выживания).
- Прорыв “узких мест”, например, срочное финансирование атомных станций (мотив латания дыр в экономике с пораженными воспроизводственными процессами).
- Укрепление внутреннего порядка или обороноспособности страны.

Из проведенного анализа ясно, что решить проблему инфляции в замкнутых рамках модели с двумя-тремя взаимодействующими номинальными переменными практически невозможно, несмотря на всю ее теоретическую привлекательность. Предлагаемая политика “валютного комитета” не совсем адекватна логике экономических процессов (равно как и прежние политики монетарного и валютного таргетирования), а потому может дать реальные результаты только на ограниченном промежутке времени, только для достижения промежуточной цели и только при условии ее адаптации (насколько это возможно) к институциональным и структурным особенностям национальной экономики. В очень краткосрочном периоде отрицательные эффекты такой политики объективно преобладают над положительными эффектами, так как она требует “сжатия поясов”. В среднесрочном периоде картина меняется на противоположную: политика “валютного комитета” позволяет достичь низких темпов инфляции, но и это утверждение справедливо при условии, что в ее проведение не вмешиваются вышеперечисленные факторы нарушения устойчивости. И, наконец, в долгосрочном плане политика “валютного комитета” приводит к накоплению внутренних диспропорций и может существенным образом препятствовать достижению целей устойчивого равновесия как в реальном, так и в номинальном секторе экономики. Адекватной монетарной политикой в долгосрочном периоде является только такая, которая пассивно приспосабливается к структурным и институциональным изменениям в экономике, то есть следует не инструментальной, а конечной цели общественного выбора.

* * *

Инфляционный процесс в открытой экономике имеет свои особенности. Он зависит от динамики цен на внешнем рынке, механизма формирования валютного курса, состояния торгового и платежного балансов, изменения золотовалютных резервов, поведения государства, ожиданий публики. Это наталкивает на мысль, что в таких условиях стране для достижения целей стабилизации требуются особые монетарные режимы, и они тесно связаны с валютными режимами. Одним из таких режимов, исследуемых в данной статье, является режим “валютного комитета”, популярность которого в последнее время растет. О необходимости его введения в экономике России говорят отечественные и зарубежные авторы. Проведенный нами анализ положительных и отрицательных эффектов данного режима показывает, что он, позволяя достичь краткосрочных целей стабилизации, в долгосрочном аспекте приводит к углублению экономических диспропорций, накоплению инфляционного потенциала (как составляющей инфляционного процесса), усилению зависимости от внешнеэкономических условий и от иностранного государства, валюта которого выступает в качестве “якоря” нового режима. Будучи не адекватным структурным, институциональным изменениям в экономике и целям общественного выбора, режим “валютного комитета” навязывает стране экономическую политику тупикового характера.

Примечания

- 1) Механизм “импортируемой инфляции” при фиксированном валютном курсе прост: повышение внутренних цен в стране А стимулирует приток в нее импортных товаров. Платежный баланс становится дефицитным, и часть денежной массы уходит на пополнение валютных резервов, что сдерживает дальнейший рост цен. Между тем в стране В, которая увеличивает экспорт своих товаров в страну А, платежный баланс становится активным, увеличиваются валютные резервы. Общая денежная масса становится больше, и внутренние цены в стране В растут. По сути, одна страна (А) “импортирует” инфляцию в другую страну (В). Совсем иначе дело обстоит, если валютные курсы свободно плавают. Повышение цен в стране А вызовет падение курса ее национальной валюты по отношению к валюте страны В. Торговый баланс останется прежним, а значит, каналы импорта инфляции через изменение платежного баланса будут заблокированы.
- 2) Balassa B (1964). The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal. In: *Journal of Political Economy*, No.72, pp.584-96.
- 3) В литературе предлагается несколько переводов понятия “currency board”: “валютный комитет”, “валютное регулирование”, “механизм стопроцентного резервирования”, возможны также: “валютный щит”, “валютное обеспечение”, “валютная привязка денежной системы”. Обсуждение проблемы см.: Фурман, Вильфрид. Денежный порядок и инфляция. — *Политэконом.* — 1 сентября 1996; Львин Б. Об устройстве банковской и денежной системы. — *Вопросы экономики.* — 1998. — №10.
- 4) Возможны несколько вариантов “валютного комитета”: валовые валютные резервы (“активы” в иностранной валюте) могут балансироваться со следующими “пассивами”: “денежной базой”, “наличностью в обращении”, “денежной массой — агрегатом М2” или более широким денежным агрегатом, включающим в том числе государственные ценные бумаги. Выбор того или иного “пассива” зависит от того, какие обязательства намерено брать на себя правительство.
- 5) Ghosh, A.R., Gulde, A.-M., and H.C.Wolf (1998). *Currency Boards: The Ultimate Fix?* — IMF Working Paper, January, WP/98/8, p.4.

6) Львин Б. Об устройстве банковской и денежной системы. — Вопросы экономики.- 1998.- №10. — с.31; Илларионов А. Как был организован российский финансовый кризис.- Вопросы экономики. — 1998. — № 12. — с. 20; Ghosh, A.R., Gulde, A.-M., and H.C.Wolf (1998). Currency Boards: The Ultimate Fix? — IMF Working Paper, January 1998, WP/98/8, p.4.

7) Hanke, S., and K.Schuler (1991). Monetary Reform and the Development of a Yugoslav Market Economy.- Centre Research into Communist Economies, London.

8) Hanke, S., Jonung L., and K.Schuler (1993). Russian Currency and Finance. A Currency Board Approach to Reform. L., N.Y., Routledge.

9) Следует, однако, отметить, что в последнее время в западной литературе появились исследования, доказывающие эффективность политики “валютного комитета” также для стран с экономикой средних размеров и даже очень больших (в экономическом плане) государств [Balino, Tomas, Charles Enoch, Alain Ize, Veerathai Santiprabhob and Peter Stella (1997), "Currency Board Arrangements: Issues and Experiences", IMF Occasional Paper No.151, August].

10) Фурман Вильфрид. Денежный порядок и инфляция. — Политэконом. — 1 сентября 1996.

11) Следует отметить, что политика, схожая с валютным правлением, проводилась в России в годы гражданской войны, и ее автором был известный английский экономист Дж.М.Кейнс. После прихода к власти большевиков Кейнс, в то время сотрудник британского казначейства, ответственный за внешнее финансирование, разработал проект борьбы с поразившей страну гиперинфляцией. Этот проект был рассмотрен и принят правительством белых в Архангельске. Специально созданной Валютной комиссии Севера России был поручен выпуск так называемых “английских рублей” — рублей, на 75% обеспеченных резервом Английского банка. “Английский рубль” выпускался и обращался в России в течение года — с ноября 1918 года по октябрь 1919 года [Скидельски Р. О “беглом взгляде на Россию” Джона Мейнарда Кейнса. — Вопросы экономики. — 1996.- № 2. — С.116].

12) Обращаясь опять же к опыту государств с режимами “валютного комитета”, следует отметить, что в некоторых странах (например, странах Карибского бассейна) валютными резервами обеспечивается только часть (по закону не менее 60%) “денежной базы”, а в других (например, Болгарии, Гонконге) — 100% “денежной базы” и сверх того часть денежной массы меньшей эффективности (из агрегата М2). Нужно также отметить, что более строгие режимы введены в странах, которые приняли политику “валютного комитета” недавно, и к тому моменту имели серьезные экономические проблемы (в частности, высокие темпы инфляции, недоверие к национальной денежной единице, обвальные процессы долларизации экономики) [Ghosh, A.R., Gulde, A.-M., and H.C.Wolf (1998). Currency Boards: The Ultimate Fix? — IMF Working Paper, January, WP/98/8; Balino, Tomas, Charles Enoch, Alain Ize, Veerathai Santiprabhob and Peter Stella (1997). Currency Board Arrangements: Issues and Experiences. — IMF Occasional Paper, No.151, August.].

13) Ghosh, A.R., Gulde, A.-M., and H.C.Wolf (1998). Currency Boards: The Ultimate Fix? — IMF Working Paper, January, WP/98/8

14) В среднем по группе наблюдаемых стран уровень инфляции после введения “валютного комитета” на 4% ниже, чем в случае политики просто “фиксированного валютного курса” (и значительно ниже по сравнению с ситуацией плавающего валютного курса), темпы роста существенно выше (что авторы связывают с падением реального процента в условиях более низкой, более предсказуемой и с меньшими колебаниями инфляции), а показатели дефицита фискального баланса значительно ниже (2,8% к ВВП: по сравнению с 4,2% — для политики “фиксированного” и 4,4% — для политики плавающего валютного курса). [Ghosh, A.R., Gulde, A.- M., and H.C.Wolf (1998)]

15) Следует, однако, отметить, что это доверие приходит со временем, то есть в процессе практического подтверждения того, что Центробанк не только желает, но еще и способен проводить политику “валютного комитета”.

16) Для решения этой проблемы некоторые зарубежные авторы [Ghosh, A.R., Gulde, A.-M., and H.C.Wolf (1998), p. 5-6] предлагают мероприятия по повышению гибкости рынка труда и заработной платы, создание дополнительных страховых резервов ликвидности, а также привлечение иностранных банков к финансированию экономики.

17) Единственный способ контроля поведения таких стран, который остается у метрополий, это наращивание их внешнего долга, потому что только через погашение внешнего долга можно будет решить проблему сброса долларов и предотвратить их выход в обращение.

18) Война в Югославии, напротив, привела к росту курса доллара по отношению к евро.

19) Попов В. Уроки валютного кризиса в России и в других странах. — Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С. 111.