

УДК 336.02
ГРНТИ 06.73.55

Система фиксированных валютных курсов

Г.Л. Шагалов, д.э.н., профессор
e-mail: grigory-2010@mail.ru

Аннотация

Предметом исследования выступают системы фиксированных валютных курсов, принятые в России и мире. **Цель** работы – выявление наиболее последовательной формы фиксации валютного курса в современных условиях; анализ системы валютного совета. При выполнении исследования **применялось** сочетание количественных и качественных подходов, использование метода системного и финансового анализа. Особое внимание автор уделяет **анализу** системы валютного совета, в результате которого **выявлено**, что важнейшим отличием центрального банка от валютного совета является то, что ЦБ держит не только иностранные, но и отечественные активы. В работе **показано**, что причиной, например, увеличения денежного предложения в системе валютного совета является независимое от воли последнего действие рыночных сил. В результате работы **сделан вывод**, что если в стране применяется плавающий валютный курс, то увеличение денежной базы может привести к девальвации национальной валюты. При этом система валютного совета исключает возможность прямого или косвенного кредитования правительства со стороны совета, что обычно действует оздоравливающим образом на государственные финансы. Сформулированные в статье **выводы и предложения** могут быть использованы для разработки антикризисной программы Правительства РФ.

Исследование проведено при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований (проект № 15-06-09305 а).

Ключевые слова: валютный совет, Центральный банк, валютный курс, доллар США, валютная система

Из экономической истории известно, что фиксированные валютные курсы были наиболее характерны для периода золотого стандарта, а также послевоенной Бреттон-Вудской валютной системы.

Система золотого стандарта юридически была оформлена межгосударственным соглашением на Парижской конференции 1867 г. Это соглашение признало золото единственной формой мировых денег. Система просуществовала относительно долго – до 1914 г. Первая мировая война, приведшая к расстройству финансов ведущих европейских стран, привела к прекращению существования системы золотого стандарта. После некоторого периода валютного беспорядка, последовавшего после окончания Первой мировой войны, возникла мировая валютная система, основанная как на золоте, так и на ведущих валютах, конвертируемых в золото, т.е. система, базировавшаяся на золото-девизном стандарте.

Юридическое оформление новой валютной системы произошло на экономической конференции в Женеве в 1922 г. Однако, система просуществовала недолго – до 1936 г.¹

В рамках системы золотого стандарта ценность национальных валют фиксировалась в золоте. Через золото устанавливались фиксированные обменные курсы в отношениях между валютами отдельных стран. В созданной после Второй мировой войны Бреттон-Вудской мировой валютной системе (1944 - 1973) также использовалась система фиксированных валютных курсов. Эта валютная система базировалась на долларе США, ценность которого была зафиксирована по отношению к золоту. В свою очередь, другие национальные валюты имели фиксированные валютные курсы по отношению к доллару.

На смену Бреттон-Вудской системе пришла Ямайская валютная система, которая действует до сего времени. И хотя в новой мировой валютной системе ведущие мировые валюты (доллар США, японская иена, фунт стерлинга и др.), а также валюты многих других стран плавают, тем не менее фиксированные валютные курсы, разной модификации используется в значительном числе стран. В начале функционирования Ямайской валютной системы фиксированные валютные курсы были

¹ Международные валютно-кредитные и финансовые отношения п/р. Л.Н. Красавиной, М. 2003.

преобладающими. Например, в 1975г., по нашим расчетам, они составляли 90 % от всех использовавшихся валютных курсов в мире (соответственно 10% приходилось на страны с плавающими курсами). В последствии фиксированные курсы сдали свои доминирующие позиции. В последние годы все более заметное место в мировой валютной системе занимают курсы, которые мы относим к третьей группе, так называемые промежуточные режимы валютных курсов. По данным Международного Валютного Фонда, в 2000 г. на долю фиксированных курсов приходилось 74 %. А в середине 2000 годов 55 % стран использовали режим фиксированного валютного курса. Можно сказать, что наблюдается определенная тенденция к снижению числа стран, применяющих фиксированные валютные курсы. И, наоборот, растет число государств, предпочитающих плавающий валютный курс.

В режиме фиксированных валютных курсов ценность национальной валюты фиксируется либо в золоте (система золотого стандарта), либо иной национальной валюте (современная валютная система). В качестве валют, в которых фиксируется курс той или иной национальной валюты обычно выступает твердая валюта, эмитируемая ведущими промышленно развитыми странами (доллар США, фунт стерлингов, французский франк, немецкая марка, иена).

Обычно при введении фиксированного курса, предполагается, что он будет неизменным в течении достаточно длительного промежутка времени. Однако на практике допускается небольшие колебания вокруг выбранного фиксированного курса. В Бреттон-Вудской валютной системе первоначально допускалось колебания валютного курса по отношению к доллару США в пределах $\pm 1\%$. В последний период функционирования послевоенной мировой валютной системы разрешенный диапазон амплитуды колебаний был расширен до $\pm 2,25\%$.

Если устанавливается фиксированный курс, то Центральный Банк страны должен иметь достаточные международные резервы для того, чтобы осуществлять торговлю валютой по фиксированному курсу с агентами валютного рынка. Если, допустим, Банк Франции зафиксировал курс доллара США к французскому франку как 6 франков за доллар он должен быть готов к покупке франков по этому курсу за счет имеющихся у него долларовых ресурсов. При этом объем закупок франков диктуемой рыночной конъюнктурой,

может быть любым. Банк также должен быть готов и к покупке любого количества долларовых активов, которые могут предлагаться на валютном рынке к продаже за франки по установленному обменному курсу. В том случае, если Центральный Банк окажется не способным путем интервенций на валютном рынке ликвидировать избыточное предложение франков или спрос на них, то придется изменить валютный курс.

Следует отметить, что при использовании фиксированного курса страна не имеет возможностей использовать денежно-кредитную политику как эффективный инструмент макроэкономического регулирования. Теоретически рассуждая, например, если в условиях режима фиксированного курса Центральный Банк задумает увеличить предложение денег в целях стимулирования национальной экономики это создаст угрозу обесценивания национальной валюты, чего нельзя допустить, поскольку принят фиксированный курс. В подобной ситуации Центральный Банк будет вынужден стерилизовать возникшее дополнительное предложение денег путем продажи иностранных активов. Национальные деньги, полученные за проданные иностранные активы, попадут в сейфы Центрального Банка, т.е. будут изъяты из обращения. В результате восстановится прежнее равновесие на денежном рынке, и попытка увеличить предложение денег окажется безрезультатной.

Именно поэтому в теории валютного курса обосновывается положение о том, что денежно-кредитная экспансия при режиме фиксированного валютного курса является неэффективной

Если рассматривать более широко область монетарной политики, то в условиях фиксированного валютного курса правительство может прибегнуть только к использованию одной возможности – изменить уровень фиксированного курса, т.е. провести девальвацию национальных денег.

Однако при фиксированных курсах стимулировать совокупный спрос и развитие национальной экономики можно с помощью экспансионистской налогово-бюджетной политики (путем либо снижения налогообложения, либо увеличения государственных расходов). Механизм воздействия активной фискальной политики на экономику при фиксированном режиме валютного курса заключается в следующем: налогово-бюджетная экспансия через механизм мультипликатора вызовет увеличение

объема производства и повысит спрос на деньги, что в свою очередь, приведет к росту внутренней процентной ставки. В результате возникнут условия для удорожания национальной валюты. Чтобы помешать публичному спросу на деньги, повышению внутренней процентной ставки и удорожанию отечественной валюты Центральный Банк вынужден будет скупать иностранные активы, что приведет к увеличению предложения денег. Интервенция Центрального Банка удерживает валютный курс на прежнем уровне. В результате активная фискальная политика при режиме фиксированного валютного курса увеличивает объем выпуска при сохранении неизменности курса национальной валюты.

В системе фиксированных курсов обычно осуществляется привязка национальной валюты к резервной валюте.

В рамках Бреттон-Вудской валютной системы курс национальной валюты подавляющего числа стран привязывается к доллару США. Исключение составляют страны зоны фунта стерлингов и зоны франка.

В пришедшей на смену послевоенной валютной системе – Ямайской – курс национальных валют по наибольшему числу стран приравнивался к доллару. Кроме того, привязка осуществлялась к французскому франку, английскому фунту стерлингов и немецкой марке.

Особенность фиксированного валютного курса, устанавливаемого путем привязки национальной валюты к выбранной резервной валюте, заключается в том, что страна, зафиксировавшая свой курс, как бы импортирует уровень инфляции и норму процента из страны с резервной валютой. В определенных ситуациях это может создавать проблемы для развития национальной экономики.

Однако существенным достоинством фиксации курса национальной валюты по отношению к резервной валюте является то, что в страну переносится уровень инфляции из центра резервной валюты. Поскольку уровень инфляции в развитых странах, как правило, достаточно низкий это приводит сначала к подавлению, а затем к поддержанию стабильно низкого уровня инфляции в стране, которая привязывает свою национальную валюту к резервной.

Например, в 1990-х ряд стран, имевших высокую инфляцию, привязав свою валюту к

сильным валютам промышленно развитых стран, сумели достаточно быстро подавить инфляцию.

Однако не во всех случаях фиксированный курс обеспечивает благоприятные показатели национальной инфляции. Следует отметить, что характерная особенность Бреттон-Вудской системы фиксированных валютных курсов, приводившая к импорту инфляции из центра резервной экономики (США) в конечном итоге явилась причиной краха этой системы. Известно, что сверхэкспансионистская бюджетная политика, проводившаяся США в конце 1960-х гг., подстегивала инфляцию в Америке, которая "переливалась" в другие страны, порождая у них естественное желание прекратить "импорт" инфляции.

Серия последовавших за этим международных валютных кризисов, начиная с весны 1971 г. постепенно привела к ликвидации послевоенной мировой валютной системы. Например, 4 мая 1971 г. Бундесбанк вынужден был купить 1 млрд. долларов США, а на утро 5 мая Бундесбанк купил еще 1 млрд. долларов США всего лишь за первый час торговли иностранной валютой. На этом Бундесбанк поставил точку и дал своей валюте свободно плавать.

* * *

Наиболее последовательной формой фиксации валютного курса в современных условиях является жесткая привязка национальной валюты к резервной валюте в рамках так называемой системы валютного управления (совета), по-английски – *currency board*. На анализе этой системы мы остановимся ниже.

Прежде чем мы перейдем к анализу системы валютного совета, укажем, что к режиму фиксированных валютных курсов относятся (по классификации МВФ) следующие виды валютных курсов:

- система жесткой привязки в рамках валютного совета (или валютного управления);
- системы, предусматривающие привязку национальной валюты к одной или нескольким валютам;⁵
- система привязки в рамках валютного союза.

Система валютного совета использовалась в отдельные периоды более, чем в семидесяти странах мира. Однако в настоящее время она применяется лишь в нескольких государствах.

В 1991 г. систему валютного управления ввела Аргентина. В 1992 г. этому примеру последовала Эстония, затем на модель валютного

⁵ Привязка валюты к корзине валют

совета перешла Литва(1994г.). В 1996 г. На систему валютного управления перешла Босния, а годом позже – Болгария.

Сущность системы валютного совета хорошо изучена лишь ограниченным числом специалистов в нашей стране. Поэтому рассмотрим ее достаточно подробно.

Валютный совет – монетарная организация, которая выпускает банкноты и монеты, полностью обеспеченные иностранной резервной валютой и конвертируемые в резервную валюту по фиксированному курсу по первому требованию. В качестве резервной валюты обычно используется свободно конвертируемая валюта промышленно развитых стран мира (например, доллар). В валютном совете резервы обычно составляют 100% или немногим более от банкнот и монет, находящихся в обращении. Характерно, что данное соотношение денег в обращении и золото-валютных резервов закрепляется законом. В системе валютного совета резервы формируются за счет надежных, приносящих процент ценных бумаг, номинированных в резервной валюте. Валютный совет получает прибыль на разнице от доходов на имеющиеся у него ценные бумаги, выраженные в резервной валюте, и расходами на поддержание денежного обращения. Совет переводит правительству прибыль, превышающую его расходы, и поддерживает собственные резервы на уровне, утвержденном законом.

Отличительной чертой валютного совета является то, что он, собственно, не контролирует количество денег в обращении. Количество денег в обращении, общий объем предложения денег определяется исключительно рыночными факторами.

Следует иметь в виду, что валютный совет представляет собой лишь часть денежной системы страны. Кроме него действуют также коммерческие банки и финансовые институты. Таким образом, денежно-кредитная система валютного совета в целом складывается из: а) собственно валютного совета; б) коммерческих банков и других финансовых организаций.

Система валютного совета базируется на определенных правилах поведения и взаимоотношений между самим валютным советом, вышеназванными организациями и правительством, касающихся валютного курса, конвертируемости национальной валюты, государственных финансов и т.п.

Отличительной чертой типичного (классического) валютного совета является полная конвертируемость национальной валюты как по текущим, так и капитальным операциям. Он обменивает национальные банкноты и монеты на резервную валюту по установленному курсу без каких-либо ограничений. И, наоборот, резервная валюта может быть также без ограничений обменена на деньги, эмитированные валютным советом.

Здесь легко можно обнаружить отличие от денежной системы, опирающейся на центральный банк. В системе центрального банка обычно используется “привязка” национальной валюты (фиксированный курс) или плавающий валютный курс. «Привязанный» курс национальной валюты, как правило, может быть постоянным по отношению к избранной валюте в течение определенного времени, однако, он не дает долгосрочных гарантий сохранения неизменного курса национальной валюты.

В стандартной системе центрального банка, как известно, нет стопроцентного обеспечения его обязательств валютными резервами. В системе центрального банка обычно отсутствует требование держать определенное соотношение между валютными резервами и обязательствами.

Важнейшим отличием центрального банка от валютного совета является то, что ЦБ держит не только иностранные, но и отечественные активы. Среди отечественных активов наибольшую роль играют государственные ценные бумаги. Когда центральный банк покупает отечественные ценные бумаги, он увеличивает денежную базу.

В отличие от центрального банка классический валютный совет не играет сколько-нибудь активной роли в определении денежной базы. Зафиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте и зафиксированное отношение к резервной валюте в 100% (или немногим более) процентов не позволяет валютному совету увеличивать или уменьшать денежную базу по своему усмотрению. Классический валютный совет не может также воздействовать на изменение отношения между денежной базой и денежной массой, накладывая резервные требования на коммерческие банки.

Центральный банк, наоборот, по своей инициативе имеет возможность увеличивать или уменьшать денежную базу. Так, например, он может предоставить кредиты коммерческим

банкам, создавая резервы для них, даже в том случае, если его золото-валютные резервы сокращаются. Увеличение резервов позволяет коммерческим банкам предоставлять средства заемщикам. Таким образом, предложение денег и денежная масса возрастают.

Увеличение денежной массы может связываться с увеличением валютных резервов страны. В принципе, это требует достижения активного сальдо платежного баланса.

Увеличение положительного сальдо платежного баланса в конечном итоге ведет к увеличению денежной массы. В то же время дефицит платежного баланса приводит к уменьшению денежной массы.

Рассмотрим механизм воздействия положительного сальдо платежного баланса на денежную массу в стране, применяющей систему валютного совета. (В рассуждении мы полагаем, что счет по движению капиталов равен нулю и страна имеет положительное сальдо по текущим операциям).

Допустим, что первоначально экспорт товаров и услуг равен импорту. Это означает, что страна имеет нулевое сальдо по текущим операциям. Предположим далее, что образовалось положительное сальдо по текущим операциям. Результатом этого является увеличение резервов коммерческих банков, что ведет к снижению процента и росту доходов. В свою очередь, данные изменения ведут к увеличению спроса на товары и услуги.

Увеличение общего спроса на товары и услуги и рост цен на отечественные товары способствует росту импорта и уменьшению экспорта. Вследствие этого активное сальдо сокращается и баланс по текущим операциям в конечном итоге сводится к нулю и возвращается в состояние нового равновесия. Посмотрим теперь как влияет отрицательное сальдо текущего баланса на денежные агрегаты. Допустим, что в первоначальном состоянии страна имеет нулевое сальдо платежного баланса. Затем возникает отрицательное сальдо по текущим операциям. Результатом этого является снижение резервов коммерческих банков, сокращение объемов предоставленных кредитов, рост нормы процента и уменьшение доходов. Спрос на товары и услуги сокращается, что ведет к снижению цен на отечественные товары. Спрос на импортные товары

уменьшается, а на экспортируемые страной товары возрастает. Это ведет к снижению пассива платежного баланса по текущим операциям, который в конечном итоге балансируется.

Описанный выше механизм изменения денежной массы в зависимости от меняющихся обстоятельств, базируется на взаимодействии таких параметров как сальдо платежного баланса, изменение в предложении денег, норма процента и цен. Следует подчеркнуть, что курс национальной валюты при этом остается неизменным.

Описанное выше взаимодействие между балансом по текущим операциям и предложением денег может быть изменено под влиянием движения иностранных инвестиций, которые отражаются в разделе платежного баланса, характеризующего движение капитала. Приток иностранного капитала, например, может уравновесить дефицит баланса по текущим операциям и даже превзойти его. В результате и при отрицательном сальдо по текущим операциям может наблюдаться увеличение денежной массы. Подобная ситуация наблюдалась в ряде стран, использовавших систему валютного совета.

Таким образом, классический валютный совет не может осуществлять денежную политику по своему выбору, поскольку фиксированный валютный курс к резервной валюте и фиксированный объем резервов (100 процентов или немногим больше) не оставляет свободы для маневра.

Характерной чертой валютного совета является то, что он не регулирует деятельность коммерческих банков. В классическом валютном совете последний не выступает по отношению к коммерческим банкам в качестве кредитора последней инстанции.

Главной задачей центрального банка является стабилизация цен и создание условий для экономического развития путем управления такими инструментами денежной политики как денежная база, денежная масса, резервные требования, ставка рефинансирования. В отличие от валютного совета центральный банк обычно проводит активную денежную политику. При этом, как правило, центральный банк действует по своему усмотрению. Центральный банк регулирует деятельность коммерческих банков, выступает как их кредитор последней инстанции. Характерной чертой монетарной системы с ЦБ являются обязательные резервы коммерческих банков, хранимые

в национальном банке. Центральный банк также устанавливает обязательные для КБ экономические нормативы (минимальный размер уставного капитала, нормативы ликвидности, нормативы рисков, максимальный размер кредитов и т.п.). Он также участвует в развитии системы платежей и расчетов, может предлагать правительству собственные рецепты экономического развития. Эти функции, однако, вторичны по отношению к его основной функции, связанной с формированием денежной базы и денежной массы. При этом формирование важнейших денежных агрегатов находится практически в полной компетенции центрального банка.

Выше было показано, что причиной, например, увеличения денежного предложения в системе валютного совета является независимое от воли последнего действие рыночных сил. Так, исходным пунктом увеличения денежной массы выступало уменьшение спроса на импортируемые товары и расширение спроса на отечественные товары со стороны мирового рынка, т.е. расширение экспорта страны. Важно подчеркнуть, что изменения спроса на импортируемые и экспортируемые товары порождены желаниями и действиями агентов рыночной экономики. И в этом смысле они носят объективный характер.

Напротив, в системе Центрального банка исходным пунктом увеличения денежного предложения может служить сознательное решение центрального банка увеличить денежную базу. Такое решение может быть связано, например, с необходимостью финансирования

дефицита государственного бюджета. При этом масштабы подобного финансирования не могут быть четко обоснованы, и подобные решения во многом носят субъективный характер.

В отличие от системы валютного совета, где валютный курс зафиксирован, в модели денежно-кредитного регулирования, опирающейся на центральный банк, принимаемое ЦБ решение увеличить денежную базу в конечном итоге может привести к изменению валютного курса национальной валюты. Так, например, если в стране применяется плавающий валютный курс, то увеличение денежной базы может привести к девальвации национальной валюты. При привязке курса национальной денежной единицы к определенной валюте (например, к доллару) расширение денежной базы в краткосрочном периоде может привести к временному увеличению реальной стоимости национальной валюты и снижению экспорта. Последнее обстоятельство может побудить денежные власти и правительство провести девальвацию национальной валюты.

Обратим внимание еще на одну характерную черту классического валютного совета. Данная система исключает возможность прямого или косвенного кредитования правительства со стороны совета. Это обычно действует оздоравливающим образом на государственные финансы. Правительство в большей мере, чем в системе центрального банка, вынуждено стремиться к балансированию доходов и расходов государственного бюджета.

Fixed exchange-rate systems

Grigory L. Shagalov, Dr. of Sci. (econ.), Professor
e-mail: *grigory-2010@mail.ru*

Abstract

The research **subject** is the fixed exchange rates system adopted in Russia and in the world. **The goal** is to identify the most consistent forms of fixing the exchange rate in the present conditions; analysis of the currency Board system. When doing research **used** a combination of quantitative and qualitative approaches, the use of the method and system of financial analysis. Special attention is paid to the **analysis** of the system of the currency Board, which revealed that the most important difference from the Central Bank currency Board is that the Central Bank holds not only foreign but also domestic assets. **It is shown** that the reason, for example, increase in the money supply in the currency Board system is independent of recent market forces. As a **result of work** concluded that if a country applies a floating exchange rate, the increase in monetary base may lead to the devaluation of the national currency. In this case, the currency Board system precludes the possibility of direct or indirect credit to the government from the Council, which usually operates a healthful way on public finances. Stated in article **conclusions and suggestions** can be used to develop anti-crisis program of the Government of the Russian Federation.

Keywords: *currency Board, Central Bank, exchange rate, US dollar, currency system*

Об авторе

Шагалов Григорий Лазаревич, д.э.н., профессор, главный научный сотрудник, Институт проблем рынка РАН, Москва.