

РОЛЬ И ХАРАКТЕР ПОЛИТИКИ КУРСООБРАЗОВАНИЯ ПРИ РАЗЛИЧНЫХ РЕЖИМАХ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Денежно-кредитная политика (ДКП) – это проводимый монетарными властями страны курс и осуществляемые меры в области денежного обращения и кредита, направленные на обеспечение устойчивого, эффективного функционирования экономики, поддержание в надлежащем состоянии денежной системы. Основной целью ДКП в Республике Беларусь является обеспечение устойчивости белорусского рубля, в том числе его покупательной способности и курса по отношению к иностранным валютам.

Политика курсообразования или курсовая политика является частью ДКП и представляет собой деятельность монетарных властей, направленную на регулирование обменного курса национальной валюты. Целью политики курсообразования является поддержание устойчивой и предсказуемой динамики обменного курса национальной валюты, направленной на достижение целей денежно-кредитной политики, а также в целом для обеспечения экономического роста, стабильности уровня внутренних цен и внешнего равновесия. При этом следует отметить, что содержание политики курсообразования отличается от содержания валютной политики. Так, в большинстве случаев валютная политика рассматривается как совокупность мероприятий, осуществляемых в сфере международных, валютных и других экономических отношений в соответствии с текущими и стратегическими целями страны. В свою очередь объектом регулирования валютной политики является обращение валютных ценностей (иностранной валюты, ценных бумаг в иностранной валюте и др.).

Поскольку политика курсообразования является частью ДКП, то важным вопросом является согласованность действия их механизмов. Так в случае денежно-кредитной политики в качестве механизма ее реализации выступает трансмиссионный механизм и его каналы, а для политики курсообразования такой механизм определяется режимом валютного курса.

И в теории, и на практике достаточно четко сформулирована и широко используется система целеполагания денежно-кредитной политики. Она представляет собой определенную иерархию конечных, промежуточных и операционных целей, а также инструментов ДКП. Основной принцип построения цепочки целей состоит в том, что предполагается наличие достаточно тесной предсказуемой взаимосвязи между конечной и промежуточной целями, между промежуточной и операционной целями, а также между операционной целью и инструментами денежно-кредитной политики.

Режим валютного курса определяет механизм его регулирования, поскольку в рамках определения режима автоматически задаются степень колеблемости курса и условия его корректировки. Отсюда следует, что механизм регулирования обменного курса представляет собой способ реализации политики курсообразования.

Далее рассмотрим, как согласовываются действия механизмов реализации ДКП и политики курсообразования, при том, что конечной целью ДКП является достижение определенного уровня инфляции. Кроме того, покажем, что независимо от режима курсообразования монетарные власти должны осуществлять постоянный мониторинг ситуации на валютном рынке с целью оценки текущих и прогноза последующих тенденций формирования не столько равновесного курса, сколько потоков спроса и предложения валюты, на основе которых он формируется.

Режим таргетирования валютного курса – это режим, основанный на фиксации курса и предполагающий наличие тесной взаимосвязи между курсом национальной валюты и инфляцией. Соответственно к режимам валютного курса, которые могут быть использованы при данном режиме ДКП, можно отнести: жесткую фиксацию, колебание внутри коридора, разные формы привязки валютного курса к другим валютам и т.п.

Такие режимы ДКП и валютного курса преимущественно предполагают, что:

- а) либо имеется достаточный объем золотовалютных резервов, позволяющий регулировать дисбаланс между спросом и предложением на валюту;
- б) либо объем денежного предложения изменяется до тех пор, пока спрос на иностранную валюту и ее предложение не уравниваются при заданном фиксированном паритете.

Рассмотрим варианты операционных целей, которые могли бы использоваться при изложенных условиях. При этом соответствующая промежуточная цель должна быть восприимчива к изменениям операционной цели, а также иметь количественное выражение и непосредственно контролироваться центральным банком. А именно:

- процентная ставка. Механизм взаимодействия между процентной ставкой и валютным курсом (что то же самое, между операционной и промежуточной целями) основывается на движении потоков денег между валютным и денежным рынками, в сторону, являющуюся более доходной в данный момент времени. Другими словами звено, передающее «сигнал» от операционной цели к промежуточной (или другими словами связывающее их) является спрос и предложение денежных средств на валютном рынке;
- использование денежной базы в качестве операционной цели накладывает ограничение на объем денежной эмиссии и, как следствие, происходит ограничение платежеспособного спроса на валюту.

Разница между двумя представленными показателями, которые преимущественно используются в качестве операционных ориентиров, заключается лишь в одном: если в первом варианте воздействие на спрос и предложение на валюту осуществляется косвенно (через процентную ставку), то в случае денежной базы воздействие носит прямой характер, через ограничение денежного предложения. Именно поэтому использование денежной базы в качестве операционной цели ДКП в начальной стадии стабилизации считается более предпочтительным. Поскольку предпосылкой для успешного использования процентной ставки в качестве операционной цели является эффективный и ликвидный межбанковский рынок.

При отсутствии явных операционных ориентиров действие инструментов ДКП на валютный курс также может осуществляться посредством прямого или косвенного воздействия на спрос и предложение валюты.

Таким образом, при «таргетировании валютного курса», канал валютного курса является ключевым при передаче «сигнала» от инструментов ДКП к ее конечной цели. При этом политика курсообразования приобретает более активный характер, требуя от монетарных властей осуществления постоянного мониторинга потоков спроса и предложения на валюту, а при необходимости их корректировки с целью их уравнивания при заданном фиксированном паритете.

В этой связи весьма актуальным является разработка подходов к оценке и прогнозированию потоков платежеспособного спроса на валюту и ее предложения на валютном рынке в краткосрочном периоде, поскольку именно их сбалансированность определяет способность монетарных властей поддерживать фиксированный курс на заданном уровне.

В основе режима монетарного таргетирования лежит количественная теория денег, предполагающая, что со временем увеличение денежного предложения осуществляется адекватно темпам экономического роста. Это означает, что существует тесная взаимосвязь между ростом денежной массы и инфляцией. Как следствие, ограничение темпов роста денежной массы, накладывает ограничения на использование золотовалютных резервов в качестве прямого инструмента сглаживания колебаний валютного курса.

Данный режим ДКП фактически экзогенно задает предельный уровень платежеспособного спроса на иностранную валюту. При таких условиях в странах с открытой экономикой политика курсообразования в значительной мере формируется в зависимости от конвертируемости национальной валюты по текущим и капитальным операциям. Конвертируемость валюты только по текущим операциям по сравнению с конвертируемостью по капитальным операциям значительно сдерживает интенсивность потоков спроса и предложения на валюту, а, следовательно, позволяет снизить давление на валютный рынок.

Таким образом, режимы фиксированного курса (жесткая фиксация, жесткая привязка валютного курса и т.п.) при монетарном таргетировании использовать не рекомендуется, поскольку их поддержание требует существенных затрат, связанных с проведением интервенций. Более мягкие режимы (скользящая привязка, разные формы валютных «коридоров» и т.п.) применимы при текущей конвертируемости валюты, а при капитальной конвертируемости наиболее подходящим являются режимы управляемого плавания.

Все это позволяет сделать вывод, что при монетарном таргетировании политика курсообразования носит активно-пассивный характер. Это выражается в том, что на основе постоянного мониторинга ситуации на валютном рынке, допускаются некоторые колебания обменного курса без проведения интервенций. Однако в тоже время они могут использоваться для корректировки обменного курса с целью поддержания параметров, определенных в рамках заданного режима курсообразования.

В этой связи необходимость краткосрочного анализа и прогноза потоков спроса и предложения на валюту обусловлена потребностью в определении необходимого объема интервенций, оказывающих непосредственное влияние на формирование промежуточного ориентира ДКП – агрегатов денежной массы.

Режим таргетирования инфляции предполагает, что промежуточные целевые ориентиры по обменному курсу или агрегатам денежной массы замещаются целым рядом макроэкономических показателей, которые имеют индикативный характер и используются для построения прогноза таргетируемого уровня инфляции. При этом речь не идет об официальном принятии ориентиров по индикативным макроэкономическим показателям.

В этой связи, как и в предыдущем случае, важным фактором, в существенной предопределяющим выбор режима курсообразования, является наличие текущей и капитальной конвертируемости. Кроме того, добавляется еще один важный критерий, характерный в значительной степени именно для данного режима монетарной политики – доверие общества к проводимой ДКП.

При таком режиме монетарной политики не рекомендуется использовать режимы ни жесткой, ни слабой фиксации обменного курса. Поскольку в случае возникновения угрозы девальвации, центральному банку придется сделать выбор: или удержать фиксированный курс и тем самым отказаться от цели по инфляции, или сохранить плановый уровень инфляции, пожертвовав фиксированным курсом. В любом случае отказ от выполнения одного из ориентиров приведет к усилению отрицательных ожиданий экономических агентов и снижению доверия к политике центрального банка.

Наиболее приемлемым при режиме таргетировании инфляции является использование режимов валютного курса близких к свободному плаванию.

При таком режиме ДКП и валютного курса политика курсообразования носит более пассивный характер, который проявляется в том, что обменный курс

формируется на основании спроса и предложения на валюту в условиях низкой степени вмешательства государства в процесс его формирования. Отсюда следует, что поддержание стабильности валютного курса при инфляционном таргетировании, обусловлено, в значительной степени сбалансированностью и предсказуемостью динамики потоков спроса и предложения на валюту.

Режим инфляционного таргетирования предъявляет повышенные требования к статистическим и исследовательским подразделениям центрального банка, поскольку в основу практического применения этого режима монетарной политики положены прогнозы инфляции на планируемый период. Это в свою очередь требует построения качественных экономико-математических моделей инфляции. Однако, учитывая специфику этого режима, состоящую в том, что промежуточные ориентиры замещаются неявными индикативными уровнями некоторых макроэкономических показателей, то помимо разработки моделей инфляции требуется и разработка моделей и подходов к анализу таких макроэкономических показателей во взаимосвязи друг с другом, особенно в краткосрочном периоде.

Учитывая изложенное, а также тот факт, что при таком режиме ДКП канал процентной ставки становится ключевым, то по отношению к валютному курсу данная задача преобразуется в задачу анализа и прогнозирования потоков спроса и предложения во взаимосвязи с показателями монетарной сферы и в частности с процентной ставкой. Это необходимо для того, что бы в условиях свободного курсообразования предупредить действие дестабилизирующих факторов и смягчить их влияние на валютный рынок, путем косвенного воздействия – через процентную ставку как операционную цель ДКП.

Таким образом, на основании изложенного материала можно сделать следующие выводы:

- политика курсообразования это составная часть денежно-кредитной политики государства. При этом содержание политики курсообразования отличается от содержания валютной политики;
- политика курсообразования, реализуемая в рамках намеченной денежно-кредитной политики, конечной целью которой является уровень инфляции, в зависимости от поставленных промежуточных целей денежно-кредитной политики может иметь активный, активно-пассивный и пассивный характер;
- в процессе анализа сочетаний режимов денежно-кредитной политики и валютного курса показано, что в качестве предмета механизма регулирования обменного курса (в смысле средства воздействия на его динамику) выступает спрос и предложение на валюту;
- выбор режима денежно-кредитной политики осуществляется исходя из стратегических целей экономической политики, при этом учитывается состояние и уровень развития монетарной сферы страны. При этом исследование показало, что режим денежно-кредитной политики в значительной степени

задает режим курсообразования (фиксированный, управляемое или свободное плавание). В свою очередь степень «свободы» либо «фиксации» курса в рамках каждой из трех групп режимов в существенной мере определяется факторами объема золотовалютных резервов и типом конвертируемости национальной валюты;

- независимо от режима курсообразования необходимо постоянно проводить анализ и прогноз колебаний спроса и предложения на валюту, а также факторов их обусловивших.