

**Елена Чиркова**

## **Поможет ли фиксирование курса рубля стабилизации гиперинфляции?**

Газета «Сегодня», 16 марта 1994 года

Предварительное объявление графика будущих курсов национальной валюты является типичной мерой стабилизации инфляции. Вопрос о том, насколько эта мера эффективна, заслуживает особого рассмотрения. Во-первых, поэтому, что в среде экономистов и политиков широко распространено убеждение: она очень действенная и практически повсеместно применима; во-вторых, вопрос имеет актуальность для нашей страны, поскольку Центральный банк России предпринимает попытки стабилизировать обменный курс рубля путем интервенций на валютном рынке, а главой Центробанка России осуждает возможность стабилизации гиперинфляции «другими» мерами, включая введение специальных курсов для экспортеров и импортеров и фиксирование обменного курса.

Традиционно дискуссия о полезности фиксирования обменного курса идет в рамках различия ортодоксального, или традиционного, и гетеродоксального, или смешанного, подходов. Традиционный подход базируется на устранении бюджетного дефицита и фиксировании номинальной денежной массы или обменного курса в качестве якоря для уровня цен. В смешанных же программах стабилизации ортодоксальные меры дополняются политикой регулирования доходов. На начальных этапах фискальные изменения сопровождаются контролем над заработной платой и ценами для уничтожения инерциального аспекта инфляции («инфляционной памяти»), для того чтобы постаивать барьер на пути индексирования доходов на основе прошлого темпа инфляции.

Многие экономисты полагают, что стабилизация, основанная на фиксировании валютного курса, по сравнению с фиксированием номинальной денежной массы позволяет избежать падения производства. При фиксировании денежной массы в обращении глубокого спада производства теоретически можно было бы избежать, если бы снижение темпов роста предложения денег дополнялось начальным одноразовым ростом денежной массы. Но при этом необходимо, чтобы это не создало проблемы доверия к политике правительства. Существует точка зрения, что фиксирование курса национальной денежной единицы по отношению к более сильной валюте было бы предпочтительнее. В той степени, в которой фиксирование обменного курса рубля или контроль над заработной платой, ценами снижают инфляционные ожидания и неопределенность, поощряя людей иметь деньги, эти меры позволяют монетарной политике быть менее ограничительной и даже умеренно экспансионистской. Поэтому при фиксировании обменного курса возможно менее резкое снижение темпов роста денежной массы. В этом случае, если заработная плата фиксирована, и падение производства меньше. Этот аргумент противоречив: успешная стабилизация требует высоких реальных процентных ставок для уменьшения кредитной экспансии, защиты стабильности обменного курса и стимулирования сбережений.

Другая проблема с фиксированием курса состоит в том, что оно может привести к реальному удорожанию национальной валюты и ожиданию ее девальвации, могущих вызывать большие колебания процентной ставки и спекулятивные перетоки капитала. При фиксированном курсе во избежание краха финансового режима необходимы большие, чем при плавающем, резервы иностранной валюты, кроме того, наблюдается тенденция вводить контроль за обменом. Эти аргументы наводят на мысль использовать обменный курс в качестве номинального якоря только на ранних стадиях быстрой стабилизации и переходить к более свободному обменному курсу после того, как создано доверие к программе.

По моему мнению, это доверие не создается самой по себе политикой в области обменного курса. Если фиксирование обменного курса не сопровождается другими действиями, то по мере того, как валюта становится все больше и больше переоцененной из-за существования инфляционной инерции, экономические субъекты начинают ожидать девальвации. Ожидания усиливаются все более безнадежными прокламациями правительства о намерениях защитить паритет. Процесс заканчивается, когда валюту приходится девальвировать, и от доверия к правительству не остается и следа.

Практика свидетельствует, что успешные стабилизационные программы отличаются от неудачных именно успехом финансовых преобразований. Фиксирование обменного курса может быть необходимым условием стабилизации, но, как показали проваливающиеся попытки стабилизации путем фиксации курса в Германии, Австрии, Польше, Израиле и Аргентине, оно, несомненно, не является достаточным. Успех стабилизационных попыток можно объяснить резким изменением фискального режима.

По моему мнению, как ортодоксальная, так и гетеродоксальная программы могут принести положительные результаты, если правительство успешно решает проблемы с бюджетом, и отрицательные, если бюджетный дефицит не уменьшается. Для подтверждения этого проанализируем борьбу с инфляцией в Израиле (типичная гетеродоксальная программа), Боливии (типичная ортодоксальная) и итальянскую стабилизацию 1947 года, когда лире было позволено плавать.

Израильский случай – очень хорошая иллюстрация тщетности стабилизационных попыток только путем фиксирования курса валюты и установления контроля над ценами. В 1981 году в Израиле инфляция достигла 130%. В это время была провозглашена новая политика. Ее основной чертой был планируемый рост цен на пять процентов в месяц. Правительство надеялось, что ожидания инфляции стабилизируются и она снизится со 130 до 80%. Но размер бюджетного дефицита делал этот прогноз сомнительным. В результате национальная валюта подорожала в реальном выражении относительно доллара, дефицит торгового баланса вырос с одного млрд долл. в 1980 году до двух млрд в 1983-м, а инфляция не опускалась ниже 100%. Политика провалилась. Стабилизационная программа 1985-го, напротив, была на редкость успешной. По моему мнению, она дала результаты благодаря фискальным изменениям. Бюджетный дефицит, один раз сниженный, поддерживался на низком уровне, а с учетом иностранной помощи сальдо бюджета было даже положительным. Этому помогли уменьшение субсидий, приостановка индексации зарплаты в результате переговоров правительства с профсоюзами и фиксирование валютного курса. Заранее перед введением программы местная валюта была девальвирована на 19%, что помогло сохранить стабильный курс.

Программа стабилизации гиперинфляции в Боливии 1985 года (уровень инфляции в мае–августе достиг 60 000% в годовом выражении) включала пять основных мер: девальвацию и последующее регулируемое плавание обменного курса; мгновенное уменьшение бюджетного дефицита путем резкого увеличения цен на товары государственного сектора, сочетавшееся с замораживанием заработной платы в нем; проект налоговой реформы, введенной восемь месяцев спустя, расширяющей налоговую базу и увеличивающий поступления; перенос выплаты государственного долга иностранным официальным кредиторам на более поздний срок; полный мораторий на выплату основного долга и процентам по нему иностранным коммерческим банкам.

Цены в Боливии устанавливались явно или косвенно в долларах, поэтому путем стабилизации обменного курса инфляция была быстро сведена к уровню США. Легче стабилизировать обменный курс, чем убедить публику, что произошло настоящее и фундаментальное изменение режима. Но изменение режима произошло на самом деле. Государству удалось стабилизировать обменный курс, потому что оно по крайней мере временно устранило бюджетный дефицит.

В Италии удалось добиться быстрого падения трехзначной инфляции осенью 1947 года. Этот успех обычно объясняют сокращением частного кредитования, вызванного введением нормативов резервов для коммерческих банков. До этого времени в Италии практически не было контроля над выдачей кредитов. В результате введения нормативов увеличение кредита без увеличения монетарной базы стало невозможным. Бюджетный дефицит, который был частично ответственным за рост монетарной базы, в этот момент уменьшался (он упал с 13% ВВП в 1946 году до 10% в 1947-м). Более того, в 1948 году 58% дефицита финансировалось за счет частных банков (в 1947 году лишь 27%). Некоторые экономисты считают, что в данном случае ожидания реформы и иностранного займа сыграли значительную роль в стабилизации. Но они были обоснованными. Когда проблемы платежного баланса были решены планом Маршалла, когда у власти было «сильное» правительство, когда бюджетный дефицит неуклонно уменьшался и реальное количество денег в обращении сокращалось, не было причины для продолжения инфляции, несмотря на плавающий обменный курс.

Очевидно, что фиксирование обменного курса может использоваться только как составная часть сложной стабилизационной программы. Для того, чтобы оно имело стабилизационный эффект, сигнал, идущий от фиксированного курса, должен. Во-первых, вызывать доверие, а во-вторых, быть замечен. Чтобы вызывать доверие, он должен соответствовать остальным мерам. Естественно, успех уменьшения ожиданий путем фиксирования курса зависит от согласованности всего пакета мер и способности властей успешно проводить эти меры.