

ВЫБОР РЕЖИМА ВАЛЮТНОГО КУРСА

Тони Лэттер

Содержание

	Стр.
Краткий обзор	3
1 Что такое валютный курс?	5
2 Валютный курс как индикатор	5
3 Валютный курс как цель или инструмент	6
4 Оценивая валютный курс	7
5 Преимущества и недостатки фиксированного и плавающего курсов	9
6 Изменения за последние годы	15
7 Поляризация	15
8 Критерии для принятия решения о введении фиксированного или плавающего курсов	17
9 Критерии вхождения в Европейский валютный союз	19
	→→

10 Режимы фиксированного курса на практике: прошлое, настоящее и будущее; некоторые примеры	21
Единые валютные зоны	21
Режимы с единой валютой или фиксированным курсом, которые ослабели или распались	21
Фиксированные курсы, введённые при помощи механизма “валютного совета”	22
Будущие валютные союзы - основная цель в фиксации курса	23
11 Официальные интервенции на рынке иностранной валюты	24
12 Контроль за операциями с иностранной валютой	27
13 Заключение	29
Приложение	31
Литература для дополнительного чтения	34

КРАТКИЙ ОБЗОР

À íàñòíÿùàì Ñíðàâí÷íèéâ ðàññíàððèââàðñÿ âèèÿíèâ âàèðòíâí èóðñà íà äáíáæíí-èðáàèòíóð ïèèèèéó è òàèòíðú, èíòíðúâ íâóò ïíðáâèèèòü âúáíð ðáæèà â ñíâèòðâ íò ñâíáíâíí ïèââàðùââí èóðñà äí òèèñàèèè íà íáííðáââèáííâ áðáíÿ èèè äàæâ íòèàçà íò ñíâñòâáííé âàèðòü. Ðàññíàððèââàðñÿ ðíèü íðèèèèèèèè èíòððâáííèè èà âàèðòíí ðúíèâ, òàèæâ èàè è âííðíñ í ââââáíèè èèè íòèàçâ íò íâð èííòðíèÿ çà ïíððàèèèèè â èííððáííé âàèðòâ.

В тексте неоднократно приводятся примеры из практики различных стран. Со временем некоторые из них могут быть опровергнуты ходом событий, но изложенный в данном издании базовый анализ, как мы надеемся, сохранит свою актуальность. Не делается попытки предложить политические рецепты конкретным странам, как в общих, так и в конкретных терминах. *Справочник* выполнит поставленную перед ним цель, если поможет ответственным за принятие подобных решений, принимать их уверенно.

ВЫБОР РЕЖИМА ВАЛЮТНОГО КУРСА

1 Что такое валютный курс?

Валютный курс - это цена, по которой национальная валюта оценивается по отношению к иностранной валюте. Он имеет непосредственное практическое значение для тех, кто участвует в иностранных операциях, будь то торговля или инвестиции. Он играет также определяющую роль в денежно-кредитной политике, в которой может являться целью, инструментом или просто индикатором, в зависимости от выбранной структуры денежно-кредитной политики.

2 Валютный курс как индикатор

Валютный курс оказывает арифметическое воздействие на цену импорта, выраженную в национальной валюте, и на цену экспорта, конвертированную в иностранную валюту. Поэтому он имеет отношение к инфляции и в сочетании с другими данными, такими как затраты и цены на внутреннем и зарубежном рынках, может служить индикатором внешней конкурентоспособности и вследствие этого возможных изменений в платежном балансе. Однако, в силу того, что валютный курс - это цена, по которой национальная валюта страны обменивается на иностранную валюту, он, в первую очередь, является монетарным индикатором. Он часто служит показателем состояния денежно-кредитной политики. Например, при отсутствии других изменений в экономических условиях, ослабевание обменного курса (или давление книзу, которому противодействует только официальная интервенция) может свидетельствовать об излишне мягкой денежно-кредитной политике, или, в любом случае, более мягкой по отношению к денежно-кредитной политике страны, на валюте которой базируется оговорка, а укрепление валютного курса, или давление кверху, может свидетельствовать о жесткости или относительной жесткости политики.

3 Обменный курс как цель или инструмент

Обменный курс может сам по себе быть целью политики, когда устанавливается определенный курс или применяется легко проверяемая формула. В качестве альтернативы валютным курсом можно активно управлять в совокупности с другими компонентами денежно-кредитной политики с целью достижения желаемых целей в области инфляции, активности материального производства или платежного баланса, но вне данных областей должен обязательно существовать конкретный целевой уровень валютного курса. В экономике, основанной на рыночных принципах, нельзя, как правило, манипулировать обменным курсом без соответствующей корректировки или последствий для других компонентов монетарной ситуации, таких как денежная масса, ликвидность или процентные ставки.

В ближайшей перспективе изменения валютного курса могут влиять на материальное производство и на платежный баланс. В более длительной перспективе это воздействие может в определенной степени быть нейтрализовано ответным воздействием движения обменного курса (и связанными с ним изменениями в денежно-кредитной обстановке на внутреннем рынке) на внутренний уровень цен. Степень и сроки такого ответного воздействия являются предметом академического спора и эмпирических исследований. В самом экстремальном случае, если ответное воздействие полное, контроль над *реальным* обменным курсом с целью его определения может оказаться возможным (т.е. курс, скорректированный с учетом относительных уровней инфляции) только на ближайшую перспективу. Эта “монетаристская” точка зрения, которая подразумевает, что денежно-кредитная политика, в конечном итоге, не влияет на материальное производство, оказала основное влияние на проведение экономической политики в последние десятилетия.

4 Оценивая валютный курс

При контроле за обменным курсом или при стремлении скорректировать его в тех случаях, когда он считается эффективным инструментом или целью политики, целый ряд различных критериев может использоваться для определения его точности. Ниже в таблице приведены некоторые из концепций, которые обсуждаются наиболее часто. Данный список не имеет цели рассмотреть все возможные варианты.

На практике, хотя данные представления могут оказаться полезными для контроля или анализа изменений обменного курса или более широкий последствий таких изменений, ни один из них не может рассматриваться в качестве несомненного индикатора “равновесия” валютного курса.

Концепция	Аргументы “за”	Аргументы “против” ¹
1 Курс, который обеспечит баланс на текущем счете внешних операций.	Сбалансированность текущего счета часто принимают как разумную цель.	Не хватает точности: влияние валютного курса на текущий счет неопределенное и проявляется с опозданием. Нулевое сальдо на текущем счете редко приемлемо: некоторые страны должны естественно иметь активное сальдо (другие дефицит), которое сопровождается притоком (оттоком) капитала, в зависимости от структурных и других факторов, которые также меняются со временем.
2 “Валютный курс фундаментального равенства”, который определяется как курс, обеспечивающий сбалансированность текущего счета плюс обычное движение капитала.	Доработка (1), которая признает, что оптимум может включать чистый структурный приток или отток капитала.	Не хватает точности, как и в (1). Также сложно определить, какими должны быть “нормальные” движения капитала, к тому же их часто бывает сложно измерить.

¹ Здесь приводятся некоторые аргументы против *концепции*. Если было бы принято решение о принятии любой из концепций в качестве *цели*, то возникнут дополнительные вопросы относительно возможности и конкретных путей её достижения.

<p>3 Курс “паритета покупательной способности”, при котором в целом выравнивается уровень цен на внутреннем и международном рынках.</p>	<p>Популярная концепция и полезная точка отсчета для различных сопоставительных экономических исследований (например, о жизненных стандартах).</p>	<p>Не обязательно представляет внешнее равновесие, в особенности, потому что большие объемы товаров и услуг на практике не пользуются спросом на международном рынке, и из-за длительного периода корректировки.</p>
<p>4 Курс, при котором выравниваются экспортные цены с ценами стран-конкурентов.</p>	<p>Как представляется, устанавливает равновесие.</p>	<p>Конкуренция на международном рынке имеет тенденцию к выравниванию экспортных цен, но, возможно, на существенно различных уровнях доходности экспорта для стран, что и предполагает дисбаланс в более широком контексте.</p>
<p>5 Курс, при котором выравниваются внутренние и международные затраты на единицу продукции (в целом или, что встречается чаще, затраты на рабочую силу в расчете на единицу продукции); в идеале расчеты корректируются для ликвидации влияния различных факторов экономического цикла.</p>	<p>Представляет равенство с позиции сравнения конкурентоспособности.</p>	<p>Проблемы, схожие с (3), однако, видимо, не столь острые, но также проблемы измерения.</p>
<p>6 Курс, при котором выравнивается внутренний и международный уровни заработной платы.</p>	<p>Концепция международного равновесия на рынке трудовых ресурсов. Может быть привлекательной в контексте социальной политики.</p>	<p>Учитывая структурные барьеры на и между национальными рынками трудовых ресурсов, может не соответствовать другим целям макроэкономической политики.</p>
<p>7. Траектория номинального курса, соответствующая постепенному повышению <i>реального</i> обменного курса.</p>	<p>Рассчитан на медленное сокращение инфляции через возрастающее ужесточение монетарных установок. Применима в определенных условиях при переходном периоде.</p>	<p>На определенном уровне может нанести неприемлемый вред материальному производству и конкурентоспособности.</p>

5 Преимущества и недостатки фиксированных и плавающих курсов

Принципиальные различия между режимами валютных курсов заключается в том, что одни основываются на плавающем курсе, а другие - на фиксированном. Аргументы в поддержку плавающего курса и против него приведены ниже.

Плавающий курс

За	Против
<p>1 Курс определяется преимущественно рыночными силами. Основной принцип, лежащий в основе рыночной экономики заключается в том, что рынки с успехом и эффективно распределяют ресурсы.</p> <p>2 Если рынки работают эффективно и курс свободно плавает, у спекулянтов не будет возможности получать прибыль за счет центрального банка.</p> <p>3 Спрос и предложение национальной валюты по отношению к иностранной валюте (и наоборот) будет балансироваться рынком. Нет ни обязанности, ни необходимости для центрального банка осуществлять интервенции (за исключением случаев выполнения поручений от имени его собственных клиентов). В целом поэтому внешние потоки не будут влиять на внутренние монетарные агрегированные показатели, и может осуществляться независимая денежно-кредитная политика, которой не нужно будет постоянно оглядываться на денежно-кредитную политику других стран.</p>	<p>1 Рынки редко работают с идеальной эффективностью, поэтому существует риск промахнуться, что приведет к тому, что обменный курс будет находиться, возможно, в течение продолжительного времени на уровне, не обусловленном "экономическими основами".</p> <p>2 Будущая траектория обменного курса будет неопределенной, что может создать трудности для компаний в области планирования и ценообразования. В некоторых случаях возможно страхование от подобной неопределенности, используя вторичные рынки (например: форварды, фьючерсы или опционы), но это, неизбежно, приведет к дополнительным затратам.</p> <p>3 Свобода осуществлять независимую внутреннюю денежно-кредитную политику может быть нарушена, например, правительство, будучи не обязанным противодействовать падению валютного курса, может склониться к проведению инфляционной бюджетной и денежно-кредитной политики.</p>

Аргументы “за” и “против” фиксированного курса в значительной степени являются зеркальным отражением аргументов о плавающем курсе.

Фиксированный курс

За	Против
<p>1 Фиксированный курс, если он стабильный и его рассматривают как стабильный, обеспечивает компаниям надежную основу для планирования и ценообразования, содействуя тем самым развитию инвестиций и международной торговли.</p> <p>2 Фиксированный валютный курс накладывает ограничения на внутреннюю денежно-кредитную политику: если ее установки существенно расходятся с установками в той стране, к валюте которой “привязана” национальная валюта, может возникнуть нежелательный приток или отток капитала, что потребует вмешательства центрального банка. Приток средств может усилить инфляцию; отток средств может опустошить иностранный резервы страны. Этот сдерживающий фактор в области денежно-кредитной политики часто рассматривают в качестве полезной дисциплинирующей меры против принятия экономической политики, существенно отличающейся от политики страны, к валюте которой осуществлена привязка.</p> <p>3 Фиксированный курс будет желательным, если считать, что возможно определить, что является подходящим равновесием, и стремиться удерживать курс на этом уровне.</p> <p>4 Режим фиксированного курса, который устанавливает непосредственную дисциплину в денежно-кредитной политике (например, как в случае с валютным советом) может оказаться предпочтительным в условиях, когда финансовые инструменты и рынки недостаточно развиты для проведения рыночной денежно-кредитной политики.</p>	<p>1 Если фиксированному курсу доверяют не полностью, он может быть уязвимым для спекулятивных атак; это может иметь разрушительные последствия для монетарной стабильности в экономике или для иностранных резервов; в конечном итоге спекуляции могут вынудить отказаться от фиксированного курса.</p> <p>2 Не существует надежного способа, чтобы определить, является ли выбранный курс оптимальным или стабильным; ни правительство, ни центральный банк не могут с уверенностью заключить, что лучше рынков знают, где находится равновесие.</p> <p>3 Хотя фиксированный номинальный курс может быть важным для монетарных целей, он не будет определять <i>реальный</i> курс, который может в некоторых случаях рассматриваться в качестве важного индикатора или цели (см. также сноску 2 на следующей странице).</p> <p>4 Поддержание фиксированного курса требует, чтобы центральный банк был готов совершить интервенцию на валютном рынке по данному курсу; после чего необходимо принять решения о том, как справиться с внутренними последствиями (например, проводить “стерилизацию” или нет)); даже при стерилизации не всегда бывает возможно полностью защитить экономику от последствий интервенции.</p> <p>5 Потребуется достаточное количество иностранных резервов.</p>

	6 Подчинение денежно-кредитной политике другой страны не всегда бывает выгодным.
--	--

Таким образом, поборники свободного плавания настаивают, что рынок иностранных валют является в высшей степени гласным и эффективным и что рыночным силам не следует мешать. Денежно-кредитную политику следует определять автономно, в соответствии с национальными особенностями (например, для достижения стабильности цен), а обменному курсу следует позволить двигаться в любом направлении, которое окажется соответствующим такому подходу.

Тем временем, защитники фиксированного курса (имеется в виду фиксация к одной или большему числу основных валют или ведущих торговых партнеров) находят поддержку в сочетании политических, коммерческих и экономических причин. Экономическая аргументация подчеркивает полезную роль “якоря” в виде валютного курса при наведении монетарной дисциплины (при условии, что валютный “якорь” сам является стабильным); фиксированный курс предпочтителен любой форме управляемого плавающего курса, потому что валютный курс не считается полезным независимым инструментом политики на дальнюю перспективу.² Как в случае раздела суверенитета (предположительно в Европейском валютном союзе), так и в случаях, когда от суверенитета в области денежно-кредитной политики отказываются (валютный совет), считается, что преимущества фиксации перевешивают затраты.

Дискуссии часто фокусировались на способности валютного курса помочь экономике поддерживать уровень производства при наступлении различных потрясений. В этой связи высказывалась мысль, что плавающий курс позволяет наиболее успешно справиться с внутренними потрясениями сектора материального производства, потому что движение

² Возможность в один миг скорректировать уровень внутренних цен по отношению к иностранным валютам временами рассматривалась в качестве ценного инструмента политики, например, имея ввиду повлиять на счет текущих операций платежного баланса, но в настоящее время большинство специалистов считают, что может оказаться сложным достичь *прочные* изменения во внешней конкурентоспособности страны (или в реальном валютном курсе) посредством манипуляции номинальным валютным курсом, потому что, например, инфляционное воздействие падения курса на уровень внутренних цен, в конечном итоге, нейтрализует первоначальное преимущество.

курса может в этом случае оказаться наиболее эффективным способом восстановления объема производства до траектории сбалансированного роста; в то время как фиксированный курс позволяет наиболее успешно справиться с внутренней монетарной нестабильностью, потому что роль смягчающей подушки может выполнить приток или отток резервов. Также часто проводилась мысль о том, что, с одной стороны, в полном смысле открытой экономике наиболее подходит фиксированный курс, потому что ответное воздействие валютного курса на затраты и на цены, по всей видимости, будет столь сильным, что никакие существенные изменения реального валютного курса не могут быть реализованы при плавающем режиме; но, с другой стороны, открытой экономике требуется плавающий курс, чтобы оградить себя от монетарных последствий многочисленных внешних потрясений, с которыми открытая экономика, вне сомнения, будет сталкиваться.

Учитывая столь противоположные рецепты, зависимость каждого из них от конкретных обстоятельств или от конкретных целей политики, не вызывает удивления, что на практике выбор политического курса бывает значительно сложнее, чем рекомендации любых теоретических моделей.

Более того, на практике выбор режима не является безальтернативным решением в пользу, с одной стороны, полностью плавающего курса, а с другой - полностью фиксированного. Существует целый спектр вариантов, приведенных в таблице ниже:

Режим	Описание	Примечания
Свободно плавающий курс	Полная свобода для рыночных сил	Теоретически возможен, но редко на практике применяется в течение длительного времени: как правило, центральный банк стремится, в той или иной степени проводить интервенции.
Управляемый плавающий курс	Центральный банк осуществляет интервенцию, но только с целью сгладить колебания	Часто применяется; проблема заключается в том, что центральный банк не знает, является ли изменение курса кратковременным колебанием или более существенной тенденцией.
“Ползущая привязка” (= crawling peg)	Центральный банк осуществляет интервенции для достижения определенных целей в области контролируемой корректировки курса, часто на постоянной основе	Применяется достаточно часто, но является устойчивым только, если рынок в широком смысле соответствует взглядам центрального банка на подходящую траекторию курса; корректировки могут проводиться на основе какой-либо формулы (например, отражающей “привязку” к ряду валют или разницу в уровне инфляции со странами-конкурентами); формула или другое основание для корректировки обычно публикуется.
Фиксированный курс с допускаемым пределом или “целевой зоной”	Возможны колебания в рамках допускаемого предела, но центральный(е) банк(и) осуществляет интервенцию, чтобы не позволить курсу выйти из допускаемого предела	Как и в случае с Европейской валютной системой, которая работала с допускаемым пределом от 2 1/2% до 15%. Если курс устанавливается вблизи или на границе “целевой зоны”, то перед центральным банком стоит такой же набор возможностей и проблем, подлежащих решению, как и при системе с фиксированным курсом.

<p>Фиксированный, но корректируемый курс</p>	<p>Фиксируется (при необходимости с помощью центрального банка) на длительные промежутки времени, по всей видимости, с весьма узким допустимым пределом, но корректируется, если нарушается равновесие или при непреодолимом давлении</p>	<p>Система “Бреттон Вудс” (в которой разрешенный предел колебаний составлял 1% в любую из сторон от заявленного паритета по отношению к доллару); была широко распространена в 1945-72гг., когда МВФ должен был определять случаи “фундаментального отклонения от равновесия”. Может оказаться дорогостоящей в плане интервенций, если задерживается необходимая корректировка. В наше время применяется реже, так как мобильный международный капитал оперативно проводит корректировку.</p>
<p>Курс, фиксируемый центральным банком</p>	<p>Более жесткий вариант “фиксированного, но корректируемого курса”</p>	<p>Целью является фиксация на неопределенное время, но она не может гарантироваться; могут быть необходимы корректировки, даже, если их возможность прямо не признается; в противном случае необходимые интервенции могут быть чрезмерно велики. Редко применяется в наши дни, но может возникнуть в качестве прелюдии к Европейскому валютному союзу. Некоторые исторические примеры продолжительной фиксации, когда капитал был менее подвижным или был объектом контроля (например, британский фунт и ирландский фунт до 1979 г.)</p>
<p>Курс, фиксированный валютным советом (или золотой стандарт)</p>	<p>Денежная база (=наличность плюс средства на счетах банков в центральном банке) должна быть полностью покрыта иностранной валютой (или золотом) по фиксированному курсу</p>	<p>Жесткая автоматическая дисциплина, обеспечивающая конвертируемость денежной базы по фиксированному курсу, и, следовательно, через арбитраж обеспечивает близкое соответствие рыночному курсу. Тем не менее, возникающее в результате давление на экономику, например, на банки, на производство или на цены, может привести к политическому давлению, направленному на изменение курса или на полный отказ от системы валютного совета.</p>
<p>Единая валюта</p>	<p>Отказ от независимой валюты, ввод какой либо другой валюты</p>	<p>Возникает вопрос, является ли одна страна полностью подчиненной другой в области определения денежно-кредитной политики и получения пошлины за изготовлении денег, или ей оставляют некоторую долю независимости. Контраст между “долларизацией” (частичный отказ де-факто от национальной валюты, никакого</p>

		влияния на США) и предлагаемой единой европейской валютой (совместное принятие решений и распределение прибыли).
--	--	--

6 Изменения за последние годы

В последние годы мир стал свидетелем удивительного разнообразия подходов к политике в области валютного курса. Они включают следующие:

(а) Решения стран бывшего Советского Союза ввести независимые валюты. Эти решения были продиктованы, отчасти, политическими соображениями и операционными сложностями, а, отчасти, стремлением уйти от того, что в то время было в высшей степени нестабильным и обесценивающимся рублем (несмотря на тот факт, что большинство новых независимых валют подверглись еще большему обесценению, по крайней мере, на начальном этапе).

(б) Продолжение подготовительной работы в Европейском союзе к введению единой валюты среди противоречивых событий в странах-участницах: например, валютные курсы основной группы, включая Германию и Нидерланды, оставались весьма стабильными, в то время как другие страны (Италия, Испания, Соединенное Королевство) значительно отклонились от ранее установленных узких пределов. Между тем, некоторые страны, стремящиеся вступить в Европейский союз, понимают желательность стабилизации их валют по отношению к основным валютам ЕС.

(в) Небольшое количество стран (например: Аргентина, Эстония, Литва) ввели фиксированный курс, поддерживаемый “валютным советом” (= “currency board”).

(г) Три ведущие мировые валюты - доллар, немецкая марка и иена - продолжали плавать по отношению друг к другу, сопровождаемые периодическими всплесками официальных интервенций, когда считалось, что курсы существенно отклонились от экономических основ. Такое положение, видимо, можно охарактеризовать как управляемое плавание, но не ясно, смогли ли

центральные банки оказать длительное воздействие через интервенции, помимо и сверх тех последствий, которые приписываются корректировке другими инструментами финансовой политики, такими как процентные ставки и бюджетно-налоговая политика.

(д) Ряд развивающихся стран перешли к валютным режимам с более свободно плавающими курсами. Эта тенденция очевидна, даже после скидки на совершенно новые валюты, из приведенной ниже таблицы, основанной на классификации МВФ.

РЕЖИМЫ ВАЛЮТНОГО КУРСА

	конец 1989 г.	конец 1995 г.
	количество стран	
Привязаны к одной или нескольким валютам	94	67
Гибкий подход, ограниченный в отношении одной валюты или группы валют	13	14
Более гибкий подход (корректировка в соответствии с серией показателей, или управляемое или независимое плавание курса)	46	99
	<u>153</u>	<u>180</u>

Источник: Международный валютный фонд

7 Поляризация

В последние годы превалировала точка зрения о поляризации выбора: или свободное плавание, или введение как можно более жесткого фиксированного режима. Причина заключается в том, что любой средний курс в большей степени уязвим для спекулятивной атаки и нестабильности и будет поэтому требовать более частых дискреционных действий центрального банка; однако предполагается, что центральный

банк не во всех случаях в состоянии принимать лучшие решения, чем те, которые определяются рынком.

Средний курс, который временами привлекал серьёзное внимание ряда высших должностных лиц, а также в некоторых академических кругах, являлся своеобразной заданной зоной или управляемым пределом изменений, в особенности, для основных валют, см 6(г) выше. Однако эта идея никогда не получала достаточной поддержки, чтобы стать широко распространённой практикой. Европейская валютная система (ЕВС) продемонстрировала, что управляемая система диапазонов с периодической корректировкой основных курсов может быть жизненной при ряде обстоятельств; но даже в этом случае лишь небольшое ядро валют постоянно находилось в рамках первоначальных узких разрешённых колебаний; и на ЕВС часто смотрят сейчас как на переходный этап на пути создания валютного союза, а не как на предпочтительный механизм на длительное время.

8 Критерии для принятия решения о введении фиксированного или плавающего курса

На протяжении многих лет ведутся оживлённые дискуссии как в академических кругах, так и среди практиков относительно того, что является подходящими критериями для определения, составляют ли конкретные страны оптимальную валютную зону и поэтому могут реально планировать введение фиксированных валютных курсов или, в конечном итоге, объединение своих валют.

Следующие факторы приводились в качестве значимых при различных обстоятельствах:

Относительные размеры и интеграция торговли	Маленькой стране может оказаться легче подключиться к более крупной, чем двум странам примерно одинаковых размеров, особенно, если она активно торгует с более крупной. См также раздел 5 выше.
Гибкость экономических структур	До той степени, в которой валютный курс, как полагают, способен выступать в роли инструмента макроэкономической корректировки, влияя на конкурентоспособность страны (многие, однако, считают, что это возможно только в ближайшей перспективе), стране, которая отказывается от этой возможности, вводя фиксированный курс, потребуется эффективный альтернативный механизм для корректировки относительных цен. На практике это означает, что экономика должна иметь внутреннюю гибкость в области структуры цен и затрат. В особенности, это может потребовать гибкость на рынке труда, если производство необходимо будет поддерживать в условиях внешней конкуренции.
Мобильность ресурсов	Корректировку можно облегчить, если трудовые ресурсы и капитал свободно переливаются между странами, которые мы рассматриваем. В частности, потенциальное движение трудовых ресурсов в районы с более высокой заработной платой может ускорить необходимые корректировки ставок заработной платы. На практике, однако, трудовые ресурсы, скорее всего, не будут достаточно мобильны, чтобы сгладить краткосрочные нарушения экономического равновесия, которые могут повторяться.
Способность нейтрализовать или справляться с нарушениями экономического равновесия	Упомянутые выше гибкость или мобильность могут помочь экономике преодолеть нарушения равновесия, такие как резкий рост цен на сырьевые товары в мире, без давления на фиксированный обменный курс. Тем не менее, в той мере, в какой нарушения экономического равновесия приводят к лишениям или создают другие экономические или политические сложности, стойкость населения и институтов будут одним из факторов, определяющих жизнеспособность фиксированного курса на длительную перспективу.
Однородность экономики	Способность противостоять нарушениям экономической стабильности зависит также от схожести экономических структур стран, среди которых зафиксирован валютный курс. Чем более однородна экономика этих стран, тем более равномерным будет воздействие нарушений экономического равновесия и, следовательно, более устойчивым будет валютный курс.

Наличие средств для помощи	Если из-за недостатка гибкости, неомогенности экономики или в силу любых других причин накапливается непреодолимое давление на валютный курс, так что его устойчивость ставится под сомнение как в экономическом, так и в политическом плане, режим сможет выжить, если будет предоставлена достаточная помощь одной страны другой в плане реального перевода ресурсов, например, перевод средств для подкрепления бюджета, для компенсации безработицы, вызванной завышенным валютным курсом или негибким рынком трудовых ресурсов.
Абсолютная стабильность; надёжность основной валюты (“якоря”)	В завершение, если страны планируют зафиксировать валютный курс, важно чтобы коллективные установки в сфере денежно-кредитной политики, диктуются ли они доминирующим партнёром или определяются совместно, были бы достаточно стабильны и направлены на согласованные или, по меньшей мере, приемлемые для всех цели, например, удержание инфляции на низком уровне. В противном случае, тот или иной партнер может пожелать разорвать союз.

9 Критерии для вступления в Европейский валютный союз (ЕВС)

Существенно отличный набор критериев был установлен Европейским союзом, чтобы определить, была ли достигнута высокая степень “конвергенции”, которая позволяет стране-участнице присоединиться к предлагаемому валютному союзу. Эти критерии отличаются, потому что их цель *определить*, произошла ли в действительности необходимая конвергенция, а не только *описать структурные условия*, которые могут облегчить конвергенцию. Это, преимущественно, финансовые критерии без ссылок на состояние реальной экономики. Они обладают определенной гибкостью, что обеспечивает министрам некоторую свободу при принятии окончательных решений.

Критерии для вступления в ЕВС

Мера	Логическое обоснование	Комментарий
<p>Ограничение размера текущего дефицита правительства по отношению к ВВП (3%), или удовлетворительное движение к этому уровню, или превышение только в связи с исключительными и временными причинами.</p> <p>Ограничение непогашенного долга правительства по отношению к ВВП (60%) или соотношение, приближающееся к данному уровню, с удовлетворительной скоростью.</p>	<p>Считается, что нарушение бюджетной дисциплины будет угрожать денежно-кредитной дисциплине.</p>	<p>Помогает обеспечить дисциплину в денежно-кредитной сфере, но не является обязательным условием. Помогает достижению других целей европейской интеграции.</p>
<p>Сдерживание инфляции потребительских цен (близко к лучшим показателям среди стран-участниц ЕС).</p>	<p>Необходимо поддерживать фиксированный валютный курс или валютный союз.</p>	<p>Необходима определенная конвергенция, но некоторая разница в инфляции может при определенных обстоятельствах быть совместимой со стабильным валютным курсом.</p>
<p>Стабильность валютного курса в рамках курсового механизма ЕВС, зафиксированная документально за определенный период.</p>	<p>Необходимость иметь точные зафиксированные данные за прошедший период до принятия окончательного решения.</p>	<p>-</p>
<p>Конвергенция долгосрочных процентных ставок (близко к лучшим показателям).</p>	<p>Свидетельство достижения надёжности на финансовых рынках.</p>	<p>-</p>

10 Режимы с фиксированным курсом; прошлое, настоящее и будущее: некоторые примеры

В данном разделе рассматривается ряд практических случаев применения фиксированных курсов, при этом особое внимание уделяется обстоятельствам, которые могли определить, или со временем определяют, устойчивость данного режима.

Единые валютные зоны

Не примечателен тот факт, что ни одна страна не использует больше одной валюты на своей территории. Несмотря на то, что экономические условия могут значительно отличаться в различных регионах, не существует примеров тому, чтобы разные провинции или регионы одной страны использовали разные суверенные валюты (хотя иногда положения об обращении валюты могут различаться, как, например, в случае со специальными экономическими зонами).

Высокая степень взаимозависимости, взаимная торговля и хотя, пожалуй, менее очевидно, фактор мобильности, который обычно существует между регионами одной страны, дополненные очевидными соображениями практического удобства и политическими причинами, помогают объяснить универсальность одной валюты. Возможно, что наиболее важным фактором, который, в конечном итоге, поддерживает эту практику и не допускает серьёзного рассмотрения предложений об отдельных региональных валютах, является объём перераспределения ресурсов, который может происходить между регионами через, например, бюджетный процесс для смягчения последствий недостаточной гибкости структуры “затраты-цены”. Как правило, электорат готов поддержать перевод ресурсов между регионами своей страны в значительно более крупных объёмах, чем перевод средств в другую страну.

Режимы с единой валютой или с фиксированным курсом, которые ослабели или распались

После распада Советского Союза государства, образовавшиеся на его территории, предпочли ввести свои независимые валюты. В некоторых случаях разрыв с российским рублём был ускорен операционными сложностями получения банкнот или с платёжной системой, или невозможностью, или нежеланием платить России за банкноты (новые государства предпочли сохранить за собой пошлину за право выпускать денежные знаки); или просто в силу политических соображений. Однако в более длительной перспективе очевидно, что рубль не являлся стабильной валютой (хотя многие из новых валют первоначально оказались ещё менее стабильными). Более того, существовавшие ранее открытые или скрытые механизмы экономической поддержки между странами были разрушены или сильно сокращены; взаимозависимость в торговле и т.д., хотя всё ещё существенная, должна была сократиться. В силу всех этих причин валютный союз более не представлялся желанным или жизненным.

Несколько отличный пример можно найти в бывших французских колониях в Африке, которые сгруппированы в две зоны, каждая с отдельной валютой, которая обменивалась на французские франки по фиксированному курсу на протяжении многих лет. Длительное время эти курсы считались нерушимыми, но в 1994 г. после возрастающей борьбы с низкой конкурентоспособностью и из-за всё большего нежелания Франции выделять постоянно увеличивающиеся средства для поддержания экономики этих стран, находившейся в соответствующем состоянии, валюты были официально девальвированы на 50%. Однако, они остаются “привязанными” по своим новым курсам.

Фиксированные курсы, введённые при помощи механизма “валютного совета”

Гонконг привязал свою валюту к доллару США в 1983 г., в более поздний период Аргентина и Литва зафиксировали курсы

своих валют к доллару, а Эстония - к немецкой марке при помощи механизмов валютного совета или его вариантов.

В каждом случае фиксированный курс вводился в период кризиса в надежде восстановить монетарную стабильность. Каждый отличался стабильностью (к моменту подготовки *Справочника*), чему способствовала решимость органов государственной власти поддерживать дисциплину в денежно-кредитной области, дополненная достаточной терпимостью бизнеса и граждан к тому, что в короткий отрезок времени было болезненным переходным процессом. В Гонконге, обладающим в наивысшей степени гибкой экономикой, адаптация была наименее болезненной. Для других стран, не обладающих столь продолжительным периодом стабильности, долговечность режима валютного курса всё ещё ставится под сомнение некоторыми специалистами.

Интересно, что ни в одном из перечисленных случаев состояние экономики не удовлетворяло условиям конвергенции по отношению к стране, к валюте которой фиксировался курс, которые применяются в настоящее время Европейским союзом. Разница в уровне инфляции с валютами, к которым фиксировался курс, сохранялась в силу структурных причин на протяжении длительного времени после фиксации. Интересен также и тот факт, что выбор основных валют (доллары США и немецкая марка) отражал высокую степень надёжности денежно-кредитной политики США и ФРГ, а не близость торговых отношений или перспектива получить материальную помощь от этих стран.

Будущие валютные союзы - основная цель в фиксации курса

Опыт внутри Европейского союза показывает, что наибольшая стабильность двусторонних обменных курсов достигалась странами, которые обладают относительно схожей структурой экономики, или в случаях, когда одна доминирует над другой как по размеру, так и в области торговли. Так например, обменный курс между немецкой маркой и

голландским гульденом продемонстрировал значительную стабильность на протяжении длительного времени несмотря на расхождения тех бюджетных показателей, которые официально используются для определения степени конвергенции. Страны-участницы ЕС в целом не обладают внутренней гибкостью в области затрат и цен, что является желательной заменой корректировки валютного курса, в той же степени, что и экономика стран, расположенных в других регионах. Однако этому противостоит политическая решимость обеспечить успешную работу единой валюты, когда она появится; и сотрудничество в области экономической политики, включая соглашения, позволяющие ограниченный перевод средств между членами - механизм, который, как правило, не делается доступным для других стран, стремящихся зафиксировать курсы своих валют - должно помочь поддерживать единую валюту, когда её введут.

11 Официальные интервенции на рынке иностранных валют

При любом режиме валютного курса, отличного от сводно плавающего, центральный банк осуществляет интервенции на рынке иностранных валют. Масштаб интервенции зависит от конкретных обстоятельств.

Любая подобная интервенция может повлиять на денежно-кредитные условия в экономике. Рассмотрим, например, случай, когда существует повышательное давление на обменный курс, которому центральный банк решает противодействовать. Он покупает на рынке иностранную валюту, и местная валюта, которую он вводит в обращение (например, кредитуя счета коммерческих банков в центральном банке) увеличивает денежную массу (денежную базу). Если спрос на деньги не возрастет пропорционально, то это будет означать послабление денежно-кредитных условий и ассоциироваться с падением процентных ставок, что предупредит дальнейшее повышательное давление на валютный курс. В случаях, когда существует давление в

сторону понижения, и центральный банк продаёт иностранную валюту, последствия бывают противоположными.

Вместе с этим, могут быть случаи, когда центральный банк совершает интервенции, чтобы повлиять на валютный рынок, но не хочет затрагивать денежную массу. В этом случае центральный банк может “стерилизовать” влияние валютной интервенции на денежную базу. Средства, с помощью которых можно стерилизовать приток денег, включают операции на денежном рынке или рынке государственных ценных бумаг, направленные на поглощение ликвидности, продажу ценных бумаг центрального банка, повышение резервных требований для банков или перевод средств правительства из коммерческих банков в центральный банк.

Однако, такое восстановление денежной базы (за исключением обязательных резервных требований) до первоначального состояния может восстановить и связанное с ней давление на валютный курс. Если же стерилизация проводится только через продажу ликвидных инструментов банкам, то возможность последующей экспансии денежной базы или, точнее, широких показателей денежной массы или кредитных индикаторов, и снижения процентных ставок может быть значительной (в этом случае можно рассматривать стерилизацию как неполную).

В общем и целом, действенность “стерилизованной” интервенции зависит от того, насколько участники экономических отношений уверены, что финансовые инструменты данной страны могут обмениваться на схожие инструменты других стран и наоборот; чем выгоднее они становятся в качестве замены, тем менее эффективной бывает “стерилизованная” интервенция. На практике недостатки в работе финансовых рынков, опасения кредитных рисков и, в некоторых случаях, ограничения на операции с капиталом означают, что заменяемость далека от совершенства. Это, скорее всего, будет правильно отражать ситуацию в менее развитых странах, относительно которых превалирует мнение, что “стерилизованные” интервенции могут быть (но не обязательно будут) эффективными, достигая в краткосрочной

перспективе двуединую цель: обеспечение желаемого воздействия на валютный курс без негативного влияния на внутренние монетарные условия; но даже в этом случае могут оказаться нежизнеспособными в качестве долгосрочной стратегии.

В отношении более развитых стран возможная большая заменяемость внутренних и иностранных активов обусловит ещё более слабую роль “стерилизованной интервенции”. На этих рынках действенность любых интервенций весьма зависит от того, могут ли они повлиять на психологию участников рынка. Это бывает возможно осуществить, когда интервенция согласуется между несколькими центральными банками. Однако, даже в этом случае длительный эффект может быть достигнут, только если органы государственного управления проведут необходимую корректировку других элементов политики и это может предполагать некоторое ограничение собственно стерилизации. Часто бывает, что изменение стратегии интервенции сигнализирует значительное изменение денежно-кредитной политики в целом.

Стерилизация притока денег часто становится дорогим мероприятием для центрального банка (или, в зависимости от договоренности об учете, для правительства), потому что центральный банк покупает низкодоходные активы в иностранной валюте в обмен на более высокодоходные внутренние инструменты. В случае стерилизации через увеличение резервных требований, по которым не выплачиваются проценты, “налогом облагаются” банки, а не центральный банк или правительство, которые в этом случае затрат не несут.

Вышеуказанная дискуссия была построена на понятии о давлении, оказываемом притоком капитала. В принципе, абсолютно противоположные действия применимы в случае оттока капитала. На практике, однако, центральный банк может в меньшей степени, чем в случаях притока капитала, стремиться сглаживать (путём обратной стерилизации) монетарные последствия оттока, потому что при оттоке капитала корректировка денежно-кредитной политики часто

бывает более необходима и желательна, например: ужесточение денежно-кредитной политики, чтобы ликвидировать инфляционные условия, которые могли ускорить отток капитала. Исключением может быть столь острый денежно-кредитный кризис, что он создаёт серьёзные проблемы с ликвидностью или даже с платежеспособностью банков. В этих условиях центральный банк может принять решение о стерилизации монетарных последствий оттока капитала.

В отличие от этого золотой стандарт или валютный совет являются весьма жестким вариантом фиксированного курса, при котором интервенция проводится автоматически “по требованию” в том, что касается обмена денежной базы на иностранную валюту, но стерилизация, по существу, запрещена. Последствия избыточного притока или оттока капитала для денежно-кредитных условий внутри страны могут быть огромными. Этот режим также достаточно жесткий в том, что, например, он даже не может учитывать увеличение спроса на денежную базу, связанного с ростом реальной экономики, если он не обеспечен иностранной валютой.

В Приложении процессы интервенции, стерилизации и деятельность валютного совета рассматриваются более глубоко.

12 Контроль над операциями с иностранной валютой

Большинство экономических систем, работающих на рыночных принципах, стремятся обеспечить свободный доступ для всех на валютный рынок. Наряду с этим, некоторые, хотя и заявляют, что это является их долгосрочной целью, сохраняют в настоящее время ряд контрольных механизмов.

Там, где на практике осуществляются меры контроля, они, как правило, распространяются на капитальные операции, а не на текущие (членство в Международном валютном фонде предполагает обязательство добиваться конвертируемости

счета текущих операций). Некоторые страны стремятся предотвратить падение курса их валют и поэтому вводят контроль за оттоком капитала, как правило, за его объемом, который резидентам страны разрешается экспортировать или за хранением валютной выручки за рубежом. Другие страны могут испытывать давление на валютные курсы в сторону их повышения и поэтому вводят контроль за притоком капитала, например, за теми объемами, в которых иностранцам разрешается делать инвестиции в данной стране.

Аргументы “за” и “против” мер валютного контроля можно кратко изложить следующим образом:

За	Против
<p>1 Для сокращения пределов краткосрочных колебаний валютного курса, вызванного спекуляциями.</p> <p>2 Для уменьшения вероятности более устойчивых искажений в результате весьма краткосрочных перспектив, на которые, как считается, нацелены рынки иностранных валют.</p> <p>3 Для ограждения экономики от потенциально серьёзных внутренних монетарных последствий крупного притока или оттока капитала.</p>	<p>1 Рынкам следует разрешить работать беспрепятственно; это наилучший вариант для обеспечения долгосрочного и эффективного распределения ресурсов в экономике. Также это обеспечивает возможность быстро фиксировать сигналы рынка и своевременно делать необходимую корректировку экономической политики в целом.</p> <p>2 Действия контрольных механизмов контроля могут оказаться несправедливыми и привести к созданию неравных условий для разных компаний и секторов экономики.</p> <p>3 Меры контроля редко бывают высокоэффективными, и со временем их начинают всё чаще обходить.</p> <p>4 Значительные административные расходы.</p> <p>5 Меры контроля могут вызвать ответные действия других стран.</p>

Опыт показывает, что контроль за притоком капитала может быть более эффективным, чем за оттоком. Происходит это потому, что может оказаться легче контролировать предназначение капитала, импортируемого в страну, чем источник экспортируемых средств. Другая причина заключается в том, что отток капитала, в большей степени чем приток, ассоциируется с каким-либо экономическим кризисом, при котором люди, возможно, пойдут на отчаянные ухищрения для того, чтобы обойти механизмы контроля.

Тем не менее, несмотря на различия между притоком и оттоком капитала в настоящее время большинство специалистов соглашались с тем, что в эру мобильного международного капитала и сложных финансовых институтов и рынков любые меры контроля, вероятно, будут эффективными,

в лучшем случае, в течение короткого периода времени. Более того, они могут вызывать или увеличивать задержку в осуществлении насущных мер в других областях экономической политики. Среднесрочные циклы очевидного занижения валютного курса, которые сменяются его очевидным завышением, на практике могут быть неизбежными даже в случае применения жестких контрольных механизмов.

13 Заключение

Цель настоящего *Справочника* заключалась скорее в том, чтобы поставить вопросы, чем придти к однозначным заключениям. Тот факт, что сейчас в мире такое многообразие практики в области валютных курсов, как представляется, показывает, что простых универсальных рекомендаций не существует. Выбор должен зависеть от условий в каждой стране.

Тем не менее, можно выделить ряд общих моментов:

- фиксированный курс способствует установлению денежно-кредитной структуры, основанной на надежном валютном “якоре” и очевидной дисциплине, хотя в условиях рыночной экономики он предполагает обязательный отказ от автономии в области внутренней денежно-кредитной политики; прочность фиксированного курса будет наибольшей, скорее всего, в тех случаях, когда экономику отличает наибольшая внутренняя гибкость;
- плавающий курс обеспечивает независимость в области внутренней денежно-кредитной политики, но всегда существует опасность нарушения этой независимости, что приведёт к инфляционным последствиям;
- если курс “управляемый”, то потенциально возникает больший риск, чем в случаях, когда курс находится в более свободном “плавании” или же убедительно фиксируется, что неопределённость относительно тактики или долгосрочных

целей центрального банка приведет к спекулятивным нарушениям;

- интервенции центрального банка на валютном рынке, если их не стерилизовать, повлияют на монетарные условия также как и операции открытого рынка на внутреннем денежном рынке, которые могут, помимо всего прочего, повлиять на валютный курс;
- стерилизованная интервенция может быть эффективной в облегчении давления на валютный курс только на ближайшую перспективу, хотя её эффективность, в определённой степени, зависит от структуры финансовых рынков и инструментов;
- контроль за капиталом может оказаться более эффективным способом ограничения притока, чем оттока капитала; даже в этом случае меры контроля будут эффективными только на короткую перспективу; более того, они мешают рыночным силам распределять финансовые ресурсы и противоречат всемирной тенденции, направленной на ликвидацию официального контроля за экономикой;
- однако, в узком контексте управления валютным курсом ограничение некоторых внешних потоков капитала при помощи мер прямого контроля может в определённых условиях оказаться более эффективным, чем допуск этих потоков с последующими попытками их стерилизовать.

Приложение

Приведённая ниже таблица является упрощённым и стилизованным изложением монетарных последствий интервенций центрального банка и стерилизации. Предположим, что в начале на валютном рынке нарушено равновесие при превалирующем валютном курсе, по которому, например, инвесторы хотят перевести 100 единиц из иностранной валюты в местную. При режиме плавающего курса это приведёт к повышению обменного курса до тех пор, пока не восстановится равновесие между спросом и предложением местной валюты. Но в данном примере предполагается, что центральный банк проводит политику фиксированного курса. Поэтому он осуществляет интервенцию и покупает 100 единиц в иностранной валюте в обмен на 100 в местной валюте; последняя сумма в первом случае переводится кредитуют банковские счета инвесторов. Этот случай показан в на счета коммерческих банков в центральном банке, после чего банки колонке А.

В примере А банки располагают возросшей ликвидностью. Это будет означать при прочих равных условиях общее послабление монетарных условий и снижение процентных ставок, что будет содействовать ликвидации избыточного спроса на местную валюту и, следовательно, восстановлению равновесия на валютном рынке по фиксированному курсу. Но в силу других причин центральный банк может не захотеть послабления монетарных условий. По этой причине он может продать ценные бумаги из своего портфеля (альтернативные меры по сбору ликвидности, такие как повышение резервных требований для банков, приведут в широком смысле к схожим результатам в рассматриваемом примере). В колонке Б1 приводится пример, в котором банки покупают упомянутые ценные бумаги, а в примере Б2 ценные бумаги куплены другими инвесторами.

Б1, возможно, является наиболее распространённым примером срочной стерилизации, при которой центральный

банк через свои постоянные операции на денежном рынке ликвидирует излишек

Некоторые позиции баланса	Сальдо по отношению к начальному сальдо		
	А	Б1	Б2
ИНВЕСТОРЫ			
<u>Активы</u>			
Депозиты в местной валюте	+100	+100	-
Ценные бумаги в местной валюте			+100
Активы в иностранной валюте	-100	-100	-100
КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ			
<u>Активы</u>			
Остатки на счетах в центральном банке	+100	-	-
Ценные бумаги в местной валюте		+100	-
<u>Пассив</u>			
Депозиты в местной валюте	+100	+100	-
ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК			
<u>Активы</u>			
Ценные бумаги в местной валюте		-100	-100
Активы в иностранной валюте	+100	+100	+100
<u>Пассив</u>			
Остатки на счетах коммерческих банков	+100	-	-
ДЕНЕЖНАЯ МАССА			
Денежная база	+100	-	--
Широкий показатель денежной массы	+100	+100	-

остатков на счетах банков. Но, если ценные бумаги, проданные банкам, относятся к категории, которая впоследствии может перепродаваться центральному банку, стерилизация может быть не до конца эффективной, и широкий показатель денежной массы может всё равно быть больше, чем вначале; таким образом, монетарные условия останутся более мягкими. В примере Б2 стерилизация полная в том смысле, что широкий и узкий показатели денежной массы возвращены в начальное положение.

Вместе с тем, чем большего успеха достигает стерилизация по возврату к исходной позиции, тем больше вероятность возобновления повышательного давления на обменный курс и притока капитала, что ставит под сомнение целесообразность всей операции. Как долго в этих условиях

может сказываться давление, вызванное притоком капитала, зависит от степени свободы инвесторов (особенно, иностранных инвесторов) покупать или быть держателями активов в местной валюте и от того, насколько быстро инвесторы могут посчитать их инвестиционные портфели наполненными (как разъясняется в разделе 11).

В случае проведения интервенций для остановки падения курса из-за избыточного спроса на иностранную валюту, анализ является полностью противоположным изложенному выше.

При системе “валютного совета” валютный совет (или центральный банк) обязан совершать интервенции для обмена резервных денег на иностранную валюту по фиксированному курсу, и, если система работает в полном соответствии с теорией, стерилизация не нужна. Таким образом, влияние притока капитала (или с противоположным знаком оттока капитала) ограничено позицией А при полном воздействии на внутренние монетарные условия. Другими словами, приток капитала автоматически ведёт к послаблению внутренних монетарных условий, а отток - к их ужесточению. Сформированный на жестких началах валютный совет не будет участвовать во внутренних операциях с ценными бумагами и не позволит увеличивать денежную базу без подкрепления иностранной валютой.

Èìáííí ÿòà äèñöèèèèèà íáúÿñíÿàð, èàè ìòííñèðàäèüíúé óñíãð ààèpòííáí ñíâàðà â óääðæàíèè òèèñèðíâàíííáí éóðñà, òàè è àãã, ò è ïðòáíöèèèèèèè òÿæàèüì áíóòðáííèì ïññèââñòàèè: è èíðèÿöèè èèè ààðèÿöèè íà ìàèðí óðíáíà è è ìãðííííó àààèáèp íà áàíèè íà ìèèðí óðíáíà. Íáíàèí, íà ìðàèðèèèà òáíòðàèèüíúá áàíèè, èíòíðòá èñííèüçòpò ñèñòáíó ààèpòííáí ñíâàðà, ìíãòò íáèàãàòü ïññííí+èÿìè è ñðàãñòààìè àèÿ óíðààèèáèÿ èèèàèèíñòòp ÷ãðç ïíðàòèèè íà àáíáæíí ðúíèá. Âíçííæíí, ÷òí íàèáíèèá ñãðüçíàÿ ìðíáèèà àíçíèèíàð, àñèè ìòòèè èàíèðàèè ìðèèãã, ò è ðãçèííó ñíèðàùáíèp áàíèèíáñèíè èèèàèèíñòè, èíòíðòp òáíòðàèèüíúé áàíèè íà ñííæãò óààèè÷èòü ïññðàãñòàíí ìðÿíè èíúáèèèè, ïðòííó ÷òí ó íáãí íàð àíñòàòí÷íúð ààèpòííúð ðãñóðñíâ àèÿ óààèè÷áèèè àáíáæííè áàçú.

Èòåðàòóðà äëÿ äññëíèòåëüíâî ÷òáíèÿ

Mark P Taylor, 1994, “Sterilised intervention”; in *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, ed. Newman, Milgate and Eatwell.

Kathryn M Dominguez, 1994, “Foreign exchange market intervention”; in *New Palgrave....op cit.*

Robert P Flood and Nancy P Marion, 1994, “Exchange rate regime choice”; in *New Palgrave....op cit.*

Hong Kong Monetary Authority 1995: “Monetary and exchange rate management with international capital mobility: experience of countries and regions along the Pacific rim”.

International Monetary Fund, 1995, “International capital markets: development, prospects and policy issues”.

Crockett A D, 1993, “Monetary policy implications of increased capital flows”; in *Bank of England Quarterly Bulletin*, November 1993.