

Переход к гибкому обменному курсу

Как, когда и насколько быстро?

Рупа Дуттагупта,
Жилда Фернандес и
Чем Каракадаг



МВФ начал публиковать серию **«Вопросы экономики»** в 1996 году, с тем чтобы предоставить общественности доступ к результатам некоторых исследований сотрудников МВФ. **«Вопросы экономики»** — небольшие монографии нетехнического характера по актуальным темам, написанные для читателей-неспециалистов. Они публикуются на шести языках: английском, арабском, испанском, китайском, русском и французском. Выпуски серии **«Вопросы экономики»** отражают взгляды авторов, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Исполнительного совета или руководства МВФ.

Переход к гибкому обменному курсу

Как, когда и насколько быстро?

Рупа Дуттагупта,
Жилда Фернандес
и Чем Каракадаг



©2006 Международный Валютный Фонд

Редактор серии
Асими́на Каминис
Департамент внешних связей МВФ

Дизайн обложки и компьютерная верстка
Массуд Этемади и Чун Ли
Отдел мультимедийных услуг МВФ

Издание на русском языке подготовлено
Службой переводов МВФ
Перевод: Юрий Новицкий
Редактор: Константин Николаев
Компьютерная верстка: Татьяна Гершон

ISBN 1-58906-543-3
ISSN 1020-8402

Опубликовано в июле 2006 года

Издания МВФ можно заказать по адресу:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.
Тел.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201
Электронная почта: publications@imf.org
Интернет: <http://www.imf.org>

Предисловие

Фиксированный обменный курс, при котором стоимость валюты привязывается к сильной иностранной валюте, такой как доллар США или евро, имеет множество преимуществ, особенно для развивающихся стран, стремящихся создать доверие к своей экономической политике. Также, как правило, при таких привязках отмечаются более низкие темпы инфляции. Однако, как представляется, страны с фиксированными обменными курсами более подвержены валютным кризисам, а также одновременным валютным и банковским кризисам, чем страны с более гибкими режимами. По мере развития экономики и углубления ее связей с международными финансовыми рынками обычно более выгодным становится повышение гибкости обменного курса.

Хотя во многих странах по-прежнему сохраняются фиксированные обменные курсы или иные формы режимов с привязкой валютного курса, за последние десять лет все большее число стран вводили более гибкие режимы, в частности, Бразилия, Израиль, Польша и Чили. Наиболее вероятно, что тенденция к повышению гибкости обменного курса сохранится и далее, поскольку расширение международных связей увеличивает уязвимость стран с валютной привязкой перед лицом изменчивых потоков капитала, а более гибкие режимы предоставляют лучшую защиту от внешних потрясений и одновременно позволяют пользоваться большей независимостью в проведении денежно-кредитной политики.

Независимо от того, вводятся ли гибкие режимы обменного курса под давлением обстоятельств или путем упорядоченных мер, их успех зависит от действенного урегулирования ряда институциональных и операционных вопросов. Эти вопросы в общем виде рассматриваются в данном выпуске «Вопросов экономики», подготовленном Дэвидом Чейни на основе Рабочего документа МВФ 04/126 «От фиксированного курса к плавающему — операционные аспекты

перехода к гибкому обменному курсу», авторами которого являются Рупа Дуттагупта, Жилда Фернандес и Чем Каракадаг. Этот рабочий документ можно бесплатно загрузить с сайта МВФ в Интернете по адресу www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04126.pdf. Более поздняя работа под тем же названием, представленная Департаментом денежно-кредитных и финансовых систем МВФ в Исполнительный совет МВФ в ноябре 2004 года, также размещена на сайте МВФ по адресу www.imf.org/external/np/mdf/2004/eng/111904.pdf.

Два более ранних выпуска «Вопросов экономики» об обменных курсах — «Вопросы экономики» № 2 “Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?”, Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf (1996) и «Вопросы экономики» № 13 “Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s”, Francesco Caramazza and Jahangir Aziz (1998) — можно бесплатно загрузить по адресу www.imf.org/pubs.

Переход к гибкому обменному курсу Как, когда и насколько быстро?

Некоторые страны осуществили переход от режима фиксированного курса к гибкому курсу постепенно и гладко, путем введения промежуточных режимов обменного курса — мягких привязок, горизонтальных и скользящих коридоров, регулируемого плавающего курса, — до того как ввести свободно плавающий курс валюты. (См. вставку 1, где приведен перечень режимов обменного курса). Другие случаи смены режимов были неупорядоченными, то есть характеризовались резким обесценением валюты. Значительная доля случаев перехода к более гибкому режиму обменного курса в период 1990–2002 годов характеризовалась неупорядоченностью (вставка 2). Однако независимо от того, является ли отход от фиксированного курса упорядоченным или нет, это всегда сложный процесс.

Какие условия необходимы — с операционной точки зрения — для успешного перехода от фиксированного обменного курса к курсу, определяемому, по крайней мере частично, рыночными силами? Насколько быстро следует осуществлять такой переход? И в какой последовательности следует проводить меры, требуемые для обеспечения гибкости курса?

Опыт различных стран указывает на то, что для успешного перехода к гибкому обменному курсу, как правило, требуются четыре составляющие:

- емкий и ликвидный валютный рынок;
- последовательная политика, определяющая интервенции центрального банка на валютном рынке (практика покупки или продажи национальной валюты для воздействия на ее цену, или обменный курс);
- надлежащий альтернативный номинальный ориентир, который бы заменял собой фиксированный обменный курс;
- действенные системы для анализа подверженности государственного и частного сектора валютному риску и для управления этим риском.

Сроки и приоритеты в отношении каждой из этих областей, естественно, различаются по странам и зависят от начальных условий и экономической структуры.



Вставка 1. Виды режимов обменного курса

Валютные механизмы без собственного законного средства платежа

В обращении находится валюта другой страны как единственное законное средство платежа (официальная долларизация), либо страна является членом денежного или валютного союза, в котором членами союза используется одно общее законное средство платежа. Введение такого режима предполагает полный отказ органов денежно-кредитного регулирования от независимого определения внутренней денежно-кредитной политики.

Механизмы валютного управления

Валютный режим, основанный на прямом, принятом в законодательном порядке обязательстве обменивать национальную валюту на оговоренную иностранную валюту по фиксированному обменному курсу, с параллельными ограничениями на орган-эмитент национальной валюты, призванными обеспечить выполнение этого установленного законом обязательства. Это означает, что национальная валюта выпускается только в пределах имеющегося объема иностранной валюты и что она остается полностью покрытой иностранными активами, что лишает центральный банк его традиционных функций, таких как денежно-кредитное регулирование и роль кредитора последней инстанции, и потому не оставляет ему практически никаких возможностей для проведения денежно-кредитной политики по своему усмотрению. При этом также может допускаться и некоторая гибкость, что зависит от степени строгости правил ведения банковской деятельности, принятых в рамках механизма валютного управления.

Другие стандартные механизмы фиксированного курса и валютной привязки

Страна (официально или по факту) устанавливает привязку своей валюты по фиксированному курсу к другой валюте или корзине валют основных торговых или финансовых партнеров с весами, отражающими географическое распределение торговли, услуг или потоков капитала. Установленный паритет может меняться. Обменный курс может колебаться в рамках узкого коридора с отклонениями менее одного процента от центрального курса, либо допускается отклонение обменного курса с установлением максимальных и минимальных значений таких отклонений в пределах двух процентов на период не менее трех месяцев. Органы денежно-кредитного регулирования готовы поддерживать фиксированный паритет путем прямых интервенций (продажа/покупка иност-

ранной валюты на рынке) или косвенных интервенций (агрессивное использование политики процентных ставок, введение норм регулирования валютных операций, моральное принуждение или интервенции, проводимые иными государственными учреждениями). Независимость денежно-кредитной политики, хотя и является ограниченной, является более высокой, чем в рамках валютных механизмов без собственного законного средства платежа или механизмов валютного управления, поскольку сохраняется возможность выполнения центральным банком своих традиционных функций, а орган денежно-кредитного регулирования имеет возможность корректировать уровень обменного курса, хотя и относительно редко.

Привязка обменных курсов в пределах горизонтального коридора

Стоимость валюты поддерживается в определенных пределах, и допускаются ее колебания не менее чем на один процент в каждую сторону от фиксированного центрального курса, либо установленное расхождение между допускаемыми максимальными и минимальными значениями обменного курса превышает два процента. Механизм валютных курсов (МВК) Европейской валютной системы (ЕВС), на смену которому с 1 января 1999 года пришел МВК-II, является примером такого рода привязки. При этом сохраняются ограниченные возможности проведения дискреционных мер денежно-кредитной политики, зависящие от ширины коридора.

Скользящие привязки

Стоимость валюты периодически корректируется на небольшую величину фиксированными темпами либо в ответ на изменения в выборочных количественных показателях, таких как прошлые расхождения в темпах инфляции с основными торговыми партнерами, расхождения между целевым показателем инфляции и ожидаемой инфляцией в странах, являющихся основными торговыми партнерами, и т.п. Темпы скольжения могут устанавливаться таким образом, чтобы вызывать изменения обменного курса, обеспечивающие поправку на инфляцию (ретроспективная модель), либо заранее могут устанавливаться фиксированные темпы скольжения, и/или они могут быть ниже прогнозируемого дифференциала в темпах инфляции (перспективная модель). Скользящая привязка налагает на денежно-кредитную политику те же виды ограничений, как и фиксированная привязка.

(продолжение на следующей странице)

Вставка 1. Виды режимов обменного курса (окончание)

Обменные курсы в рамках скользящих коридоров

Стоимость валюты поддерживается в установленных пределах, и допускаются ее колебания не менее чем на один процент в каждую сторону от фиксированного центрального курса, либо установленное расхождение между допускаемыми максимальными и минимальными значениями обменного курса превышает два процента, а центральный курс или предельные отклонения от него периодически корректируются либо фиксированными темпами, либо в ответ на изменения в выборочных количественных показателях. Степень гибкости обменного курса зависит от ширины коридора. Коридоры бывают либо симметричными вокруг скользящего центрального паритета, либо постепенно расширяются с несимметричным выбором степени корректировки верхней и нижней границы (в последнем случае центральный курс может не объявляться). Обязательство поддерживать обменный курс в пределах коридора налагает ограничения на денежно-кредитную политику, а степень независимости политики определяется шириной коридора.

Регулируемый плавающий курс

Органы денежно-кредитного регулирования пытаются оказывать влияние на обменный курс, не устанавливая заранее траекторию его изменения или его целевое значение. Показатели, на основании которых осуществляется регулирование курса, включают состояние платежного баланса, уровень международных резервов и динамику ситуации на параллельном рынке, и при этом корректировка курса может не быть автоматической. Проводимые интервенции могут быть прямыми или косвенными.

Независимый плавающий курс

Обменный курс определяется рынками. Официальные интервенции на валютном рынке проводятся редко, по собственному усмотрению органов денежно-кредитного регулирования, и, как правило, ставят своей целью сдерживание темпов изменения обменного курса и предотвращение его чрезмерных колебаний, а не установление определенного его уровня.

Развитие валютного рынка

Работа режима гибкого обменного курса требует достаточно ликвидного и эффективного валютного рынка, который бы позволял обменному курсу реагировать на воздействие рыночных сил и ограничивал

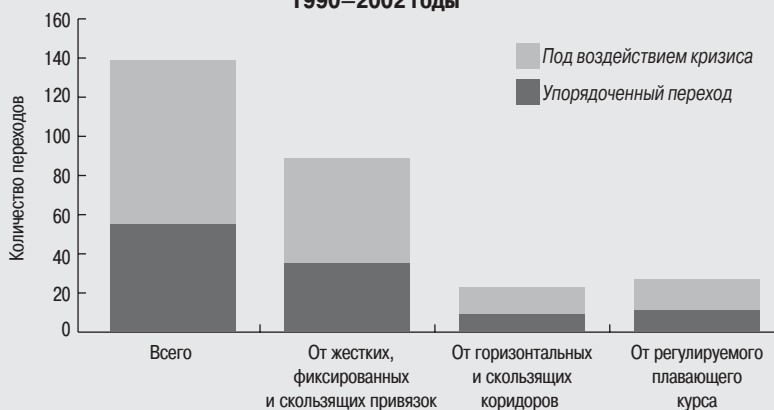
Вставка 2. Упорядоченный и неупорядоченный переход к режимам гибкого обменного курса

Переходы к гибкому режиму можно разбить на три категории: переход от всех жестких, фиксированных и скользящих привязок к коридорам и плавающему курсу; от коридоров к плавающему курсу; от регулируемого плавающего курса к свободно плавающему курсу. В совокупности было выявлено 139 случаев перехода к гибким режимам, на основании которых построены приведенные ниже графики. В число переходов на новые режимы включены только те случаи, когда режим просуществовал не менее одного года или если в течение года, когда осуществлялся такой переход, страна продолжала повышать степень гибкости своего обменного курса.

Рисунок 1. Количество переходов на новые режимы и их виды, 1990–2002 годы



Рисунок 2. Переходы на новые режимы по категориям режима, 1990–2002 годы



количество и продолжительность случаев излишней изменчивости курса и его отклонений от равновесного курса (курса, который соответствует фундаментальным характеристикам положения страны), с тем чтобы обеспечивалась возможность выявления цен.

В общем случае валютный рынок состоит из оптового межбанковского рынка, где уполномоченные дилеры (обычно это банки и другие финансовые учреждения) ведут операции между собой, а также розничного рынка, где уполномоченные дилеры проводят операции с конечными клиентами (обычно это население и фирмы). Ликвидный рынок характеризуется относительно узким спредом между ценами спроса и предложения, низкими транзакционными издержками, достаточным оборотом для ограничения воздействия отдельных операций на цены, наличием систем проведения операций, клиринга и расчетов, облегчающих оперативное исполнение приказов, и широким спектром активных участников рынка.

При этом валютные рынки многих развивающихся стран имеют низкую емкость и являются неэффективными, что частично объясняется многочисленными мерами валютного регулирования, такими как ограничения на потоки капитала между странами (эти ограничения уменьшают оборот рынка), жесткие пруденциальные лимиты на чистые открытые валютные позиции и требования сдачи поступлений в иностранной валюте центральному банку. Межбанковские валютные рынки, если они существуют, являются относительно небольшими по сравнению с розничными рынками, что ограничивает потенциал для выявления цен.

Сама по себе негибкость обменного курса может быть одним из факторов, обуславливающих неликвидность валютного рынка. Центральный банк, обеспечивающий функционирование режима фиксированного обменного курса, обычно ведет деятельность на рынке лишь по необходимости, вследствие чего участники рынка не получают возможности накопить опыт в области формирования цен или управления валютным риском, и это сдерживает активность межбанковского рынка. В предельном случае центральный банк может занимать доминирующее положение на межбанковском валютном рынке и выступать первичным посредником по иностранной валюте. В условиях фиксированного обменного курса участники рынка имеют меньше стимулов формировать собственные взгляды на тенденции в динамике обменного курса, открывать позиции или вести операции

с иностранной валютой, что ограничивает валютную активность как на наличном рынке, так и на рынке форвардных контрактов. Кроме того, при режимах с валютной привязкой создаются намеренные препятствия для деятельности форвардного рынка, с тем чтобы уменьшить возможности спекуляции. А узость форвардных рынков, в свою очередь, ограничивает возможности для хеджирования.

Ниже перечислены меры, которые могут способствовать повышению глубины и эффективности валютного рынка страны.

- Допущение некоторой гибкости обменного курса (например, в пределах некоторого коридора вокруг привязки) для стимулирования активности операций с иностранной валютой. Официальные органы могут также способствовать тому, чтобы у участников рынка возникало ощущение *двустороннего риска*, связанного с обменным курсом, — риска, что курс валюты может или повыситься, или понизиться, — что будет подталкивать участников рынка к открытию как коротких, так и длинных позиций. За период с 1995 по 2001 год оборот валютных рынков в странах, где вводились режимы более гибкого курса, вырос, а в странах, где вводились менее гибкие режимы, — снизился.
- Снижение роли центрального банка как маркет-мейкера за счет сокращения его операций с банками и проводимых им интервенций, чтобы создать условия для деятельности других маркет-мейкеров. Центральный банк не должен проводить операций с нефинансовыми клиентами.
- Увеличение информации рынка об источниках и направлениях использования иностранной валюты и о тенденциях в динамике платежного баланса, что будет служить для участников рынка основой для формирования достоверных взглядов о политике в области обменных курсов и денежно-кредитной политике, а также для эффективного установления цен на иностранную валюту. Официальные органы также должны обеспечить, чтобы информационные системы и трейдинговые платформы были в состоянии представлять котировки цен купли и продажи на межбанковском рынке в реальном времени.
- Устранение или постепенная отмена норм регулирования, подавляющих рыночную активность. Некоторые из принципиальных мер в этом направлении включают следующее: отмен обязательной сдачи валютных поступлений в центральный банк, отмена налогов и добавочных сборов с валютных операций и устранение

ограничений на межбанковские операции, объединение сегментированных валютных рынков и ослабление ограничений на операции по текущему счету и некоторых ограничений по счету операций с капиталом платежного баланса, с тем чтобы способствовать расширению источников и направлений использования иностранной валюты на рынке. Однако смягчение ограничений на операции с капиталом необходимо производить постепенно и после того, как уже в основном обеспечены предварительные макроэкономические и институциональные условия для этой меры.

- Унификация и упрощение валютного законодательства и отказ от частых и имеющих специальный характер изменений в законодательстве для повышения прозрачности рынка и снижения транзакционных издержек.
- Улучшение микроструктуры рынка за счет снижения степени его сегментации, повышения результативности работы рыночных посредников и обеспечения работы надежных и эффективных систем расчетов.

Развитие и углубление валютного рынка становится особенно непростой задачей, когда страна вынуждена отказаться от валютной привязки под давлением рынка, и у нее не было времени на подготовку упорядоченного перехода к новому режиму. В таких условиях у правительства обычно возникают противоречащие друг другу цели. С одной стороны, ему необходимо продавать иностранную валюту для предотвращения чрезмерного падения курса национальной валюты. А с другой, для поддержания доверия рынка ему нужно дать сигнал, что оно не будет проводить интервенций для защиты определенного уровня обменного курса. В таких условиях во многих странах центральный банк постепенно отходил от выполнения функции маркет-мейкера, снимались барьеры, мешавшие проведению операций на валютном рынке, и допускалась более значительная изменчивость обменного курса. Одновременно с этим допускалось повышение процентных ставок для противодействия рыночному давлению и велся мониторинг рыночных операций для определения источников и направлений потоков заказов.



Интервенции центрального банка

В рамках валютных привязок официальные покупки и продажи иностранной валюты, призванные заполнить пробел между предложением иностранной валюты и спросом на нее по заданной цене, часто основаны на правилах, то есть сроки и объемы интервенций являются predetermined. И наоборот, при гибком обменном курсе интервенции приобретают произвольный, или необязательный, характер, хотя официальные органы по-прежнему могут проводить и действительно проводят интервенции, что делается для исправления неестественных отклонений курса, нормализации ситуации на рынке, оказавшемся в беспорядочном состоянии, а также для предоставления иностранной валюты рынку и накопления резервов. Поэтому правительству, осуществляющему переход к гибкому режиму, необходимо сформулировать политику в отношении целей, сроков и объемов интервенций.

Как и все другие рынки, валютные рынки являются несовершенными. Например, «стадное поведение» (когда целая масса инвесторов начинает покупать или продавать валюту) или «операции реагирования» (операции, вызываемые динамикой цен, а не фундаментальными факторами) могут вызывать существенную несогласованность стоимости валюты страны и фундаментальных экономических условий, что имеет серьезные последствия. В частности, завышенный обменный курс подрывает конкурентоспособность экспорта страны, а заниженный обменный курс может подтолкнуть инфляцию. Более того, когда в стране не полностью сняты ограничения со счета операций с капиталом, или ее рынок капитала является неэффективным, временные потрясения могут вызывать изменчивость валютных курсов на недостаточно емких рынках. Изменчивость может быть чревата политическими издержками, поскольку обменный курс служит символической мерой успеха правительства в макроэкономическом регулировании. Сохраняющиеся же в течение продолжительного времени систематические отклонения обменного курса от равновесных значений и его беспорядочные колебания могут вносить значительный элемент ошибки в прогнозы издержек и доходов в реальном секторе, что затрудняет долгосрочное планирование и инвестиции.

В то же время, систематические отклонения обменного курса от равновесного уровня с трудом поддаются выявлению, и пока не выработано общего мнения в отношении методологии оценки равновесного обменного курса. Для этих целей чаще всего используются следующие показатели: номинальные и реальные эффективные обменные курсы, данные о производительности и иные показатели конкурентоспособности, условия торговли, платежный баланс, дифференциалы процентных ставок и обменные курсы параллельных рынков. Однако эти показатели обычно не позволяют политикам достаточно точно определить степень отклонения курса от равновесного уровня, чтобы способствовать принятию оптимального решения о надлежащих сроках и объеме интервенции.

Даже в тех случаях, когда официальные органы обнаруживают наличие систематического отклонения курса или его дестабилизирующей изменчивости, интервенция центрального банка не всегда может обеспечить устранение имеющихся проблем. Эмпирические свидетельства действенности интервенций в воздействии на обменный курс являются неоднозначными, а влияние интервенций на уровень обменного курса оказывается краткосрочным. Кроме того, эмпирические исследования показывают, что интервенции, как правило, ведут к повышению, а не снижению, изменчивости обменного курса. Поэтому краткосрочная изменчивость обменного курса может не быть основанием для проведения интервенции центральным банком, особенно если она имеет место на ликвидном или упорядоченном рынке. Изменчивость может быть проявлением процесса выявления цен и дает полезные сигналы органам экономической политики и участникам рынка.

При этом интервенции центрального банка, как правило, являются обоснованными, если требуется выравнивание ситуации на неупорядоченных рынках, то есть на рынках с неравным количеством продавцов и покупателей иностранной валюты, результатом чего является неликвидность. Если неликвидность рынка сохраняется в течение продолжительного времени, то она может негативно сказаться на реальной экономике. Изменчивость, обусловленная неупорядоченностью рынков и часто ведущая к падению ликвидности, также с трудом поддается выявлению, — необходимо следить за возникновением следующих симптомов: ускорение колебаний обмен-

ных курсов, расширение спредов между курсами покупки и продажи и резкое увеличение объема межбанковских операций относительно оборота в операциях между клиентами и банками.

Центральные банки могут также проводить интервенции на валютном рынке для предоставления рынку иностранной валюты или накопления собственных резервов. Во-первых, многие центральные банки регулярно поставляют рынку иностранную валюту ввиду выплаты доходов по иностранным резервам и своей роли как банка правительства, которое получает займы или помощь в иностранной валюте. Во-вторых, они обычно устанавливают некоторый целевой уровень резервов, что обуславливает необходимость регулярной покупки иностранной валюты для поддержания базисных коэффициентов резервного покрытия.

С переходом к режиму более гибкого обменного курса может потребоваться также пересмотр политики в отношении управления международными резервами. С одной стороны, для поддержания гибкого обменного курса может требоваться меньший объем резервов, чем необходимо для поддержания фиксированного курса. Кроме того, более совершенный надзор за открытыми валютными позициями частного сектора может снижать потребности в резервах. С другой стороны, отмена ограничений на операции с капиталом может вызывать потребность в более высоких резервах для поддержания или повышения доверия со стороны рынка и снижения изменчивости обменного курса, для снижения вероятности кризисов и повышения действенности интервенций, одновременно предоставляя правительству средства для вложения в более долгосрочные активы с более высокой прибыльностью.

В общем случае центральным банкам следует быть избирательными в вопросах проведения интервенций и экономными в своем использовании валютных резервов. Сложность выявления систематических отклонений курса и ситуаций неупорядоченности рынка говорит о том, что решения о сроках и объемах интервенций являются в высокой степени субъективными и не всегда имеет смысл делать ставку на интервенции. Более того, если интервенции проводятся достаточно редко, центральный банк может убедить рынки в своей приверженности гибкости обменного курса и повысить потенциальную действенность проводимых от случая к случаю интервенций.

В тех случаях, когда в рамках постепенного перехода на новый режим вводится валютный коридор, интервенции могут использоваться чаще, чем в рамках более гибкого режима, однако центральному банку следует минимизировать количество интервенций и в полной мере пользоваться гибкостью валютного курса, предусматриваемой шириной коридора. Центральные банки многих стран с развитой экономикой (например, Канады, Новой Зеландии и Соединенного Королевства) редко проводят интервенции на валютном рынке.

Прозрачность также способствует формированию климата доверия к новому режиму обменного курса, особенно после вынужденной смены режима. Во многих странах, в том числе в Турции и на Филиппинах, делались заявления и публиковались доклады о политике, в которых подтверждались приверженность правительства режиму гибкого обменного курса и оговаривалось, что не будет проводиться интервенций для достижения определенного целевого уровня обменного курса. Опубликованные положения о политике интервенций в Австралии и Швеции представляют собой хорошие примеры видов политики, которые желательно разрабатывать и доводить до сведения рынка, чтобы добиться повышения действенности официальных валютных операций. Раскрытие информации об интервенциях с некоторым лагом также может способствовать повышению прозрачности рынка и подотчетности центрального банка. Например, в Соединенном Королевстве действует политика раскрытия информации об интервенциях в ежемесячном пресс-релизе. Европейский центральный банк (ЕЦБ) сообщает об интервенциях в ежемесячном бюллетене, а Министерство финансов США обычно подтверждает факт интервенции в день ее проведения и представляет более подробную информацию в квартальных отчетах.

Опыт некоторых стран указывает на то, что при отсутствии значительного давления на валюту на одностороннем рынке может быть полезна система интервенций, основанных на правилах. Такая политика может способствовать накоплению страной резервов или предоставлению рынку иностранной валюты без влияния на обменный курс. При этом со временем центральные банки будут накапливать опыт и кредит доверия для того, чтобы проводить интервенции в большей степени по собственному усмотрению. Политика интервенций на базе правил, как правило, является переход-

ной мерой, и большинство стран впоследствии от нее отказываются либо определенным образом ее модифицируют (как это имело место в Бразилии и Канаде).



Введение альтернативного номинального ориентира

Отказ от валютной привязки требует от страны замены такой привязки иным номинальным ориентиром и пересмотра основ денежно-кредитной политики на базе этого нового ориентира. Хотя некоторые центральные банки поддерживают функционирование режимов с гибким обменным курсом и без официального номинального ориентира — например, в зоне евро и в Швейцарии, — в этих странах официальные органы пользуются высоким доверием, которого трудно добиться за короткое время в развивающихся странах, особенно если до перехода на новый режим страна опиралась на жесткий обменный курс, служивший таким ориентиром, либо если в стране в прошлом отмечались периоды высокой инфляции.

Наиболее важной функцией денежно-кредитной политики страны является регулирование денежной массы (или ликвидности). Эта функция становится особенно значимой, когда страна отказывается от валютной привязки под давлением рынка, поскольку обесценение валюты часто приводит к всплеску инфляции. По мере перехода страны к режиму с более гибким обменным курсом бремя регулирования ликвидности смещается с интервенций на валютном рынке в сторону других инструментов денежно-кредитной политики, таких как постоянные механизмы финансирования, операции на открытом рынке и соглашения РЕПО. Хотя такие инструменты, наряду с ликвидными денежными рынками, важны для регулирования ликвидности при любом режиме обменного курса, их значимость повышается с введением гибкого обменного курса.

Сложность замены обменного курса альтернативным номинальным ориентиром, который вызывал бы доверие, приводила к тому, что во многих странах отказ от данной функции обменного курса происходил лишь постепенно, например, путем введения скользя-

щего коридора как промежуточного режима для перехода на другой номинальный ориентир, причем иногда на продолжительное время. Обычно коридор устанавливался симметрично вокруг скользящего центрального паритета и постепенно расширялся с течением времени и по мере того, как ослаблялась напряженность между целями в области обменного курса и в области темпов инфляции в пользу последних. В Венгрии, Израиле, Польше и Чили был успешно осуществлен такой переход с использованием скользящих коридоров, которые постепенно расширялись в ответ на увеличение притока капитала. Из этого опыта можно вынести некоторые полезные уроки.

- Небольшая степень гибкости обменного курса на ранних этапах перехода может ограничивать независимость денежно-кредитной политики и возлагать бремя регулирования совокупного спроса на налогово-бюджетную политику и политику в области доходов.
- Ограничение колебаний обменного курса более узким коридором интервенций, чем публично объявленный диапазон, может создать ощущение косвенной гарантии обменного курса и привести к снижению чувствительности участников рынка к валютному риску. Колебания обменного курса валюты в обе стороны необходимы, чтобы создать у участников рынка стимул к разработке инструментов хеджирования и управлению валютным риском.
- За счет поддержания двух номинальных ориентиров — обменного курса и целевого показателя инфляции — правительство может укрепить доверие общественности к взятому обязательству в отношении целевого показателя инфляции за счет подачи четкого сигнала о том, что стабильность цен имеет приоритетное значение в случае конфликта между этими двумя ориентирами.

Во многих странах, переходящих к режимам гибкого обменного курса, предпочтение отдавалось системе целевых показателей инфляции, а не денежно-кредитным целевым показателям. В настоящее время формируется консенсус о более высокой надежности и действенности целевых показателей инфляции в качестве номинального ориентира. В то время как денежно-кредитные целевые показатели могут служить альтернативным номинальным ориентиром после отказа от привязки, слабость связи между денежными аг-

регатами и инфляцией ограничивает действенность таких целевых показателей. В странах, где был проведен упорядоченный отход от режима привязки, как правило, на долгое время вводилась система целевых показателей инфляции. Продолжительность переходного периода частично отражала необходимость создания обязательных институциональных и макроэкономических условий, в том числе следующих: предоставление центральному банку мандата на преследование четко оговоренного и публично объявленного целевого показателя инфляции в качестве главной цели денежно-кредитной политики; независимость и подотчетность центрального банка; прозрачность, способствующая подотчетности в проведении и оценке мер денежно-кредитной политики; надежная методология прогнозирования инфляции; перспективный характер операционных процедур, при котором происходит систематическое отражение прогнозов в мерах политики и обеспечивается реагирование на отклонения от целевых показателей; поддерживающие меры налогово-бюджетной политики и наличие финансового сектора с надлежащим регулированием, надзором и управлением.

До формирования этих предварительных условий многие страны использовали различные варианты подходов с целевыми денежно-кредитными показателями (устанавливая целевые показатели резервных денег, широких денежных агрегатов или банковских резервов), особенно после неупорядоченного отказа от действовавшего ранее режима. Например, в нескольких странах, пораженных азиатским кризисом, сразу после отказа от режима с валютной привязкой вводились целевые денежно-кредитные показатели, с тем чтобы создать номинальный ориентир и в кратчайшие сроки восстановить доверие к проводимой политике. В Корее, Таиланде и на Филиппинах подход на базе денежно-кредитных целевых показателей заложил фундамент для достаточно быстрого перехода к системе целевых показателей инфляции. Бразилия прошла аналогичный путь. В Индонезии же переход от денежно-кредитных целевых показателей к системе целевых показателей инфляции оказался более медленным, что объяснялось глубиной кризиса, сдерживавшего усилия страны, направленные на продвижение в этом направлении.



Регулирование и мониторинг валютного риска

Когда страна вводит плавающий курс своей валюты, валютный риск переходит от государственного сектора (центрального банка) к частному сектору, поскольку первый прекращает проявлять постоянную готовность к проведению интервенций по фиксированным курсам. В самом деле, неупорядоченный отход от действовавшего ранее режима часто происходит ввиду накопления неуправляемых дисбалансов на балансе государственного сектора. Поэтому еще одним ключевым фактором успеха в обеспечении упорядоченной отмены валютной привязки является определение масштабов и степени подверженности финансового и нефинансового секторов валютному риску. Подверженность частного сектора валютному риску может существенным образом сказываться на темпах перехода к новому режиму, на типе вводимого режима гибкого обменного курса (например, коридор или плавающий курс) и на официальной политике интервенций.

Оценка подверженности валютному риску, в свою очередь, требует детального анализа балансов, сосредоточенного на валютной структуре, сроках погашения, ликвидности и кредитном качестве активов и обязательств, выраженных в иностранной валюте. Например, кризис в Азии продемонстрировал, как нехеджированные валютные займы корпоративного сектора могут привести к массовым убыткам для банков-кредиторов и всплеску спроса на иностранную валюту. Даже если банки обеспечивают сбалансированность валютных обязательств и валютных активов, использование краткосрочных валютных средств для финансирования долгосрочных ссуд в иностранной валюте нехеджированным клиентам ведет к образованию заметного кредитного риска и риска ликвидности. Аналогичным образом, подверженность корпоративного и банковского секторов процентному риску может ограничивать возможности центрального банка по использованию процентных ставок (вместо интервенций на валютном рынке) в целях проведения денежно-кредитной политики. Корпорациям в развивающихся странах и странах с формирующейся экономикой может быть чрезвычайно сложно избавиться от процентного риска, особенно когда их активы являются беспроцентными, и проблематично добиться

долгосрочных фиксированных ставок по обязательствам, что часто и наблюдается на практике.

Управление валютным риском складывается из следующих четырех элементов.

- Информационные системы для мониторинга различных источников валютного риска, в том числе источников валютных средств и направлений использования валютных средств, а также официальные нормы отчетности. Мониторинг косвенного валютного риска следует вести путем регулярных обследований корпоративного сектора, либо устанавливая требование, чтобы заемщики предоставляли информацию о своих доходах в иностранной валюте, иностранной задолженности и операциях хеджирования.
- Формулы и аналитические методы измерения валютного риска. Показатели риска включают бухгалтерские показатели совокупной валютной позиции и ориентированные в большей степени на перспективу такие методы управления риском, как модели «стоимости, подверженной риску» и стресс-тестирование.
- Внутренняя политика и процедуры в отношении риска, включающие, в частности, лимиты на концентрацию валютных ссуд, выделение конкретных резервных фондов на покрытие дополнительного кредитного риска, связанного с кредитованием в иностранной валюте, требование наличия внешних поступлений или залогового обеспечения для заемщиков в иностранной валюте и анализ потенциального воздействия изменений обменного курса на заемщиков, получающих ссуды в иностранной валюте. Принципиальное значение имеет также создание прочных механизмов внутреннего контроля — в том числе письменно зафиксированной политики в отношении валютных операций, лимитов на открытые позиции, процедур управления риском и системы мониторинга соблюдения установленных правил, в которой обеспечивается полное разделение операционного отдела и отдела обработки документации. Кроме того, важную роль играют надлежащие стандарты корпоративного управления, в том числе регулярный мониторинг, а также обзор, пересмотр и утверждение советом директоров политики и процедур в отношении риска, с тем чтобы поддер-

живать надлежащий контроль и учет в рамках учреждения. Банкам следует призывать своих клиентов к хеджированию валютного риска.

- Пруденциальное регулирование и надзор в отношении валютного риска. Пруденциальные меры могут включать лимиты на чистые открытые позиции (в процентах от капитала), на валютные кредиты (в процентах от обязательств в иностранной валюте) и на займы и выпуск облигаций за границей (в процентах от капитала); лимиты на спектр валютных операций, которые банки имеют право проводить, устанавливаемые с помощью норм лицензирования; нормативы капитала для защиты от валютного риска, а также выпуск нормативных положений или руководящих принципов в отношении организации внутренних систем контроля в банках. Особой бдительности требуют валютные займы тех отраслей, которые не получают доходов в иностранной валюте или доходы которых подвержены изменчивости.

Создание условий для развития инструментов хеджирования риска за счет отмены ограничений на функционирование форвардного рынка может дать двойные результаты. Помимо совершенствования управления риском, это может способствовать развитию валютного рынка. Однако производные инструменты с легкостью могут быть использованы ненадлежащим образом — например, в Таиланде в 1997 году инвесторы использовали их, чтобы делать ставки на неустойчивые обменные курсы с использованием чрезвычайно большой доли заемных средств. Корпорациям и финансовым учреждениям, а также органам надзора за ними требуется накопить значительную квалификацию, чтобы обеспечивать надлежащее использование таких инструментов. Кроме того, требуется пристальный мониторинг их использования, требуется стандартизировать операции банков с производными продуктами, установить бухгалтерские стандарты для их справедливой оценки и надежную правовую систему для правового обеспечения исполнения контрактов, а центральный банк должен способствовать повышению прозрачности рынка и установлению высоких стандартов отчетности.



Темпы и последовательность мер

При выборе между быстрым отказом от валютной привязки и более постепенным переходом к режиму плавающего обменного курса от страны требуется принятие определенных компромиссных решений. Быстрый подход предполагает меньшее количество промежуточных шагов (либо полное их отсутствие) между режимами фиксированного и плавающего курса, чем постепенный подход.

В стране с прочной макроэкономической ситуацией и благоразумной денежно-кредитной политикой быстрый подход может давать вызывающий большее доверие сигнал о приверженности гибкому обменному курсу, чем постепенный подход, одновременно позволяя стране ограничить интервенции на валютном рынке и тем самым сэкономить свои валютные резервы. Странам, стремящимся к большей независимости в своей денежно-кредитной политике, также может быть более выгодно быстро проводить соответствующие меры, как и странам с открытым счетом операций с капиталом, поскольку им может быть сложнее использовать постепенную стратегию при наличии крупных и изменчивых потоков капитала. При этом постепенный подход предпочтителен в том случае, если в стране нет надлежащей институциональной базы, в том числе емкого валютного рынка и потенциала для мониторинга и регулирования валютного риска, поскольку чрезмерно быстрый переход к плавающему курсу связан с высоким риском чрезмерной изменчивости обменного курса.

Отсутствие всесторонне развитой системы целевых показателей инфляции в качестве альтернативного номинального ориентира не обязательно препятствует использованию стратегии быстрого перехода к более гибкому режиму, если страна придерживается твердого обязательства поддерживать стабильность цен. Основы системы целевых показателей инфляции — такие как бюджетная дисциплина, операционная независимость органов денежно-кредитного регулирования в преследовании цели низкой инфляции, вызывающие доверие шаги по сдерживанию инфляционного давления, а также прозрачность и подотчетность — имеют фундаментальное значение для любого режима денежно-кредитной политики, независимо от того, вводятся ли официально целевые показатели инфляции. ЮАР пере-

шла от фиксированной привязки к плавающему курсу в начале 1980-х годов, а целевые показатели инфляции были официально введены только в 2000 году. В других странах, вынужденно перешедших на плавающий курс в один этап, — например, в Мексике и Турции — использовалась система целевых денежно-кредитных показателей в качестве промежуточной стратегии до введения целевых показателей инфляции.

Постепенный подход позволяет стране продвигаться в направлении свободно плавающего курса размеренно, например, переходя от фиксированной привязки к одной валюте к фиксированной или скользящей привязке к корзине валют, а затем к коридору обменного курса, в дальнейшем поэтапно его расширяя. Например, в июле 2005 года Китай провел ревальвацию курса юаня и сменил его привязку к доллару на привязку к корзине валют. Привязка к корзине валют обладает тем преимуществом, что она снижает степень воздействия внешних потрясений на внутреннюю экономику и уменьшает подверженность обменного курса влиянию потенциально беспорядочных колебаний одной валюты. Корзина может представлять собой взвешенное среднее валют основных торговых партнеров страны. Переход на режим скользящей привязки к корзине валют может способствовать поддержанию внешней конкурентоспособности страны, если ее темпы инфляции отличаются от темпов инфляции в странах, являющихся ее торговыми партнерами. Переход к горизонтальному или скользящему валютному коридору может обеспечивать более значительную гибкость обменного курса и более высокую степень независимости денежно-кредитной политики. Хотя поддержание таких вариантов режимов с привязкой связано с меньшими сложностями, чем в случае широких валютных коридоров или плавающего курса, они налагают ограничения на денежно-кредитную политику, и их может быть трудно поддерживать в странах, где сняты ограничения на внешние операции с капиталом. И в том, и в другом случае, независимо от того, осуществляется быстрый или постепенный переход к новому режиму, на каждом шаге должно обеспечиваться наличие двустороннего риска в динамике обменных курсов.

Заблаговременная подготовка к введению плавающего курса может повысить шансы на успех стратегии перехода на новый режим.

Стране следует начинать работу по закладке фундамента для перехода на более гибкий режим еще в условиях валютной привязки, обеспечивая независимость центрального банка, улучшая возможности прогнозирования инфляции и повышая прозрачность денежно-кредитной политики, разрабатывая информационные системы по валютному риску и расширяя объем информации о динамике платежного баланса. Когда уже заложен такой фундамент, страна может перейти ко второму этапу, вводя некоторую гибкость обменного курса для стимулирования активности на валютном рынке, одновременно разрабатывая другие инструменты, которые будут ей необходимы для обеспечения работы нового режима. Вопросы политики интервенций могут быть решены на более позднем этапе перехода к новому режиму.

Хотя в случае вынужденного отказа от привязки вопрос о темпах перехода не является предметом выбора, от директивных органов, тем не менее, требуется принятие решений о последовательности проводимых мер. В этом отношении наибольший приоритет должен отдаваться стабилизации обменного курса, и обычно это достигается за счет устранения дефицита долларов на рынке и поддержания контроля за денежно-кредитной сферой. Следует также прилагать усилия для того, чтобы сигнализировать рынку о консервативной направленности денежно-кредитной политики, хотя непосредственная разработка альтернативного номинального ориентира, как правило, потребует более продолжительного времени.

Введение гибкого обменного курса до проведения либерализации счета операций с капиталом позволяет стране амортизировать потрясения со стороны счета операций с капиталом с меньшим ущербом для реального сектора, чем в условиях фиксированного обменного курса. С другой стороны, проведение либерализации счета операций с капиталом до введения гибкого курса может способствовать компенсации временных потрясений счета текущих операций, расширить спектр инструментов, имеющихся для управления риском, а также повысить емкость валютного рынка. Соответственно, если плавающий курс вводится до либерализации счета операций с капиталом, может потребоваться проведение интервенций центрального банка для компенсации временных потрясений счета текущих операций и ограничения чрезмерной изменчивости реального обменного курса валюты.

Опыт стран с формирующейся экономикой за последнее десятилетие подчеркивает опасности, связанные с открытием счета операций с капиталом до введения гибкого обменного курса. Многие страны были вынуждены отказаться от валютной привязки вследствие неожиданной смены направленности потоков капитала в условиях открытого счета операций с капиталом (например, Мексика в конце 1994 года, Таиланд в июле 1997 года и Бразилия в начале 1999 года). В других странах наблюдался массовый приток капитала и повышательное давление на обменный курс в рамках режима валютной привязки, что заставляло повышать гибкость обменного курса для предотвращения перегрева экономики (например, в Чили и Польше в течение 1990-х годов). Таким образом, даже в благоприятных экономических условиях открытие счета операций с капиталом до введения гибкого обменного курса может угрожать дестабилизацией состояния внутренней ликвидности, создавать макроэкономические дисбалансы и способствовать спекулятивным атакам. В Уганде либерализация счета операций с капиталом была проведена только после завершения перехода к плавающему курсу; в Новой Зеландии был успешно осуществлен переход к плавающему курсу одновременно с либерализацией счета операций с капиталом; а в Чили либерализация счета операций с капиталом шла параллельно переходу к гибкому обменному курсу, но очень постепенно.



Плавающий обменный курс — вводить или не вводить?

Нет никаких сомнений, что лучше планировать переход к более гибкому режиму в условиях спокойной экономической ситуации. Однако даже запланированные отказы от привязки необязательно оказываются долговечными. Многие страны после введения гибкого обменного курса снова возвращались к действовавшим ранее режимам. Обратное движение от плавающего курса к фиксированному может подталкиваться макроэкономическими условиями, недостаточным развитием институциональной среды, либо обоими этими факторами одновременно. В России (1994–1995 годы) и Венесуэле

(2002–2003 годы) значимую роль в таком попятном движении сыграло доминирование бюджетной сферы, в то время как в Египте возврат к старому режиму произошел в условиях опасений относительно чрезмерной девальвации валюты (2003 год). Другими препятствиями для введения плавающего курса во многих развивающихся странах является ограниченное число участников валютного рынка, многочисленные валютные ограничения, слабая технологическая инфраструктура и неразвитость денежных рынков.

Как фиксированные, так и плавающие курсы имеют свои собственные — и различные — преимущества. Ни один из режимов обменного курса не является идеальным для всех стран во всех обстоятельствах. Каждой стране необходимо взвешивать издержки и выгоды от введения плавающего курса в свете своей экономической и институциональной подготовленности к такому режиму.

Выпуски серии «Вопросы экономики»

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer*. Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits*. 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work*. C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets*. Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows*. Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits*. Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications*. Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth*. Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring*. Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.

20. «Создание рабочих мест: причины успеха некоторых стран». Пьетро Гарибальди и Паоло Мауро, 2000 год.
21. «Совершенствование управления и борьба с коррупцией в странах Балтии и СНГ: роль МВФ». Томас Вульф и Эмине Гюрген, 2000 год.
22. «Задача прогнозирования экономических кризисов». Эндрю Берг и Кэтрин Паттилло, 2000 год.
23. «Содействие экономическому росту в странах Африки к югу от Сахары: изучение действенных методов». Анупам Басу, Эвенджелос А. Каламитсис и Данешвар Гура, 2000 год.
24. «Полная долларизация: преимущества и недостатки». Эндрю Берг и Эдуардо Боренштейн, 2000 год.
25. «Борьба с загрязнением окружающей среды: использование налогов и реализуемых квот». Джон Норрегаард и Валери Реппелен-Хилл, 2000 год.
26. «Бедность сельского населения в развивающихся странах: выводы для государственной политики». Махмуд Хасан Хан, 2001 год.
27. «Налоговая политика для развивающихся стран». Вито Танзи и Хауэлл Зи, 2001 год.
28. «Моральный риск. Способствует ли финансирование МВФ неосмотрительности заемщиков и кредиторов?» Тимоти Лейн и Стивен Филипс, 2002 год.
29. «Пенсионная головоломка. Предварительные условия и возможные варианты политики при разработке систем пенсионного обеспечения». Николас Барр, 2002 год.
30. «Скрываясь в тени. Рост подпольной экономики». Фридрих Шнайдер при участии Доминика Энста, 2002 год.
31. «Реструктуризация корпоративного сектора. Роль государства во времена кризиса». Марк Р. Стоун, 2002 год.
32. «Должны ли органы регулирования финансового сектора быть независимыми?» Марк Квинтин и Майкл У. Тейлор, 2004 год.
33. «Образование детей в бедных странах». Ари Л. Хиллман, Эва Дженкнер, 2004 год.
34. «Могут ли меры по облегчению бремени задолженности стимулировать экономический рост в бедных странах?» Бенедикт Клементс, Гина Бхатгачариа, Тоан Кок Нгуен, 2005 год.

35. *«Финансовая реформа. Отчего ее лихорадит? Что ее формирует?»* Абдул Абиад и Ашока Модии, 2005 год.
36. *«Сохранение финансовой стабильности»*. Гарри Дж. Шинази, 2005 год.
37. *«Интегрирование бедных стран в мировую торговую систему»*, 2006 год.
38. *«Переход к гибкому обменному курсу. Как, когда и насколько быстро?»* Рупа Дуттагупта, Жилда Фернандес и Чем Каракадаг. 2006 год.
39. *«Механизмы подотчетности органов регулирования финансового сектора»*. Ева Хюпкес, Марк Квинтин и Майкл У. Тейлор, 2006 год.

Рупа Дуттагупта — экономист Департамента стран Западного полушария МВФ. Она занимала должность экономиста в Департаменте денежно-кредитных и финансовых систем МВФ во время написания в соавторстве рабочего документа, на основании которого подготовлен данный выпуск серии «Вопросы экономики».



Жилда Фернандес — экономист Департамента денежно-кредитных и финансовых систем МВФ.



Чем Каракадаг — директор подразделения, занимающегося экономикой стран с развивающимся рынком, в Credit Suisse First Boston. Он занимал должность экономиста в Департаменте денежно-кредитных и финансовых систем МВФ во время написания в соавторстве рабочего документа, на основании которого подготовлен данный выпуск серии «Вопросы экономики».

