



РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ЭКОНОМИКА

НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ 16 / 5

А. В. Божечкова, П. В. Трунин

**АНАЛИЗ ФАКТОРОВ ДИНАМИКИ
РЕАЛЬНОГО ВАЛЮТНОГО КУРСА РУБЛЯ**

МОСКВА • 2016

Александра Божечкова

**Анализ факторов динамики
реального валютного курса рубля**

«РАНХиГС»

2016

Божечкова А. В.

Анализ факторов динамики реального валютного курса рубля /
А. В. Божечкова — «РАНХиГС», 2016 — (Научные доклады:
экономика)

В работе проводится комплексный анализ факторов динамики реального обменного курса рубля. Во-первых, изучены основные теоретические и эмпирические модели реального обменного курса, выявлены ключевые факторы его краткосрочной и долгосрочной динамики. Во-вторых, проанализированы основные макроэкономические тенденции, оказывавшие воздействие на формирование реального обменного курса рубля в до- и посткризисный периоды. В-третьих, на основе модели векторной авторегрессии проведена оценка долгосрочных эластичностей реального эффективного курса рубля по таким фундаментальным факторам, как дифференциал производительности труда, реальная цена на нефть, чистый отток частного капитала, доля государственных расходов в ВВП, за период I квартала 1999 г. – II квартала 2014 г. Проведенный анализ показал, что более 60 % дисперсии реального эффективного курса рубля объясняется изменениями реальной цены на нефть и дифференциала производительности труда в Российской Федерации и за рубежом.

УДК 33.06

ББК 65.26

© Божечкова А. В., 2016

© РАНХиГС, 2016

Содержание

Введение	6
1. Теоретические аспекты формирования реального обменного курса	7
1.1. Концепция паритета покупательной способности	8
1.2. Причины невыполнения ППС и фундаментальные факторы реального обменного курса	10
1.3. Декомпозиция реального обменного курса	12
1.4. Теоретические модели реального обменного курса	16
Конец ознакомительного фрагмента.	20

**Александра Викторовна Божечкова,
Павел Вячеславович Трунин
Анализ факторов динамики
реального валютного курса рубля**



РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ
СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ



Введение

Реальный обменный курс является одним из ключевых макроэкономических показателей, характеризующих конкурентоспособность национальных товаров на мировых рынках. Динамика реального курса может оказывать существенное воздействие на темпы роста промышленного производства различных отраслей. Процессы глобализации мировых финансовых рынков, рост объемов международной торговли приводят к усилению значения данного показателя для экономической ситуации в различных странах мира. В связи с этим исследование факторов, формирующих долгосрочную динамику реального курса, а также его краткосрочные колебания, является весьма актуальным.

Отдельный интерес представляет анализ степени отклонения реального валютного курса от долгосрочного уровня при выборе мер экономической политики, включая проведение интервенций на валютном рынке, изменение ключевой ставки процента, государственных инвестиций, а также введение или отмену ограничений на потоки капитала. Если фактические значения реального обменного курса национальной валюты совпадают с соответствующей долгосрочной траекторией, меры экономической политики, направленные на сглаживание циклических колебаний экономики, могут увести реальный курс от равновесия и вызвать негативные последствия. Поэтому в случае совпадения фактического реального курса с долгосрочным эффективными для его корректировки могут оказаться меры экономической политики структурного характера. Отметим, что к мерам структурного характера относится увеличение государственных инвестиций в секторах торгуемых и неторгуемых товаров, экономическая политика, направленная на изменение структуры промышленного производства. Подобные меры могут быть задействованы в случае необходимости коррекции долгосрочного тренда реального обменного курса, ухудшающего конкурентоспособность национальных товаров или, напротив, снижающего покупательную способность национальной валюты. В ситуации временного отклонения реального курса от долгосрочного уровня предпочтительными оказываются краткосрочные меры денежно-кредитной и бюджетной политики, поскольку они позволяют ускорить возвращение реального обменного курса к долгосрочной траектории, не оказывая воздействия на тенденции, формируемые фундаментальными факторами.

Целью данной работы является анализ теоретических аспектов формирования реального обменного курса и моделирование влияния ключевых факторов на его динамику.

В первом разделе исследования представлены основные теоретические концепции реального обменного курса и описаны механизмы влияния фундаментальных и краткосрочных факторов на его динамику. Во втором разделе приведены эмпирические подходы к анализу формирования реального валютного курса. В третьем разделе описаны результаты эконометрических расчетов моделей долгосрочной и краткосрочной динамики реального эффективного курса рубля, проведен анализ реакции реального курса рубля на шоки различных макроэкономических переменных, осуществлена декомпозиция долгосрочной динамики реального эффективного курса рубля по фундаментальным факторам, а также представлены ключевые рекомендации по проведению экономической политики, следующие из данной работы.

1. Теоретические аспекты формирования реального обменного курса

Реальный обменный курс представляет собой номинальный курс, скорректированный на изменение уровня цен в национальной экономике и в стране – торговом партнере. Реальный обменный курс между валютами двух стран учитывает соотношение цен потребительских корзин, включающих широкий спектр товаров и услуг. Данный показатель является одним из важнейших индикаторов конкурентоспособности стран на мировом рынке, отражая покупательную способность национальной валюты относительно зарубежной.

Результаты большого числа теоретических и эмпирических работ показывают, что в долгосрочной перспективе динамика реального курса описывается некоторым трендом, сформированным под воздействием фундаментальных факторов. Во многих исследованиях динамика реального курса, обусловленная подобными факторами, называется равновесной. В краткосрочной перспективе имеет место отклонение реального курса от равновесного уровня, связанное с внешнеэкономическими шоками, мерами экономической политики и т. д.

Отметим, что использование термина «равновесный реальный обменный курс» является правомерным в рамках теоретических моделей. Однако эмпирический расчет данной величины для многих стран не всегда представляется возможным в связи с относительно короткой выборкой и техническими сложностями вычисления равновесных значений фундаментальных переменных. Поэтому мы будем использовать термины «равновесный реальный курс» при рассмотрении теоретических моделей и «долгосрочный реальный курс» при проведении эконометрического анализа факторов динамики реального эффективного курса рубля.

1.1. Концепция паритета покупательной способности

Основной концепцией долгосрочного равновесного реального курса является теория паритета покупательной способности. Концепция ППС, впервые предложенная Касселем (Cassel, 1922), состоит в том, что номинальный обменный курс через арбитражные торговые операции выравнивает цены корзин торгуемых товаров, произведенных в двух странах. В дальнейшем концепция стала использоваться для всей совокупности торгуемых и неторгуемых товаров, рассматриваемых при расчете общего уровня цен (Froot, Rogoff, 1995). В соответствии с гипотезой ППС динамика номинального обменного курса в долгосрочном периоде определяется отношением уровней цен в национальной и зарубежной экономиках, в этом случае реальный валютный курс по определению стремится к некоторой постоянной величине. При этом в краткосрочной перспективе для номинального курса характерна высокая волатильность, связанная с его чувствительностью к изменениям ряда макроэкономических показателей и информационным шокам с учетом конъюнктуры валютного рынка. В условиях жесткости цен в краткосрочном периоде реальный обменный курс повторяет динамику номинального курса.

Абсолютный ППС подразумевает равенство отечественного и зарубежного уровней цен, выраженных в единицах одной валюты:

где p_t , p_t^* — натуральные логарифмы отечественного и зарубежного уровней цен, s_t — логарифм обменного курса или цены иностранной валюты, выраженной в единицах отечественной.

При выполнении абсолютного ППС реальный обменный курс (q) определяется следующим образом:

$$q_t = s_t + p_t - p_t^* \quad (1.2)$$

Выполнение закона единой цены или равенства цен отдельных товаров, составляющих корзину, выраженных в одной валюте, подразумевает соблюдение абсолютного ППС. Однако обратное не всегда верно, так как корзины товаров и услуг могут существенно различаться между странами.

Во многих эмпирических работах (Apte P, КапеМ., 1994; Choudhry T., 1999; Holmes, 2001, Taylor A., Taylor M., 2004), исследующих концепцию паритета покупательной способности, рассматривается относительный ППС, позволяющий в некоторой степени нейтрализовать влияние различий в наборах корзин между странами:

$$\Delta p_t = \Delta p_t^* + \Delta s_t \quad (1.3)$$

В соответствии с данной концепцией изменения в уровнях цен товаров и услуг в национальной и зарубежной экономиках компенсируются изменениями в номинальном обменном курсе.

Эмпирически выявлено, что одновременное выполнение относительного и абсолютного ППС характерно для стран со схожими темпами инфляции. Для стран, отличающихся по уровню инфляции, более вероятно выполнение только относительного ППС, что связано со сложностями приспособления обменных курсов, необходимого для выполнения условия абсолютного паритета (Froot, Rogoff, 1995; Holmes, 2001; Alba, 2005).

ППС, как правило, выполняется в долгосрочном периоде (60–70 лет), так как, по мнению большинства авторов (Edison, 1987; Galliot, 1970; Holmes, 2001), изменения в уровнях цен определяются монетарными факторами, влияние которых на реальные переменные ока-

зывается нейтральным в долгосрочном периоде. Однако сходимость реального обменного курса к своему равновесному значению, обусловленному концепцией ППС, на выборках 10–20 лет чаще всего не обнаруживается.

Отметим, что современные подходы к проверке выполнения ППС или сходимости реального курса к равновесному значению включают в себя тесты на коинтеграцию рядов индексов потребительских цен двух стран и номинального обменного курса (Fisher, 1991; Johansen, 1992; Pedrony, College, 2004), построение нелинейных эконометрических моделей отклонения от ППС (Barkoulas, 2001; Kilian L., Taylor M., 2001; Kapetanios, Shin, 2003), а также анализ стационарности ряда реального обменного курса (Rogoff, 1996).

Дальнейшая модификации теории долгосрочного реального курса связана с анализом влияния фундаментальных факторов на его динамику, являющихся причиной невыполнения концепции паритета покупательной способности.

1.2. Причины невыполнения ППС и фундаментальные факторы реального обменного курса

Эмпирически выявленные отклонения от ППС в средне-и долгосрочном периодах могут быть обусловлены влиянием ряда фундаментальных факторов как со стороны совокупного предложения (изменение производительности труда), так и со стороны совокупного спроса (шоки государственных расходов, изменения условий торговли и др.). При этом в теоретических моделях отдельно исследуются детерминанты отклонений от ППС для торгуемых и неторгуемых товаров.

Одна из наиболее известных моделей, объясняющих долгосрочные отклонения от ППС со стороны совокупного предложения и выявляющая фундаментальную детерминанту динамики реального курса, была разработана Балассой (Balassa, 1964) и Самуэльсоном (Samuelson, 1964). Обратив внимание на то, что уровень цен в «богатых» странах выше, чем в «бедных», а также что индексы потребительских цен в быстро растущих экономиках больше, чем ИПЦ медленно растущих экономик, Баласса и Самуэльсон дали следующее объяснение этой закономерности. Технологический прогресс исторически происходит быстрее в секторе торгуемых товаров, чем в секторе неторгуемых товаров. При этом большая производительность в секторе торгуемых товаров характерна для развитых экономик. Рост производительности в секторе торгуемых товаров влечет за собой увеличение номинальных заработных плат в целом во всей экономике (в том числе в неторгуемом секторе) из-за эффекта выравнивания, обусловленного мобильностью труда внутри страны. В результате происходит рост цен и в секторе неторгуемых товаров, т. е. укрепление реального курса. Таким образом, дифференциал производительности труда развитых и развивающихся стран оказывает влияние на их конкурентоспособность на мировом рынке.

Факторы со стороны спроса являются существенными для объяснения невыполнения ППС и динамики реального обменного курса, когда труд и капитал не могут быть перемещены из одного сектора в другой в краткосрочном периоде. Фрут и Рогофф (Froot, Rogoff, 1991) показали, что рост государственных расходов приводит к росту цен на неторгуемые товары, если закупки осуществляются преимущественно в этом секторе. Подобные изменения государственных расходов могут приводить к укреплению национальной валюты в реальном выражении в среднесрочном периоде и послужить причиной отклонений от ППС. Государственное субсидирование цен на неторгуемые товары, например услуги жилищно-коммунального сектора, приводит к ослаблению или более медленному росту национальной валюты в реальном выражении.

Грегорио (De Gregori, 1994) пришел к выводу о значимом влиянии уровня доходов и условий торговли как факторов со стороны спроса на относительную цену неторгуемых товаров. Аналогичным образом положительные шоки совокупного спроса, связанные с ростом доходов или улучшением условий торговли, могут приводить к росту цен неторгуемых товаров в связи с ограниченной мобильностью факторов производства между секторами в краткосрочном периоде и увеличению реального обменного курса в долгосрочной перспективе.

Существует ряд работ, исследующих отклонения от закона одной цены для торгуемых товаров. Однако следует иметь в виду, что на практике многие товары, признаваемые торгуемыми, фактически не всегда являются таковыми (например, промышленные товары ряда развитых стран, сельскохозяйственная продукция африканских стран и т. д.). На основе эмпирических расчетов Исард (Isard, 1977), Джованнини (Gio-vannini, 1988) и Энджел (Engel, 1993) обнаружили, что динамика номинального обменного курса практически полностью объясняет колебания реального обменного курса в секторе торгуемых това-

ров в краткосрочном периоде. К одному из возможных объяснений авторы отнесли наличие жесткости цен, в частности, в связи с существованием издержек меню.

Другим объяснением отклонений от закона одной цены и нестационарноеTM динамики реального обменного курса в секторе торгуемых товаров является теория ценообразования на рынке несовершенной конкуренции, предложенная Кругманом (Krugman, 1987) и Дорнбушем (Dornbusch, 1987). При олигополистической рыночной структуре производители имеют возможность варьировать цены на дифференцированные товары в различных странах в связи с разной эластичностью спроса и возможностью отдельного лицензирования товаров внутри страны и за границей.

К фундаментальным факторам реального валютного курса, объясняющим нестационарность его динамики в долгосрочной перспективе, помимо перечисленных выше, в различных исследованиях относят потоки капитала между странами, тарифы и торговые ограничения, структуру государственных расходов, дифференциал ставок процента в национальной и зарубежной экономиках, степень открытости экономики.

Таким образом, в современных моделях долгосрочной динамики реального валютного курса учитываются фундаментальные факторы, позволяющие объяснить несоответствие поведения данной переменной концепции ППС. Рассмотрим основные модели формирования долгосрочного реального обменного курса более подробно.

1.3. Декомпозиция реального обменного курса

При построении теоретических моделей долгосрочной динамики реального обменного курса многие авторы преобразуют данную переменную в виде линейной комбинации относительных цен торгуемых и неторгуемых товаров. Используя формулу реального обменного курса (1.2), представим реальный курс для сектора торгуемых товаров (T) в виде:

$$q_t^T = s_t^T + p_t^{T*} - p_t^T \quad (1.4)$$

Уровень цен в национальной и зарубежной экономиках может быть описан линейной комбинацией уровней цен торгуемых и неторгуемых (NT) товаров:

$$p_t = (1 - \alpha_t) p_t^T + \alpha_t p_t^{NT}, \quad (1.5)$$

$$p_t^* = (1 - \alpha_t^*) p_t^{T*} + \alpha_t^* p_t^{NT*}, \quad (1.6)$$

где α , α^* – доли неторгуемых товаров (NT) в потребительской корзине в национальной и зарубежной экономиках соответственно.

На основе приведенных выражений можно вывести долгосрочное равновесное значение реального валютного курса q :

$$\bar{q}_t = q_t^T + \alpha_t^* (p_t^{NT*} - \alpha_t (p_t^{NT} - p_t^T)). \quad (1.7)$$

Отметим, что уравнение (1.7) содержит три потенциально важных источника долгосрочной динамики реального обменного курса. Во-первых, реальный обменный курс в секторе торгуемых товаров оказывается значимой детерминантой сводного индекса реального курса, приводящей к его систематическим колебаниям, в том случае если торгуемые товары являются несовершенными субститутами. В ситуации совершенной замещаемости национальных и зарубежных товаров имеет место выполнение ППС для сектора торгуемых товаров.

Во-вторых, изменение соотношения относительных цен торгуемых и неторгуемых товаров в национальной и зарубежной экономиках, вызванное действием эффекта Балассы-Самуэльсона, а также прочих факторов, перечисленных выше, представляется важным источником колебаний реального валютного курса.

Третьей компонентой, объясняющей изменение сводного индекса реального валютного курса, является различная периодичность изменения весов (α , α^*) для конструирования общего уровня цен в национальной и зарубежной экономиках. Однако в рамках теоретических работ данной компоненте не уделяется существенного внимания.

Рассмотрим перечисленные источники динамики реального обменного курса более детально.

В связи с невыполнением на практике условия паритета покупательной способности в секторе торгуемых товаров в 1990-х гг. стали появляться теоретические работы, объясняющие данный эмпирический результат. В качестве одной из возможных причин выделяется несовершенная замещаемость торгуемых товаров разных стран, приводящая к их ценовым

различиям (Hailwood, McDonald, 1994). В работе МакДональда (McDonald, 1998) систематические колебания переменной q объясняются проводимой государством фискальной политикой, склонностью населения к сбережениям, а также ценами на сырьевые товары.

Как известно, относительная цена торгуемых товаров (q^T_t) тесно коррелирована с состоянием счета текущих операций. Счет текущих операций в свою очередь связан с факторами, формирующими национальные сбережения и инвестиции. Баланс государственного бюджета, являясь одной из составных компонент национальных сбережений, оказывает воздействие на состояние счета текущих операций и, следовательно, на реальный курс сектора торгуемых товаров (q^T_t). Особый интерес к изучению связи между дефицитом государственного бюджета и реальным валютным курсом появился в 1980-е гг. для анализа проводимой рядом стран, включая США, политики фискальной консолидации, а также проблемы двойного дефицита (Clark, Laxton, 1995). По мнению авторов, рост дефицита государственного бюджета может приводить к снижению общей суммы национальных сбережений, увеличению реальной ставки процента в национальной экономике, укреплению реального обменного курса и ухудшению состояния счета текущих операций.

В работе МакДональда (McDonald, 1998) отмечается, что возможно как положительное, так и отрицательное влияние фискальной политики на реальный обменный курс в терминах торгуемых товаров в зависимости от предпосылок, используемых в теоретической модели. В рамках традиционной модели Манделла-Флеминга ужесточение фискальной политики может приводить к увеличению национальных сбережений, снижению внутренней реальной ставки процента, обесценению национальной валюты в реальном выражении и появлению профицита счета текущих операций.

В модели Френкеля и Мусса (Frenkel, Mussa, 1988) долгосрочный период определяется как траектория, на которой счет текущих операций является сбалансированным или нулевым; это означает, что любой процентный доход, получаемый по чистым иностранным активам, компенсируется соответствующим торговым дисбалансом. В данных условиях перманентное ужесточение фискальной политики приведет к увеличению национальных сбережений и размера чистых иностранных активов. При переходе к долгосрочному равновесию наблюдается рост сальдо первичных доходов, вызванный притоком процентных выплат из-за рубежа, и, как следствие, укрепление реального курса национальной валюты.

Другим ключевым фактором реального обменного курса сектора торгуемых товаров, выделяемым в работе МакДональда (McDonald, 1998), являются чистые сбережения частного сектора. Увеличение данного показателя повышает чистую позицию по иностранным активам и обеспечивает поступление процентных платежей из-за рубежа, оказывая повышательное давление на реальный обменный курс. В то же время рост частных сбережений может приводить к снижению внутренней реальной ставки процента и обесценению национальной валюты в реальном выражении. В работе Майсона (Masson, 1993) отмечается, что демографические переменные, отражающие возрастную структуру населения, оказывают значимое влияние на межстрановые различия в норме сбережений, что воздействует на чистую позицию по иностранным активам и динамику реального валютного курса. Однако автор отмечает, что данный фактор не представляется значимым в странах с относительно неизменной нормой сбережений (Япония, США).

Изменение реальной цены на нефть может оказывать влияние на относительную цену торгуемых товаров через эффект условий торговли. Увеличение цен на нефть приводит к укреплению валют стран – экспортеров нефти и обесценению валют стран – импортеров сырья (McDonald, 1998). В связи с этим перманентные шоки цен на углеводороды может вызывать перманентное изменение реальных обменных курсов стран – торговых партнеров.

Таким образом, зависимость реального валютного курса в терминах торгуемых товаров от перечисленных выше факторов имеет следующий вид:

$$q_t^T = f(FISC, PS, ROIL), \quad (1.8)$$

где $FISC$ — переменная, характеризующая фискальную политику, PS — сбережения частного сектора, $ROIL$ — цена на нефть. Отметим, что неопределенный знак, стоящий при цене на нефть, обусловлен ее разнонаправленным влиянием на реальный обменный курс стран-экспортеров и стран-импортеров энергоносителей.

Вторая группа факторов связана с соотношением относительных цен торгуемых и неторгуемых товаров между странами $((p_t^{T*} - p_t^{NT*}) - (p_t^T - p_t^{NT}))$. Одним из наиболее известных источников систематических изменений данного показателя является эффект Балассы-Самуэльсона. Помимо этого цена неторгуемых товаров может изменяться под воздействием сдвигов со стороны совокупного спроса и приводить к отклонению реального курса от равновесия, определяемого ППС в секторе торгуемых товаров.

В работе Генберга (Genberg, 1978) продемонстрировано, что в условиях роста производительности труда в секторе торгуемых товаров и увеличения совокупных доходов населения цены в секторе неторгуемых товаров могут расти ускоренными темпами, если эластичность спроса на неторгуемые товары по доходу превышает единицу. Существование данного эффекта объясняется непропорционально большими расходами домашних хозяйств на неторгуемые товары по мере роста их благосостояния. Отметим, что предпосылка о смещенности предпочтений экономических агентов в пользу неторгуемых товаров на практике выполняется не всегда. Ниже приведены теоретические модели, в рамках которых предположения домашних хозяйств характеризуются смещенностью к торгуемым товарам (Benigno, Thoenissen, 2003, Bordo, Cho-udhri, Fazio, MacDonald, 2014).

Таким образом, дифференциал в относительных ценах торгуемых и неторгуемых товаров может быть представлен в виде следующей функциональной формы:

$$(p_t^{T*} - p_t^{NT*}) - (p_t^T - p_t^{NT}) = g(PROD^+, DEM^+), \quad (1.9)$$

где $PROD$ — переменная, отражающая шоки производительности труда, DEM — шоки совокупного спроса. Увеличение обеих переменных приводит к укреплению национальной валюты в реальном выражении. Отметим, что рассмотренные теоретические модели не учитывают воздействие монетарных шоков на реальный валютный курс, а также детально не рассматривают более полный спектр факторов реального курса со стороны совокупного предложения. Механизмы воздействия перечисленных переменных на покупательную способность национальной валюты описаны в последующих теоретических моделях.

В целом теоретические модели установления реального обменного курса можно разделить на две группы. В рамках первой группы моделей используется предпосылка о выполнении условия ППС в секторе торгуемых товаров. В этом случае динамика реального курса в долгосрочной перспективе определяется факторами со стороны предложения, оказывающими воздействие на относительную цену неторгуемых и торгуемых товаров. Вторая группа представлена теоретическими моделями, предполагающими нестационарность реального обменного курса для сектора торгуемых товаров. При этом реальный обменный курс является функцией как факторов со стороны предложения, так и факторов со стороны совокупного спроса, являющихся причиной отклонения от ППС в секторе торгуемых товаров (табл. 1).

Таблица 1. Классификация моделей реального валютного курса

ППС в торгуемом секторе выполняется	ППС в торгуемом секторе не выполняется
Реальный курс определяется факторами со стороны предложения (отношением цен неторгуемых и торгуемых товаров)	Реальный курс определяется как факторами со стороны предложения, так и факторами со стороны спроса (условия торговли, государственные расходы и др.)
Balassa (1964), Samuelson (1964) Broeck, Sløk (2001), Taylor (2004)	Edwards S. (1988), De Gregorio, Wolf (1994), Aizenman (2011)

Источник: Составлено авторами.

1.4. Теоретические модели реального обменного курса

Среди большого количества теоретических работ установления равновесного реального валютного курса наиболее востребованной в эмпирических исследованиях для развивающихся стран является динамическая модель малой открытой экономики Эдвардса (Edwards, 1988). Автор определил реальный обменный курс как отношение цены неторгуемых товаров к цене торгуемых товаров. Равновесный реальный курс получается в модели в результате достижения внутреннего (на рынке неторгуемых товаров) и внешнего (на рынке торгуемых товаров) равновесия. Эдвардс также исследует краткосрочную динамику реального курса и его сходимости к равновесному уровню в зависимости от проводимых монетарной и фискальной политик.

По мнению Эдвардса, роль реального валютного курса в процессе приспособления экономики к внешним шокам является существенной. Отклонение реального курса от долгосрочной равновесной траектории выводит экономику из состояния равновесия, что делает необходимым проведение корректировки внешних балансов (например, счета текущих операций) через воздействие на совокупный спрос, а также использование инструментов монетарной политики. В рамках модели предполагается, что в краткосрочной перспективе динамика реального курса зависит от монетарных и фундаментальных факторов. Однако в долгосрочном периоде равновесный реальный курс определяется только фундаментальными детерминантами. Отметим, что модель позволяет включить в рассмотрение такие особенности развивающихся стран, как наличие ограничений на потоки капитала и торговых барьеров.

Отдельный интерес представляют теоретические работы, авторы которых исследуют механизмы воздействия отдельных факторов на динамику реального валютного курса. В частности, анализ взаимосвязи между потоками капитала и реальным обменным курсом широко обсуждается в экономической литературе. В большинстве теоретических моделей отмечается эффект трансферта, выраженный в процентных платежах, поступающих от страны-заемщика к стране-кредитору, оказывающих повышательное давление на реальный обменный курс страны-кредитора в долгосрочной перспективе.

Отметим, что в академической литературе вопрос о влиянии чистых иностранных активов на реальный курс рассматривался еще в 1920-е гг. (Keynes, 1929; Ohlin, 1929) в связи с репарациями Германии. Интерес к данной теме возродился в 1980-е гг. и был обусловлен кризисами государственного долга, последующим азиатским кризисом 1997 г., а также растущими внешними обязательствами США. Авторы отмечают, что эффект дохода (трансферта), возникающий в результате международных инвестиционных потоков, воздействует на долгосрочную динамику реального обменного курса (Krugman, 1999). Эффект трансферта играет центральную роль во многих современных моделях открытой макроэкономики. Результаты теоретических работ показывают, что временные шоки позиции по чистым иностранным активам могут оказывать перманентное воздействие на реальный валютный курс (Obstfeld, Rogoff, 1995; Lane, 2001).

В рамках кейнсианской постановки наращивание чистых иностранных активов может приводить к укреплению национальной валюты в реальном выражении за счет увеличения сальдо первичных доходов в связи с ростом процентных платежей из-за рубежа. Страны с большим размером внешних обязательств в условиях фиксированного валютного курса должны иметь существенный профицит счета текущих операций для того, чтобы осуществлять выплаты по своим обязательствам. В данных условиях странам-должникам необходимо снижение реального обменного курса.

Межвременные оптимизационные модели предполагают наличие эффекта трансферта в случае смещенности предпочтений населения в пользу национальных торгуемых товаров или через влияние эффекта благосостояния на предложение труда. В первом случае (Buiter, 1989) трансферт из национальной экономики в зарубежную приводит к снижению глобального спроса на национальные товары в связи со смещенностью предпочтений зарубежных домашних хозяйств в сторону собственной торгуемой продукции и, следовательно, к сокращению их относительной цены. В последнем случае (Obstfeld, Rogoff, 1995) трансферт из национальной в зарубежную экономику снижает национальное благосостояние, стимулирует увеличение предложения труда (сокращение времени, уделяемого досугу), рост производства экспортируемых товаров и ухудшение условий торговли.

В работе Обстфельда, Рогоффа (Obstfeld, Rogoff, 1996) предложена рикардианская модель, в которой помимо торгуемого сектора рассматривается сектор неторгуемых товаров. В этом случае трансферт из одной страны в другую приводит к увеличению спроса и заработных плат в секторе неторгуемых товаров в стране-реципиенте, снижению объемов производства экспортируемых товаров, росту аналогичного показателя в стране-доноре. В результате происходит улучшение условий торговли в стране-реципиенте и укрепление ее реального курса. Помимо этого, по мнению авторов, в случае высокой доли торгуемых товаров, импортируемых из страны-донора, рост транспортных издержек повышает уровень цен в зарубежной экономике и стимулирует укрепление курса.

В межвременной оптимизационной модели, предложенной Лайном и Милеси-Ферретти (Lane, Milesi-Ferretti, 2004), рассматривается эффект трансферта, при котором относительные цены неторгуемых товаров представляют собой механизм, связывающий международные платежи и реальный валютный курс. В результате решения модели и нахождения стационарного состояния авторы вывели выражение для относительной цены неторгуемых товаров, которая возрастает по мере увеличения чистых иностранных активов, уровня выпуска торгуемых товаров и улучшения условий торговли. Любые факторы, приводящие к увеличению потребления торгуемых товаров, оказывают положительное воздействие на благосостояние экономических агентов, что приводит к уменьшению предложения рабочей силы в секторе неторгуемых товаров, увеличению относительной цены неторгуемых товаров и укреплению национальной валюты.

В работе Кристопоулюса и Генте (Christopoulos, Gente, 2010) представлена двухсекторная модель пересекающихся поколений, в рамках которой реальный обменный курс зависит от способности страны заимствовать на международном финансовом рынке. Предполагается, что страна характеризуется ограничением на потоки капитала. В случае высоких национальных сбережений реальный валютный курс зависит от дифференциала производительности, поскольку имеет место конвергенция ее среднедушевого национального дохода к уровню развитых стран. Если ограничение на мобильность капитала является достаточно жестким или внутренние сбережения являются слишком низкими, реальный курс зависит от чистых иностранных активов (эффект трансферта) и производительности, поскольку в условиях слабых конвергенционных процессов эффект от увеличения благосостояния оказывает существенное воздействие на динамику реального валютного курса, стимулируя внутренний спрос. Увеличение чистых иностранных активов приводит к укреплению национальной валюты в результате роста первичных доходов, обусловленных поступлением процентных платежей из-за рубежа.

В работе Лареш-Ревилья и Ломматца (Lahreche-Revil, Lommatzsch, 2005) предлагается объяснение того факта, что в разных эмпирических исследованиях чистые иностранные активы оказывают разнонаправленное влияние на реальный обменный курс. Авторы считают, что страны догоняющего развития могут иметь отрицательную позицию по чистым иностранным активам, т. е. в среднесрочной перспективе финансировать свой рост с помо-

щью иностранного капитала. Существенный приток иностранного капитала приводит к укреплению реального обменного курса на данной стадии. Однако когда желаемый долгосрочный уровень иностранных обязательств достигнут, страны осуществляют выплаты по своим долгам. Поэтому на данной стадии чистые иностранные обязательства стимулируют обесценение национальной валюты в реальном выражении.

В работе Галстяна, Лайна (Galstyan, Lane, 2008) структура государственных расходов оказывает влияние на долгосрочную динамику реального обменного курса. Авторы предложили двухсекторную модель малой открытой экономики, в рамках которой увеличение государственного потребления приводит к укреплению реального обменного курса, а рост государственных инвестиций вызывает обесценение национальной валюты в реальном выражении. Авторы отмечают, что актуальность построения теоретической модели влияния государственного потребления на реальный валютный курс обусловлена любопытными результатами эмпирических исследований. Например, в работе Рисси (Ricci, 2008) было выявлено, что одной из долгосрочных значимых детерминант реального обменного курса за период 1980–2004 гг. для 48 стран, включая развитые и развивающиеся, является государственное потребление. При этом оцененный коэффициент является весьма большим: при увеличении доли государственного потребления в ВВП на 1 п.п. реальный обменный курс увеличивается на 3 п.п.

Галстяна, Лайна отмечают, что увеличение государственного потребления, которое в большей степени смещено в сторону неторгуемых товаров, стимулирует укрепление реального курса. Направление влияния роста государственных инвестиций на реальный обменный курс является неопределенным. Если государственный капитал оказывает симметричное воздействие на производительность в секторе торгуемых и неторгуемых товаров и оба сектора характеризуются одинаковыми эластичностями выпуска по физическому капиталу, реальный валютный курс не реагирует на динамику государственных инвестиций. Если при прочих равных условиях сектор неторгуемых товаров является менее капиталоемким, увеличение государственных инвестиций приводит к укреплению реального курса по той же логике, что и действие эффекта Балассы-Самуэльсона. Однако возможна ситуация, при которой увеличение государственных инвестиций будет приводить к ослаблению национальной валюты в реальном выражении, если производительность в секторе неторгуемых товаров более чувствительна к уровню государственных расходов, чем производительность в секторе торгуемых товаров, и сектор неторгуемых товаров является более капиталоемким.

Роль государственного потребления в формировании реального курса была отмечена в работе Фрута и Рогоффа (Froot, Rogoff, 1991). Авторы показали, что увеличение государственного потребления стимулирует рост относительных цен неторгуемых товаров, так как государственное потребление преимущественно направлено на неторгуемые товары. В эмпирических работах Де Грегорио (De Gregorio, 1994), Чинна (Chinn, 1999) также обнаружено, что увеличение государственного потребления приводит к укреплению национальной валюты.

Таким образом, уровень и структура государственного потребления, с точки зрения теоретических моделей, может оказывать неоднозначное воздействие на реальный обменный курс.

Отметим, что современные модели долгосрочной динамики реального обменного курса характеризуются существенным расширением спектра факторов реального курса со стороны совокупного спроса и совокупного предложения. В частности, в рамках моделей реального обменного курса, появившихся в 2000-х гг., особое внимание уделяется структуре потребительских предпочтений, межстрановым различиям в эластичностях спроса на торгуемые товары, структуре рынков производства конечной продукции и рынков факторов производства, учету дифференциации выпускаемой продукции, динамике производительности

труда не только в секторе торгуемых товаров, но и в секторе неторгуемых товаров, и т. д (Benigno, Thoenissen, 2003; You, Sarantis, 2012; Bordo, Choudhri, Fazio, MacDonald, 2014).

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.