

Современное курсообразование в ресурсно-ориентированной экономике: институциональный аспект

Татьяна Горбачева, Константин Буневич

Московский университет имени С.Ю. Витте, Москва, Россия

Информация о статье

Поступила в редакцию:
03.02.2021

Принята
к опубликованию:
12.04.2021

УДК 339.743
JEL E52, E58

Ключевые слова:

валютный курс, номинальный валютный курс, реальный валютный курс, эффективный валютный курс, конкурентное девальвирование, голландская болезнь, платежный баланс, валютное регулирование, бюджетное правило

Keywords:

exchange rate, nominal exchange rate, real exchange rate, effective exchange rate, competitive devaluation, Dutch disease, balance of payments, currency regulation, budget rule

Аннотация

В современных условиях возрастает потребность в проведении углубленных теоретических и прикладных исследований сущности, структуры и особенностей формирования валютного курса, развития механизма валютного регулирования в России, определение степени государственного регулирования валютных отношений, в том числе из-за введения валютных ограничений, выяснение основных критериев эффективности их применения, а также разработка направлений совершенствования механизма валютного регулирования в условиях посткризисного экономического развития. Валютный курс имеет важное значение для экспорто- и ресурсно-ориентированных экономик, поскольку находится в существенной зависимости от конъюнктуры внешних рынков, поступление валютной выручки от экспорта является важнейшим фундаментальным фактором предложения иностранной валюты на внутреннем рынке. В связи с чем тема настоящей работы является актуальной и имеет практическую значимость на современном этапе развития российской экономики. Основной целью данной статьи было рассмотреть особенности формирования валютного курса в условиях ресурсно-ориентированной экономики, к числу которых относится российская экономика с институциональной точки зрения. В статье использованы общенаучные методы, в частности анализ, синтез, сравнение, а также системный подход к изучению информации. Обозначено значение валютного курса для экономики. Охарактеризованы основные показатели валютных курсов и основные группы факторов, влияющих на курс национальной валюты. Выявлены особенности формирования валютного курса в условиях ресурсно-ориентированной экономики. Охарактеризованы специфика образования валютного курса в Российской Федерации на современном этапе.

Modern Exchange Rate Formation in a Resource-Oriented Economy: The Institutional Dimension

Tatiana Gorbacheva, Konstantin Bunevich

Abstract

There is an increasing need for in-depth theoretical and applied studies of the essence, structure and features of the formation of the exchange rate, the development of the mechanism of currency regulation in the Russian Federation, determining the degree of state regulation of currency relations, including due to the introduction of currency restrictions, clarifying the main criteria for the effectiveness of their application, as well as developing directions for improving the mechanism of currency regulation in the conditions of post-crisis economic development. The exchange rate is important for export-and resource-oriented economies, since it is significantly dependent on the conditions of foreign markets, and the receipt of foreign exchange earnings from exports is the most important fundamental factor in the supply of foreign currency in the domestic market. In this connection, the topic of this work is relevant and has practical significance at the present stage of the development of the Russian economy. The main purpose of this article was to consider the peculiarities of the formation of the exchange rate in a resource-oriented economy, which includes the Russian economy. The article uses general scientific methods analysis, synthesis, comparison, as well as a systematic approach to the study of information. The information base of the work was scientific publications on the formation of the exchange rate and currency policy, as well as information, analytical and statistical materials of the Bank of Russia. The value of the exchange rate for the economy is indicated. The main indicators of exchange rates and the main groups of factors affecting the national currency rate are described. The peculiarities of the formation of the exchange rate in the conditions of a resource-oriented economy are revealed. The article describes the specifics of the formation of the exchange rate in the Russian Federation at the present stage.

Валютный курс представляет собой экономический показатель, который измеряет цену одной валюты в единицах другой. Определение этой цены принято называть котировкой валют, она может быть либо прямой - цена иностранной валюты исчисляется в единицах национальной или косвенной, когда измерение цены осуществляется обратным методом [1].

С экономической точки зрения валютный курс – это сравнение покупательных способностей валют, с учетом прочих факторов, влияющих на курс. Последнее связано с тем, что в общем случае валютный курс определяется соотношением спроса и предложения на валютном рынке, а они, в свою очередь, находятся под влиянием множества факторов, кроме покупательной способности валюты.

В экономической практике используется достаточно много показателей валютных курсов. Валютные курсы разделяются на номинальные и реальные. Номинальные курсы рассчитываются, в целом, так, как это отмечено выше, то есть цена одной валюты определяется в единицах другой. Таким образом исчисляются двусторонние номинальные валютные курсы. Наряду с этим в практике экономического анализа используются и эффективные номинальные курсы валют.

Эффективный валютный курс представляет собой средневзвешенное от двусторонних номинальных курсов валют, участвующих в расчете курса, к национальной валюте.

Конкретные методы расчета здесь могут быть различными. Взвешивание может производиться, например, на основании удельных весов этих валют в расчетах по внешнеторговым операциям или, например, на основании удельного веса стран, валюты которых принимаются в расчет во внешнеторговом обороте национальной экономики.

Реальные валютные курсы – это группа показателей, достаточно активно используемых в экономическом анализе и, в особенности, при проведении денежно-кредитной политики.

Концептуально реальные курсы представляют собой сравнение номинальных курсов, скорректированных на соотношение показателей цен, издержек или,

например, производительности труда, в национальной и иностранных экономиках [2]. Так же, как и номинальные курсы, они могут быть двусторонними и эффективными.

В общем виде двусторонний реальный курс можно представить так, как это показано в формуле 1:

$$REER = NER \times Foreign\ Prices \div Domestic\ Prices \quad (1),$$

где REER - реальный обменный курс, NER - номинальный обменный курс, Foreign Prices - уровень цен в зарубежной экономике, Domestic Prices - уровень цен в национальной экономике.

На практике реальные курсы рассчитываются в виде индексов, отражающих их изменение за период, соответственно, все приведенные в формуле 1 показатели представляются в виде индексов - реального курса, номинального курса и инфляции.

При этом вместо уровня цен в формуле 1 могут использоваться и другие показатели, например - средние заработные платы, индексы производительности труда или совокупной факторной производительности в торгуемых секторах экономики, то есть таких секторах, которые выпускают продукцию, услуги, участвующие в международном обмене.

Спектр целей использования реальных курсов в экономическом анализе весьма широк - от применения этого показателя для чисто академических задач нахождения равновесного обменного курса или рассмотрения переоцененности или недооцененности национальной валюты, до сугубо практических, связанных с тем, что реальный курс - важнейший показатель и инструмент поддержания внешней ценовой конкурентоспособности национального экспорта.

В данном случае, чем ниже реальный курс национальной валюты, тем, при прочих равных условиях - выше ценовая конкурентоспособность национального экспорта на мировом рынке.

Для экспорто-ориентированных экономик внешняя ценовая конкурентоспособность экспорта - важная составляющая международной конкурентоспособности экономики в целом.

Ценовая конкурентоспособность национального экспорта на внешних рынках зависит от множества факторов, определяющих издержки экспортеров. Сравнительно низкий, по отношению к другим странам уровень издержек позволяет экспортерам устанавливать конкурентные цены на свою продукцию при прочих равных условиях.

Издержки экспорто-ориентированных предприятий можно снижать различным образом, через низкие заработные платы, через снижение налогов, через государственную поддержку, позволяющую модернизировать экспортные производства и, тем самым повышать факторную производительность и снижать издержки экспортеров, через государственное субсидирование экспорта.

Но можно использовать и более простой механизм - «конкурентную девальвацию» национальной валюты, которая и состоит в снижении реального двустороннего или эффективного реального курса национальной валюты [3]. Суть этой «конкурентной девальвации» в ослаблении курса национальной валюты с тем, чтобы обеспечить дополнительную ценовую конкурентоспособность отечественного экспорта на мировых или региональных рынках.

Такая политика, с одной стороны, снижает издержки экспортеров, что позволяет им либо получать больше прибыли при тех же ценах на экспортируемые

товары и услуги, то есть рентабельность экспорта может возрасти, либо - снизить эти цены, при прочих равных условиях.

С макроэкономической точки зрения преимущество такой политики в увеличении, при прочих равных, профицита платежного баланса [4].

Поскольку «конкурентная девальвация» осуществляется государственными институтами целенаправленно, например, с помощью покупки иностранной валюты на рынке центральными банками, в данном случае важны ориентиры, позволяющие определять масштабы регулирующего воздействия на реальные или номинальные валютные курсы.

Для этого необходим так называемый «равновесный курс рубля», относительно которого и осуществляется девальвация. Вопрос определения этого «равновесного курса» методологически сложный, здесь существует множество разных подходов и отсутствие единой согласованной точки зрения.

Одним из вариантов является концепция паритета покупательной способности (далее – ППС). Это своеобразный курс национальной валюты, близкий по смыслу к реальному курсу и построенный на сопоставлении агрегированной цены одного и того же набора товаров и услуг в разных странах.

Поскольку ППС широко используется в международных сравнениях и существуют специальные международные программы международных сопоставлений на основе ППС, например, под эгидой Всемирного банка [10], данные о курсах по ППС публикуются, например, ОЭСР.

По этой причине такие курсы можно использовать в качестве некоего индикатора равновесного курса для приблизительных оценок недооцененности или переоцененности национальной валюты.

Основными источниками предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке могут служить: экспортная выручка, прямые, портфельные и прочие инвестиции нерезидентов в национальную экономику, продажа иностранной валюты, принадлежащей резидентам, за исключением поступлений от экспорта - продажа части международных резервов страны на внутреннем рынке, продажа валюты нефинансовыми предприятиями, банками и населением.

Спрос на иностранную валюту, соответственно, может предъявляться теми же группами участников валютного рынка, что формируют ее предложение. Это экспортеры и импортеры, приобретающие иностранную валюту для целей, связанных с внешнеторговыми операциями, центральный банк, пополняющий резервы, нерезиденты, выводящие средства от каких-либо операций в стране за рубеж, а также предприятия, банки и население для различных целей [5].

Спрос и предложение иностранной валюты на валютном рынке находятся под постоянным воздействием нескольких групп факторов, основными из которых, по мнению автора, являются:

- состояние платежного баланса - определяет поступление иностранной валюты и спрос на нее для совершения операций с внешним миром и показывает вмешательство государства в процессы формирования валютного курса;
- уровень процентных ставок в стране, который зависит напрямую от денежно-кредитной политики центрального банка и влияет на доходность инструментов финансового рынка - в значительной мере определяет приток и отток средств нерезидентов, также влияет на внутренний спрос и предложение валюты, на экономические ожидания, на инфляцию;
- макроэкономическая ситуация внутри страны, которая характеризуется, в частности, темпами роста реального ВВП и промышленного производства, инвестиций в основной капитал, показателями государственного бюджета, объемом

государственного и корпоративного долга - также в значительной мере определяют спрос и предложение валюты на внутреннем рынке [6].

Эти факторы, то есть макроэкономические переменные, влияющие на курс национальной валюты, в экономической литературе иногда называют фундаментальными [7].

Происходит термин «фундаментальные факторы валютного курса» из трейдинга, то есть финансовой торговли, где выделяется технический и фундаментальный анализ. В основе последнего – оценка ситуации и прогнозирование движения рынков на основании анализа макро- или микроэкономических показателей, характеризующих либо макроэкономическую динамику в целом, либо деятельность компаний.

Среди таких, фундаментальных факторов, основным является состояние платежного баланса, которое в агрегированном виде, то есть - с учетом других экономических факторов, обязательно влияющих на платежный баланс, показывает экономические предпосылки для укрепления либо ослабления национальной валюты. В данном случае увеличение положительного сальдо платежного баланса должно оказывать повышающее воздействие на курс национальной валюты.

Формально, в макроэкономике, платежный баланс может характеризоваться известным тождеством:

$$I - S + Nx + IR = 0 \quad (2),$$

где в соответствии со статистикой национальных счетов и платежного баланса, I - инвестиции, S - валовые сбережения, Nx - чистый экспорт, IR - международные резервы.

Это тождество в агрегированном виде иллюстрирует приведенные выше положения об источниках спроса и предложения иностранной валюты на рынке. Все показатели в тождестве 2 обычно используют в виде переменных потока, то есть в виде изменения за период. Международные резервы в данном случае выступают своего рода балансирующей переменной и, одновременно, отражают вмешательство центрального банка и правительства страны в процессы курсообразования.

Дело в том, что основной механизм изменения международных резервов страны - это валютные интервенции, покупка-продажа иностранной валюты так называемыми денежными властями на рынке. В то же время интервенции - основной механизм прямого и непосредственного воздействия со стороны центральных банков на курс национальной валюты.

С практической точки зрения Центральный банк может покупать и продавать валюту на российском биржевом рынке (например, Московская биржа), либо осуществлять финансовые операции на внебиржевом рынке и в рамках операций регулирования ликвидности банковского сектора, в том числе на условиях СВОП в валюте.

В любом случае интервенции влияют на курсообразование через изменение соотношения спроса и предложения иностранной валюты, а также на международные резервы страны.

Помимо макроэкономических существует целая группа других факторов, которые не связаны напрямую с экономической ситуацией в стране, но могут существенно влиять на динамику ее экономических переменных, включая курс национальной валюты. Универсального перечня таких факторов не существует, их необходимо рассматривать применительно к конкретному периоду развития конкретной экономики.

В силу того, что российская экономика с начала 1990-х гг. является экспорто-ориентированной, а в стоимостном объеме экспорта весьма существенный

удельный вес, для страны весьма существенное значение имеет динамика цен на нефть и прочие ресурсные товарные группы.

Помимо того, что с изменением цен на нефть весьма существенно коррелируют валютные курсы рубля, траектория изменений цен на нефть имеет не прямую, но достаточно тесную корреляцию с темпами экономического роста. В силу того, что в течение многих лет изменения цен на нефть приводили к изменению курса рубля, а также внутриэкономической ситуации - на динамику цен на углеводороды заметно реагируют и экономические ожидания.

Еще один фактор, который в последние годы оказывал значительное влияние на курс рубля – приток и отток краткосрочного иностранного капитала (в классификации платежного баланса это портфельные и прочие иностранные инвестиции).

Основным фактором, привлекающим спекулятивный капитал на российский финансовый рынок, в последние годы стал высокий уровень процентных ставок. Либеральное законодательство в отношении валютного регулирования и контроля, отсутствие мер противодействия спекулятивным операциям, а также волатильность курса рубля (с 2015 г. в России используется режим плавающего курса) привели к тому, что схемы типа «carry trade» стали выгодными.

Помимо макроэкономических и рыночных факторов, целенаправленное воздействие на валютный курс могут оказывать и государственные институты. В результате такого воздействия фактические валютные курсы постоянно отклоняются от равновесного состояния. Если брать за равновесный курс паритет покупательной способности, то такого рода отклонения, по доллару США, показано далее в работе. Причин этого отклонения несколько.

Ранее автором отмечалась концепция конкурентной девальвации – сознательного ослабления российского рубля для поддержки ценовой конкурентоспособности сырьевого экспорта.

Однако, помимо этого, причиной корректирующего воздействия на курс рубля является также попытка так называемую «Голландскую болезнь», «синдром Гронингена», «ресурсное проклятие».

Так, в 1960-х-1970-х гг. появились термины «голландская болезнь» и «эффект Гронингена», относящиеся к феномену, обнаруженному в Голландии после открытия в 1950-х гг. крупнейшего в Европе месторождения природного газа [9]. Активная разработка этого месторождения привела в 1970-х-1980-х гг. к опережающему развитию отраслей, связанных с добычей и экспортом газа, отставанию отраслей, ориентированных на внутренний рынок, и общей деиндустриализации экономики Голландии. Позже аналогичные тенденции обнаружены в развитии экономик многих других стран мира, богатых природными ресурсами, включая Россию.

В 1990-х гг. Р. Аути, а также Дж. Сакс и А. Уорнер в своих работах использовали термин «ресурсное проклятие» (англ. - «resource curse») для описания тенденции к замедлению динамики ВВП на душу населения в странах-экспортерах нефти под воздействием роста ресурсо-зависимости их экономик, в чем, собственно, это «проклятие» и заключается [10-11].

Макроэкономический эффект голландской болезни объясняется тем, что из-за притока валютной выручки от продажи на внешних рынках ресурсов национальная валюта дорожает, возникает повышение реального курса национальной валюты, продукция секторов экономики, не участвующих в международной торговле теряет ценовую конкурентоспособность, происходит отток рабочей силы в ресурсные сектора в связи с более высокой оплатой труда.

В результате добывающие отрасли подавляют остальные отрасли промышленности, и темпы промышленного производства падают. Одновременно приток валютной выручки создает давление на курс национальной валюты, стимулируется избыточный рост импорта [12].

Исходя из перечисленных особенностей, в ресурсо-ориентированных экономиках, как правило, динамика валютного курса находится под достаточно жестким контролем центрального банка.

Для этого используются различные механизмы. Во-первых, это интервенции центральных банков, во-вторых – аккумуляции части средств от ресурсного экспорта в суверенных фондах благосостояния.

И тот и другой механизм выводит «лишнюю» иностранную валюту с рынка, пополняя международные резервы и не давая реальному курсу национальной валюты чрезмерно укрепляться и стимулировать избыточный спрос на импорт, а также тормозя избыточные расходы государственного бюджета и секторов, связанных с добычей и экспортом ресурсов.

В периоды падения мировых цен на экспортируемые ресурсы, как правило, курс национальной валюты поддерживается, а накопленные резервы, как правило, используются для финансирования дефицита государственного бюджета, стимулирования национальной экономики [14].

Отметим, что в России суверенные фонды как механизм бюджетной политики действуют с 2003 г., когда был сформирован Стабилизационный фонд.

В 2008 г. на базе этого фонда были созданы Резервный фонд Российской Федерации и Фонд национального благосостояния [14].

Источником формирования всех трех фондов служили поступления в федеральный бюджет от добычи и экспорта углеводородов. Размер отчислений в суверенные фонды определяется так называемым «бюджетным правилом», редакция которого неоднократно менялась путем внесения изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации [15].

Не вдаваясь в данном случае в подробности, отметим, что на каждый бюджетный год устанавливается цена отсечения или базовая цена на нефть. Поступления добычи и экспорта нефти, газа, а также продуктов их переработки по ценам выше базовой, направляются в суверенные фонды (Фонд национального благосостояния).

Для этого валютная выручка сначала переводится в рубли для зачисления на счета Казначейства в порядке доходов федерального бюджета, затем часть этих средств, подлежащая зачислению, конвертируется на валютном рынке обратно в иностранную валюту и включается в состав международных резервов, которыми, фактически, управляет Банк России.

Формально Банк России, с переходом на инфляционное таргетирование в январе 2015 г. и введением плавающего режима курса рубля отказался от валютных интервенций как инструмента валютной политики. Тем не менее, с 2017 г. он практически ежемесячно осуществляет покупки иностранной валюты на рынке в рамках бюджетного правила по поручению Минфина, по сути — это те же интервенции, которые оказывают понижающее воздействие на курс рубля [16].

Таким образом, экономическая роль курса связана, прежде всего с тем, что он служит одним из механизмов выстраивания отношений той или иной экономики с внешним миром. Динамика валютного курса отражает, в широком смысле, состояние платежного баланса страны, внутриэкономическую ситуацию, динамику внешней торговли и характер проводимой экономической политики.

Формирование валютных курсов в общем случае происходит на основе соотношения спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем рынке страны.

Основными источниками предложения валюты в данном случае выступают поступления от экспорта, инвестиций различных видов, продажа части международных резервов, а также средства, обмениваемые на национальную валюту банками, населением и другими субъектами экономики с различными целями.

Спрос на иностранную валюту определяется импортом, необходимостью погашения долговых и кредитных обязательств перед нерезидентами, операциями по увеличению международных резервов страны, а также операциями перечисленных выше субъектов с различными целями.

С точки зрения основных факторов, влияющих на ситуацию на валютном рынке, экономика России обладает особенностью, связанной с тем, что ее развитие в значительной мере зависит от экспорта углеводородов. Поэтому, с одной стороны, предложение иностранной валюты на российском рынке в значительной мере определяется конъюнктурой мировых рынков энергоносителей. С другой стороны, Банк России предпринимал меры по предотвращению укрепления реального курса рубля, о чем свидетельствует существенная недооцененность российского рубля по сравнению с паритетом покупательной способности. Это объясняется, во-первых, поддержкой внешней ценовой конкурентоспособностью российского экспорта, так называемая «конкурентная девальвация» национальной валюты, а также преимуществами девальвации с точки зрения финансирования государственных расходов. Во-вторых, такая политика позволяла формировать суверенные фонды и наращивать международные резервы Российской Федерации.

До 2015 г., в периоды существенного падения курса рубля, Банк России проводил интервенции в его поддержку. В настоящее же время эти интервенции проводятся лишь для покупки иностранной валюты от имени Министерства финансов Российской Федерации в рамках механизма «бюджетного правила».

Список источников / References

1. Черныш Н.А., Бурьянова Н.В. Валютный курс: факторы, влияющие на его формирование. Наука и мир. 2016; Т.2 (12): 47-49
2. Божечкова, А.В., Трунин, П.В. Анализ факторов динамики реального валютного курса рубля. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС. 2016. 96 с.
3. Зубарев А.В., Трунин П.В. Влияние реального обменного курса на экономическую активность в России. Проблемы прогнозирования. 2014; (2): 92-102
4. Жариков М.В. Валютные войны в современной мировой валютной системе. Общество и экономика. 2019; (8): 89-95;
5. Буневич К.Г., Горбачева Т.А.. Механизм валютного регулирования в современных условиях. Вестник университета. 2021; (4): 45-50
6. Родин Д.Я., Булохова Е.В. Валютный курс и факторы, влияющие на его формирование. Символ науки . 2018; (7): 70-74
7. Гаврилова Э.Н., Буневич К.Г. Факторы формирования валютного курса российского рубля. Актуальные вопросы современной экономики. 2020; (9): 230-233
8. Зикунва И.В. Фундаментальные факторы рубля: ожидания 2017 года. Ученые записки Комсомольского-на-Амуре Государственного технического университета . - 2017; Т. 2 (1): 79-84
9. Collier, Paul (2007). "The Bottom Billion". Oxford University Press, p. 162
10. Auty R.M. (ed.) Resource Abundance and Economic Development. Oxford University Press, 2001.

11. Sachs J.D., Warner A.W. Natural Resource Abundance and Economic Growth. NBER Working Paper, 1995.
12. Кондратьев В.Б. Природные ресурсы и экономический рост. Мировая экономика и международные экономические отношения. 2016; т. 60 (1): 41-42
13. Ембулаев В.Н. развитие экономики России и «голландская болезнь». Вестник Владивостокского государственного университета экономики и сервиса. 2017; (2 (37)): 53-63
14. Vova E., Medas P., Poghosyan T. Macroeconomic Stability in Resource-Rich Countries: The Role of Fiscal Policy / IMF Working Paper WP/16/36 - IMF, 2016. - 28 pp
15. Олейникова И.Н. Ключевые аспекты использования суверенных фондов в решении структурных проблем национальной экономики. Вестник Астраханского государственного технического университета. 2018; (2): 61-72
16. Скурихин А.С. Аспекты взаимодействия финансовой и денежно-кредитной политики России. Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. 2019; (3): 92-102

Сведения об авторах / About authors

Горбачёва Татьяна Александровна, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы и кредит», Московский университет им. С.Ю. Витте. 115432 Россия, г. Москва, 2-й Кожуховский проезд д.12, стр.1. ORCID: 0000-0002-3287-6440. *E-mail: t-gorbacheva@bk.ru*
Tatiana A. Gorbacheva, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Finance and Credit, Witte Moscow State University. 2nd Kozhukhovsky proezd, Moscow, Russia 115432. ORCID: 0000-0002-3287-6440. *E-mail: t-gorbacheva@bk.ru*

Буневич Константин Георгиевич, кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой «Финансы и кредит», Московский университет им. С.Ю. Витте. 115432 Россия, г. Москва, 2-й Кожуховский проезд д.12, стр.1. ORCID: 0000-0001-6844-0377.
E-mail: kbunevich@muiiv.ru
Konstantin G. Bunevich, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Head of the Department of Finance and Credit, Witte Moscow University. 2nd Kozhukhovsky proezd, Moscow, Russia 115432. ORCID: 0000-0001-6844-0377. *E-mail: kbunevich@muiiv.ru*