

Глава 21.

В первых главах нашего учебника мы с вами обсуждали то, что специализация и разделение труда увеличивают производственные возможности общества и являются залогом нашего с вами благосостояния. Международное разделение труда осуществляется с помощью международной торговли. Кому-кому, а российским гражданам не нужно объяснять ее значение – нам уже сложно представить себе жизнь без африканских бананов, бразильского кофе и китайских курток. Взамен мы предлагаем миру наши товары, в основном природные ресурсы. В 2012 году 29% ВВП Российской Федерации шло на экспорт¹. Однако торговля, которая осуществляется через границу, имеет свои особенности. Для того чтобы приобрести иностранный товар, для начала нужно приобрести те денежные единицы, за которые его готовы продать. Китайскому рабочему не нужны рубли, а нужны юани, также как немецкому нужны евро. Для решения этой задачи существует валютный рынок, на котором деньги различных стран обмениваются друг на друга.

21.1. Обменный курс

Обменный курс – стоимость одной валюты, выраженная в другой валюте.

Обменный курс – это стоимость одной валюты, выраженная в другой. В России мы традиционно пользуемся прямым обменным курсом, говорящим о том, сколько рублей стоит одна единица иностранной валюты. Так, в момент написания данной главы курс доллара к рублю равнялся 32 рублям за 1 доллар. Однако к моменту ее редактирования доллар «подрос», и его курс к рублю составил уже 46 рублей за доллар. Чем больше рублей нужно отдать за доллар, тем доллар дороже, тем выше его курс и соответственно тем ниже курс рубля. В экономических моделях обменный курс традиционно обозначается буквой «E» от английского exchange rate.

$E_{руб/\$}$ = количество рублей за которое можно получить один доллар, или

$$\$1 = E_{руб/\$} \text{ рублей}$$

Если есть рынок, то есть и спрос с предложением. Сколько единиц одной валюты можно получить за единицу другой зависит от спроса и предложения этих валют. Покупателями иностранной валюты и продавцами рублей являются прежде всего импортеры, поставляющие в Россию товары из-за рубежа, инвесторы, которые хотят вкладывать свой капитал в иностранные активы, российские туристы и бизнес-

¹ Согласно данным Мирового Банка

мены, отправляющиеся за рубеж. Валюту им продают, а рубли покупают экспортеры российских отечественных товаров, инвесторы, заинтересованные в российских активах, а также иностранные туристы и бизнесмены, приезжающие в Россию. Часто серьезным игроком на рынке валюты выступает Центральный банк. Зачем он это делает, мы обсудим чуть позднее.

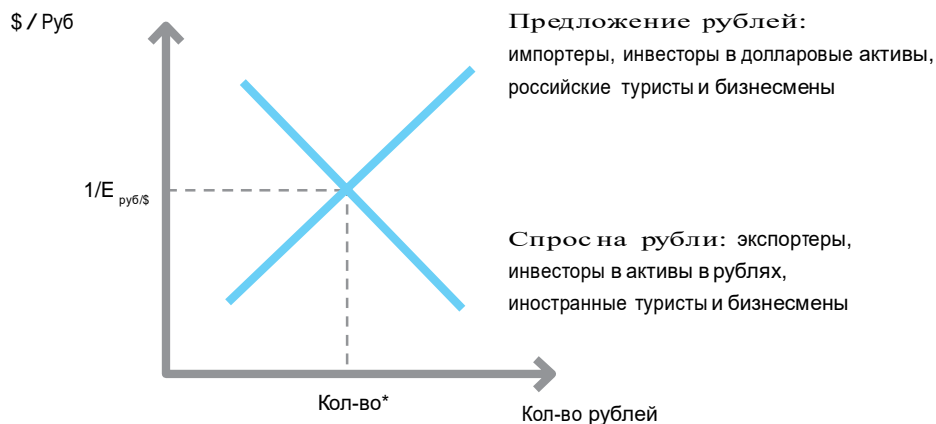


Рис 21.1

Как видно из рисунка 21.1, при повышении спроса на рубли, количество американских долларов, которое дают за один рубль, увеличивается, то есть рубль дорожает по отношению к доллару.

21.2. От чего зависит обменный курс

У иностранной валюты много покупателей и продавцов. В силу этого на обменный курс могут действовать сразу несколько факторов, зачастую разнонаправленных. Давайте их рассмотрим.

1) Паритет покупательной способности (ППС). Под концепцией паритета покупательной способности подразумевается то, что если в стране А товары дешевле, чем в стране В, они будут покупаться в стране А и вывозиться в страну В до тех пор, пока возросший курс валюты А не компенсирует разницу внутренних цен в этих странах. Курс валюты страны А будет расти из-за роста спро-

Паритет покупательной способности – свойство внутренних цен на товары, возникающее благодаря возможности международного арбитража. Согласно паритету покупательной способности цены на товары, которые могут легко пересекать границу, в одной стране приближаются к ценам на эти товары в другой.

Арбитраж – действия предпринимателей, направленные на то, чтобы заработать на разнице цен – купить дешево и продать дорого.

са на неё, ведь для того чтобы купить производимые в этой стране товары, нужна ее валюта. Такое поведение предпринимателей называется арбитражем. Приведем пример. Пусть страны А и В производят и потребляют только апельсины. Благодаря благоприятным погодным условиям апельсины в стране А подешевели. Это привело к следующей ситуации.

Цена 1 кг апельсинов в А 1 Цена 1 кг апельсинов в В #
Кол-во денежных единиц А за 1 денежную единицу В,

или

Цена 1 кг апельсинов в А 1 Цена 1 кг апельсинов в В # E_{A/B}

Таким образом, на то, чтобы купить 1 кг апельсинов в стране А, нужно потратить меньше денежных единиц страны А, чем на 1 кг апельсинов в стране В. Предприниматели воспользовавшись этой возможностью заработать будут покупать апельсины в стране А и продавать в стране В. Спрос на валюту страны А будет расти, а вместе с ним и ее обменный курс. Обменный курс валюты страны В будет соответственно падать. Апельсины будут перемещаться через границу до тех пор, пока обменный курс валюты страны А не вырастет до величины, при которой:

Цена 1 кг апельсинов в А = Цена 1 кг апельсинов в В # E_{A/B}

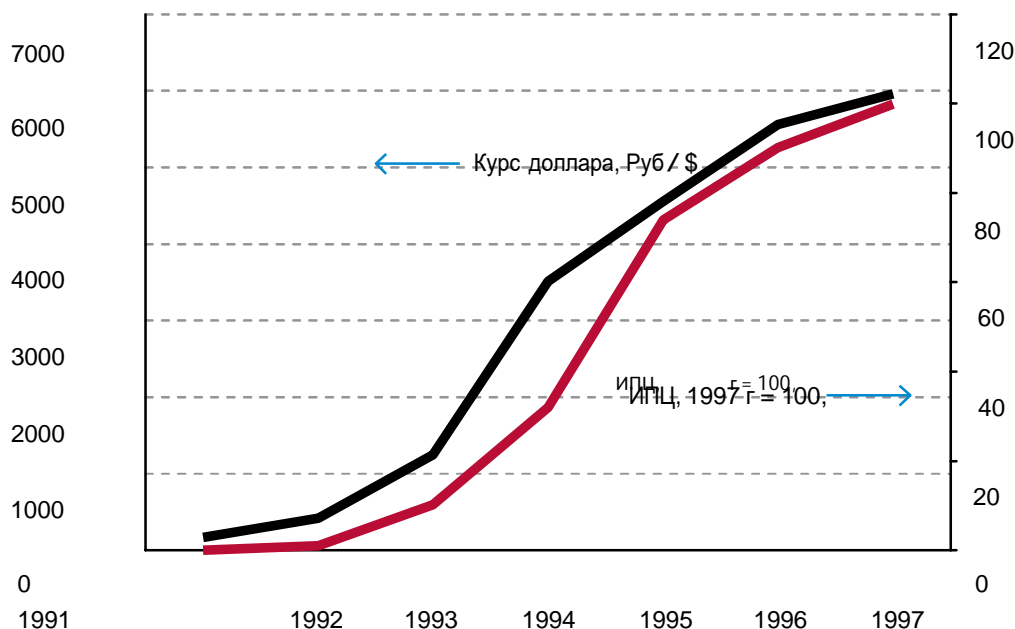
Обобщив идею паритета покупательной способности, можно сказать, что если в стране В уровень инфляции выше, чем в стране А, то это будет способствовать обесценению валюты страны В относительно валюты страны А. Разница в уровне инфляции означает непрерывное увеличение цены товаров в стране В по сравнению с их ценами в стране А. Если вместе с этим не будет происходить непрерывное падение валюты страны В относительно валюты страны А, компенсирующее разницу во внутренних ценах, то появится возможность для арбитража – покупки более дешевых товаров в стране А для их продажи за большие деньги в стране В. Это и будет толкать курс валюты страны В вниз.

Разница в уровне инфляции двух стран может проистекать из различных при-

чин, важной из которых является различие в росте производительности труда в этих двух странах. Если производительность труда в стране А, растет быстрее, чем в стране В, то внутренние цены в стране А будут расти медленнее. То есть инфляция в относительно более производительной стране будет ниже. Таким образом, валюта страны А будет дорожать относительно валюты страны В.

График 21.2.

Относительная динамика курса доллара к рублю и уровня цен в России 1991-1997 годов *



Источник: ЦБР, Российские экономические тренды

* курс доллара представлен в «старых» рублях. По реформе 1998 г. все цены были сокращены в 1000 раз.

На основании графика 21.2 можно предположить, что высокая инфляция в России 1992-1996 годов была важным фактором, определяющим снижение курса рубля в данный период (рост курса доллара).

2) **Инвестиционный мотив.** В условиях свободного перемещения капитала инвесторы предпочитают держать свои капиталы, а домохозяйства свои сбереже-

ния в той стране и, соответственно, в той валюте, в которой они могут заработать наибольший доход². Что произойдет, если в стране А реальная процентная ставка увеличится и станет выше, чем в стране В? Подчиняясь тому же закону арбитража, на сей раз на финансовом рынке инвесторы начнут переводить свой капитал из страны В в страну А. В результате спрос на валюту страны с более высокой реальной процентной ставкой увеличится и курс ее валюты вырастет.

3) Другие факторы, влияющие на чистый экспорт (экспорт минус импорт). Рост потребления отечественных товаров за рубежом увеличивает спрос на нашу валюту и, соответственно, ведет к ее удорожанию. В это же время увеличение потребления импорта в стране ведет к росту спроса на иностранную валюту и, соответственно, снижению стоимости нашей валюты.

В связи с чем может измениться желание иностранцев приобретать наши товары, а наших сограждан – иностранные? Прежде всего это может быть связано с изменением дохода домохозяйств в стране и за рубежом. Чем выше доход, тем выше потребление, тем больше разнообразных и в том числе импортных товаров хотят приобретать домохозяйства. В силу этого увеличение дохода в стране сопровождается ростом импорта и, соответственно, при прочих равных ослаблением национальной валюты. Рост дохода за рубежом аналогично ведет к увеличению отечественного экспорта (который является импортом для иностранцев) и, соответственно, при прочих равных к укреплению национальной валюты.

$Y \Rightarrow Im \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow$ *ослабление национальной валюты*, в то время как $Y_{иностр.}$

$\Rightarrow Ex \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow$ *укрепление национальной валюты*, где Y – доход в стране

$Y_{иностр.}$ – доход иностранных домохозяйств

Im – импорт

Ex – экспорт

NX – чистый экспорт

Такие факторы как изменение вкусов, появление новых технологий, рост спроса из-за рубежа на отдельные товары, производимые в стране, также могут повли-

² В данном случае мы говорим о реальном проценте с поправкой на риск: 30% годовых, предложенные вкладчикам на Кипре, могут оказаться менее привлекательными чем 5% в Германии, из-за того, что инвесторы не равнозначно оценивают риск дефолта одной и другой страны.

ять на обменный курс. Так, связанный с мировым экономическим подъемом рост цены на нефть, продолжавшийся с 1999 по 2008 годы оказывал повышательное действие на курс рубля в этот период.

21.3. Кто выигрывает, а кто проигрывает от изменения валютного курса

Бытует мнение, что рост курса национальной валюты – это положительная новость для страны. Все не так просто. Любое изменение валютного курса страны имеет своих выигравших и проигравших.

1) Курс национальной валюты растет, то есть она дорожает относительно других валют. В этом случае выигрывают потребители страны, так как импортные товары сразу становятся дешевле. Проигрывают отечественные производители, так как их товары теряют конкурентоспособность на внешнем и внутреннем рынках и спрос на их продукцию падает. Дорогая валюта, являясь предметом гордости граждан страны, одновременно становится серьезной обузой для отечественных экспортеров и производителей импортозамещающих товаров, а также для работников, занятых на этих производствах.

2) Курс национальной валюты падает, она дешевеет относительно других валют. В этом случае происходит рост цен на импортные товары, что несомненно ухудшает благосостояние потребителей. Производители, пользующиеся импортным сырьем и комплектующими, также испытывают сложности. Выигравшими в данной ситуации оказываются экспортеры и производители импортозамещающих товаров. Относительная цена их товаров падает, что ведет к росту спроса на эти товары.

Инвесторы, как правило, закладывают изменение валютного курса в свой ожидаемый доход по активам. Однако в жизни всегда есть место неожиданности. Что произойдет с должниками, чьи долги деноминированы в иностранной валюте, при внезапном падении курса национальной валюты? Их долг, пересчитанный в национальную валюту, неожиданно вырастет. Свои доходы должники, как правило, получают в национальной валюте, и ситуация внезапного падения ее курса может привести к серьезной проблеме как для должников, которым сложнее станет выплачивать свой долг, так и для кредиторов, которым соответственно сложнее станет его получить.

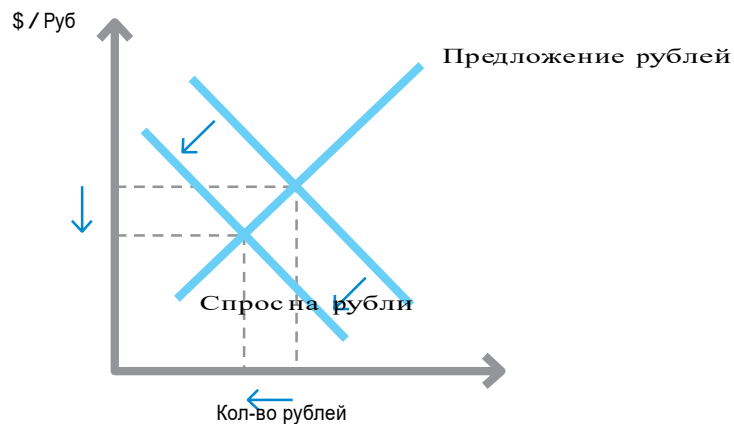
21.4. Два режима обменного курса: плавающий и фиксированный

Плавающий обменный курс – обменный курс, который полностью определяется силами рынка.

По тому, какой стратегии придерживаются денежные власти страны на валютном рынке, мы можем выделить два режима обменного курса: плавающий и фиксированный.

Плавающим называется обменный курс, который полностью определяется силами рынка. Так, при плавающем валютном курсе рубля увеличение спроса на рубль со стороны иностранных покупателей российских товаров приведет к росту его курса, а падение к снижению (рис. 21.3).

Рис 21.3



Фиксированный обменный курс – обменный курс, который остается постоянным и не реагирует на изменение спроса и предложения участников валютного рынка.

Фиксированным называется такой обменный курс, который остается постоянным и не реагирует на изменение спроса и предложения участников валютного рынка. Это происходит за счет того, что недостаточный спрос или предложение компенсируется за счет валютных интервенций Центрального банка. Если, например, Центральный банк некой страны придерживается политики фиксированного обменного курса, то при росте спроса на национальную валюту он будет продавать ее на валютном рынке, компенсируя недостающее предложение. В обмен Центральный банк получит иностранную валюту, которая пополнит его валютные резервы. В случае падения спроса на национальную валюту Центральный банк будет ее покупать, используя свои валютные резервы (рис. 21.4). Подобная деятельность центральных денежных властей называется интервенциями на валютном рынке.

Интервенции на валютном рынке – участие Центрального Банка на рынке валюты в качестве продавца или покупателя с целью оказания влияния на валютный курс.

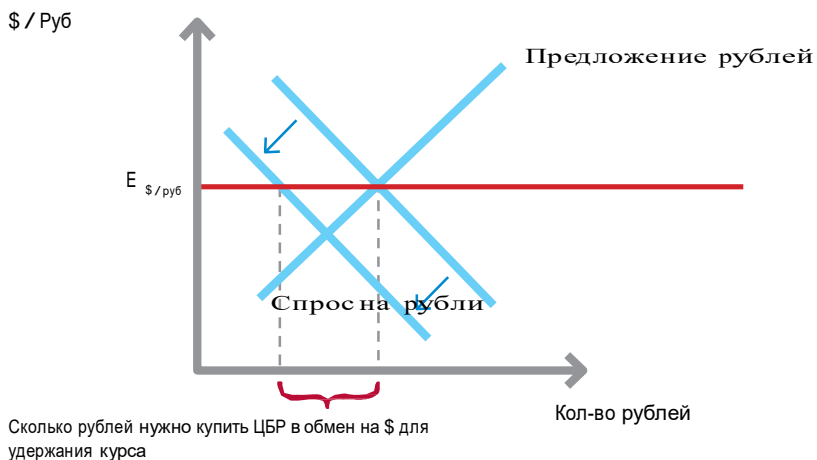


Рис 21.4

Если Центральный банк не справляется с удержанием курса на объявленном уровне, например, из-за того что изменения спроса и предложения национальной валюты носят постоянный, а не временный характер, то он может этот курс пересмотреть. Понижение фиксированного валютного курса называется девальвацией, а повышение ревальвацией. Также, вместо того, чтобы жестко фиксировать курс на определенном уровне, денежные власти могут удерживать его в некотором коридоре, что с одной стороны снижает валютные риски, а с другой избавляет Центральный банк от необходимости интервенций в случае небольшого колебания курса. Подобная политика называется режимом управляемого плавающего курса.

Какой же режим валютного курса лучше плавающий или фиксированный? Определенного ответа на этот вопрос не существует. И та и другая система имеют свои плюсы и минусы. С одной стороны, возможность резких изменений валютного курса увеличивают неопределенность, которая дорого обходится экономическим агентам: производителям, потребителям, инвесторам и правительству. Фиксированный валютный курс освобождает их от этой проблемы. Однако возможности денежных властей противодействовать рыночным силам в попытке удержать валютный курс неизменным ограничены. В ситуации, когда рынок с его практически бесконечными финансовыми ресурсами считает, что стоимость валюты, зафиксированная денежными властями, не соответствует действительности, валютных резервов Центрального банка может просто не хватить для поддержания курса на желаемом уровне. Валютные спекулянты – эти волки в лесу финансов, зорко отсле-

Девальвация – снижение фиксированного валютного курса денежными властями.

Ревальвация – повышение фиксированного валютного курса денежными властями.

живающие все нежизнеспособное, будут продавать ту валюту, которая, по их мнению, должна подешеветь, и покупать ту валюту, которая, как они считают, должна подорожать. В первом случае валютные резервы страны, против валюты которой играют спекулянты, будут истощаться, а во втором, наоборот, расти.

В пользу плавающего курса говорит то, что свободное его движение, отражающее ситуацию на рынке, может служить своеобразным «громоотводом» для экономики. Мгновенное изменение курса позволяет приспособиться к меняющейся рыночной ситуации без значительного падения производства. Например, представьте себе ситуацию, в которой производительность труда в некоей стране оказалась ниже, чем у соседей. Для того чтобы товары этой страны оставались конкурентоспособными, зарплаты ее работников должны упасть, так как в основе цен лежат именно зарплаты. Сокращение зарплат политически болезненно и может произойти только вследствие длительного периода высокой безработицы. В этой непростой ситуации плавающий обменный курс может оказаться спасительным. Потеря конкурентоспособности страны поведет к сокращению ее экспорта и росту импорта, что негативно скажется на валютном курсе. Снижение валютного курса в свою очередь поведет к снижению цены отечественных товаров относительно зарубежных и восстановлению объема экспорта. Плавающий валютный курс в данном случае оказывается той самой рыночной ценой, которая помогает восстановить рыночное равновесие, в то время как внутренние цены не спешат это сделать.

Еще одна важная проблема, связанная с фиксированным валютным курсом, состоит в том, что придерживающиеся этой политики страны чаще всего лишаются возможности проводить независимую денежную политику. Мир устроен так, что денежные власти, к большому для себя сожалению, могут одновременно довольствоваться лишь двумя из следующих трех пунктов:

- 1) фиксированный валютный курс;
- 2) свободное перемещение капитала через границу;
- 3) денежная политика, направленная на контроль над инфляцией и стимулирование экономики.

В связи с тем что контролировать движение капитала через границу становится все сложнее, в том числе из-за развития электронных денег, денежным властям фактически приходится выбирать между фиксированным валютным курсом и денежной политикой. Так, попытка снизить процентные ставки в целях стимулирования экономики (как и почему это делается, мы будем изучать далее) при условии свободного перемещения капитала через границу приведет к оттоку денег из страны, так как инвесторы захотят держать свои деньги там, где за них можно получить

большой процент. Это будет оказывать понижающее действие на курс национальной валюты. Если при этом Центральный банк придерживается политики фиксированного обменного курса, то ему придется покупать национальную валюту и продавать иностранную, для того чтобы удержать валютный курс на заданном уровне. Сокращение денежной массы приведет к росту процентных ставок (как и почему, мы опять же обсудим позже). Отток капитала будет продолжаться, пока процентные ставки не достигнут своего прежнего уровня. Таким образом, в условиях свободного перемещения капитала через границу и фиксированного обменного курса политика, направленная на снижение процентных ставок, не является эффективной.

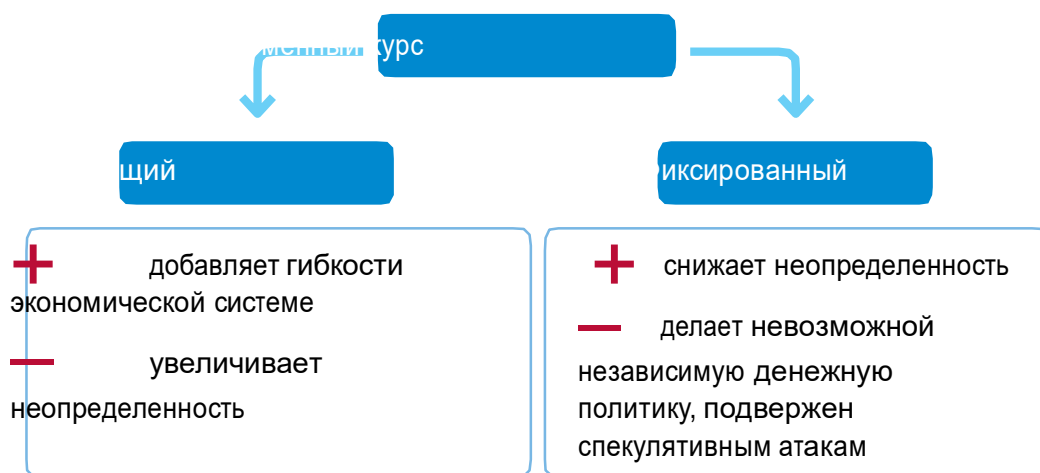


Рис 21.2

В том что касается курсовой политики, каждая страна делает свой выбор, взвешивая для себя все плюсы и минусы. Трудно себе представить пример более последовательного и жесткого фиксирования валютных курсов, нежели введение единой валюты в зоне евро. Страны еврозоны, традиционно являющиеся крупными торговыми партнерами, просто отказались от своих валют для того, чтобы снизить торговые риски, связанные с колебаниями их взаимных курсов. В то же время, курс евро свободно плавает относительно валют других стран. Маленькие страны, для экономики которых внешняя торговля играет определяющую роль, предпочитают так или иначе фиксировать свой валютный курс, часто «привязывая» его к одной из ведущих мировых валют (чаще всего к евро или к доллару США)³. Курсы валют таких мировых экономических гигантов как США, объединенная еврозона, Великобритания и Япония являются плавающими. В том что касается рубля, то после почти 20 лет управляемого плавающего курса Банк России в ноябре 2014 года перевел рубль на плавающий курсовой режим.

³ Курс фиксируется относительно выбранной валюты, и колеблется относительно других валют вместе с ней.

Золотой стандарт, великий и ужасный.

Во времена господства металлических денег, валюты разных государств обменивались друг на друга исходя из относительной стоимости содержащихся в них ценных металлов. Изображения менялись с точными аптекарскими весами, вы, наверное, не раз видели на средневековых картинах. Этот принцип не изменился и с появлением бумажных денег. Первые бумажные деньги, как вы помните, представляли собой банковские расписки, которые можно было обменять на металлические деньги. Обменять купюры одной страны на купюры другой можно было исходя из отношения ценных металлов, которые можно было получить за каждую из них. Поскольку цены металлов колебались относительно друг друга, для упрощения активно развивавшейся международной торговли во второй половине XIX века развитые страны начали пользоваться так называемым «золотым стандартом»⁴. Россия присоединилась к этой системе в 1897 году в ходе денежной реформы С.Ю.Витте⁵. Центральные денежные власти гарантировали возможность обмена бумажных денег на определенное количество золота. Количество денег в обращении было производной от количества золотого резерва страны. Курс валют определялся исходя из относительного количества золота, на которое можно было их поменять. Фактически это была система фиксирования курсов основных валют друг к другу, гарантированная золотыми запасами стран участниц. Если спрос граждан страны А на валюту страны В превышал спрос граждан страны В на валюту страны А, то относительные стоимости валют оставались прежними, а проблема дефицита валюты страны В для граждан А решалась тем, что страна В печатала необходимую сумму и покупала на нее у страны А золото из ее резерва. Таким образом, золотой резерв в стране В рос, в стране А снижался; количество валюты страны В в обращении росло, а страны А уменьшалось. Это происходило потому, что размер денежной массы страны был приведен в строгое соответствие с ее золотым запасом. Система золотого стандарта избавляла продавцов и покупателей от неопределенности, связанной с обменным курсом, что было очень удобно для международной торговли, которая и расцвела пышным цветом в конце XIX, начале XX веков.

Золотой стандарт стал одной из первых жертв мировой войны, начавшейся в Европе в 1914 году. Большие военные расходы стран участниц не позволили

⁴ До этого бумажные деньги многих стран, в том числе России обменивались на серебро, на основании запаса которого выпускались бумажные деньги.

⁵ Присоединение к системе золотого стандарта была частью реформ, направленных на индустриализацию экономики России. Надежный рубль, гарантированный золотым запасом, помог привлечь в страну иностранный капитал, способствовал развитию международной торговли.

им удерживать денежную массу в соответствии со своими резервами и соответственно гарантировать обмен бумажных денег на золото. После завершения войны воспоминания о довоенной стабильности побудили политиков практически всех воевавших стран сделать попытку вернуться к золотому стандарту с катастрофическими, однако, последствиями для экономики. Экономисты считают, что попытка денежных властей ведущих держав (США, Великобритании, Франции, Германии) играть по правилам золотого стандарта была виной затяжному выходу из финансового кризиса 1929 года, получившему название Великой депрессии. Зажатые в тисках золотого стандарта, требующего строгого соответствия количества наличных в обращении золотому запасу страны, денежные власти не могли наращивать объем наличных денег, в ответ на сокращение денежной массы из-за кредитного кризиса. Вследствие такой денежной политики экономики ведущих мировых держав были затянуты в дефляционную спираль. В результате Великобритания и Япония в 1931, США в 1933 и Франция в 1936 годах приостановили свое участие в системе золотого стандарта, девальвируя свои валюты относительно золота.

Пройдя через горнило второй мировой войны, мир снова сделал попытку вернуться в надежную гавань фиксированных курсов валют. В 1944 году была создана так называемая Бреттон-Вудская система, при которой в качестве резервов, на которые могла быть обменена валюта стран участниц, использовался американский доллар. Курсы остальных валют фиксировались относительно доллара США. Выбор резервной валюты был обусловлен большим дисбалансом мирового золотого запаса, львиная доля которого после войны оказалась в США. Американский доллар в свою очередь мог быть ограниченно обменен на золото⁶, и количество долларов в обращении должно было соответствовать золотому запасу Соединенных Штатов.

Бреттон – Вудская система сломалась в 1971 году. Снова стимулирующая политика наращивания денежной массы, в данном случае со стороны американского правительства, оказалась несовместимой с требованием фиксированного обменного курса. 1973 – 1979-е были годами свободно плавающих курсов основных валют при наличии ограничений по перемещению капитала из страны в страну. Маленькие страны «привязывали» свои обменные курсы к валютам больших торговых партнеров. В целях снижения валютных рисков в торговле интенсивно торгующие между собой страны Западной Европы сделали очередную попытку фиксировать свои валюты относительно друг друга. Так называемый механизм обменного кур-

⁶ Обменивать свои доллары на золото могли не все, а лишь центральные денежные власти стран участниц Бреттон-Вудской системы.

са, предполагающий удержание валют стан участниц в определенном коридоре с помощью интервенций на валютном рынке со стороны денежных властей, был запущен в 1979 году. К сожалению, эта система оказалась подвержена спекулятивным атакам, которые усиливались по мере исчезновения валютного пограничного контроля – ограничения по передвижению валюты между странами. Теперь спекулянты могли мобилизовать значительные финансовые активы в нужной им валюте для «нападения» на валюту, официальный курс которой казался им нежизнеспособным. Так, Великобритания с треском вышла из «механизма обменного курса» в 1992 году, отдав валютным спекулянтам большую часть своих резервов.

Оставшиеся в «механизме» европейские страны пошли дальше и в 1999 году перешли на единую валюту (евро). Единую валюту можно назвать высшей формой фиксированного обменного курса, не подверженную спекулятивным атакам. В момент написания данного учебника еврозона включала в себя 17 стран. Однако энтузиазм к переходу на единую валюту силен в основном во время экономического подъема. Глобальный кризис 2008 года заставил многие страны, входящие в зону евро, пожалеть о невозможности девальвации своей валюты в целях увеличения конкурентоспособности. Возможность использования инфляционного налога в ситуации падения доходов бюджета также оказалась недоступна для правительств стран, отказавшихся от своей валюты. Для балансирования бюджета им пришлось урезать расходы и повышать налоги в ситуации экономического кризиса.

21.5. Реальный обменный курс

Международная торговля не является исключением из правила разделения реальных и номинальных переменных, о которых мы говорили, когда обсуждали количественную теорию денег. Реальные переменные, такие как реальный выпуск, реальный процент, реальная заработная плата, не реагируют на изменение номинальных переменных, по крайней мере в долгосрочном периоде.

Реальный обменный курс - отношение уровней цен товаров и услуг двух стран, переведенных в единую валюту.

За движением реальных переменных стоят другие реальные переменные. Так как экспорт и импорт тоже являются реальными переменными, то их изменения определяются не номинальной переменной обменного курса, а соответствующей ей реальной переменной – переменной реального обменного курса.

Реальный обменный курс – отношение уровней цен товаров и услуг двух стран, переведенных в единую валюту.

Пусть у нас есть 2 страны – Россия и США, а $E_{\text{руб}/\$}$ обозначает обменный курс доллара к рублю.

Уровень цен в России

Реальный курс рубля = $\frac{\text{Уровень цен в России}}{E_{\text{руб/\$}} \cdot \text{Уровень цен в США}}$

Уровень цен в США

Чтобы не перепутать числитель и знаменатель в формуле реального обменного курса, нужно рассуждать логически: чем больше рублей дают за один доллар, тем дешевле рубль, тем ниже его реальный курс. Значит $E_{\text{руб/\$}}$ помещается в знаменателе.

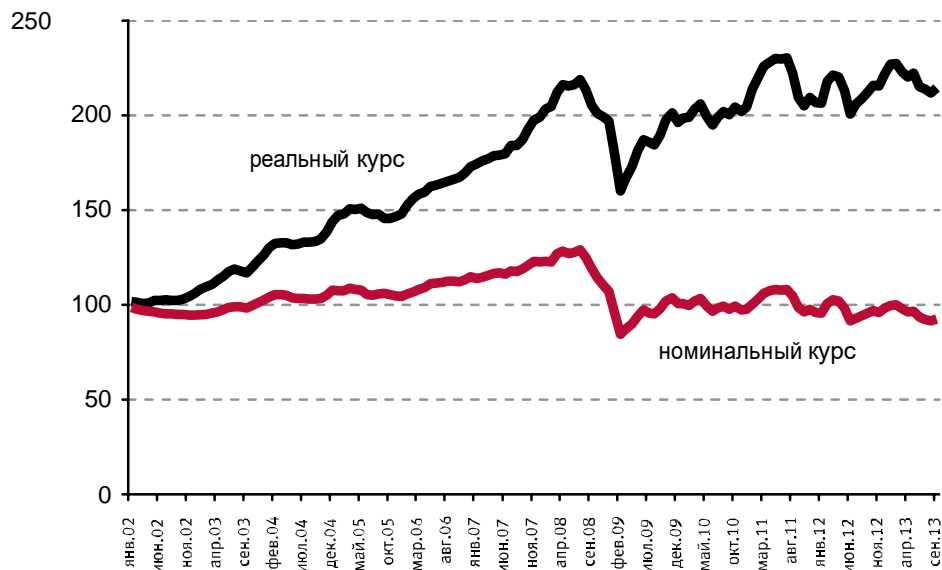
Чем выше российские цены относительно американских, тем выше реальный курс рубля, то есть российские цены идут в числитель, а американские в знаменатель.

Реальный обменный курс страны обратно пропорционален ее конкурентоспособности. Чем он выше, тем выше цены товаров на внутреннем рынке относительно зарубежного рынка. Тем, соответственно, хуже отечественные производители конкурируют с иностранцами на внешнем и внутреннем рынках. Увеличение реального курса национальной валюты негативно влияет на чистый экспорт страны.

Конкурентоспособность страны = $\frac{1}{\text{Реальный курс национальной валюты}}$

График 21.5.

Динамика реального и номинального курса рубля по отношению к доллару США, декабрь 2001 = 100.



Источник: ЦБР

График 21.5 показывает, что в 2000-х годах при незначительном изменении номинального курса рубля его реальный курс вырос больше чем в два раза. Это произошло за счет того, что относительно более высокая инфляция в России за рассматриваемый период не вела к снижению номинального курса рубля. Рубль

«укреплялся» в основном за счет роста спроса на энергоносители – основную статью российского экспорта. Рост реального курса рубля был равнозначен снижению конкурентоспособности российских товаров.

21.6. О чем нам может рассказать платежный баланс

Платежный баланс – это счет всех денежных потоков в страну и из страны. Его принцип в целом не отличается от платежного баланса любой фирмы. Деньги, приходящие в страну записываются с плюсом, деньги, уходящие из нее, с минусом, и, что главное, сумма всех плюсов должна быть равна сумме всех минусов, иначе какой же это баланс. Интересный вопрос заключается в том, почему сумма всех платежей, осуществляющихся через границу, должна быть равна нулю?

Платежный баланс – На этот вопрос можно отвечать с точки зрения спроса и предложения иностранной валюты. Количество иностранной валюты, которую мы хотим купить, чтобы приобрести иностранные товары или инвестировать за рубеж, должно соответствовать количеству рублей, которые хотят приобрести иностранцы для покупки наших товаров и инвестиций в Россию. Если спрос на рубли окажется не равен их предложению, то произойдет одна из двух вещей: либо курс рубля изменится и уравнивает спрос и предложение, либо недостающие спрос или предложение будут компенсированы Центральным банком. Для получения платежного баланса статистики классифицируют то огромное количество платежей, которое проходит через границу. История, которую может рассказать платежный баланс о своей стране, содержится в относительном значении его частей. Вот эти части.

I. Счет текущих операций⁷. В него входят следующие платежи:

- *Торговый баланс* – оплата экспорта и импорта товаров
 - *Оплата экспорта и импорта услуг*
 - *Доходы инвесторов с вложенного капитала*
 - *Зарплаты*
 - *Рента*
 - *Трансферты*
- } Доходы факторов производства, перечисляемые через границу

II. Счет капитала. В него входит плата за приобретение таких капитальных объектов, как здания, бренды, заводы.

III. Финансовый счет. В него входят следующие финансовые операции:

- *Прямые инвестиции* – долгосрочные вложения в зарубежные предприятия с целью получения полного или частичного участия в его управлении.
- *Портфельные инвестиции* – приобретение акций предприятий в целях получения дохода, без намерения осуществлять контроль за этими предприятиями.
- *Ссуды и займы.*
- *Прочие финансовые обязательства.*

IV. Статистическая погрешность. Если после того, как мы записали в баланс все известные нам денежные потоки, их сумма не равна нулю, то значит, что мы что-то пропустили. Это «что-то» чаще всего относится к теневому сектору экономики, который тщательно прячется от глаз статистических и таможенных служб.

V. Изменение резервов ЦБ. Под этой статьей платежного баланса записывается приобретение и продажа Центральным банком иностранной валюты в целях компенсации недостающих спроса или предложения иностранной валюты. Если курс национальной валюты является свободно плавающим, то изменение резервов ЦБ должно быть равно нулю, так как обменный курс изменяется для того, чтобы уравновесить спрос и предложение на валютном рынке. Если за рассматриваемый период золото-валютные резервы Центрального банка увеличились, то это означает две вещи. Во-первых, то что курс рубля не является свободно плавающим. Во-вторых, что при существующем курсе рубля денежные потоки, идущие в Россию, оказались больше, чем денежные потоки, исходящие из нее.

⁷ Иногда счет текущих операций называют торговым балансом, так как исторически значение баланса услуг и оплаты факторов производства за границу были относительно небольшими.

Таблица 21.1.

Платежный баланс РФ за 2012 год, млн. долларов США

I. Счет текущих операций	72 016
Торговый баланс	192 296
Баланс услуг	– 46 487
Баланс оплаты труда	– 11 831
Баланс инвестиционных доходов	– 56 838
Баланс ренты	1 008
Баланс вторичных доходов (трансферты)	– 6 133
II. Счет операций с капиталом	– 5 218
III. Финансовый счет	– 26 512
IV. Чистые ошибки и пропуски	– 10 270
V. Изменение валютных резервов ('+' – снижение, '–' – рост)*	– 30 017

Источник: ЦБР

* знак, обратный направлению изменения резервов ставится для того, чтобы платежный баланс был равен нулю.

Давайте вспомним модель кругооборота, которую мы разбирали в Главе 15 нашего учебника. Счет текущих операций – это, грубо говоря, и есть чистый экспорт ⁸, или NX. Финансовый счет и счет капитала представляют из себя чистый отток капитала или NCO (net capital outflow). Если мы продаем внешнему миру больше, чем покупаем у него, то избыток нашей валюты мы даем иностранцам в долг или приобретаем их финансовые и капитальные активы. В случае свободно плавающего валютного курса, то есть в ситуации, когда изменение валютных резервов Центрального банка равно нулю мы можем заключить, что:

$$NX = NCO \text{ (чистый отток капитала)}$$

Если же Центральный банк контролирует движения валютного курса путем изменения валютных резервов, то уравнение платежного баланса будет выглядеть как:

⁸ Инвестиционные доходы, зарплаты, рента – это плата за услуги факторов производства и могут быть истолкованы как экспорт и импорт услуг. Источником трансфертов чаще всего служат те же доходы факторов производства.

$NX = NCO$ (чистый отток капитала) + Изменение валютных резервов ЦБ

Таким образом, профицит счета текущих операций (положительный чистый экспорт) может означать чистый отток капитала из страны, а дефицит – чистый приток капитала в страну. Как мы уже обсуждали, профицит счета текущих операций может возникать из-за большого количества капитала в стране-кредиторе, что ведет к снижению относительной прибыльности дополнительных вложений в ее экономику. К сожалению, эта же ситуация также часто возникает из-за того, что отечественные инвесторы предпочитают вкладывать свои капиталы за рубежом из-за плохого инвестиционного климата у себя дома.

Что можно сказать, глядя на платежный баланс нашей страны, представленный в таблице 21.1? Во-первых, то что Россия, обладая профицитом счета текущих операций в 2012 году являлась чистым кредитором – чистый отток капитала из нее, представленный суммой финансового счета и счета с капиталом был положительным. Во-вторых, глядя на изменения валютных резервов, произошедших за 2012 год можно сказать, что курс рубля, безусловно, контролировался Центральным банком, причем рост резервов, произошедший за рассматриваемый период, говорит о том, что если бы не валютные интервенции Банка России, то рубль на конец 2012 года мог бы оказаться дороже.

21.7 Что находится внутри торгового баланса. Структура внешней торговли РФ.

«Все, чем для прихоти обильной

Торгует Лондон щепетильный

И по Балтийским волнам За лес и сало возит нам....» А.С.Пушкин «Евгений

Онегин»

Как же изменилась роль России в международном разделении труда со времен Пушкина? К сожалению, меньше чем хотелось бы. Основными статьями российского экспорта являются сырьевые ресурсы. Лес и сало заменили нефть, газ и прочее минеральное сырье.

Таблица 21.2.

Экспорт из РФ по категориям товаров, 2011 год

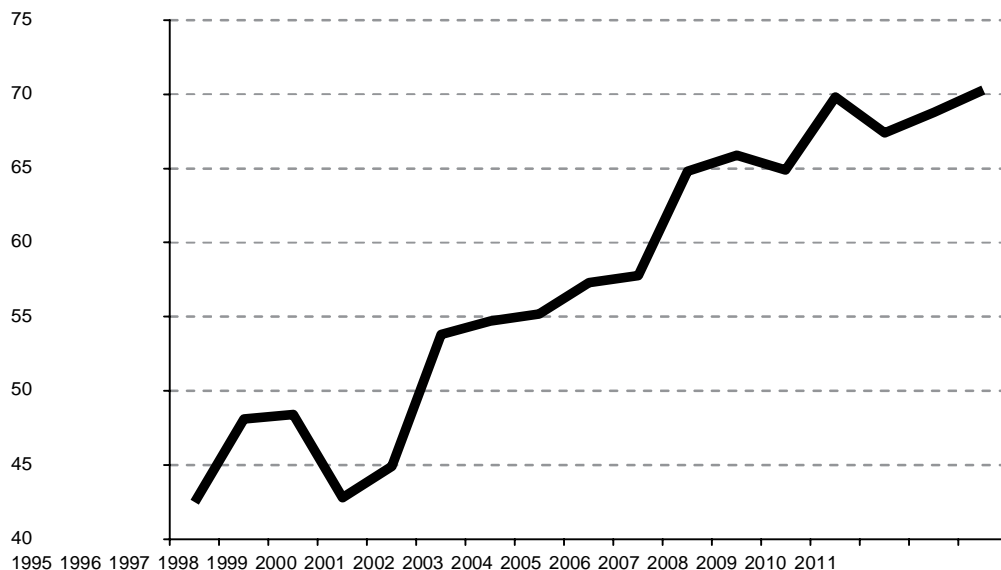
Экспорт, всего	100%
в том числе:	
минеральные продукты	70,3%
металлы, драгоценные камни и изделия из них	11,1%
продукция химической промышленности, каучук	6,0%
машины, оборудование и транспортные средства	4,5%
продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье (кроме текстильного)	2,3%
древесина и целлюлозно-бумажные изделия	2,1%
прочие товары	1,3%

Источник: Росстат.

Значительное увеличение доли сырья в российском экспорте произошло в 2000-ые годы. За это время она выросла больше чем в 1,5 раза во многом из-за роста цен на энергоносители.

График 21.6.

Динамика доли сырьевых товаров в экспорте РФ



Источник: Росстат.

Картина того, что Россия получает в обмен на свой экспорт, более разнообразна, но не принципиально отличается от времени великого поэта. По-прежнему основной статьей российского импорта являются промышленные товары.

Таблица 21.3

Импорт в РФ по категориям товаров, 2011 год

Импорт, всего	100%
в том числе:	
машины, оборудование и транспортные средства	48%
продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье (кроме текстильного)	13,9%
продукция химической промышленности, каучук	14,9%
металлы, драгоценные камни и изделия из них	7,1%
текстиль, текстильные изделия и обувь	5,5%
древесина и целлюлозно-бумажные изделия	2,2%
минеральные продукты	2,1%
прочие товары	3,7%

Источник: Росстат.

Наличие богатых природных ресурсов, несомненно, является конкурентным преимуществом нашей страны. Однако мы такие не единственные. В 2013 году добыча нефти в США составила примерно 80% от российской, при том что ни одного барреля этой нефти не было экспортировано, в то время как половина добытой в России нефти продается за рубеж. Столь большая зависимость российской экономики от экспорта сырья представляет потенциальную опасность. Дело в том, что спрос и предложение сырья неэластичны, что как вы помните из курса микроэкономики, ведет к сильному колебанию его цены. Россия прежде сталкивалась с этой проблемой. Обвал цены на нефть в 80-х после ее продолжительного роста в 70-х послужил катализатором крушения советской экономики и распада СССР. В 2000-х годах мы с вами снова стали свидетелями рекордного роста цен на энергоресурсы – экономический рост в России за этот период его прямое следствие. Очень не хочется продолжать параллель с советской экономикой и переживать последствия нового падения цены на нефть, которая, к сожалению, зависит от чего угодно, но только не от нашего желания.

Преодолеть историческую роль России как поставщика сырья на международные рынки может лишь увеличение конкурентоспособности отечественных това-

ров. Для того чтобы производить относительно более дешевые товары соответствующего качества, необходимо увеличивать производительность труда. Это задача не только и не столько конкретных производителей, но всего общества в целом. Некоторые рецепты того, как можно этого добиться, рассмотрены в главе нашего учебника, посвященной экономическому росту.

Самое главное

- Курс валюты – ее цена относительно других валют определяется спросом и предложением этой валюты.
- Повышательное влияние на курс национальной валюты оказывают:
 - отставание роста внутренних цен по сравнению с внешним миром;
 - более высокая ставка процента в стране по сравнению с внешним миром;
 - рост спроса на отечественные товары, вызванный увеличением дохода домохозяйств внешнего сектора или изменением их предпочтений;
 - снижение спроса на иностранные товары, вызванное снижением дохода отечественных домохозяйств или изменением их приоритетов;
 - покупка Центральным банком национальной валюты на валютном рынке.
- Паритет покупательной способности предполагает, что валюта страны с более высоким уровнем инфляции будет обесцениваться по сравнению с валютой страны с более низким ее уровнем.
- Валютный курс не является нормативной величиной. Любое его изменение имеет своих победителей и проигравших. От подорожания национальной валюты выигрывают потребители, а проигрывают отечественные производители, товары которых становятся менее конкурентными на внешнем и внутреннем рынке. От падения национальной валюты выигрывают отечественные производители, конкурирующие на внешнем и внутреннем рынках, а проигрывают потребители. Падение национальной валюты также плохая новость для отечественных должников, чей долг деноминирован в иностранной валюте.
- Существуют два основных режима валютного курса: плавающий, свободно определяемый силами рынка и фиксированный, заданный и поддерживаемый Центральным банком. Часто денежные власти останавливают свой выбор на режиме управляемого плавающего курса, при котором валютному курсу разрешено определяться силами рынка в рамках фиксированного коридора.

- Плюсы фиксированного обменного курса состоят в преодолении неопределенности, связанной с обменным курсом, что снижает издержки экономических агентов. Его минусы связаны со сложностью удерживать неизменным фиксированный курс в изменяющихся экономических обстоятельствах. В силу отсутствия гибкости из путеводной нити фиксированный валютный курс может превратиться в путы для экономики. Кроме этого, связанные требованиями режима фиксированного обменного курса денежные власти теряют возможность проводить денежную политику, направленную на обуздание инфляции или стимулирования экономики.
- Плюсы плавающего обменного курса состоят в его способности мгновенно изменяться в ответ на меняющиеся обстоятельства. Плавающий обменный курс добавляет гибкости экономической системе в процессе ее перехода к новому равновесию. Минусом плавающего обменного курса является его непредсказуемость, в то время как экономические агенты стремятся к определенности.
- Будучи реальными переменными экспорт и импорт зависят не от номинального валютного курса, а от реального. Реальный валютный курс, который считается как отношение уровня цен товаров двух стран, переведенных в единую валюту, определяет взаимную конкурентоспособность товаров этих стран.
- В платежный баланс попадают все денежные потоки, проходящие через границу страны. Эти потоки разделяются на счет текущих операций, счет капитала, финансовый счет, изменение валютных резервов ЦБ и статистическую погрешность.
- Разница между денежными потоками, приходящими в страну, и уходящими из нее равняется статистической погрешности, то есть платежный баланс всегда равен нулю. Это происходит благодаря тому, что плавающий обменный курс изменяется, чтобы уравнять спрос и предложение национальной валюты. При режиме фиксированного обменного курса балансирующим фактором выступает Центральный банк, компенсирующий из своих валютных резервов недостающие спрос или предложение.
- Равенство платежного баланса нулю подразумевает то, что профицит счета текущих операций означает отток капитала из страны, а дефицит – приток капитала в страну.

Задачи к главе 21

1. *1 единица валюты страны В стоит 10 единиц валюты страны А.*

- a. Найдите $E_{A/B}$
- b. Найдите $E_{B/A}$
- c. Найдите обменный курс валюты страны В относительно валюты страны С ($E_{B/C}$), если мы знаем, что $E_{A/C} = 20$.
- d. Что произойдет, если валюта страны С будет продаваться за меньшее количество единиц валюты страны В?
- e. Если количество рублей за американский доллар увеличится, то это будет означать рост курса рубля или его падение? Укрепление или ослабление рубля?

2. *Любимый многими ценителями вкусных «вредностей» бутерброд Биг Мак можно встретить почти во всех уголках мира. Изготавливается он по стандартной технологии с использованием местных продуктов и рабочей силы. Именно этим он стал интересен для экономистов, которые используют его как продукт, отражающий уровень цен на товары и услуги в стране. В июле 2013 года средняя цена бутерброда БигМак в США составляла \$4,56, а в России 87 руб.*

- a. Каким должен был быть обменный курс рубля к доллару США в июле 2013 года согласно требованию Паритета Покупательной Способности, рассчитанного по относительной цене на бутерброд БигМак?
- b. Каким был обменный курс на самом деле?
- c. Является рубль недооцененным или переоцененным с точки зрения ППС? Как это может сказаться на стоимости рубля при его переходе к плавающему курсу?
- d. Какие факторы, по вашему мнению, кроме возможности интервенции ЦБР на валютном рынке, могут удерживать курс рубля от его соответствия уровню Паритета Покупательной Способности из пункта (a)?

3. *Почему процент, под который правительство Греции может разместить свои облигации сильно выше, чем тот, за который свои облигации размещает правительство Германии? (Подсказка: чем объясняется тот факт, что стоимость банковского кредита обеспеченного имуществом, которое банк*

сможет забрать в случае дефолта заемщика, ниже, чем стоимость необеспеченного кредита?) Какую роль играет риск дефолта заемщика в разнице процентных ставок, по которым его согласны кредитовать кредиторы?

4. Представьте, что на вас свалилось неожиданное наследство, равное 1 млн. руб. Вы можете вложить эти деньги в российские или в американские корпоративные облигации. Пусть транзакционные издержки на совершение данных сделок равны нулю. Процент, который вы получите в конце года, равняется 10% для российских бумаг и 4% для американских. Российские облигации деноминированы в рублях, а американские в долларах. За этот год инфляция в России ожидается равной 7%, а в США – 2%. По вашим оценкам, вероятность дефолта российской компании по своим обязательствам равна 2%, а американской 0,5%. (Подсказка. Ожидаемая величина считается следующим образом: вероятность выполнения заемщиком своих обязательств # доход в этом случае + вероятность дефолта заемщика # доход в этом случае. Доход в случае дефолта равняется минус 1млн. руб.)

а. В какие бумаги вы вложите свои деньги, если вы не ожидаете изменения курса рубля по отношению к доллару?

б. Что произойдет с курсом рубля относительно доллара, если процентные ставки по данным облигациям совпадают со средними процентными ставками по экономике, а ваша оценка рискованности вложений разделяется остальными инвесторами?

с. Как повлияет на ваш ответ на предыдущие вопросы увеличение барьеров для передвижения капитала через границу, то есть рост транзакционных издержек при вложение капитала в зарубежные активы?

5. **а.** Какой должна быть реальная процентная ставка на вложения в валюте страны А, если при условии свободного перемещения капитала и одинакового кредитного риска с соседней страной В реальная процентная ставка на вложения в валюте страны В равна 10% и изменение курса валюты страны А относительно валюты страны В не ожидается?

б. Как изменится ваш ответ, если в связи с ростом спроса на экспортные товары страны В эксперты ожидают подорожания ее валюты относительно валюты страны А на 5% в течение года? (Подсказка: для того, чтобы сравнивать доходы в разных валютах их нужно перевести в одну валюту).

6. На основании ваших ответов на предыдущие вопросы скажите, в каком случае у стран с одинаковой степенью риска могут быть различные внутренние процентные ставки, не вызывающие изменения относительной стоимости их валют?

7. Как будет изменяться плавающий валютный курс рубля относительно евро при следующих обстоятельствах? Объясните свой ответ.

- a.* В России производительность труда растет быстрее, чем в Еврозоне.
- b.* Рост зарплат в России опережает рост зарплат в Еврозоне.
- c.* Уровень инфляция в России выше, чем в Европе.
- d.* Рост спроса на нефть и газ на мировых рынках.
- e.* Инвесторы ожидают снижение доходности вложений в российскую экономику.
- f.* В связи с дефолтом одной из латиноамериканских стран инвесторы изменили свою оценку рискованности вложений в развивающиеся страны.

8. Как будут изменяться золотовалютные резервы Банка России (Центрального банка РФ) в обстоятельствах, перечисленных в предыдущем вопросе в том случае, если курс рубля относительно евро фиксирован?

9. Многие западные предприниматели обвиняют правительство Китая в том, что оно сознательно удерживает стоимость своей валюты, юаня, на уровне ниже рыночного. Как вы думаете, зачем Китаю дешевая валюта? Кто от этого выигрывает, а кто проигрывает?

10. Каким образом ускорение инфляции в России в 2007- 2008 годах может быть связано с усилиями Банка России удерживать курс рубля в объявленном коридоре на фоне растущей цены на нефть? (Подсказка: как вы помните, самая распространенная причина инфляции состоит в росте денежной массы, превышающем рост выпуска)

11. Чему должен быть равен реальный курс одной валюты относительно другой, если номинальный курс этих валют определяется исходя из Паритета

Покупательной Способности? В силу каких причин реальный курс валют может отличаться от своего идеального значения, продиктованного ППС?

12. Представьте себе, что существуют две страны А и В, валюты которых по случайному совпадению называются рублями и долларами. Мы располагаем следующей информацией об этих странах:

	год 1	год 2
Обменный курс руб./\$	20	40
Стоимость стандартного набора товаров в А	100 руб.	200 руб.
Стоимость стандартного набора товаров в В	\$10	\$20

- а.* Найдите реальный курс рубля (валюты страны А) относительно доллара (валюты страны В) в 1-ом и во 2-ом году.
- б.* Чем можно объяснить его динамику?
- с.* Как изменилась конкурентоспособность страны А?

13. Почему в период высокой инфляции в России 1992-1995 годов за неимением оперативных официальных данных о скорости изменения цен многие экономисты рассчитывали инфляцию исходя из скорости обесценения рубля относительно доллара США?

14. Почему в ситуации высокой инфляции граждане предпочитают держать сбережения в иностранной валюте?

15. Почему фиксированный обменный курс популярен во время экономического подъема и непопулярен в кризис? Какие меры могут увеличить конкурентоспособность страны, выбравшей для себя фиксированный валютный курс? Каким образом та же цель может быть достигнута при плавающем валютном курсе?

16. Пусть приведенные ниже денежные потоки являются полным перечнем всех денежных потоков, деноминированных в условных денежных единицах, между некой страной и внешним миром за период времени :

Продажа нефти за рубеж	1000
Получение кредитов от иностранных банков	100
Покупка акций иностранных компаний	100
Вложение в иностранные банки	1000
Покупка автомобилей за рубежом	500
Покупка компьютеров за рубежом	150
Продажа зерна за рубеж	500
Продажа стали за рубеж	600
Отдых за рубежом	300
Получение взятки от иностранных граждан	5
Получение банковского процента из-за рубежа	15
Размещение акций за рубежом	50
Прямые иностранные инвестиции	30
Репатриация прибыли за рубеж	10
Перевод зарплаты за рубеж	20
Покупка иностранцами театральных билетов у спекулянтов	5

- a. Составьте платежный баланс этой страны
- b. Как изменились валютные резервы Центрального банка за рассматриваемый период?
- c. Можно ли назвать валютный курс данной страны плавающим?
- d. Является ли эта страна чистым заемщиком или кредитором на международном рынке?