

УДК 330.101.541:339.743 (575.2) (04)

ЭВОЛЮЦИЯ ТЕОРИЙ ВАЛЮТНОГО КУРСА (МОДЕЛИ КУРСООБРАЗОВАНИЯ)

А.С. Акматалиева – ст. преподаватель

In clause complex studying theoretical aspects of models of a rate of formation contains, evolution of development of these models is investigated. The special attention is given the analysis of advantages and lacks of theories of a rate of exchange, problems of practical application of the given theories come to light. The knowledge of laws on which there is a formation of rates of exchange of national monetary units, allows to predict dynamics of rates of exchange. And this tool should become the basic tool of prevention of crisis situations and minimize financial losses to economic agents. In this connection the urgency of research is defined by necessity of an estimation and ordering of experience of use of various models of a rate of formation. The given research will allow to choose modes of rates of exchange adequate to a concrete situation and means of their regulation, and also will allow to predict dynamics of rates of exchange.

Экономисты с давних пор пытаются понять законы, по которым происходит формирование валютных курсов национальных денежных единиц. Знание этих законов позволило бы прогнозировать динамику валютных курсов, а это, в свою очередь, помогло бы правительствам предотвращать кризисные ситуации, а экономическим агентам – минимизировать финансовые потери. К сожалению, существующие теории валютного курса позволяют приблизиться лишь к пониманию общего механизма валютного регулирования курса, а частные аспекты данной проблемы остаются в тени. В связи с этим появляется необходимость в оценке и упорядочении накопленного аналитического арсенала моделей курсообразования.

В широком плане *теория валютного курса* изучает проблемы стоимостной основы в соотношениях валют, их зависимость от состояния платежного баланса и особенности динамики. Четкие представления о данных процессах позволяют выбирать адекватные конкретной ситуации режимы валютных курсов и средства их регулирования. Для анализа валютного рынка потребовались специальные

модели курсообразования, представляющие собой математическое или логическое описание связи курса с его детерминантами. Созданный к настоящему времени богатый арсенал моделей валютного курса включает и модели, основанные на временной структуре процентных ставок, и микроструктурные модели, но здесь внимание уделяется анализу макроэкономических моделей.

Первым обсуждение факторов курсообразования национальных денег без привязки их к товарному стандарту начал шведский экономист Г. Кассель. Он стремился найти количественные закономерности на международном рынке. После Первой мировой войны на мировом рынке возник диспаритет между валютным курсом и реальной покупательной способностью денег в результате отказа от золотого стандарта. Г. Кассель обратился к идее Д. Рикардо, который предположил, что между валютным курсом и внутренней покупательной способностью денег должна быть четкая взаимосвязь. Установление валютного курса на базе паритета покупательной способности (ППС), по мысли Касселя, способно было вер-

нуть международный рынок в состояние равновесия. Действенность теории Касселя на практике по сей день можно определить высказыванием Дж. М. Кейнса о том, что “теория паритета покупательной способности, даже в ее несовершенной форме, находит себе положительное подтверждение”¹.

Хотя автором *теории паритета покупательной способности* общепризнанно считается Г. Кассель, историки экономической науки связывают появление данной доктрины с идеями, высказанными в 1801–1803 гг. Дж. Уитли. Именно в эти годы английский фунт не разменивался на золото, и поэтому в таких условиях не мог не возникнуть вопрос о стоимостной основе валютного курса. По Г. Касселю, готовность заплатить известную цену за иностранные денежные знаки определяется тем, что за границей они имеют покупательную силу в отношении товаров и услуг². Поэтому частное от деления покупательной силы двух валют называется паритетом покупательной силы (способности). Но при инфляции новый курс будет равен старому, умноженному на соотношение темпов обесценения денег в двух странах. Таким образом, Г. Кассель предложил два способа расчета ППС – абсолютный и относительный. Абсолютный рассчитывается как соотношение индексов потребительских цен двух стран, которое определяет равновесие их валютных курсов. Для расчета относительного ППС выбирается период в прошлом, в котором, как считается, имел место равновесный валютный курс, а затем определяется изменение относительных цен, обусловившее новое соотношение валют. Г. Кассель был далек от мысли абсолютизировать значение ППС и справедливо отмечал ряд факторов, предопределяющих колебания валютного курса выше или ниже ППС. К их числу относятся: 1) ограничения во внешней торговле; 2) спекулятивные валютные операции; 3) ожидания будущего движения валютного курса.

Существенные уточнения были внесены в теорию паритета покупательной способности Дж. М. Кейнсом. По его мнению, ППС есть

феномен бумажно-денежного обращения, поскольку при золотом стандарте основой валютного курса является золотой паритет³. Главную проблему теории ППС Дж. Кейнс видел в оценке покупательной силы денег по отношению к товарам и услугам, не вовлеченным во внешнюю торговлю. Применение теории ППС ко всей массе обращающихся в национальной экономике товаров, не являющихся предметом международной торговли, в долгосрочном плане должно соответствовать движению цен на объекты международной торговли. ППС, рассчитанный по отношению ко всей товарной массе, обращающейся в национальной экономике, может не отражать с большой точностью движение валютных курсов, но в любом случае он будет учитывать изменение покупательной силы денег. “Когда колебания паритетов покупательной силы значительно отличаются от колебаний валютных курсов, – писал Дж. Кейнс, – это свидетельствует об уже наступившем или готовящемся наступлении изменения относительных цен двух групп товаров: тех, которые являются объектом международного оборота, и тех, которые таковыми не являются”⁴.

Для Дж. Кейнса значение теории ППС заключалось прежде всего в том, что покупательная сила валюты рассматривается в ней как более серьезный фактор макроэкономики, чем изменение валютного курса. Это объясняется тем, что внутренняя покупательная сила быстрее реагирует на денежную политику страны. Его общий вывод, как указывалось выше, состоял в том, что несмотря на существенные недочеты, теория ППС нашла практическое подтверждение.

Одна из важных особенностей сравнения ППС и реального валютного курса была отмечена Б. Балассой и П. Самуэльсоном и получила название “эффект Баласса-Самуэльсона”. При расчете ППС учитываются цены как товаров, так и услуг. Расхождения в уровне производительности труда между странами при производстве товаров больше, чем при оказании услуг. В странах с высокой производи-

¹ Кассель Г. Инфляция и валютный курс. – М., 1995. – С. 93.

² Там же. – С. 23.

³ Кейнс Дж.М. Трактат о денежной реформе. – М., 1925. – С. 2.

⁴ Там же. – С. 50.

тельностью труда складывается относительно более высокий уровень заработной платы и соответственно цен на услуги. Из этого следует, что валюта страны с более высокой производительностью труда будет переоценена по сравнению с ППС, причем разрыв между ППС и равновесным валютным курсом будет носить устойчивый характер. Данный вывод имел большое значение для дальнейшего развития доктрины ППС.

Этот показатель как важнейший элемент теории валютного курса остается единственной концепцией, призванной трактовать закономерности его динамики. Однако в последние годы в ее рамках оказалось невозможным объяснить как краткосрочные, так и среднесрочные колебания валютных курсов. Их изменчивость значительно возросла при переходе к плавающему режиму. При этом уровень цен в развитых странах в последние два десятилетия был относительно стабильным. Такое положение создало проблемы для доктрины ППС, исходящей из тесной взаимосвязи валютных курсов и внутренних цен. Стало очевидным, что доктрина ППС не может объяснить не только краткосрочную, но и среднесрочную динамику валютных курсов. Более того, под вопрос была поставлена ее способность адекватно описывать их долгосрочную динамику.

Последующий анализ валютных курсов базировался исключительно на изучении взаимосвязи валютного и товарного рынков. Валютный рынок считается стабильным, если на спрос и предложение действуют центробежные силы, возвращающие его в случае колебаний в состояние равновесия, – так полагал А. Маршалл. В 1923 г. он вывел закономерность, получившую название “условие Маршалла-Лернера”: снижение курса национальной валюты приводит к улучшению торгового баланса, если сумма абсолютных значений эластичности внутреннего спроса на импорт и внешнего спроса на экспорт больше единицы. Позднее, в 1937 г. Я. Тинберген в работе “Эконометрический подход к проблемам делового цикла” показал, что сумма эластичностей импорта и экспорта гораздо меньше единицы. Иными словами, условие Маршалла-Лернера на практике не выполняется, и в краткосрочном периоде девальвация не ведет

к улучшению торгового баланса страны. Если даже обесценение валюты способствует восстановлению равновесия, то лишь в малой степени. Невозможность восстановить равновесие “по Маршаллу” дала повод Ф. Махлупу, американскому представителю неоклассики, объявить о переходе от прежде царившего в экономической теории “эластичного оптимизма” к “эластичному пессимизму”. Дополнительные исследования, проведенные в 50-е годы в МВФ, выявили, что, несмотря на верность теоретического подхода, существует проблема идентификации – правильного выбора механизма и временного горизонта эконометрической оценки. Оказалось, что различаются краткосрочная и долгосрочная эластичности. На небольшом промежутке времени (до года) импорт и экспорт могут быть неэластичными. Однако, если учесть лаги, в течение которых происходят макроэкономические изменения, в долгосрочной перспективе внешнеторговые показатели более эластичны.

Из вышесказанного можно отметить, что теория валютного курса тесно связана с *теорией платежного баланса*, хотя последняя представляет собой более широкое направление макроэкономических исследований. В условиях Бреттон-Вудской системы основными объектами политики являлись платежные балансы и золотовалютные резервы. Фиксированные валютные курсы не влияли непосредственно на платежные балансы. С помощью ППС можно было оценивать необходимые изменения фиксированных валютных курсов, но сами изменения осуществлялись лишь по решениям денежных властей. В этой ситуации доктрина ППС носила более научный, чем практический характер. Ситуация радикально изменилась с переходом в 1973 г. к плавающим валютным курсам. В новых условиях ППС должен был бы превратиться в инструмент прогнозирования валютных курсов, но их возросшая изменчивость сделала ППС мало пригодным для данных целей. В определенной мере это было связано с новыми подходами к регулированию платежных балансов.

На протяжении длительного периода в экономической науке господствовала кейнсианская доктрина платежного баланса, сформулированная Дж. Робинсон. Согласно этой док-

трине, объемы экспорта и импорта определяются валютным курсом. Последний влияет на соотношение экспортных и мировых цен, а также на соотношение импортных и внутренних цен. Валютный курс является объектом денежной политики и активно используется для стимулирования национальной промышленности. Девальвация национальной валюты должна применяться для выравнивания платежного баланса. Механизм воздействия валютного курса на платежный баланс состоит в изменении соотношений внутренних цен и цен внешней торговли. Такой подход предполагает высокую эластичность цен по отношению к валютному курсу. Впрочем, кейнсианцами высказывалось мнение, что механизм взаимосвязи валютного курса и платежного баланса состоит не в эластичности цен по отношению к валютному курсу, а в росте цен на импортные товары в результате девальваций. Повышение импортных цен способно снизить внутренний спрос и тем самым выровнять платежный баланс.

В конце 60-х годов появились работы, в которых рассматривалась возможность выравнивания платежного баланса путем установления равновесия между внутренним денежным спросом и предложением денег. Такой подход получил название *монетарного*. Впервые он был развит в 1958 г. Г. Джонсоном. В сжатой форме этот подход сформулирован Я. Френкелем и Г. Джонсоном: платежный баланс есть денежный феномен. Как отмечал Г. Джонсон¹, монетарная концепция платежного баланса восходит к Д. Юму, полагавшему, что денежный запас в конкретной стране автоматически приспособляется к спросу на него через профицит или дефицит платежного баланса, поскольку количество денег в данной стране определяет уровень цен. В свою очередь, уровень цен оказывает воздействие на объемы экспорта и импорта. В рамках монетарного подхода к платежному балансу положительное или отрицательное сальдо по его конкретным статьям рассматривается как проявление из-

бытка или недостатка внутреннего спроса. Изменения по статье иностранных резервов являются результатом складывающегося соотношения спроса и предложения денег во внутренней экономике.

Если кейнсианская теория платежного баланса фокусирует внимание на состоянии рынков товаров и капиталов, то монетарный подход делает акцент на последствиях денежной политики для внешнеэкономической сферы. Кейнсианский подход к платежному балансу предполагал возможность регулирования размера его профицита или дефицита и достижение равновесия в отношениях с внешним миром. Монетарный подход исходит из невозможности и ненужности проведения мер по регулированию платежного баланса, поскольку его равновесие может устанавливаться автоматически через влияние профицита или дефицита на внутреннее денежное предложение. Механизм такого воздействия, по мнению сторонников этого подхода, отчетливо проявляется в условиях плавающих валютных курсов.

Согласно монетарному подходу, нарушение равновесия платежного баланса конкретной страны выступает результатом проведения более экспансионистской денежной политики по сравнению с другими странами. При таком понимании проблемы основным путем преодоления дефицита платежного баланса становится ограничение совокупного спроса, в частности расходов правительства и потребления домашних хозяйств.

Монетарный подход к платежному балансу отражает, по сути, теорию автоматического процесса его корректировки. В этих целях необходим режим плавающих валютных курсов. При фиксированном валютном курсе в условиях открытой экономики внутренняя денежная политика не может обеспечить контроля за предложением денег, поскольку в таком случае центральный банк должен удовлетворять любой спрос на иностранную валюту. Если в качестве резервов национальных денежных систем используется не иностранная валюта, а “всеобщее воплощение ценности” – золото, то в результате нарушения равновесия платежных балансов будет происходить его перераспределение между странами. Однако ситуация приобретает специфический характер, если в

¹ Johnson H. The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory // Current Issues in Monetary Theory and Policy. Ed. by T. Havrilesky and J. Boorman. – Arlington Heights: ANM Publishing Corp., 1976. – P. 511.

качестве резервов используется валюта только одной или нескольких стран. Тогда данная страна или группа стран регулирует уровень резервов в остальном мире.

Для выравнивания платежного баланса мерами денежной политики требуется гибкость цен. Если цены относительно жестки, то колебания денежного предложения определяют неустойчивость валютного курса. Это является причиной расхождения между валютными курсами и ППС. Регулирование валютных курсов становится необходимым дополнительным элементом воздействия на платежный баланс помимо мер денежной политики.

Особого внимания заслуживает так называемая “эпоха Манделла”. Р. Манделлу в 1999 г. была присуждена Нобелевская премия в области экономики, которая была вручена с формулировкой “за анализ денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в условиях различных режимов валютного курса и за анализ оптимальных валютных зон”. *Теория оптимальных валютных зон* сразу после ее создания легла в основу рационального выбора политики валютного курса.

Манделл четко и просто вывел модель, носящую сегодня название “модель Манделла-Флеминга”, приспособив модель товарного рынка для анализа динамической адаптации открытой экономики и добавив в нее мобильность международного капитала.

Модель Манделла-Флеминга легла в основу ставшей канонической теории открытой экономики. С ее помощью доказывается, что эффективность налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики зависит от действующего режима валютного курса. При допущении абсолютной мобильности капитала модель показывает неэффективность денежно-кредитной политики при фиксированном курсе и неэффективность налогово-бюджетной политики при плавающем курсе. На ее основе возникли монетаристские модели валютного курса, а также теория оптимальных валютных зон, с помощью которой осуществляется выбор политики валютного курса.

После Манделла в разработку теории оптимальных валютных зон включились американские профессора Р. Маккиннон и П. Кенен. Они определили экономические свойства сис-

темы, которые позволили бы идентифицировать оптимальную валютную зону. Последовавшие затем работы Дж. Инграма, Г. Грубела, У. Кордена, И. Ишиямы и К. Хамады были посвящены изучению преимуществ и недостатков вхождения в валютную зону, а также расчету стоимости участия в ней¹.

*Валютная зона (currency area)*² представляет собой географическую область с единой валютой или рядом валют, чьи курсы зафиксированы друг к другу и изменяются синхронно по отношению к валютам остального мира. Оптимальность зоны рассматривается с макроэкономической точки зрения в рамках поддержания в открытой экономике внутреннего и внешнего равновесия. Главным недостатком участия в валютной зоне является потеря денежно-кредитного суверенитета, основным преимуществом – увеличение полезности денег. Определить, что перевешивает – недостатки или преимущества участия в валютной зоне, можно с помощью критериев оптимальности (см. табл. 1). Между ними существует взаимозависимость: например, усиление внешней открытости экономики приводит к большей гибкости внутренних цен по отношению к валютному курсу; высокая степень мобильности факторов производства и финансовая интеграция членов зоны делают необязательным условие

¹ Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. – М.: Дело, 2002.

² В экономической литературе встречаются такие синонимы термина “оптимальная валютная зона”, как “feasible currency area” (реально возможная валютная зона, У. Корден), “advantageous monetary area” (выгодная денежная зона, М. Эмерсон), “viable currency area” (жизнеспособная валютная зона, Б. Эйхенгрин) и др. *Моисеев С.* Российско-белорусская валютная интеграция: парадигма оптимальной валютной зоны. ММВФ, март 2000 г. // Материалы конференции “Проблемы валютной политики и роль центральных банков в обеспечении устойчивости национальных валют”, 2000.

Критерии оптимальности валютной зоны и их разработчики

Критерий оптимальности	Автор, год предложения	Экономическое содержание
Гибкость цен и заработной платы	М. Фридмен, 1953	При возникновении макроэкономического дисбаланса ценовые структуры в национальной экономике должны обладать достаточной гибкостью, чтобы их изменение приводило к восстановлению равновесия
Мобильность факторов производства	Р. Манделл, 1961	Если товарные цены недостаточно гибки, то устранение макроэкономического дисбаланса может произойти через изменения на рынке факторов производства, прежде всего посредством перетока трудовых ресурсов из депрессивных отраслей (стран) экономики в отрасли (страны), испытывающие подъем
Интеграция финансовых рынков	Дж. Инграм, 1962	Отчасти макроэкономическое равновесие в краткосрочном периоде может быть восстановлено, если участник валютной зоны, находящийся в рецессии, получит доступ к дешевым финансовым ресурсам более успешного члена зоны
Степень торговой открытости экономики	Р. Маккиннон, 1963	Небольшой экспортоориентированной экономике гораздо выгоднее, чем крупной закрытой экономике, зафиксировать курс национальной валюты к обменному курсу валюты торгового партнера
Диверсификация производства и потребления	П. Кенен, 1969	Диверсификация внутреннего производства и потребления уменьшает уязвимость экономики перед внешними шоками товарного рынка
Инфляционная конвергенция	Дж. Флеминг, 1971	Низкие темпы прироста цен и их корреляция среди членов зоны свидетельствуют об их структурной гомогенности, иными словами, шоки одного из участников не будут передаваться остальным членам зоны
Бюджетный федерализм	П. Кенен, 1969	Издержки растущей безработицы в случае макроэкономического дисбаланса могут быть покрыты за счет бюджетных трансфертов от других членов валютной зоны
Политическая интеграция	Н. Минц и Г. Хаберлер, 1970	Политическая поддержка позволит осуществить быстрые институциональные изменения, направленные на создание однородного экономического пространства членов валютной зоны

гибкости цен; наличие бюджетного федерализма позволяет не беспокоиться о последствиях шоков и т.д. Это свидетельствует об эндогенной связи между критериями оптимальности, и одни из них могут выступать заместителями других. Даже если по предварительной оценке кандидаты на участие в валютной зоне не удовлетворяют критериям оптимальности, вхождение в зону приведет к преобразованию их экономической системы, и она станет соответствовать необходимым требованиям.

Теории оптимальных валютных зон присутствуют два фундаментальных недостатка. Прежде всего, она является нормативной экономической теорией, постулирующей, какой должна быть валютная зона в идеале. Однако

она не предлагает инструментов оценки, с помощью которых можно определить, обладает данная валютная зона оптимальностью или нет. Кроме того, из нее следуют противоречивые выводы. С одной стороны, участники валютной зоны должны представлять собой небольшие открытые экономики, которым выгодно зафиксировать курсы своих валют. С другой – чтобы выжить в условиях внешних шоков, им необходимо диверсифицировать производство и потребление, а сделать это могут только крупные закрытые экономики. Налицо несовместимость критериев оптимальности, что оставляет определение баланса выгод и издержек участия в валютной зоне на усмотрение исследователя.

Крах Бреттон-Вудской системы и переход к плавающим валютным курсам вынудили экономистов заняться поиском новых детерминант курсообразования. Первые постбреттонвудские работы затрагивали взаимосвязь процентных ставок и валютных курсов. Так возникла *гипотеза непокрытого паритета процентных ставок*. Ее главными разработчиками выступили Дж. Билсон, Дж. Лонгворт, а также Р. Миз и К. Рогофф. Согласно гипотезе, в условиях безрискового равновесия на международном рынке разность в номинальных процентных ставках между двумя странами будет компенсироваться ожидаемым темпом изменения номинального обменного курса двух валют для соответствующего периода времени. Разработка гипотезы непокрытого паритета процентных ставок положила начало монетаристскому подходу к анализу валютного курса.

Каноническая монетаристская модель валютного курса состоит всего из семи уравнений, с помощью которых можно определить обменный курс между валютами двух стран. Рудиментарная версия монетаристской модели использовалась еще Д. Рикардо, Дж. Уитли и другими представителями классической школы для изучения денежного обращения Великобритании в XIX в. Позднее Г. Кассель применил их анализ в рамках исследования обесценения немецкой марки в период Первой мировой войны. Современный вид монетаристская модель приобрела благодаря работам экономистов МВФ – Я. Френкеля (1976 г.) и М. Муссы (1976–1979 гг.). Модель состоит из компонентов нескольких теорий: количественной теории денег; паритета покупательной способности; уравнения Фишера, связывающего номинальные и реальные процентные ставки; гипотезы рациональных ожиданий; гипотезы эффективного рынка.

Вывод, который следует из монетаристской модели, достаточно прост: в условиях гибких цен валютный курс определяется денежным предложением, национальным доходом и краткосрочными процентными ставками. Опираясь на ряд упрощений (подобно совершенной взаимозамещаемости иностранных и внутренних облигаций), монетаристы сводят равновесие в открытой экономике к равновесию денежного рынка. Высокая волатильность

реального валютного курса, которая не соответствовала фундаментальным макроэкономическим закономерностям, следующим из канонической монетаристской модели, стимулировала разработку двух новых классов моделей: общего равновесия и с жесткими (“липкими”) ценами.

Модели общего равновесия, первыми создателями которых являлись А. Стокмен (1980 г.) и Р. Лукас (1982 г.), рассматривали общее равновесие на рынках двух стран. Оно определялось балансом на рынке товаров, труда, денежном, валютном, а также на рынках иностранных и внутренних облигаций. Модель включала в себя функцию максимизации полезности экономических агентов, что позволяло связывать микро- и макроуровни анализа. Модель общего равновесия может быть охарактеризована как расширенная монетаристская модель с гибкими ценами, допускающая реальные шоки и множественность товаров, обращающихся на внешнем рынке (а не гомогенность, как предполагается в исходной монетаристской модели). Ее практически невозможно подвергнуть экономическому тестированию в связи со сложностями оценки функции полезности. Данное обстоятельство привело к тому, что модели общего равновесия быстро исчезли из арсенала прикладного валютного анализа.

Первая монетаристская модель с жесткими ценами (модель гиперреакции валютного курса) была создана Р. Дорнбушем в 1976 г. Если бы товарные цены были абсолютно гибкими и изменялись так же скачкообразно, как и денежное предложение, то процентная ставка не менялась бы, поскольку реальное предложение денег остается прежним, а валютный курс тоже скачком переходит на уровень нового долгосрочного равновесия. Но на практике товарные цены оказываются крайне жесткими, особенно в краткосрочном периоде, несмотря на то что в долгосрочной перспективе воздействие денежного предложения на реальную экономику нейтрально.

Таковы исходные предпосылки модели гиперреакции валютного курса Дорнбуша, который рассматривал эффекты резкого сокращения номинального денежного предложения. В связи с тем, что товарные цены не изменяются на краткосрочном отрезке времени, в эконо-

мике наблюдается падение реального денежного предложения. Для восстановления равновесия на денежном рынке внутренняя процентная ставка повышается, что ведет, согласно гипотезе непокрытого паритета процентных ставок, к притоку в страну иностранного капитала и обесценению национальной валюты. Краткосрочное равновесие достигается, когда ожидаемые темпы обесценения валюты сравниваются с дифференциалом процентных ставок. В результате валютный курс демонстрирует гиперреакцию по сравнению со своим долгосрочным значением, определенным образом исходя из паритета покупательной способности. Впоследствии товарные цены начинают постепенно снижаться, пока не достигнут нового равновесного уровня, увеличившись ровно настолько, насколько возросло денежное предложение.

Необходимо отметить, что Р. Дорнбуш не был первым исследователем гиперреакции экономических переменных. Аналогичные идеи содержатся в анализе краткосрочных и долгосрочных ценовых эластичностей А. Маршалла, изложенном в “Принципах экономической теории”. В “Основах экономики” (1948 г.) П. Самуэльсон применил принцип Ле Шателье-Брауна¹ к экономическим процессам, в которых одни переменные изменяются медленно, а другие демонстрируют чрезмерную реакцию. Тем не менее, нельзя не отдать должного модели Дорнбуша. Во-первых, в ней впервые были внесены изменения в привычную модель Манделла-Флеминга путем добавления элементов рыночного несовершенства. Во-вторых, Дорнбуш первым в теории международных финансов “скрестил” жесткие цены и рациональные ожидания, что в настоящее время лежит в основе всех моделей валютного курса, относящихся к *mainstream*. Наконец, в-третьих, как заметил К. Рогофф, модели Дорнбуша присущи несвойственные большинству других моделей гениальная простота и элегантность анализа². Даже

¹ Принцип Ле Шателье-Брауна – внешнее воздействие, выводящее систему из равновесия, вызывает в ней процессы, стремящиеся ослабить последствия первоначального возмущения.

² Rogoff K. Dornbush's Overshooting Model after Twenty-Five Years // IMF Working Paper, 2002. – №39. – P. 19.

сегодня, по прошествии нескольких десятилетий, модель гиперреакции Дорнбуша остается полезным инструментом макроэкономического анализа.

Вплоть до середины 60-х годов в макроэкономическом анализе преобладал подход Я. Тинбергена, который ввел понятие “цель экономической политики” и “инструментальные переменные”. Г. Тейл существенно расширил и дополнил разработки Тинбергена. Благодаря модели Тинбергена-Тейла анализ оптимальной валютной политики преобразился до неузнаваемости. Исследование переместилось на внутривалютный уровень, а выбор политики валютного курса стал зависеть от соотношения выгод и издержек различных режимов денежно-кредитной политики с точки зрения национального благосостояния. Причинно-следственные связи отошли на задний план, теперь изменения экономических переменных рассматриваются как реакция экономики на фундаментальные шоки.

Выбор между фиксированным и плавающим валютными курсами зависит от природы и источников шоков в экономике, а также от целей экономической политики. С точки зрения моделирования речь идет о типе издержек, которые денежные власти желают минимизировать, и структурных характеристиках экономики. Комбинация теории оптимальных валютных зон и анализа шоков была положена в основу современного выбора политики валютного курса (см. табл. 2). В 80-е годы внешние шоки представляли собой главным образом резкое повышение международных процентных ставок, снижение темпов роста в промышленных странах и долговые кризисы. Часто регулирование экономики в условиях внешних шоков требовало не только периодического обесценения национальной валюты, но также и введения более гибкой формы валютного курса. В конце 90-х годов усиление мобильности международного капитала привело к увеличению вероятности внезапного наступления шоков, что стало дополнительным доводом в пользу плавающего валютного курса.

Обновление концепции выбора политики валютного курса потребовало развития соответствующих эконометрических техник. На смену структурному пришло *атеоретическое*

Таблица 2

Критерии выбора политики валютного курса

Критерий	Свободное "плавание"	Управляемое "плавание"	Широкий валютный "коридор"	Узкая целевая зона	Ползущая привязка	Горизонтальная фиксация	Валютное правление	Валютный союз
Теория оптимальных валютных зон								
Размер экономики	+	*	*	*	*	-	-	*
Гибкость цен и заработной платы	-	-	*	*	+	+	+	+
Мобильность факторов производства	-	-	*	*	+	+	+	+
Интеграция финансовых рынков	*	*	*	-	-	-	+	+
Степень торговой открытости экономики	-	-	*	+	+	+	+	+
Диверсификация производства и потребления	-	-	*	+	+	+	+	+
Инфляционная конвергенция	*	*	*	-	-	+	+	+
Бюджетный федерализм	*	*	*	+	+	+	+	+
Политическая интеграция	-	-	*	*	*	*	*	+
Анализ мобильности капитала								
Размер резервов денежных властей	*	*	*	+	+	+	+	*
Контроль над движением капитала	-	-	*	*	+	+	-	-
Развивающийся финансовый рынок	-	-	*	*	+	+	+	*
Анализ макроэкономических шоков								
Асимметричные шоки	*	*	*	-	-	-	-	-
Реальные шоки	+	+	*	-	-	-	-	-
Номинальные шоки	-	-	*	-	+	+	+	+

"+" , "-" , "*" – высокое, низкое и любое значения показателя соответственно.

моделирование валютного курса (atheoretic modeling). В экономической литературе возобладал подход на основе векторных авторегрессий, предложенный в 70-е годы К. Симсон. Ключевое отличие нового подхода от традиционного структурного моделирования (иногда его называют подходом Лондонской школы экономики) заключается в том, что он направлен не на выявление детерминант курсообразования, а на демонстрацию эмпирических свидетельств о реакции валютного курса на изменение макропеременных и шоки экономической политики. Теория в нем задействована лишь в том смысле, что она определяет набор переменных, которые исследователь включает в модель. Спецификация же экономической

модели осуществляется эмпирически путем обработки статистических данных.

В 80–90-е годы векторные авторегрессии получили широкое распространение, поскольку традиционные структурные модели перестали удовлетворять исследователей. В 1983 г. Р. Миз и К. Рогофф опубликовали работу, посвященную проверке прогнозных способностей известных монетаристских моделей. Тестированию подверглись самые популярные разработки: модель Френкеля-Билсона с гибкими ценами, модель Дорнбуша-Френкеля с жесткими ценами, модель Хупера-Мортана с жесткими ценами и реальным финансовым благополучием. Миз и Рогофф пришли к выводу, что ни одна из структурных моделей не может

предсказывать динамику валютных курсов вне заданной статистической выборки. Иными словами, структурные монетаристские модели оказывались на практике малополезными.

В 80–90-е годы предпринимались многочисленные попытки усовершенствовать монетаристские модели. Однако даже использование изощренных техник (регрессионные коэффициенты, варьирующиеся во времени; расширение набора объясняющих переменных; введение в модель функциональных форм) не привело к улучшению их прогнозных способностей. Как показало исследование, проведенное в 2002 г. Й-В. Чунгом, М. Чинном и А. Паскуалем, все модификации структурных моделей в 90-е годы прошлого столетия оказались неудачными¹. Причины этого очевидны. Все три главных уравнения моделей – спрос на деньги, паритет покупательной способности и непокрытый паритет процентных ставок – либо нестабильны, либо не находят достоверного эмпирического подтверждения.

В 1995 г. М. Обстфельд совместно с К. Рогоффом заложил фундамент *новой макроэкономической теории открытой экономики* (new open economy macroeconomics).

Новые модели открытой экономики пришли на смену манделловской парадигме открытой экономики. Их главное достоинство заключается в том, что в отличие от модели Манделла-Флеминга они опираются на межвременную максимизацию полезности и учитывают ряд микрофакторов. Микроосновы макроэкономики позволяют точнее описывать поведение экономических агентов, что приближает новую макроэкономическую теорию к кейнсианству и обеспечивает более достоверные выводы на макроуровне. В качестве микроэкономических основ данной теории был взят ряд предположений, которые игнорируются в модели Манделла-Флеминга: номинальные жесткости; ценообразование в валюте потребителя; альтернативные спецификации потребительских предпочтений; несовершенства финансовых рынков.

С точки зрения рекомендаций по выбору политики валютного курса новая теория приво-

дит к выводам, отличным от классической модели Манделла-Флеминга. Каноническая модель открытой экономики исходит из предположения о том, что номинальные цены устанавливаются в валюте производителя (экспортера), в результате колебания валютного курса полностью отражаются на ценах для потребителя (импортера). В соответствии с этой особенностью строится государственная *политика переключения расходов*². В модели Манделла-Флеминга девальвация приводит к удорожанию импорта и росту экспорта. Однако эмпирические исследования выявили, что во многих случаях цены устанавливаются в валюте потребителя, а не производителя. Иностранные компании, стремясь сохранить и расширить рыночную долю, фиксируют цены на местном рынке в валюте потребителя, полностью беря валютный риск на себя. В случае девальвации не происходит сокращения объемов импорта и политика переключения расходов терпит крах. Таким образом, использование механизма ценообразования, ориентированного на потребителя, полностью меняет рекомендации, следующие из теории оптимальных валютных зон.

Большинство сторонников новой теории открытой экономики высказывают мнение, что установление цен в валюте потребителя вынуждает денежные власти выбирать в качестве оптимальной политики фиксированный валютный курс (см. табл. 3). В таких условиях плавающий валютный курс может привести к значительным краткосрочным отклонениям от *закона единой цены*³, что негативно скажется на экономике. Фиксация курса позволит устранить искажение в виде различных цен на идентичные товары. Однако Ч. Энджел и Дж. Роджер показали, что фиксация курса или присоединение к валютному союзу влечет за

² *Политика переключения расходов* (expenditure-switching policy) – управление совокупным спросом через манипулирование валютным курсом для переключения расходов между иностранными и отечественными товарами с целью достижения макроэкономического равновесия.

³ *Закон единой цены* (Law of one price) гласит, что в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в различных странах имеет одинаковую цену, если она выражена в одной и той же валюте.

¹ Cheund Y-W., Chinn M., Pascual. Empirical Exchange Rate of the Nineties: Are any Fit to Survive? // NBER Working Paper. – 2002. – №9393.

Оптимальный выбор политики валютного курса на основе новой макроэкономической теории открытой экономики

Преобладающий в экономике шок	Ценообразование в валюте производителя	Ценообразование в валюте потребителя
Внешний денежный шок	В зависимости от предпочтений текущей вариации макропеременных и их ожидаемого уровня	Плавающий курс
Внутренний денежный шок	Фиксированный курс	Фиксированный курс
Внутренний шок производительности	Плавающий курс	Не определено

собой изменение денежно-кредитной политики, которая сама по себе оказывает влияние на благосостояние. Согласно их выводам, фиксация курса и последующая утрата независимости денежно-кредитной политики ведут к издержкам, сопоставимым с потерями в благосостоянии из-за отклонений от закона единой цены¹. В то же время в моделях новой теории открытой экономики до сих пор не учитывается влияние “мыльных пузырей” на валютный курс. В качестве факторов курсообразования, как правило, рассматриваются денежные и реальные детерминанты. Если же помимо ценообразования в валюте потребителя принять во внимание “мыльные пузыри”, аргументы в пользу перехода к фиксированному валютному курсу становятся сильнее.

Современные прикладные методы анализа валютного курса направлены на поиск его равновесного значения. Само понятие *фундаментальный равновесный валютный курс* (fundamental equilibrium exchange rate, FEER) было введено профессором Дж. Уильямсоном из Института международной экономики (Вашингтон). FEER определяется как валютный курс, при котором страна может успешно поддерживать внутреннее и внешнее макроэкономическое равновесие. Внутреннее равновесие означает, что экономика демонстрирует максимальный рост при полной занятости и низкой инфляции. Внешнее равновесие представляет собой такой баланс счета текущих

операций, который не настолько отрицателен, что страна рискует не суметь выплатить внешний долг, и не настолько положителен, что ставит в аналогичное положение зарубежные государства. Достижение внешнего равновесия зависит от ряда факторов, включающих режим валютного курса, норму сбережений, демографические факторы и т.д.². FEER-подход к валютному курсу является нормативным в том смысле, что он определяет его равновесное значение исходя из идеальных экономических условий. Он был положен в основу проекта целевых зон Луврского соглашения 1987 г. В них FEER должен был удовлетворять требованию внутреннего и внешнего макроэкономического равновесия в среднесрочном периоде.

В настоящее время существуют три метода оценки равновесного валютного курса: циклический, среднесрочный и долгосрочный. *Текущий, или циклический, равновесный валютный курс* (current or cyclical equilibrium exchange rate) отражает сиюминутную конъюнктуру валютного рынка. Его рассчитывают исходя из комбинации гипотез паритета покупательной способности и непокрытого паритета реальных либо номинальных процентных ставок. Дифференциал реальных процентных ставок обычно используется для того, чтобы выяснить, временным или устойчивым является отклонение валютного курса от равновесного значения, рассчитанного на основе инфляционного дифференциала.

¹ Engel Ch., Rogers J. Deviations from the Purchasing Power Parity: Causes and Welfare Costs // Journal of International Economics. – 2001. – №55. – P. 29–57.

² Wren-Lewis S., Driver R. Real Exchange Rates for the Year 2000 // Policy Analyses in International Economics. Wash.: Institute for International Economics, 1998.

Другая популярная модель, часто служащая для прикладной оценки равновесного курса, относится к классу монетаристских моделей. Она объясняет колебания на валютном рынке с точки зрения изменений в денежной сфере. Увеличение денежного предложения (эмиссии) или снижение спроса на деньги провоцирует обесценение, или девальвацию, номинального валютного курса, а в последующем – инфляцию. В качестве денежной переменной, как правило, выступают агрегаты М1 или М2, поскольку в современной финансовой системе денежная база и наличные деньги играют в денежном обращении слишком незначительную роль. Монетаристскую модель можно расширить, если добавить функцию спроса на деньги, куда входят переменные номинального дохода либо ВВП, процентные ставки, а также производительность труда.

Новейшим вариантом оценки краткосрочного равновесного валютного курса является *валютный курс поведенческого равновесия* (behavioral equilibrium exchange rate, BEER). В 1999 г. он был предложен экономистами МВФ П. Кларком и Р. Макдональдом. BEER может быть определен как текущий, или циклический, равновесный валютный курс, рассчитанный на основе функции фундаментальных макроэкономических факторов. BEER-метод не опирается на какую-либо структурную экономическую модель, однако он подчеркивает ряд важных макроэкономических взаимосвязей, позволяющих найти не только текущее равновесие, но и перспективный равновесный валютный курс¹. В нем учитываются показатели, отражающие состояние делового цикла, например дифференциал процентных ставок, и более инерционные переменные, такие, как различия в производительности труда, баланс госбюджета, нетто-поток капитала и т.д. Хотя BEER-метод и позволяет комментировать динамику валютного курса на фоне меняющихся фундаментальных факторов, он не исследует их природы, не может установить, является ли тренд краткосрочным либо долгосрочным.

¹ Clostermann J., Schnatz B. The Determinants of the Euro-Dollar Exchange Rate: Synthetic Fundamentals and a Non-Existing Currency // Applied Economics Quarterly. – 1999. – №46. – P. 274–302.

BEER-метод выступает неким преддверием среднесрочных моделей равновесного валютного курса. Их “среднесрочный” характер обусловлен тем, что в качестве экзогенных величин берутся тренды, либо средние значения объясняющих переменных. Предполагается, что лежащие в основе колебаний валютного курса фундаментальные макроэкономические факторы не могут мгновенно изменяться, а следовательно, для их полноценного анализа необходимо избавиться от краткосрочных циклических колебаний. С технической точки зрения среднесрочный равновесный валютный курс определяется одним из двух способов: посредством статистического (расчет уравнения тренда) или структурного подхода (установление внутреннего и внешнего макроэкономического равновесия на базе экономико-математических моделей).

Статистический подход полностью опирается на BEER-метод. Анализируемое колебание валютного курса разбивается на временную и постоянную компоненты. Неизменная компонента валютного курса получила название *валютный курс постоянного равновесия* (permanent equilibrium exchange rate, PEER). В ходе моделирования с помощью *структурного подхода* предполагается, что экономика находится в состоянии внутреннего и внешнего равновесия. Исходя из этого и определяется, каким должен быть среднесрочный равновесный валютный курс. Структурный подход активно используется экономистами МВФ.

Преодолеть теоретический разрыв между экономическими моделями долгосрочного и среднесрочного равновесия позволяет NATREX-метод, разработанный последователями Дж. Уильямсона. NATREX расшифровывается как *естественный реальный валютный курс* (natural real exchange rate) и является примером теоретического моделирования, поскольку не основан ни на одной экономической теории, позволяющей сформулировать приемлемую структурную модель.

Все имеющиеся эмпирические модели равновесного курса служат для оценки статистической значимости связи между валютным курсом и различными макроэкономическими показателями. Однако, из-за того что классические подходы на основе международных пари-

тетов валют оказываются неработоспособными, большинство исследователей отдают предпочтение более сложным эконометрическим методам, моделируя равновесный курс как функцию фундаментальных макроэкономических факторов. Каноническая идея, что реальный валютный курс всегда должен возвращаться к некоему постоянному равновесию, заменена концепцией динамического равновесия (то есть FEER), изменяющегося во времени. Хотя приведенные эмпирические модели и опираются на уточненные статистические методы, тем не менее, они имеют характерные недостатки, отражающие сложность любого моделирования валютного курса. В первую очередь модели расходятся в определении того, что понимать под равновесием. К тому же даже среди моделей одного и того же класса

нет единства результатов оценки. Они дают противоречивые сигналы и часто указывают на различные значения равновесного курса. Расхождения касаются не только его величины, но и направления отклонения от него.

Насколько адекватны современные макроэкономические модели валютного курса? В ходе моделирования необходимо учитывать статистическую неопределенность, присущую эмпирическим методам, и чувствительность результатов оценки к специфике моделей. В итоге сложно определить точные масштабы недооцененности или переоцененности валюты. Другой недостаток рассматриваемых методов заключается в их инерционности. В равновесных моделях текущий курс анализируется на основе прошлых статистических данных, что приводит к низкой правдоподобности оценки.