



Зачем нужны реальные валютные курсы?

Луис А. В. Катан

КАК определить, является ли стоимость валюты существенно заниженной или завышенной? Этот вопрос лежит в основе международной экономики, многих дискуссий по вопросам торговли и новых мероприятий МВФ в области надзора.

Джордж Сорос однажды (в 1992 году) дал ответ на этот вопрос, поставив 1 млрд долларов против британского фунта стерлингов и выиграв в операции, которая явилась началом новой эпохи крупномасштабных валютных спекуляций. В результате атаки Сороса и других биржевых спекулянтов, которые считали курс фунта завышенным, британская валюта рухнула, что, в свою очередь, вызвало сенсационный выход Соединенного Королевства из Европейского курсового механизма (ERM), предшественника общей европейской валюты евро, чтобы уже никогда не вернуться к нему.

Однако в последующие годы ни Сорос, ни его собратья-спекулянты не смогли согласованно повторить это достижение, а сама по себе экономическая специальность не располагает надежным методом для определения точной стоимости валюты. Эта неспособность поразительна, учитывая, что валютный курс является главной ценой в экономике и что существует показатель, который потенциально мог бы дать ответ на этот вопрос и по которому имеется большое количество данных: *реальный валютный курс* (РВК).

Что такое реальная стоимость?

Большинству людей знакомо понятие *номинального валютного курса* — цены одной валюты, выраженной в другой. Обычно он представляется как внутренняя цена иностранной валюты. Таким образом, если владельцу долларов США нужно затратить 1,36 доллара для покупки одного евро, то, с точки зрения владельца евро, номинальный курс составляет 0,735. Но номинальный обменный курс — это еще не все. Человек или фирма, покупающие иностранную валюту, интересуются тем, что можно купить за нее. Что выгоднее иметь — доллары или евро? Именно здесь может пригодиться РВК. При помощи него стоимость товаров одной страны соизмеряется со стоимостью товаров другой страны, группы стран или остального мира, по существующему номинальному обменному курсу.

Реальный валютный курс между двумя странами можно измерить при помощи одного товара-представителя, например сэндвича кафе Макдоналдс «Биг-Мак», который продается во многих странах практически в неотличимом виде. При реальном обменном курсе, равном 1, гамбургер будет иметь одинаковую стоимость в США и, скажем, в Германии, если цена выражена в общей валюте. Такая ситуация наблюдалась бы в случае, если бы «Биг-Мак» стоил 1,36 доллара в

США и 1 евро в Германии. В этом «однопродуктовом мире» (в котором цены эквивалентны обменным курсам), паритет покупательной способности (ППС) доллара и евро является одним и тем же, а РВК равен 1 (см. вставку). В этом случае, как говорят экономисты, имеет место абсолютный ППС.

Предположим, однако, что гамбургер продается в Германии за 1,2 евро. Это означает, что в зоне евро он стоит на 20 процентов дороже и, значит, стоимость евро завышена на 20 процентов по отношению к доллару. Если реальный обменный курс искажен, как в ситуации, когда он составляет 1,2, возникает необходимость в корректировке номинального обменного курса, так как один и тот же товар может быть куплен дешевле в одной стране по сравнению с другой. С экономической точки зрения было бы правильно покупать доллары, использовать их для покупки «Биг-Маков» в США по цене, эквивалентной 1 евро, и продавать их в Германии за 1,2 евро. Использование преимуществ такого дифференциала цен называется арбитражем. По мере того как арбитражисты скупают доллары, чтобы приобретать «Биг-Маки» для перепродажи в Германии, спрос на доллары будет возрастать наряду с номинальным обменным курсом доллара до тех пор, пока цены в США и Германии не сравняются и РВК не достигнет прежнего уровня — единицы.

В реальном мире существует множество издержек, которые мешают проводить прямое сопоставление цен, — например, издержки, связанные с транспортировкой, торговыми барьерами и потребительскими предпочтениями. Однако основная идея заключается в том, что при расхождении РВК возникает потребность в изменении курсов валют. В случае валют, стоимость которых завышена, существует потребность в снижении курса, а в случае валют, стоимость которых занижена, — в повышении курса. Ситуация может осложняться наличием факторов, препятствующих нормальному выравниванию валютных курсов, таких как меры государственной политики, что часто вызывает проблемы в дискуссиях по вопросам торговли.

Завышенные или заниженные?

Как же сравнить паритеты покупательной способности, если страны продают больше одного продукта? Для этого экономисты обычно измеряют реальные валютные курсы при помощи широкого набора (корзины) товаров. Поскольку цена такой корзины, как правило, имеет форму индекса — например, индекса потребительских цен (ИПЦ), включающего и товары, и услуги, — РВК тоже, как правило, выражается в качестве индекса, который может быть привязан к любому выбранному периоду времени. Возвращаясь к примеру с долларом и евро, если индекс РВК равен 1,2, сред-

ние потребительские цены в Европе на 20 процентов выше, чем в США, относительно выбранного опорного периода. Индексы измеряют не абсолютные цены (такие как цена «Биг-Мака»), а изменения в общих ценах по отношению к базовому году (если, допустим, в 2000 году индекс равен 100, а в 2007 году 120, средние цены на 20 процентов выше, чем в 2000 году). В этом случае, если индексы РВК между двумя странами не изменяются во времени, мы говорим, что имеет место относительный ППС.

Индексы РВК между двумя странами могут иметь большее значение. Крупный дефицит в торговле США с Китаем стал политической и экономической проблемой, и одним из предметов спора является вопрос о том, связан ли этот дефицит с принципиальной несбалансированностью обменного курса.

Но в большинстве случаев при измерении общей сбалансированности валюты экономистов и разработчиков экономической политики больше интересует *реальный эффективный валютный курс* (РЭВК). РЭВК представляет собой среднее значение двусторонних РВК между данной страной и каждым из ее торговых партнеров, взвешенное по соответствующей доле торговли каждого партнера. Будучи «средним» показателем, РЭВК отдельной страны может находиться в «равновесии» (то есть не отражать общей несбалансированности) в ситуации, когда стоимость ее валюты завышена по отношению к валюте одного или нескольких торговых партнеров, при условии, что она занижена по отношению к другим валютам.

Для того чтобы определить, искажена ли стоимость валюты, и если да, то насколько, можно построить приближенную оценку на основе временных рядов РЭВК. Если валюты находятся в равновесии, то ни при абсолютном, ни при относительном ППС изменений РЭВК во времени наблюдаться не будет. Но из-за того, что структуры потребления, равно как и торговая политика, тарифы и транспортные издержки, могут меняться быстрее, чем рыночные корзины, составляемые статистиками, отклонения РЭВК не обязательно указывают на принципиальную несбалансированность.

Однако даже несмотря на то, что транспортные издержки и тарифы резко сократились за последнее столетие, а национальные потребительские корзины стали более единообразными, колебания РЭВК усилились. Сто лет назад колебания РЭВК между странами с развитой экономикой составляли диапазон в 30 процентов. В 1980-х годах размах колебаний РЭВК в США достигал 80 процентов! В других странах наблюдается похожая ситуация.

Что такое реальный валютный курс?

РВК между двумя валютами представляет собой произведение номинального валютного курса (например, долларовой стоимости евро) и отношения цен между двумя странами. Базовое уравнение — $RER=eP^*/P$, где, в нашем примере, e — это номинальный обменный курс доллара к евро, P^* — средняя цена товара в зоне евро, а P — средняя цена этого товара в США..

В примере с «Биг-Маком» $e=1,36$. Если его цена в Германии составляет 2,5 евро, а в США 3,40 доллара США, тогда $(1,36) \times (2,5) \div 3,40$ дает РВК, равный 1. Но если бы цена в Германии составляла 3 евро, а в США 3,40 доллара США, тогда РВК был бы равен $1,36 \times 3 \div 3,40=1,2$.

Трудные испытания

Впрочем, не все крупные колебания РЭВК следует толковать как признаки несбалансированности курсов. Некоторые крупные корректировки РЭВК являются поразительно гладкими, что позволяет предположить наличие факторов помимо транспортных издержек, вкусов и тарифов, которые играют важную роль в динамике РЭВК валюты, стоимость которой не искажена.

Считается, что к числу таких факторов относится технический прогресс, который ведет к повышению эффективности производства товаров широкой торговли, называемых внешнеторговыми товарами. Более высокая производительность вызывает снижение издержек производства, снижая тем самым цены на такие внешнеторговые товары в стране с более высоким уровнем производительности, что, в свою очередь, приводит к более низким ценам на внешнеторговые товары в других странах благодаря международной конкуренции. Но не все товары являются внешнеторговыми. В секторах невнешнеторговых товаров, таких как жилье и многие индивидуальные услуги, международная ценовая конкуренция незначительна. Поэтому цены внешнеторговых товаров будут иметь тенденцию к снижению по сравнению с ценами невнешнеторговых товаров. Чем больше доля невнешнеторговых товаров в потребительской корзине конкретной страны, тем выше будет индекс потребительских цен этой страны по отношению к международной потребительской корзине; следовательно, РЭВК этой страны будет иметь тенденцию к повышению. Этот механизм часто называют «эффектом Балашши-Самуэльсона». И теория, и данные подтверждают, что значительная доля дисперсии РЭВК по странам обусловлена колебаниями цен невнешнеторговых товаров по отношению к ценам внешнеторговых товаров, в особенности среди развивающихся стран.

Кроме того, причины расхождений РЭВК между странами могут объясняться постоянными изменениями условий торговли (такими, с которыми обычно сталкиваются производители нефти) и различиями в налогово-бюджетной политике, тарифах и даже финансовом развитии. МВФ и экономисты-аналитики учитывают такие детерминанты реальных валютных курсов при оценке «равновесного» РЭВК, вокруг которого должен колебаться фактический РЭВК в отсутствие несбалансированности.

Оценка равновесных РЭВК может быть сложным делом, так как цены характеризуются некоторой жесткостью в краткосрочном плане, а номинальный валютный курс — нет (по крайней мере, в странах, где валютные курсы устанавливаются рынком). Поэтому РЭВК, как правило, демонстрируют значительную краткосрочную изменчивость в ответ на рыночные известия и «трейдинг на шуме», и неудивительно, что многие участники рынка и разработчики политики делают из этого неверные (иногда весьма неверные) выводы. Это может приводить к массивным перебалансировкам курсов, имеющим разрушительные последствия, такие как кризис Европейского курсового механизма 1992 года. Хотя РЭВК, возможно, несовершенны, но они подавали сигналы о существенных завышениях валютных курсов перед началом многих кризисов, поэтому важно, чтобы МВФ и другие участники проводили мониторинг двусторонних РВК и многосторонних РЭВК. ■

Луис А. В. Катан — старший экономист в Исследовательском департаменте МВФ.