

СОВРЕМЕННЫЕ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ В КОНТЕКСТЕ ОСОБЕННОСТЕЙ КУРСООБРАЗОВАНИЯ МИРОВЫХ ВАЛЮТ

Щеголева Н.Г.* (Россия, г. Москва)

Аннотация. В данной статье рассмотрены ключевые аспекты курсообразования валют в условиях мирового финансового кризиса 2008–2009 гг.; охарактеризован современный механизм курсообразования валют.

Вопросы курсообразования валют, т.е. определения пропорций, в которых обменивается одна валюта на другую на международных рынках, относятся к числу наиболее сложных вследствие широкого спектра макроэкономических и политических факторов, влияющих на процессы установления этих пропорций. Анализ проблем, связанных с курсообразованием валют посвящены труды Алесины А., Барро Р., Байоми Т., Болдуина Р., Бордо М., Виллета Т., Виплоша С., Вобеля Р., Де Граува П., Джонанга Л., Дитера Х., Инмана Р., Ишиямы И., Касселя Г., Кейнса Д., Кенена П., Манделла Р., Маккиннона Р., Муссы М., Роуза Э., Рогоффа Х., Риччи Л., Флеминга И., Франкеля Дж., Фридмана М., Эйхингрина Б., Эллиотта Р. и других представителей экономической мысли [1–7]. Вопросы курсообразования также анализировались российскими авторами Л.Красавиной, О.Буториной, В.Шенаевым, М.Ершовым, А.Аникиным и др. [8–12]. Экономической наукой признается, что изменение курса валюты, в числе прочих факторов, зависит от динамики национальных уровней цен и ликвидности валюты на мировых валютных рынках.

Рассмотрим ключевые аспекты курсообразования доллара США в условиях мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., охарактеризуем современный механизм курсообразования валют.

Первое

В отличие от классической теоретической модели, в которой курс валюты устанавливается на основе спроса и предложения, валютный курс в условиях глобализации стал одним из ключевых инструментов повышения конкурентоспособности и международной ликвидности.

Так, государства, занимающие лидирующие позиции в мировой экономике, обладают преимуществами и в валютной сфере (табл. 1)

Таблица 1

Доля отдельных стран в общемировом экспорте товаров в 2015 г. [13]

Страны	Число стран	ВВП, % от мирового	Экспорт товаров и услуг, % от мирового
Страны с развитой экономикой, в т.ч.:	37	42,9	62,2
США		15,9	10,0
Зона Евро	19	12,2	25,7
Япония		4,4	3,7
Соединенное Королевство		2,2	3,6
Канада		1,5	2,4

* Щеголева Наталья Геннадьевна, доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой мировой экономики и управления внешнеэкономической деятельностью, факультет государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова.

Другие страны с развитой экономикой		6,5	17,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, в т.ч.:	152	57,1	37,8
СНГ	12	4,7	3,6
Россия		3,3	2,4
Развивающиеся страны Азии	29	29,9	17,1
Китай		16,6	10,5
Индия		6,8	2,0

Примечание: В группу стран СНГ были также включены также Грузия и Монголия (не являются членами СНГ) в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Ретроспектива мировых валют демонстрирует, что их важной характеристикой является тот факт, что они были эмитированы странами, которые являются активными участниками международной торговли.

По данным Банка России, в начале 2015 года в странах СНГ 65,3% поступлений от внешней торговли приходит в российской валюте, а на доллар США приходится только 30%; по странам СНГ 65,4% перечислений по внешнеторговым контрактам номинировано в рублях, и только 27,5% в долларах США. По странами ЕАЭС на долю поступлений в рублях уже приходится 71,8%, что на 18% больше, чем в 2014 г., доля рублевых платежей в 2015 г. увеличилась по сравнению с 2014 г. на 9,3% – до 70,3%. Несмотря на тот факт, что российский рубль играет ведущую роль в трансграничных торговых расчетах на территории СНГ, его использование в мировых масштабах характеризуется относительно малыми величинами. По данным Банка России, доллару США по-прежнему принадлежит ключевая роль в обслуживании российской внешней торговли [14].

По нашему мнению, не конкурентоспособность стала, главным образом, определять валютный курс, а, напротив, валютный курс стал инструментом воздействия на конкурентоспособность. Подобное понимание значения валютного курса связано с существенным расширением на мировом рынке сферы действия ценовой конкуренции по мере роста интернационализации производства. Так, в условиях финансового кризиса 2008–2009 гг. практически во всех развитых странах мира центральные банки снизили процентные ставки до минимума, сделав деньги максимально дешевыми.

Усиливает значение валютного курса как инструмента конкурентной борьбы и либерализация международной торговли: отмена количественных ограничений и повсеместное снижение тарифных барьеров объективно повышают роль альтернативных инструментов защиты и стимулирования национального производства, таких, как валютный курс. Его роль как меры стимулирования экспортного сектора преобладала в относительно некрупных государствах, а в качестве защитного средства было особенно велико в крупнейших развивающихся странах, имеющих традиции и предпосылки замещения импорта в виде масштабов рынка, разнообразия ресурсов, относительно целостных систем подготовки кадров. Так, низкий фиксированный курс юаня к американскому доллару предоставил китайскому экспорту значительные преимущества и позволил занять устойчивые позиции на рынках многих развитых стран. Страны, которые девальвировали свои валюты для восстановления равновесия платежного баланса, испытывали меньшее падение темпов роста по сравнению с теми, которые упорно поддерживали завышенный курс своей валюты (Прибалтийские республики, Словакия, Чехия). По нашему мнению, цены на товары и услуги не столь волатильны, как валютный курс, следовательно, утраченную конкурентоспособность проще восстанавливать снижением валютного курса по сравнению, например, с замедлением темпов роста цен. Следует отметить, что большинство развитых стран в начале XXI в. отказались от проведения валютных интервенций, предпочитая не вмешиваться в функционирование рынка. Вместе с тем в условиях кризиса 2008–2009 гг. ряд государств вернулись к этому инструменту: первой провела валютную интервенцию Швейцария, чтобы приостановить укрепление франка против

доллара США и евро; затем последовала череда интервенций со стороны Японии. Заметим, что валютные интервенции, проведенные Банком Японии, также были направлены на противодействие укреплению иены против доллара США. Так, в условиях кризиса 2008–2009 гг. массированные валютные интервенции провели Бразилия, Китай, Колумбия, Малайзия, Тайвань, Южная Корея, Мексика, Перу, Аргентина, Япония. Вместе с тем бесконечно удешевлять свою валюту не может себе позволить ни одна страна.

Вместе с тем центробанки в посткризисный период могут прибегать и к так называемой косвенной интервенции, заключающейся в контроле за движением капитала (налоги и ограничения на операции с иностранными активами, а также валютный контроль (ограничения на торговлю с иностранными валютами)). Эффективность политики уменьшения колебаний обменного курса определяется положительными эффектами от снижения валютных рисков при проведении внешних операций; между волатильностью и экономическим ростом существует обратная зависимость: повышенная волатильность обменного курса снижает темпы экономического роста и негативно влияет на факторы производства.

Особую роль функция поддержания ликвидности играет в режимах фиксированного обменного курса. Обычно небольшие изменения курса в заранее оговоренных пределах приемлемы, но центробанк не может допустить более значительных колебаний, не создав «комфортных условий» атакам спекулянтов и не подорвав доверие рынка. При режиме валютного правления (currency board) предполагается, что, во-первых, центробанк имеет обязательство конвертировать по требованию национальные деньги в выбранную резервную валюту и, во-вторых, держит достаточные резервы для полного покрытия существующей денежной базы.

Второе

Важнейшим фактором, обуславливающим специфику курсообразования доллара США к евро, является то, что в данной валютной паре с одной стороны – национальная валюта (хотя и имеющая статус международной) одного государства, проводящего единую бюджетную, финансовую, денежно-кредитную, внешнеэкономическую и торговую политику, с другой – коллективная валюта группы стран, хотя и тесно интегрированных между собой, но сохраняющих, тем не менее, различия в уровне и темпах экономического развития. Соответственно, если управление обменным курсом доллара США сосредоточено в одних руках – ФРС США, то управление обменным курсом евро – в руках двух органов ЕС: Европейского центрального банка и Совета ЕС; интересы отдельных членов ЕС могут входить в противоречие с целями и задачами проводимой ЕЦБ денежно-кредитной политики. Так, укрепление евро, наблюдающееся на мировых рынках, эффективно далеко не для всех в еврозоне: выигрывают в основном те, кто свое основное производство перенес в Азию, прежде всего в Китай, а реализуют произведенную продукцию в Европе и США.

Третье

В случае, когда речь идет о валюте, претендующей на статус мировой, структурные факторы курсообразования (например, темпы экономического роста) хотя и подтверждают свою значимость, вместе с тем усиливается роль неформального институционального фактора – инертности ожиданий участников мирового валютного рынка. Появляется повышенная зависимость ожиданий от заявлений денежных властей США и ЕС и их реакции на ту или иную макроэкономическую ситуацию; т.е. реальным экономическим показателям участники рынка могут уделять гораздо меньшее внимание, чем продекларированным намерениям. Применительно к курсообразованию валютной пары евро/доллар это означает, что, поскольку американская валюта за многие годы своего доминирования на рынках устойчиво ассоциируется со стабильностью (ее курс хотя и подвержен колебаниям, но диапазон этих колебаний в целом все же ниже, чем у евро), то в силу инертности сложившихся представлений участников рынка, евро труднее закрепиться в качестве валюты сбережений и инвестиций.

Четвертое

В краткосрочной перспективе влияние структурных факторов (таких, как показатели экономического роста, состояние платежного баланса, уровень инфляции и др.) на оценку валюты, претендующей на статус мировой, является менее значительным. Однако в средне- и долгосрочной перспективе роль структурных факторов по-прежнему высока, т.е. залогом долгосрочной повышательной динамики валютных курсов остается развитие «реальной», а не «финансовой» экономики страны.

Пятое

Значимым фактором курсообразования валютной пары евро/доллар является изменение цен на энергоносители: пока возможности экономического роста находятся в прямой зависимости от энергоносителей, динамика цен последних будет неизбежно оставаться одним из факторов, определяющих приоритетное направление основных векторов мировой политики.

Шестое

Минимизация шоков платежного баланса. Роль валютных резервов возрастает, когда на валютном рынке наблюдается устойчивый дисбаланс спроса и предложения. Обычно в таком случае выделяют два вида шоков: шоки спроса и предложения на рынке товаров и услуг, а также внезапная остановка (sudden stop) – неожиданно высокий отток капитала или прекращение притока для финансирования дефицита текущих операций. Вместе с тем в последнее время наблюдается и обратное: долговременный приток спекулятивного капитала, связанным с продолжительным внешнеторговым шоком по причине высоких цен на экспортные товары.

Седьмое

Воздействие финансовых факторов на соотношение курса евро/доллар проявляется более рельефно, чем влияние экономических процессов, отображающих фундаментальные макроэкономические показатели; в значительной степени это связано с одной из отличительных особенностей экономики США – высокой степенью развития внутреннего финансового рынка.

По сравнению с развитыми странами, финансовый рынок России еще очень незрелый. Это относится как к количеству и объему доступных финансовых инструментов, так и к их эффективности и открытости.

Так, по данным Банка международных расчетов (BIS), в 2015 г. среднесуточный оборот валютных сделок США и Великобритании составил 1,26 трлн. доллар США и 2,73 трлн. долларов США и соответствует долям в 18,93% и 40,86% от общемирового объема; доля России за тот же период составила только 0,91%. Доля валютного оборота в рублях в общем обороте мирового валютного рынка в 2015 г. достигла 1,6%, увеличившись по сравнению с 2010 г. в 2,4 раза. По данному показателю рубль занимает 12-место в мире и 2-е место среди развивающихся стран. Для сравнения, доля китайского юаня оценивалась в 2,2% (9-ое место); бразильский реал – 1,1% (24-ое место); индийская рупия – 1% (25-ое место). В табл. 2 отображена валютная структура оборота на рынке FOREX в 1998–2015 гг.

Следует отметить, что оборот в рублях на международном валютном рынке быстро растет; все больше лидирующих электронных систем валютной торговли включают рубль в свои котировки. Например, две главные валютные торговые системы ElectronicBrokingService (EBS, Лондон) и LavaFXinterbank (Нью-Йорк) проводят торги, номинированные в рублях; EBS является одной из лидирующих электронных систем для валютного трейдинга, через которую осуществляется порядка 45% всех операций на мировом рынке FOREX.

Таблица 2

Валютная структура оборота на мировом FOREX рынке
(% процент среднедневного оборота) в 1998–2015 гг. [15]

Валюта	1998	2001	2004	2010	2015
Доллар США	86,8	89,9	88,0	84,9	87,1
Евро		37,9	37,4	39,1	33,4
Японская иена	21,7	23,5	20,8	19,0	23,0
Фунт стерлингов	11,0	13,0	16,5	12,9	11,8
Австралийский доллар	3,0	4,3	6,0	7,6	
Швейцарский франк	7,1	6,0	6,0	6,4	
Российский рубль	0,3	0,3	0,6	0,9	
Все валюты	200,0	200,0	200,0	200,0	

Примечание: в графе «Все валюты» сумма процента отдельных общих количеств валют 200% вместо 100%, т.к. две валюты вовлечены в каждую сделку.

Кроме того, рубль котируется на некоторых биржах стран СНГ, в частности, Казахстанской фондовой бирже, Белорусской валютно-фондовой бирже и Бакинской межбанковской валютной бирже. Хотя объем сделок с рублем на зарубежных площадках пока невелик, сам факт развития международного оборота рынка рубля подтверждает растущий спрос в мире на российскую валюту. Подобная тенденция продолжалась вплоть до второго квартала 2014 г., когда Европейский союз и США ввели санкции против России, что повлекло за собой «обрушение» рубля.

Необходимо подчеркнуть, что современная валютная политика США характеризуется тем, что США давно не практикуют интервенции, вместо этого для воздействия на поведение валютного курса доллара, в первую очередь, в отношении сильных валют, власти США широко используют меры денежно-кредитного регулирования, в первую очередь, процентные ставки. Так, 16 декабря 2015 г. Комитет по открытым рынкам Федеральной резервной системы (ФРС) США объявил о повышении размера базовой процентной ставки на 25 б.п.: с 0–0,25% до 0,25–0,5%.

Следовательно, в развитых странах первоочередными стали ориентиры денежно-кредитной политики (процентные ставки, темпы инфляции и др.), а не курс национальной валюты. В частности, проведение валютных интервенций в Японии осуществлялось при согласовании целей денежно-кредитной политики, поэтому интервенции проводились, как правило, стерилизованные, т.е. позволяли избежать роста денежной массы и негативного изменения процентных ставок.

Тактика государственного вмешательства на валютный рынок в развитых и развивающихся странах также различна. На развивающихся рынках власти нередко предпочитают скрывать свое присутствие на валютном рынке с целью избежать спекулятивного давления на валютный курс и валютные резервы, поэтому заблаговременно не публикуют информацию о проводимых интервенциях. Напротив, в развитых странах доминирует тенденция к официальному объявлению присутствия денежных властей на рынке и раскрытию данных о реализуемых интервенциях с целью направления ожиданий участников рынка. Таким образом денежные власти обращают внимание участников рынка на то, что осуществляемая корректировка валютного курса связана не с фундаментальными экономическими показателями, а необходимостью сглаживания временных диспропорций, сложившихся на внутреннем валютном рынке, следовательно, данная тактика не позволяет мультиплицировать девальвационные или ревальвационные ожидания участников рынка.

Резюмируя вышеизложенное, можно заключить, что на современном этапе развития международного финансового рынка доллар США и евро являются ключевыми резервными валютами и валютами международных расчетов, эффективно реализуют соответствующие функции, как на государственном уровне (валюты интервенций, платежа по кредитам), так и на частном уровне (валюты платежа во внешней торговле, в валютнообменных операциях).

В декабре 2015 г. принято ожидаемое решение МВФ о включении китайского юаня в корзину международных резервных валют (изменение долевого участия резервных валют в СДР произойдет с 1 октября 2016 г., структурное соотношение будет выглядеть следующим образом: доллар США – 41,73%; евро – 30,93%; китайский юань – 10,92%; фунт стерлингов – 8,09%; японская йена – 8,33%), что автоматически приведет к усилению «третьего центра силы» с позиции доминирующих векторов курсообразования валют.

Список литературы

- [1] *Alesina A., Barro R.* Currency Unions, NBER Working Paper №7927. – Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2000.
- [2] *Anderson J., Van Wincoop E.* Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle // *American Economic Review*, forthcoming, 2003. Vol. 93. №1. P. 170–192.
- [3] *Balcerowicz L.* A More Perfect Monetary Union // Project Syndicate, May 2010.
- [4] *Clark T., Van Wincoop E.* Borders and Business Cycles // *Journal of International Economics*, 2001. №55, – P. 59–86.
- [5] *Howard H., Savard K., Reeve J., Gilmour A., Raza A., Ahmed T.* GCC Economic Update // SAMBA Report Series, October 2009.
- [6] *Kenen P., Meade E.* Regional Monetary Integration. – Cambridge University Press, 2008.
- [7] *Rose A.* Response to Subramanian and Wei, National Bureau of Economic Research Working Papers 10123, National Bureau of Economic Research, 2004.
- [8] *Борисов А.Н.* О Роли специальных прав заимствования в повышении стабильности мировой валютной системы на современном этапе // *Экономические науки*, 2013. №99. – С. 176–182.
- [9] *Красавина Л.Н.* Валютная глобализация: тенденции и перспективы развития // *Век глобализации*, 2012. №2. – С. 3–16.
- [10] *Смыслов Д.В.* Международная валютная система: тенденции эволюции // *Деньги и кредит*, 2013. №10. – С. 46–58.
- [11] *Щеголева Н.Г.* Интернационализация женьминьби: промежуточные итоги и перспективы // *Финансы. Деньги. Инвестиции*, 2012. №1 (41). – С. 8–16.
- [12] *Щеголева Н.Г.* Трансформация денежных функций китайского юаня в контексте глобального проекта по его интернационализации // *Вестник Московского университета. Серия XXI. Управление (государство и общество)*, 2016. №2. – С. 24–43.
- [13] Данные официального сайта МВФ.
URL: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/texttr.pdf> (16.05.2016).
- [14] ЦБ РФ. Валютная структура расчетов за поставки товаров и оказание услуг по внешнеторговым договорам.
http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/cur_str.htm&pid=svs&sid=ITM_ (10.05.2016).
- [15] Составлено на основе базы данных Банка международных расчетов
URL: <http://www.bis.org/publ/rpfx13t.htm> (10.05.2016).