

Изменения в моделях поведения предприятий, включая изменения производственной, инвестиционной, ценовой, кадровой политики, находят свое логическое завершение в их организационном оформлении. Одним из таких изменений является процесс приватизации. Наряду с ним наблюдается множество других трансформаций: децентрализация самих предприятий, наделение самостоятельностью (экономической и юридической) их структурных подразделений, выделение наиболее прибыльных участков, формирование центров прибыли, создание холдинговых структур, промышленно-финансовых групп и т.п. Все эти изменения направлены на повышение гибкости поведения предприятия на рынке. Но, к сожалению, у большинства предприятий нет еще достаточного опыта работы в новых организационных структурах.

Итак, финансовая ситуация на предприятиях зависит не только от выбранной ими модели поведения, но и от факторов, им неподконтрольных. Среди них можно выделить: первичное неравенство условий деятельности (техническое оснащение, диверсификация производства и т.п.); существенным фактором являются и «правила игры», устанавливаемые государством (стимулирование выпуска рыночно выгодной продукции каждым предприятием).

О.Ч.КИРВЕЛЬ

## ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ

На современном этапе развития мировой валютной системы большое значение приобрели теоретические аспекты валютного курса. Это определяется практикой хозяйственной жизни, а именно: неудовлетворительным функционированием системы плавающего валютного курса.

Основной проблемой функционирования валютных рынков являются чрезмерные курсовые колебания. Это касается как краткосрочных движений, которые называются внутрисуточными колебаниями, так и долгосрочных (более года) изменений. Статистические данные подтверждают, что для современной системы валютных курсов обычным фактом является ежедневное изменение на 1%<sup>1</sup>. Величину краткосрочных колебаний достаточно четко иллюстрируют цифры минимальных и максимальных ежедневных изменений валютного курса в течение 1973—1985 гг.<sup>2</sup>

Валютные курсы также характеризуются постоянным отклонением от долгосрочного равновесия, основным показателем которого, по мнению Дорнбуша и Френкеля, является паритет покупательной способности (ППС). Они определяют ППС посредством реального валютного курса, используя относительные потребительские цены в качестве дефлятора номинального курса. Статистические данные показывают, что доллар по отношению к остальным ведущим валютам обесценивался с 1977 по 1981 г. и ревальвировался с 1982 по 1986 г. Основываясь на последних исследованиях, можно утверждать, что скорость выравнивания валютных курсов по отношению к паритету покупательной способности очень низкая<sup>3</sup>.

Внимание к теоретической оценке валютного курса объясняется его ролью в общей хозяйственной системе. Глубокие долговременные колебания валютного курса отрицательно сказываются на производстве, занятости, инвестициях. Это создает диспропорции в различных секторах экономики, вызывает экспансию или, наоборот, свертывание производства и сокращение занятости. В результате в этих секторах происходят структурные ломки, особенно в отраслях, тесно связанных с импортом или экспортом.

Резкие колебания валютных курсов затрудняют государственное регулирование экономики. Перед властями возникает дилемма: либо допустить существование в экономике больших изменений обменного курса, либо осуществить перестройку своей валютной политики. По мнению исследователя Г.Г.Матюхина, для перестройки механизма курсовых соотношений прежде всего необходимо определить должный уровень валютного курса и

экономически оправданные пределы его колебаний. А так как валютный курс в настоящее время стал активным инструментом экономической политики, то его уровень потерял четко выраженную определенность. Требуются некие индикаторы, которые своевременно давали бы знать властям, когда необходимо включать и отключать механизм курсового регулирования. Однако современная наука такими индикаторами не располагает<sup>4</sup>. Поэтому, не зная экономически обоснованного валютного курса, центральные банки западных стран получают зачастую противоположный эффект от воздействия на его динамику. Кроме того, чтобы определить рычаги воздействия на колебания валютного курса и выработать соответствующие направления макроэкономической политики, необходимо знать объективные причины этих колебаний. В принципе решением этих двух задач и занимаются теоретики валютных курсов. Трактую различным образом экономическое обоснование уровня валютного курса, а также причины его колебаний, они определяют и различные приоритеты в разработке направлений макроэкономической и валютной политики.

Все теории валютных курсов можно подразделить на современные и традиционные. В традиционных теориях валютный курс должен сбалансировать потоки товаров и капиталов; равновесный курс достигается при равновесии платежного баланса. В современных теориях валютный курс должен уравнивать фактический и желаемый объем финансовых активов. Среди традиционных теорий выделяются: теория паритета покупательной способности; кейнсианские модели чисто потокового типа; модель Манделла–Флеминга.

Однако для настоящего времени эти теории оказались недостаточными, так как учитывают лишь ограниченное число факторов, поэтому большее значение приобретают современные "теории валютных курсов как финансовых активов". Чем же вызвано их появление и каково их отличие от традиционных подходов? В современной практике хозяйственной деятельности проявляется тенденция ослабления взаимосвязей между валютным курсом и валютным рынком, с одной стороны, и реальным экономическим сектором – с другой.

По данным 1988 г. ежегодный объем валютных сделок колебался в пределах от 65 до 100 трлн дол. США, тогда как объем торговли товарами и услугами составлял всего лишь 4 трлн дол.<sup>5</sup> Эти цифры свидетельствуют о том, что основная масса сделок на валютном рынке осуществляется по финансовым мотивам. Увеличение доли валютных сделок, мотивированных финансовыми потоками, послужило одной из причин разработки современных теорий валютного курса. Особо важное значение они имеют в краткосрочном и долгосрочном периоде, когда определение валютного курса равносильно определению цен финансовых активов, т.е. обоснованный уровень валютного курса достигается при соблюдении равновесия на рынках активов. Акцентирование внимания на финансовых запасах не означает, что современные теории не придают важного значения текущему счету платежного баланса: в среднесрочном периоде, когда система колеблется между одним краткосрочным равновесием и другим, приоритет отдается такому уровню валютного курса, при котором спрос на иностранную валюту равен ее предложению.

Можно выделить три варианта подходов финансовых активов, а именно: подход портфельного баланса, монетарный подход, подход замены валюты. Различия между этими вариантами проводятся в зависимости от количества предполагаемых активов, включенных в частные портфели, а также от степени заменяемости отечественных и иностранных активов. В подходе портфельного баланса иностранные и отечественные облигации считаются несовершенными заменителями, тогда как в монетарном подходе эти два типа облигаций взаимозаменяемы. Первый и второй подходы исключают беспроцентную иностранную валюту из активов частных лиц, в то время как в третьем варианте, напротив, акцентируется внимание на том, что ино-

странная валюта является заменителем национальных денег и считается активом частных лиц.

В подходе портфельного баланса портфель частных агентов состоит из национальных денег, отечественных и иностранных облигаций. Предположим, что соблюдается условие абсолютной мобильности капитала; при данном предложении активов спрос на них зависит от отечественной процентной ставки, ожидаемого дохода от иностранных облигаций, национального дохода и финансового благосостояния; ожидаемый доход по иностранным облигациям состоит из внешней процентной ставки и ожидаемого процентного изменения валютного курса.

Можно выделить два типа модели портфельного баланса: подход предпочитаемой среды обитания; подход малой страны. Предполагается, что в модели предпочитаемой среды обитания агенты не склонны подвергаться валютному риску. Субъекты каждой из стран имеют как национальные, так и иностранные валютные активы. В случае же равенства ожидаемых доходов предпочтение отдается активам, выраженным в национальной валюте. Модели предпочитаемой среды описаны Дули и Изардом в 1982 г.<sup>6</sup> Подход малой страны, исследованный Бренсоном в 1977 г., предполагает, что только отечественные субъекты имеют активы, выраженные в национальной валюте<sup>7</sup>. После включения названных предположений краткосрочная модель обретает следующий вид:

$$M = m(r, r^* + e^{0e}, Y) \cdot W, \quad (1)$$

$$B = b(r, r^* + e^{0e}, Y) \cdot W, \quad (2)$$

$$e \cdot F = f(r, r^* + e^{0e}, Y) \cdot W, \quad (3)$$

$$W = M + B + e \cdot F. \quad (4)$$

где  $M$  – национальные деньги,  $B$  – отечественные облигации,  $F$  – иностранные облигации,  $r$  – национальная процентная ставка,  $r^*$  – иностранная процентная ставка,  $e^{0e}$  – ожидаемое процентное изменение валютного курса,  $r + e^{0e}$  – ожидаемый доход по иностранным облигациям,  $Y$  – национальный доход,  $W$  – финансовое благосостояние,  $m$  – спрос на деньги,  $b$  – спрос на отечественные облигации,  $f$  – спрос на иностранные облигации,  $e$  – валютный курс (цена единицы иностранной валюты, выраженная в национальных деньгах).

При монетарном подходе отечественные и иностранные облигации взаимозаменяемы и могут быть суммированы в один актив. Взаимозаменяемость отечественных и иностранных облигаций ведет к равенству ожидаемого дохода по обоим типам активов. Таким образом, риск инвесторов относительно валютных рисков нейтрален, силу же обретает непокрытый процентный паритет:

$$r = r^* + e^{0e} \quad (5)$$

Национальная процентная ставка выводится из этого паритета. Уравнения, соответствующие уравнениям портфельного баланса, следующие:

$$M = m(r, Y) \cdot W, \quad (6)$$

$$BF = bf(r, Y) \cdot W, \quad (7)$$

$$W = M + B + e \cdot F, \quad (8)$$

где  $BF$  – запас отечественных и иностранных облигаций,  $bf$  – спрос на отечественные и иностранные облигации,  $BF = B + e \cdot F$  и вследствие (5) только одна процентная ставка включена в функции спроса на активы. В большинстве исследований, ориентированных на монетарный подход, функция спроса на деньги отличается от (6), так как спрос относится к реальным балансам, а финансовое благосостояние исключается. Возможное оправдание для исключения  $W$  то, что во многих случаях его временные ряды сильно зависят от национального дохода. Таким образом, уравнение (6) изменяется:

$$M/P = m_r(r, Y), \quad (9)$$

где  $P$  – уровень отечественных цен и  $m_r$  – спрос на реальные денежные балансы. Валютный курс колеблется, чтобы выровнять реальный спрос и предложение денег. Точная формула для валютного курса зависит от

предполагаемого взаимодействия между валютным курсом и отечественным уровнем цен.

Наиболее простая монетарная модель используется при гибких ценах. В этой модели имеет силу ППС:

$$e = P/P^* \quad (10)$$

Предположим, что спрос иностранцев на деньги определяется по такой же формуле, как и (9):

$$M^*/P^* = m_r(r^*, Y^*) \quad (11)$$

Решая (9) и (11) и заменяя конечное отношение (10), получаем уравнение валютного курса:

$$e = m_r^*(r^*, Y^*) \cdot M / m_r(r, Y) \cdot M^* \quad (12)$$

Монетарная модель с гибкими ценами демонстрирует результаты, которые опровергаются другими моделями. Во-первых, при повышении национального дохода спрос на реальные денежные балансы увеличивается и, как следствие, валютный курс падает. Это объясняется тем, что, при условии постоянного предложения денег и обратно пропорциональной зависимости между уровнем цен и спросом на деньги, увеличение национального дохода ведет к падению цен, и, как следствие ППС, валютный курс ревальвируется. Это явление противоречит традиционному взгляду, согласно которому увеличение национального дохода приведет к экстраспросу на импорт и обесценению обменного курса. Во-вторых, повышение отечественной процентной ставки приведет к снижению спроса на деньги, что в свою очередь увеличит уровень цен, и следствием будет обусловленное ППС обесценение национальной валюты. Это также не соответствует распространенному мнению о том, что повышение отечественной процентной ставки ведет только к удорожанию национальной денежной единицы.

Такие результаты не характерны для всех монетарных моделей, а являются следствием предположения гибких цен. Другая версия монетарной модели, открытая Дорнбушем в 1976 г., использует предпосылку жестких цен<sup>8</sup>. В этом варианте предполагается абсолютная мобильность капитала и полная заменяемость иностранных и отечественных активов, т.е. соблюдается условие непокрытого процентного паритета, вводится уравнение равновесия на денежном рынке, относительный паритет покупательной способности и функции спроса на деньги и активы, зависимые от ожидаемых изменений валютного курса.

Во всех предыдущих моделях предполагалось, что экономические субъекты не владеют иностранной валютой. Модель замены валюты концентрирует внимание на возможных последствиях владения иностранной денежной единицей отечественными резидентами. Здесь используется модель портфельного баланса с незначительными поправками:

$$B = m(r, r^* + e^{0e}, e^{0e}, Y) \cdot W, \quad (13)$$

$$M = b(r, r^* + e^{0e}, e^{0e}, Y) \cdot W, \quad (14)$$

$$e \cdot F = f(r, r^* + e^{0e}, e^{0e}, Y) \cdot W \quad (15)$$

$$e \cdot N = n(r, r^* + e^{0e}, e^{0e}, Y) \cdot W, \quad (16)$$

$$W = M + B + e \cdot F + e \cdot N, \quad (17)$$

где N – иностранная валюта. Заметим, что ожидаемое процентное изменение валютного курса включается как отдельная статья в список аргументов функции спроса на активы. Особенности финансовых активов в модели портфельного баланса с заменой валюты не отличаются от стандартной модели портфельного баланса, которая либо исключает замену валюты, либо нечетко разграничивает иностранные денежные и неденежные активы. Единственное исключение состоит в воздействии возросшего национального дохода (или какой-либо другой ведущей переменной) на изменение общего национального спроса на иностранные активы, который может быть либо положительным, если имеет место замена валюты, либо, по условной модели портфельного баланса, иметь отрицательное значение или ноль<sup>9</sup>.

Итак, современные тенденции развития мировой экономической системы требуют интегрировать традиционные и новейшие теории для объективного

определения валютного курса. Основным критерием применения той или иной концепции является временной аспект.

В краткосрочном периоде валютный курс определяют условия финансового рынка. Обменный курс колеблется наряду с процентными ставками и ожидаемым валютным курсом, стремясь уравновесить желаемые и действительные запасы финансовых активов. В среднесрочном периоде ведущую роль играет текущий счет платежного баланса, который доминирует в традиционных кейнсианских моделях. Динамика долгосрочного равновесия определяется уровнем финансирования государственного бюджета, относительным паритетом покупательной способности, неравновесием на товарном рынке и балансом текущих расчетов.

Как видно, появление теорий валютного курса, основанных на финансовых активах, обусловлено практикой хозяйственной жизни, и они являются действительным отражением определенного состояния валютных рынков.

<sup>1</sup> См.: MacDonal'd. Floating exchange Rate: theories and evidence, Unvin Hyman. London, 1988, P.8.

<sup>2</sup> Ibid. P.10.

<sup>3</sup> Jong E. de. Exchange Rate Determination and Optimal Economic Policy Under Various Exchange Rates Regimes. 1991. №VII. P.1.

<sup>4</sup> См.: Матюхин Г. Г. Доллар США и валютные отношения Запада. М., 1989. С.84–85.

<sup>5</sup> Jong E. de. Op.cit. P.2.

<sup>6</sup> Ibid. P.10.

<sup>7</sup> Ibid.

<sup>8</sup> Ibid. P.14.

<sup>9</sup> Cuddington J. T. Currency substitution, capital mobility and money demand // Journ. of International money and finance. 1983. №2(1). P.114–115.