

УДК 336.748.2

## ДЕТЕРМИНАНТЫ КУРСА НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ

*А.М. Иманалиев*

Описываются процессы, оказывающие влияние на формирование валютного курса.

*Ключевые слова:* валютный курс; фундаментальный фактор; монетарный фактор; спекулятивный фактор.

---

## EXCHANGE RATE DETERMINANTS

*A.M. Imanaliev*

The processes having impact on formation of the exchange rate are described.

*Keywords:* exchange rate; a fundamental factor; monetary factor; speculative factor.

Происходящие в последнее время процессы на мировых финансовых рынках сопровождались значительными изменениями курсов национальных валют, обусловившими, в свою очередь, негативные последствия для экономик множества стран. В результате реформы мировой валютной системы, закрепленной Ямайской конференцией 1976 г., доминирующее положение при осуществлении международных экономических сделок получили валюты стран, занявших к этому времени передовые позиции в международной торговле, главной из которых стал американский доллар. Именно устойчивость экономик этих стран, способность обеспечить собственные социально-экономические потребности за счет собственного экономического потенциала стала гарантией устойчивости этих валют. Поэтому предпочтение при осуществлении международных сделок участниками других стран отдается именно этим валютам, и курсы их собственных валют зависят от способности этих стран зарабатывать эти валюты. Учитывая влияние курсов национальных валют, их устойчивости на состояние экономики, важным становится изучить основные факторы, влияющие на их изменение.

В условиях открытой экономики необходимо учитывать степень зависимости национальных экономик как от внутренних факторов, так и от внешних, тем более, если доля внешнеэкономической деятельности государства занимает ее значительную часть.

Установлено, что факторы, влияющие на устойчивость курса национальной валюты, необходимо разделить на: фундаментальные, спекулятивные и монетарные.

К *фундаментальным факторам* необходимо отнести возможность национальных экономик обеспечить свои потребности без помощи внешних источников поддержки. Если государство, полноценно участвуя во внешнеэкономической деятельности, не испытывает потребности во внешнем финансировании, то это является гарантией устойчивости национальной валюты.

К *спекулятивным факторам* можно отнести влияние на курс национальной валюты кратковременных причин, вызывающих повышенную потребность как в иностранной, так и в национальной валюте, вызванной сезонными причинами или умышленными действиями валютных спекулянтов.

К *монетарным факторам* относятся действия денежных властей в рамках проводимой денежно-кредитной политики, которая может повлиять на курс национальной валюты.

Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод, что главным фактором, влияющим на устойчивость национальной валюты, является собственный потенциал государства, способный обеспечить потребности национальной экономики в твердой валюте без внешней помощи, то есть фундаментальный фактор. Спекулятивный и монетарный факторы являются производными, вызванными слабостью национальной экономики, не способной решить проблему устойчивости национальной валюты.

Такой подход предъявляет требования в условиях открытой экономики к ее структуре, которая должна быть ориентирована на экспорт или способна обеспечить импортозамещение, позволяющее сбалансировать отток и приток иностранной валюты на внутренний рынок.

В условиях свободного рынка и открытой экономики перемещение капиталов, товаров и услуг зависит от существующих стимулов для получения от них максимальной отдачи при приемлемом риске. Поэтому рынки с наиболее привлекательными условиями становятся ключевым фактором привлечения инвестиций, то есть создания будущей базы притока твердой валюты. Фактор инвестиционной привлекательности в итоге становится вопросом выживания государства. В силу отсутствия собственных инвестиционных возможностей, опора на иностранные инвестиции должна быть приоритетной в формировании экономической стратегии развития государства.

Но разработка структурной политики государства должна учитывать имеющийся у страны ресурсный потенциал, то есть наличие минерально-сырьевой базы, уровень развития инфраструктуры, технологические возможности промышленности, наличие и качество трудовых ресурсов. Исходя из сложившейся структуры экономики и социальной сферы, необходимо определить ключевые приоритеты с целью ее реформирования, чтобы создать условия для обеспечения максимальной занятости населения, создания преференций для опережающего развития отраслей, обеспечивающих максимальную независимость государства от источников внешней финансовой поддержки. При этом необходимо отличать прямые иностранные инвестиции от внешнего заимствования, поскольку последнее требует возврата полученных средств.

Главными государственными органами, обязанными обеспечить данный баланс, выступают правительство и Центральный банк (ЦБ) через согласование налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики и их производными – структурной, инвестиционной, внешнеэкономической и другими политиками. При этом правительство генерирует предложение – через формирование стимулов для создания рабочих мест, товаров и услуг, а ЦБ генерирует спрос через регулирование денежной массы.

Часть предложения может быть направлена на приобретение иностранной валюты. И если действия обеих сторон экономического процесса будут согласованы, то стабильность курса национальной валюты будет обеспечена.

Из вышесказанного следует, что основой создания сбалансированной экономики являются, в первую очередь, действия правительства, направленные на создание такой ее структуры, которая бы обеспечила максимальную занятость населения, стимулировала инвестиции в отрасли, обеспечивающие независимость государства от внешних факторов.

Кроме действий правительства, направленных на создание предложения, на курс валюты оказы-

вает влияние и проводимая ЦБ денежно-кредитная политика. Так, если ЦБ проводит рестрикционную политику, направленную на ограничение денежного предложения, то спрос на национальную валюту может вырасти, соответственно вырастет ее курс. И наоборот, при избытке денежного предложения и высоких рисках кредитования избыток денежного предложения может быть направлен на валютный рынок, что вызовет рост курса иностранной валюты.

Поэтому согласованность действий правительства и ЦБ является основой стабильности рынка и валютного курса. Несовершенная структура экономики вызывает избыточный спрос на иностранную валюту или национальную валюту, что является источником дестабилизации валютного рынка.

Детонаторами дестабилизации валютного рынка, особенно для развивающихся стран, являются процессы, происходящие на глобальных мировых финансовых рынках. При кризисных явлениях на мировых финансовых рынках глобальные инвесторы пытаются выйти с развивающихся рынков, в силу наличия на них более высоких рисков, что влечет за собой отток с этих рынков твердой иностранной валюты и вызывает рост ее курсов. В этих условиях отсутствие источников компенсации данного оттока влечет за собой ослабление курса национальной валюты. Поэтому одним из критериев отличия развитого государства от развивающегося может выступать способность государства удовлетворить спрос на иностранную валюту без чрезмерного использования валютных резервов государства и без государственного внешнего заимствования.

Рассматривая основные источники притока и причины оттока иностранной валюты, необходимо выделить в качестве самых главных: экспорт, импорт, приток и отток инвестиций и заимствования.

На курс валюты на внутреннем рынке может оказать влияние также трансформация сбережений из одних валют в другие, являющаяся следствием резкой девальвации одних валют или большой разницы в процентных ставках по разным валютам.

Что же оказывает влияние на выбор инвестором рынка будущих инвестиций? Речь идет о прямых инвесторах, не обременяющих государство внешней задолженностью. Кроме благоприятных организационных условий, наличия готовой инфраструктуры, понятной правовой базы, на выбор инвестора оказывает влияние валютная политика ЦБ и сбалансированность курса национальной валюты.

Политика плавающего или фиксированного курса предполагает разный подход к регулированию курса национальной валюты. Так, при плавающем курсе ЦБ не вмешивается в рыночные механизмы формирования курса валюты, не влияет на тренд его изменения. Но в развивающихся странах

ЦБ участвуют в курсообразовании с целью не допустить резкого его изменения. Валютные интервенции в этом случае носят эпизодический характер и не затрагивают существенно золотовалютные резервы государства. При политике плавающего курса ЦБ не берет на себя обязательство поддерживать курс национальной валюты на одном уровне. Участники внешнеэкономических отношений в данном случае берут на себя риск изменения курса национальной валюты.

При фиксированном курсе ЦБ берет на себя обязательство поддерживать курс национальной валюты на одном уровне, или в рамках определенного коридора. И здесь источником поддержания курса национальной валюты на стабильном уровне являются золотовалютные резервы государства. В этом случае участники внешнеэкономической деятельности не подвергаются риску изменения курса валюты. Но такая политика требует достаточного уровня золотовалютных резервов и гарантированного источника их пополнения.

Поэтому серьезный внешний инвестор обязательно учет курсовую политику ЦБ государства, в которое предполагаются инвестиции, с целью оценки потенциальных рисков потерь вследствие колебания курса национальной валюты.

Тем не менее, осуществляя курсовую политику, ЦБ должен учитывать сбалансированность сложившегося курса национальной валюты, не допуская его чрезмерного укрепления или ослабления.

Как же оценить его сбалансированность? Все ЦБ постоянно осуществляют расчеты «реального эффективного обменного курса национальной валюты (РЕОК)», который учитывает курсы валют стран нерезидентов, участвующих во внешнеэкономических операциях со страной-резидентом.

РЕОК позволяет учесть долю того государства, валюта которого участвует в сделках между резидентами обоих государств, а также уровень инфляции в государствах, валюта которых участвует в сделках. Поэтому если сделки совершаются в валютах тех стран, резиденты которых участвуют в этих сделках, то курс РЕОК будет объективно отражать тенденцию изменения курса национальной валюты. И это будет курс сбалансированный, с учетом доли валюты государства, резиденты которого участвовали в сделках, и соотношения стоимости валют нерезидентов с валютой резидента, с учетом инфляции в этих странах и соответственно обесценения их валют на внутреннем рынке.

Но на практике в Кыргызстане осуществляется расчет РЕОК по нескольким позициям, отдельно по странам СНГ, странам дальнего зарубежья, имеются в виду твердые валюты, в которых совершается основная часть финансовых сделок на мировых рынках, и общий РЕОК.

Естественно, динамика и тренд изменения курсов в среднесрочном и долгосрочном периоде, по разным показателям РЕОК, будет различаться.

При этом очевидно, что уровень инфляции в развитых странах и переходных экономиках различается, и в среднем инфляция в развивающихся странах выше, что должно отражаться на более ускоренном обесценении их валюты. Поэтому при определении курса национальной валюты необходимо учитывать в расчете РЕОК не валюты стран-участников международной торговли, а валюты, участвующие в этих сделках. Поэтому действия ЦБ, придерживающегося в определении сбалансированного курса национальной валюты тренда общего РЕОК, или РЕОК стран СНГ, будет неверными, так как обесценение национальной валюты будет происходить относительно валют, в которых совершались сделки. А сделки совершаются в основном в твердых валютах, соответственно рыночный курс национальной валюты (для достижения его сбалансированности) должен соответствовать тренду РЕОК стран-обладательниц твердой валюты, то есть дальнего зарубежья.

Если учитывать валюты тех стран, резиденты которых участвуют в сделках с отечественными предпринимателями и валюты которых инфлируют так же, как отечественная валюта по отношению к валюте сделки, то РЕОК отечественной валюты будет искусственно завышен, поскольку по отношению друг к другу они не обесцениваются. В итоге полученный РЕОК и его тренд становится для ЦБ ориентиром сбалансированного курса отечественной валюты, что является ошибкой и влечет за собой создание базы для искажения структуры экономики.

Приведенный график (рисунок 1) показывает, что тренд изменения учетного курса сома следовал за трендом общего РЕОК, учитывающего валюты стран, с резидентами которых осуществлялись сделки, хотя основная часть этих сделок осуществлялась в валютах третьих стран, то есть в твердых валютах. Из графика видно, что РЕОК д/з, то есть динамика и тренд изменения курса национальной валюты с учетом использованных валют сделки значительно отличается от динамики и тренда изменения учетного курса. За исследованный период учетный курс необоснованно завышался. Это обстоятельство делало неконкурентоспособными местные товары, стимулировало импорт и делало невыгодным инвестиции в отечественное производство.

К сожалению, несогласованность проводимых правительством и ЦБ политик не позволяет создать условия для обеспечения стабильности курса национальной валюты. В первую очередь, это несовершенная структура экономики, не способствующая

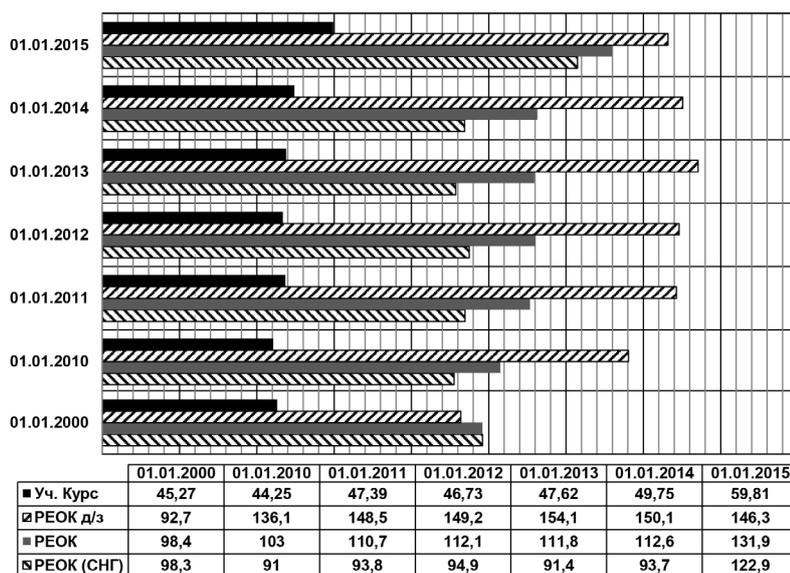


Рисунок 1 – Динамика и тренд изменения курсов национальной валюты<sup>1</sup>

удовлетворению внутренних потребностей экономики и социальной сферы в продукции и услугах внутреннего производства.

Естественно, в условиях открытой экономики важную роль играет конкуренция. Продукция, произведенная на внутреннем рынке, может оказаться неконкурентоспособной по отношению к импортной, и эта ситуация будет стимулировать рост импорта, что повлияет на рост оттока иностранной валюты с внутреннего рынка. Выходом из данной ситуации является либо создание конкурентоспособного производства на внутреннем рынке, что связано с созданием благоприятных условий для инвестирования, либо с девальвацией национальной валюты, делающей неконкурентоспособной импортную продукцию по ценовому признаку. Девальвация национальной валюты при низком уровне доходов населения и высокой доле импорта в потребительской корзине приведет к снижению жизненного уровня населения. Поэтому данный инструмент несет в себе негативные социальные последствия и с политической точки зрения его использование является проблемным.

Еще одним ограничителем использования данного инструмента является доля выплат по внешнему долгу в бюджете государства. Поскольку в расходной части бюджета предусматривается и утверждается конкретная сумма выплат по внешним обязательствам, номинированная в национальной валюте, но предусматривающая выплаты в иностранной валюте, по заранее предполагаемому курсу

на момент выплат, то отклонение от заданного курса окажет негативное влияние на исполнение бюджета. Если курс окажется ниже предполагаемого уровня, то в бюджете не хватит средств на покупку необходимого объема иностранной валюты для выплаты внешнего обязательства. Поэтому правительство не заинтересовано в отклонении курса национальной валюты от заданного уровня, и ЦБ вынужден, вопреки требованию рынка, искусственно поддерживать курс национальной валюты на более высоком уровне, используя золотовалютные резервы.

Данное обстоятельство не способствует поддержанию сбалансированного курса национальной валюты. Оно делает ЦБ заложником неэффективной структурной политики правительства.

Но что же тогда является причиной удешевления или удорожания твердых валют на мировых рынках?

В первую очередь – политика, проводимая центральными банками, эмитентами этих валют: регулируя учетную ставку, они делают ее дорогой или дешевой – чем выше учетная ставка, тем дороже валюта и наоборот. Учетная ставка позволяет регулировать экономическую активность на рынке и препятствовать инфляционным процессам – чем ниже процентная ставка, тем выше доступ к кредитным ресурсам, что способствует инвестиционной активности. Если объем денежной массы в обращении становится чрезмерным, что может спровоцировать инфляционные процессы, то одним из инструментов, противодействующих инфляции,

<sup>1</sup> Источник: URL: <http://www.nbkr.kg>

является ограничение доступа к кредитным ресурсам через повышение учетной ставки, то есть удорожание стоимости валюты. Во-вторых, номинирование стоимости основных активов мирового товарного рынка в определенной валюте делает ее ключевой, опосредованно связывающей остальные мировые валюты со стоимостью товарных активов. Поскольку почти все товарные активы номинируются в американских долларах, то именно по отношению к нему, в большинстве случаев, меняется на рынке стоимость локальных валют. Особенно это касается тех стран, экономическое положение которых зависит от мировых цен на конкретные активы. В первую очередь речь идет о ценах на углеводородное сырье – нефть и природный газ. Если цена на нефть снижается, то это приводит к удорожанию американского доллара, то есть за меньший объем долларов можно приобрести тот же объем нефти. Для стран, экспортирующих нефть, дол-

ларовые доходы снижаются, а дефицит долларов на внутреннем рынке приводит к росту его курса и обесценению национальной валюты.

Падение или рост цен на углеводородное сырье зависит, в свою очередь, от спроса и объемов поставки их на рынок. В периоды роста экономической активности на мировых рынках спрос на данное сырье толкает цены вверх – и доллар дешевеет, и наоборот – в периоды спада доллар будет дорожать.

К сожалению, такая зависимость относится к странам с несовершенной, не диверсифицированной структурой экономики. Тогда основные доходы государства будут зависеть от цен на конкретные активы, неважно, будет ли это нефть, древесина, металл или другие активы, снижение мировых цен на которые будет приводить к дефициту твердой валюты на рынке и падению курса национальной валюты.