

ОЦЕНКА ФУНДАМЕНТАЛЬНО ОБОСНОВАННОГО РЕАЛЬНОГО КУРСА РУБЛЯ

А.Божечкова, П.Трунин

Ключевую роль в укреплении реального обменного курса рубля на протяжении 2000-х гг. играл трансформационный рост российской экономики (эффект Балассы-Самуэльсона), а также улучшение условий внешней торговли. По данным за IV кв. 2014 г., для того чтобы реальный эффективный курс рубля вернулся к фундаментально обоснованному уровню, необходимо было его укрепление на 6,2%. При ожидаемой инфляции в РФ и странах – торговых партнерах на уровне соответственно 12–14% и 3–4% реальный эффективный курс рубля через 8–11 месяцев вернется к равновесному уровню при стабильном номинальном курсе и отсутствии ухудшения состояния фундаментальных факторов.

Реальный обменный курс является одним из ключевых макроэкономических показателей, характеризующих конкурентоспособность национальных товаров. Динамика реального курса может оказывать существенное воздействие на темпы роста промышленного производства различных отраслей. Процессы глобализации мировых финансовых рынков, рост объемов международной торговли приводят к усилению значения данного показателя для экономической ситуации в различных странах мира. В этой связи исследование факторов, формирующих долгосрочную динамику реального курса, является весьма актуальным.

Наблюдаемый переход Банка России к режиму инфляционного таргетирования осуществляется в весьма неблагоприятных условиях, включая геополитическую напряженность, масштабный отток капитала, резкое снижение цен на энергоносители. Переход к свободному плаванию валютного курса в подобной ситуации несет в себе риски существенного отклонения реального и номинального курсов рубля от уровня, обусловленного фундаментальными факторами: усилению степени недооценки рубля могут способствовать панические настроения участников валютного рынка. В этой связи анализ степени отклонения реального обменного курса рубля от его фундаментально обоснованной долгосрочной траектории является актуальной задачей, решение которой позволяет оценить дальнейшие перспективы динамики обменного курса.

В качестве фундаментальных факторов реального эффективного курса рубля мы используем отношение индекса производительности труда России к аналогичному показателю Германии как одного из ключевых торговых партнеров, реальную цену на нефть, чистые иностранные активы частного сектора, долю государственных расходов консолидированного бюджета в ВВП. Предполага-

ется, что увеличение дифференциала производительности труда в силу действия эффекта Балассы-Самуэльсона приводит к укреплению рубля в реальном выражении. Улучшение условий торговли через воздействие на уровень благосостояния экономических агентов ведет к росту внутреннего спроса, удорожанию неторгуемых товаров и повышению реального обменного курса национальной валюты¹. При увеличении чистых иностранных активов частного сектора реальный обменный курс уменьшается в связи со снижением спроса на национальную валюту и ее обесценением в номинальном и реальном выражении². Увеличение государственных расходов, направленных в сектор неторгуемых товаров, приводит к их удорожанию и укреплению национальной валюты в реальном выражении³.

Наличие коинтеграционного соотношения между реальным обменным курсом и фундаментальными переменными тестируется с помощью процедуры Йохансена. Выбор числа лагов модели производится на основе критериев Акаике и Шварца.

Рассматривается векторная модель коррекции ошибок (VECM) вида:

$$\Delta y_t = \Pi y_{t-1} + \Phi D_t + \sum_{j=1}^k \Gamma_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (1)$$

1 Edwards S. Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior // Journal of Development Economics, No. 29, 1988. pp. 311–341; De Gregorio J., Wolf H., “Terms of Trade, Productivity and the Real Exchange Rate,” // NBER Working Paper Series, No. 4807, 1994; Cashin P., Céspedes L.F., Sahay R., “Commodity currencies and the real exchange rate,” // Journal of Development Economics, No. 75, 2004. pp. 239–268.

2 Трунин П., Князев Д., Кудюкина Е. Анализ факторов динамики обменного курса рубля // Научные труды №144Р Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара, 2010.

3 Galstyan V., Lane P.T. The Composition of Government Spending and the Real Exchange Rate // CEPR, IIS Discussion Paper, No. 257, July 2008

y – вектор переменных; D – вектор дамми-переменных; Γ_j – матрица краткосрочных коэффициентов; $\Pi = \alpha \beta'$ – матрица, характеризующая долгосрочные параметры системы; (α – матрица, характеризующая скорость сходимости переменных к равновесию, β' – матрица коинтегрирующих векторов). Вектор фундаментальных переменных имеет вид: $[reer, real_prod, tot, gov_spend, cap_flow]^T - I(1)$, где $reer$ – реальный эффективный курс рубля (2010 г.=100%), $real_prod$ – дифференциал производительности труда между Россией и Германией, $brent$ – реальная цена на нефть марки Brent, gov_spend – отношение государственных расходов консолидированного бюджета к ВВП, cap_flow – чистые иностранные активы частного сектора (% ВВП). Отметим, что все переменные сезонно скорректированы с помощью процедуры Census X12, представлены в натуральных логарифмах, а также являются интегрированными первого порядка.

В результате оценки VECM моделей на основе различных наборов фундаментальных переменных выявлено, что с точки зрения формальных статистических критериев, в частности по показателю средней абсолютной процентной ошибки ретроспективного прогноза (MAPE), наилучшим является коинтеграционное соотношение, включающее такие переменные, как реальный эффективный курс рубля, дифференциал производительности труда, государственные расходы (VECM с двумя лагами).

$$reer_t = 1,109 \times rel_prod_t + 0,173 \times brent_t + 0,193 \times gov_spend_t + 2,96, \quad (2)$$

Полученные оценки долгосрочных эластичностей реального эффективного курса рубля по фундаментальным факторам согласуются с теоретическими представлениями, а также являются сопоставимыми с выводами проведенных ранее эмпирических исследований. Долгосрочные значения реального эффективного курса рубля рассчитаны на основе коинтеграционного соотношения, представленного в уравнении (2).

В период 1 кв. 1999 г. – 4 кв. 2014 г. ежегодные темпы прироста фактического реального эффективного курса составили 5,1%, аналогичный показатель для фундаментально обоснованного курса составил в среднем 4,4%. опережение фактических темпов прироста реального обменного курса рубля долгосрочных модельных значений, может быть обусловлено докризисной недооценкой реального эффективного курса рубля (большое количество подобных эпизодов в 2002–2007 гг.) и его постепенной сходимостью к равновесному значению, а также посткризисной частичной переоценкой данного показателя (рис. 1). Анализ отклонений фактического реального курса от долгосрочной траектории также показал, что в IV квартале 2014 г. рубль был недооценен в реальном выражении на 6,2% (рис. 2).

На основе анализа дисперсий ошибок прогноза выявлено, что 43% дисперсии реального эффективного курса объясняется динамикой реальной цены на нефть, 26% – дифференциалом производительности труда, 10% – государственными расходами.

Таким образом, результаты проведенного исследования подтверждают, что ключевую роль в укреплении реального обменного курса рубля на протяжении 2000-х гг. играл трансформационный

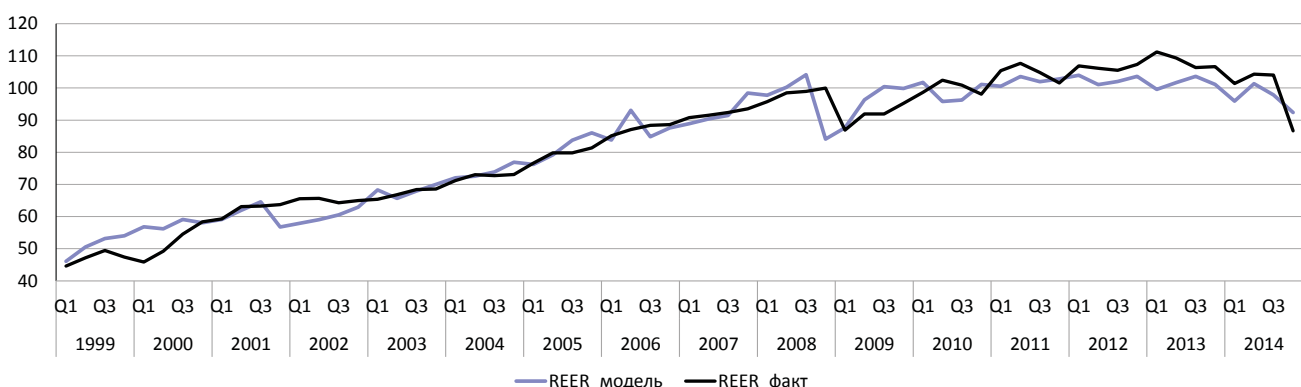


Рис. 1. Фактические и фундаментально обоснованные значения реального эффективного курса рубля¹

1 Сосунов К., Ушаков Н., "Определение реального курса рубля и оценка политики долгосрочного таргетирования реального курса валюты," // Журнал новой экономической ассоциации, No. 3-4, 2009. pp. 97-122. Трунин П., Князев Д., Кудюкина Е. Анализ факторов динамики обменного курса рубля // Научные труды №144Р Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара, 2010.

рост российской экономики (эффект Балассы-Самуэльсона), а также улучшение условий внешней торговли.

За 2014 г. в условиях напряженной геополитической обстановки, снижения цен на нефть, увеличения масштабов оттока капитала частного сектора реальный эффективный курс рубля снизился на 27,2%, номинальный эффективный курс рубля упал на 32,7%, при этом инфляция в России за аналогичный период составила 11,4%, а темп роста потребительских цен в странах – торговых партнерах в среднем оказался равным 2,7%. Отметим, что, по данным за IV кв. 2014 г., для того чтобы реальный эффективный курс рубля вернулся на равновесную траекторию, необходимо было его укрепление на 6,2%. При ожидаемой инфляции в РФ и странах – торговых партнерах на уровне соответственно 12–14% и 3–4% реальный эффективный курс рубля через 8–11 месяцев вернется к равновесному уровню при стабильном номинальном курсе. Проведенные оценки также показали, что в IV кв.

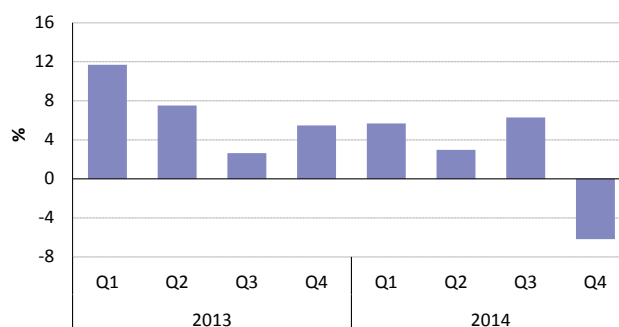


Рис. 2. Степень переоценки (+)/недооценки (-) реального эффективного курса рубля

2014 г. номинальный эффективный курс характеризовался недооценкой по сравнению с фундаментально обоснованным уровнем в размере 13,6%. В целом, если ухудшения фундаментальных факторов не произойдет, то дальнейшего значительного обесценения рубля в номинальном выражении не требуется. ●