

A large combine harvester is shown in a field of golden wheat, harvesting the crop. The harvester is white with red accents and is moving through the field, leaving a trail of harvested wheat behind it. The sky is overcast.

Побочный ущерб

Комбайн на уборке пшеницы.

Пабло Драк, Николас Е. Магуд, Родриго Марискал

Сильный доллар редко положительно влияет на страны с формирующимся рынком

КОГДА экономика США растет, другие страны должны получать выгоды от активного спроса на экспорт со стороны крупнейшей экономики мира, и не только непосредственно, но и через остальной мир, получающий выгоды от более активного спроса США. Но для стран с формирующимся рынком, особенно чистых экспортеров биржевых товаров, активный подъем в экономике США часто представляет собой обоюдоострый меч.

На основе данных за 1970–2014 годы в ходе нашего исследования было обнаружено, что в периоды укрепления доллара (продолжавшиеся примерно 6–8 лет и обычно наблюдавшиеся при росте экономики США) рост реального ВВП в странах с формирующимся рынком замедляется, даже несмотря на то что рост в США ведет к увеличению мирового спроса. И наоборот, в периоды ослабления доллара (продолжавшиеся примерно по девять лет) страны с формирующимся рынком показывают лучшие результаты.

Может представляться парадоксальным, что, когда крупнейшая экономика мира растет и увеличивает свой импорт, в том числе из стран с формирующимся рынком, это негативно сказывается на этих странах. Однако оказывается, что влияние роста курса доллара на снижение мировых цен на биржевые товары перевешивает положительное влияние активного роста в экономике США. То есть по мере повышения курса доллара выраженные в долларах цены на биржевые товары обычно снижаются, а более низкие цены на биржевые товары ведут к падению доходов в странах с формирующимся рынком, что замедляет рост их внутреннего спроса. Результатом оказывается снижение темпов роста реального ВВП в странах с формирующимся рынком.

Подавляющий эффект

Подавляющее влияние более высокого курса доллара возникает даже в тех случаях, когда повышается внешний спрос на продукцию стран с формирующимся рынком, снижающийся курс валют которых удешевляет их экспорт. Иными словами, даже если увеличивается чистый экспорт, происходит пропорционально более значительное падение роста внутреннего спроса, результатом чего является замедление роста совокупного внутреннего производства. Это справедливо даже если принимать во внимание растущую роль Китая в определении цен на биржевые товары — фактор, который стал действительно играть существенную роль в конце 1990-х годов. Кроме того, помимо влияния более высокого курса доллара и более высоких темпов роста реального ВВП в США на экономическую активность в странах с формирующимся рынком, в результате исследования нами было обнаружено, что повышение процентных ставок в США, которое с течением времени начинает сопровождать рост экономики США, ведет к *еще большему* снижению темпов роста в этих странах. Данные эффекты сильнее проявляются в странах с режимами обменного курса, характеризующимися меньшей гибкостью. Хотя в наибольшей степени это сказывается на чистых экспортерах биржевых товаров, под влиянием оказываются также и страны, импортирующие капитал для инвестиций или ресурсы для внутреннего производства. Объясняется это тем, что цены на большую часть этого импорта устанавливаются в долларах. Кроме того, с повышением процентных ставок растет стоимость заемных ресурсов, что сказывается на фирмах, привлекающих займы для финансирования своих инвестиций.

В течение прошлого года страны с формирующимся рынком страдали от укрепления

доллара и снижения цен на биржевые товары. Прогнозируемое стойкое сохранение высокого курса доллара и ожидаемое повышение процентных ставок в США, вероятно, будет и далее сдерживать рост в странах с формирующимся рынком в ближайшей перспективе.

Почему обменный курс доллара играет столь ключевую роль? Частично это объясняется тем, что большинство международных операций, в том числе по биржевым товарам, выражены в долларах — валюте по факту являющейся мировым средством расчетов, хранения стоимости и счетной единицей. Кроме того, за исключением, вероятно, Китая (который в любом случае является импортером биржевых товаров), страны с формирующимся рынком не могут существенно влиять на многосторонний обменный курс валюты США. Это означает, что изменения ситуации в США сказываются на каждой стране с формирующимся рынком, в то время как события в этих странах практически не оказывают влияния на США. Кроме того, макроэкономическая политика США практически не принимает во внимание развивающиеся страны. Это означает, что реальный обменный курс валюты США, вероятно, более значим для стран с формирующимся рынком, чем их условия торговли, то есть относительные цены экспорта страны с позиций ее импорта. Иными словами, доллар является конечной движущей силой динамики формирующихся рынков: условия торговли выступают лишь средством.

Влияние реального курса доллара

Влияние реального обменного курса доллара на страны с формирующимся рынком можно показать на примере того, как он сказывался на ВВП Южной Америки по десятилетиям. В других регионах наблюдалась сходная картина.

1970-е годы. Это был период снижения курса доллара. Денежно-кредитная политика США была ориентирована на рост, сохранялись низкие реальные (после вычета инфляции) процентные ставки, колебавшиеся вокруг 2 процентов. Экономическая активность в США прошла через два спада и период высокой инфляции с низким ростом, который часто назывался стагфляцией. В Южной Америке отмечался активный рост реального ВВП (среднем более 6 процентов) после двух всплесков цен на нефть (в 1973 и 1979 годах) и в целом при более высоких ценах на биржевые товары.

1980-е годы. После периода высокой инфляции в США ФРС (центральный банк США) в начале 1980-х годов ужесточил денежно-кредитную политику. Реальные процентные ставки достигли 8 процентов. В результате этого повысился курс доллара, а цены на биржевые товары упали. Экономика США вошла в период спада, но быстро восстановилась и в течение большей части этого десятилетия росла быстрыми темпами. В Южной Америке экономический рост был столь медленным, что этот период получил название потерянного десятилетия Латинской Америки. Кроме того, более высокие процентные ставки в США привели к резкому повышению стоимости международного финансирования, что во многих случаях вело к кризисам суверенного долга — в Латинской Америке и некоторых других развивающихся странах.

1990-е годы. После спада 1993 года отмечался устойчивый период активного роста в США, который стал одним из самых продолжительных за последние десятилетия. Реальные процентные ставки в США были выше, чем в 1970-е годы, но ниже, чем в 1980-е. Доллар неуклонно укреплялся. Цены на биржевые товары в основном были на достаточно низком уровне. Рост реального ВВП в Южной Америке составлял примерно 3 процента, что недостаточно для стран с формирующимся рынком, и был ниже ожидавшегося с учетом проведенных в начале десятилетия структурных реформ, направленных на содействие росту.

2000-е годы. Десятилетие началось с низких реальных процентных ставок, снижения курса доллара и высоких цен на биржевые товары в условиях активного внешнего спроса, особенно

со стороны Китая. В Южной Америке рост достигал примерно 4½ процента, пока не разразился мировой финансовый кризис 2008–2009 годов.

2010-е годы. Доллар снова укрепляется, особенно с середины 2014 года. Цены на биржевые товары ослабли, и в среднесрочной перспективе ожидается их сохранение на более низком уровне. Если события последних сорока пяти лет в какой-то степени могут свидетельствовать о наличии закономерности, следует заключить, что страны с формирующимся рынком ожидают период низкого роста реального ВВП, по крайней мере более низкого, чем наблюдалось во время низкого курса доллара и высоких цен на биржевые товары. Экономическая активность в странах с формирующимся рынком в последнее время действительно замедляется. А доллар, курс которого повысился примерно на 15 процентов за период с июня 2014 года по июль 2015 года, снова представляется одним из факторов, ведущих к замедлению роста в странах с формирующимся рынком, прогнозы роста для которых несколько раз пересматривались МВФ в сторону понижения (IMF, 2015), а в последние месяцы и рынком в более широком плане.

Ослабление роста

На основе опыта стран с формирующимся рынком и развивающихся стран нами сделаны некоторые широкие обобщающие выводы относительно средней динамики показателей. Для этого использовались годовые данные по 63 из этих стран за период 1970–2014 годов.

- Периоды укрепления доллара совпадают с более низким ростом реального ВВП по всем регионам стран с формирующимся рынком (см. рис. 1). В течение периодов снижения курса доллара страны с формирующимся рынком показывают значительно лучшие результаты. Это особенно справедливо в случае регионов, являющихся чистыми экспортерами биржевых товаров. Более конкретно, эта параллельная динамика заметна в случае Латинской Америки (особенно среди стран Южной Америки, являющихся чистыми экспортерами биржевых товаров), стран Европы с формирующимся рынком и Ближнего Востока и Северной

Рисунок 1

Рука об руку

Когда повышается курс доллара, в странах с формирующимся рынком большинства регионов мира снижаются как темпы роста реального (после вычета инфляции) ВВП, так и темпы роста внутреннего спроса.

(Коэффициент корреляции)



Источники: Банк международных расчетов; Федеральный резервный банк Сент-Луиса, *Real Narrow Effective Exchange Rates for the United States*; МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

Примечание. Коэффициент корреляции показывает степень близости динамики повышения курса доллара и реального ВВП и внутреннего спроса в различных регионах. Повышение курса доллара измеряется реальным эффективным валютным курсом относительно каждого из регионов. Темпы роста представлены трехлетними скользящими средними показателями. Реальный ВВП рассчитывается как средний по совокупности стран в каждом регионе с весами, основанными на паритете покупательной способности. Внутренний спрос представляет собой частное потребление + государственное потребление + частные инвестиции + чистый экспорт. ЛАК = Латинская Америка и Карибский бассейн. БВСА = Ближний Восток и Северная Африка. Рассматриваемый период: 1970–2014 годы.

Африки. В меньшей степени эта связь проявляется в случае стран Азии с формирующимся рынком.

- Чем выше курс доллара, тем слабее внутренний спрос в странах с формирующимся рынком. Внутренний спрос является главной движущей силой экономической активности, и, как представляется, на внутреннем спросе сказывается покупательная способность реального эффективного обменного курса (см. вставку), и именно через внутренний спрос реальный эффективный обменный курс валюты США передается на экономическую активность в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Влияние на внутренний спрос представляется менее существенным в случае стран Ближнего Востока и Северной Африки, а также стран Азии с формирующимся рынком, и более сильным в случае Латинской Америки и стран Европы с формирующимся рынком.

- Периоды более высоких процентных ставок в США, как правило, совпадают с более высоким курсом доллара, и наоборот. Более высокие процентные ставки ведут к притоку капитала в США, поскольку инвесторы стремятся получить более высокую доходность, что ведет к укреплению доллара.

- Более высокие процентные ставки в США, как представляется, связаны с более высоким ростом в США, хотя и не во всех случаях. Более активный рост в конечном счете ведет к вызываемому спросом инфляционному давлению, когда внутренний спрос приближается к границе, до которой страна способна эффективно производить товары и услуги. Повышение цен вынуждает ФРС ужесточать денежно-кредитную политику путем повышения процентных ставок, что повышает стоимость заемных средств для компаний и физических лиц. Более высокая стоимость заемных средств сдерживает инфляционное давление за счет замедления темпов роста кредита, что тормозит экономическую активность. Однако отмечалось несколько периодов, в течение которых связь между экономической активностью и процентными ставками в США была не столь сильной.

- Когда доллар находится в повышательной фазе цикла, цены на биржевые товары оказываются ниже, что, в свою очередь, ведет к снижению роста в странах с формирующимся рынком.

Цикл доллара

Как отмечалось выше, важным каналом негативного влияния более высокого курса доллара на доходы в странах с формиру-

ющимся рынком является снижение цен на биржевые товары в долларовом выражении. Когда экспорт биржевых товаров имеет более низкую покупательную способность в долларах, происходит уменьшение реального дохода страны. Внутренний спрос уменьшается, как и объем производства в экономике. В периоды низкого курса доллара наблюдается обратная динамика.

В 1970–2014 годах мы выделили три цикла повышения курса доллара и три цикла его снижения (см. рис. 2). Эпизоды снижения реального курса доллара в среднем характеризовались более активной динамикой и имели большую продолжительность, чем циклы повышения курса. Среднее реальное повышение курса составляло 3,2 процента в год, а его средняя продолжительность была более шести лет (восемь лет, если не учитывать текущий период повышения курса); реальное среднегодовое снижение курса составляло 3,8 процента, а средняя продолжительность таких эпизодов была близка к девяти годам. Кроме того, циклы являются стойкими. Вероятность того, что за периодом повышения реального курса последует еще один период повышения курса, на 83 процента выше, чем то, что за ним последует период снижения курса. В случае снижения реального курса вероятность продолжения той же динамики составляет примерно 88 процентов.

Для дальнейшего обоснования наших выводов был использован анализ событий, задача которого заключается в том, чтобы соотнести во времени динамику ВВП в странах с формирующимся рынком с тем, находится ли доллар в повышательном или понижательном цикле.

Рисунок 2

Взлеты и падения

Доллар проходит через долгосрочные циклы, в которых его стоимость повышается и снижается относительно большинства других валют.



Источник: расчеты авторов.

Условия торговли

Реальный эффективный валютный курс (РЭВК) показывает стоимость валюты страны относительно стран, с которыми она ведет торговлю, с поправкой на инфляцию. Он является показателем покупательной способности.

Для расчета РЭВК номинальный обменный курс валюты страны относительно каждого из ее партнеров по торговле умножается на индекс потребительских цен с весами по долям партнеров по торговле в экспорте, а затем делится на национальный индекс потребительских цен страны.

Для построения индекса, отражающего покупательную способность экономики, ее РЭВК может быть скорректирован таким образом, чтобы получить реальный эффективный валютный курс для условий торговли биржевыми товарами. Взвешенные индексы потребительских цен в РЭВК заменяются условиями торговли биржевыми товарами каждой страны с весами по величине торговли. Показатель условий торговли представляет собой результат деления экспортных цен страны на ее импортные цены. При повышении цены на биржевые товары такой товарный РЭВК повышается в большей степени, чем стандартный РЭВК, и наоборот. На приводимом рисунке показано, как соотносились эти два показателя покупательной способности в Мексике и Южной Америке в период с 2000 по 2015 год.

Товарная покупательная способность

По мере повышения цен на биржевые товары с 2007 года покупательная способность стран Латинской Америки с точки зрения биржевых товаров начала превышать покупательную способность, измеряемую на базе относительной инфляции.

(Индекс, 2005 = 100)



Источник: расчеты авторов.

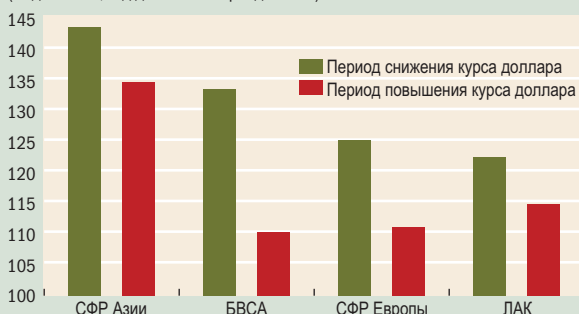
Примечание. Реальный эффективный валютный курс (РЭВК) показывает стоимость валюты страны относительно валют стран, с которыми она ведет торговлю, скорректированную на инфляцию потребительских цен. Товарный РЭВК представляет собой скорректированный показатель РЭВК на базе инфляции, и его цель заключается в том, чтобы служить показателем покупательной способности с точки зрения цен на биржевые товары. Приведенные показатели рассчитаны для Аргентины, Боливии, Бразилии, Венесуэлы, Колумбии, Мексики, Парагвая, Перу, Уругвая, Чили и Эквадора.

Рисунок 3

Торможение роста ВВП

В большинстве регионов реальный ВВП увеличивается в меньшей степени в периоды повышения курса доллара, чем в периоды снижения курса доллара.

(Индекс ВВП, год до начала периода = 100)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики»; расчеты авторов.
Примечание. Изменение курса доллара рассчитывается по реальному эффективному валютному курсу относительно каждого из регионов. Региональный реальный ВВП рассчитывается как средний по совокупности стран в каждом регионе с весами, основанными на паритете покупательной способности. ЛАК = Латинская Америка и Карибский бассейн. БВСА = Ближний Восток и Северная Африка. ВВП рассчитывается как региональное среднее. Рассматриваемый период: 1970–2014 годы.

Рисунок 4

Спрос

В большинстве стран с формирующимся рынком отмечается активный рост внутреннего спроса в периоды снижения курса доллара. Когда курс доллара повышается, рост внутреннего спроса является более сдержанным.

(Индекс внутреннего спроса, год до начала периода = 100)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики»; расчеты авторов.
Примечание. Изменение курса доллара рассчитывается по реальному эффективному валютному курсу относительно каждого из регионов. Внутренний спрос представляет собой частное потребление + государственное потребление + частные инвестиции + чистый экспорт. ЛАК = Латинская Америка и Карибский бассейн. БВСА = Ближний Восток и Северная Африка. Спрос рассчитывается как средний по региону. Рассматриваемый период: 1970–2014 годы.

Этот анализ показал, что, кроме Центральной Америки и Мексики, в течение периодов укрепления доллара реальный ВВП оказывается ниже в каждом регионе. Эта закономерность выполняется для Латинской Америки при ее рассмотрении в целом, несмотря на влияние Центральной Америки и Мексики, а особенно для Южной Америки, являющейся активным чистым экспортёром биржевых товаров. Она также справедлива для стран с формирующимся рынком на Ближнем Востоке и в Северной Африке, а также для стран Европы с формирующимся рынком. В меньшей степени она прослеживается и в странах Азии с формирующимся рынком. В среднем реальный ВВП в Латинской Америке увеличивается примерно на 7 процентных пунктов меньше в периоды укрепления доллара, чем в периоды ослабления доллара. Эта разница еще более заметна на Ближнем Востоке и в Северной Африке, где она составляет примерно 21 процентный пункт, а в странах Азии с формирующимся рынком, хотя

она и не столь значительна, она сравнима с Латинской Америкой и находится на уровне 7 процентных пунктов (см. рис. 3). Однако эта разница не столь заметна в Центральной Америке и Мексике, вероятно, по причине сильных и не касающихся биржевых товаров связей с США, в частности, через торговлю, туризм и денежные переводы работников-мигрантов. Торговый канал действует через внешний спрос на товары. Туризм подталкивает внешний спрос на услуги. А денежные переводы приводят к перетеканию ресурсов из США в Мексику, Центральную Америку и страны Карибского бассейна. Все эти факторы способствуют поддержанию внутреннего спроса и доходов в этих странах с формирующимся рынком и развивающихся стран, компенсируя любое негативное влияние укрепления доллара на доходы. Страны, валюты которых привязаны к доллару или которые используют доллар в качестве собственной национальной валюты, как правило, еще в большей степени попадают под влияние долларовой цикла.

За исключением Центральной Америки и Мексики, все регионы и субрегионы показывают значительно более активный рост реального внутреннего спроса, когда курс доллара является более низким. Во многих регионах внутренний спрос фактически падает или имеет нулевой рост в периоды повышения курса доллара. Это является веским свидетельством того, что более высокий курс доллара оказывает негативное влияние на покупательную способность внутреннего спроса. В свою очередь, это указывает на то, что снижение доходов в долларах вследствие ослабления цен на биржевые товары (обычно называемое эффектом доходов) имеет большее значение, чем повышение экономической активности, обычно сопровождающее экспорт при ослаблении национальной валюты. Этот эффект обычно называется переключением расходов, поскольку он ведет к увеличению внешнего спроса по мере удешевления национальных товаров в долларах (см. рис. 4).

Куда движется доллар?

Курс доллара растет по крайней мере с середины 2014 года, и, если исходить из данных за прошлые периоды, существует более чем 80-процентная вероятность, что он будет и далее повышаться в краткосрочной и среднесрочной перспективе в рамках выявленных в нашем исследовании шести-восьмилетних циклов повышения курса. Это означает, что цены на биржевые товары в долларах, вероятно, будут оставаться низкими, а состояние внутреннего спроса и уменьшение долларовой покупательной способности означают, что рост реального ВВП в странах с формирующимся рынком будет медленнее, чем в периоды падения курса доллара.

Если ФРС начнет повышать процентные ставки и отойдет от чрезвычайной денежно-кредитной политики с ориентацией на рост, которую она начала проводить во время мирового финансового кризиса, еще больше вероятность того, что курс доллара останется на высоком уровне. Приток капитала в страны с формирующимся рынком, в лучшем случае, вероятно, станет более умеренным (а при наихудшем сценарии может начаться бегство капитала), что усугубит влияние более низких цен на биржевые товары. Более того, при этом повысится стоимость международного финансирования. В совокупности это означает, что внешние перспективы этих стран не вызывают оптимизма. ■

Пабло Драк и Николас Магуд — старшие экономисты, а Родриго Марискал — научный ассистент в Департаменте стран Западного полушария МВФ.

Настоящая статья основана на Рабочем документе МВФ, «Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth», подготовленном Пабло Дракком, Николасом Магудом и Родриго Марискалом.

Литература:

International Monetary Fund (IMF), 2015, World Economic Outlook (Washington, April and October).