

РЕАЛЬНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ КУРС И КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

Божечкова Александра Викторовна
*К.э.н., зав. лабораторией денежно-кредитной политики
направления «Макроэкономика и финансы»
ИЭИ имени Е.Т. Гайдара;
с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков
Института прикладных экономических
исследований РАНХиГС
(г. Москва, Россия)*

Петрова Диана Абдумуминовна
*Н.с. Центра изучения проблем центральных банков
Института прикладных экономических
исследований РАНХиГС
(г. Москва, Россия)*

Аннотация

В статье представлены результаты эмпирических расчетов, посвященных оценке степени воздействия реального валютного курса на темпы прироста подушевого реального ВВП и динамику совокупной факторной производительности для различных групп стран, включая страны СНГ, страны-экспортеры сырья, развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию, в период 1990–2017 гг., с использованием системного обобщенного метода моментов.

Ключевые слова: реальный валютный курс, темпы прироста реального ВВП на душу населения, совокупная факторная производительность.

JEL коды: C23, F31, O47.

Введение

Как правило, экономическая политика различных стран мира вне зависимости от ее специализации направлена на поддержание конкурентоспособности национальной экономики

на мировой арене. Несмотря на большое количество исследований, посвященных проблеме конкурентоспособности, в последние несколько десятилетий не было достигнуто консенсуса относительно единого определения конкурентоспособности. Исследователи используют множество подходов к изучению данного вопроса. С одной стороны, под конкурентоспособностью можно понимать способность экономики обеспечить высокий уровень жизни и устойчивые темпы экономического роста (Porter, 1990; Delgado et al., 2012). В этом случае в качестве показателей конкурентоспособности используются темпы экономического роста, производительность труда, ВВП на единицу экономически активного населения, ВВП на единицу населения в трудоспособном возрасте. С другой стороны, понятие национальной конкурентоспособности можно рассматривать несколько уже. Так, конкурентоспособность может рассматриваться как способность экономики достичь некоторых специфических результатов (создание рабочих мест, привлечение ПИИ, рост экспорта) (Dunning, 2002; Freund, Pierola, 2008). В подобном случае в качестве ключевых характеристик конкурентоспособности могут служить динамика занятости, объемов экспорта, ПИИ, счета текущих операций. Под конкурентоспособностью также могут подразумеваться специфические локальные условия функционирования экономики: низкая заработная плата, сбалансированный бюджет, конкурентный валютный курс. Многие исследователи сосредотачиваются на изучении понятия отраслевой конкурентоспособности или позиции отрасли некоторой страны на мировом рынке (доля отрасли на мировом рынке), а также различные характеристики сложности структуры экономики, степени ее диверсификации (индекс продуктовой диверсификации экспорта в целом, несырьевого экспорта в частности) (Newfarmer et al., 2009).

За последние несколько десятилетий было проведено немало теоретических и эмпирических исследований, посвященных анализу влияния реального эффективного курса национальной валюты на конкурентоспособность страны (Hausmann et al., 2005; Berg et al., 2008; Rodrik, 2008; Habib et al., 2017). Характер связи между реальным курсом и параметрами конкурентоспособности существенным образом зависит от уровня развития экономики (Habib et al., 2017), степени развитости финансового рынка (Aghion et al., 2009), институциональной среды (Rodrik, 2008), режима валютного курса (Aghion et al., 2009), степени зависимости экономики от экспорта сырьевых ресурсов (Bahar, Santos, 2018), практики накопления суверенных фондов (Raymond et al., 2017) и т.д. Так, для развитых стран динамика выпуска в меньшей степени подвержена влиянию колебаний реального валютного курса, учитывая широкий спектр возможностей по диверсификации валютных рисков, а также привлечения внешнего финансирования в условиях развитых финансовых рынков. В развивающихся странах недооценка валютного курса в условиях слабых институтов, недостаточного развития финансовых рынков, наличия ограничений по заимствованиям может стимулировать экономический рост, повышая рентабельность производителей торгуемого сектора экономики. Одновременно с этим более слабая национальная валюта приводит к утяжелению бремени выплат по иностранным обязательствам, удорожанию импортируемых промежуточных товаров и комплектующих, что может негативным образом сказываться на процессе технологической модернизации, производительности труда и динамике выпуска.

Как правило, авторы подобных исследований делят страны на развитые и развивающиеся. Тем не менее, особый интерес, на наш взгляд, вызывает изучение степени

влияния реального курса на конкурентоспособность национальной экономики для групп стран, классифицированных не только по уровню жизни, но и по направлению специализации, режиму денежно-кредитной политики. В частности, логично было бы предположить, что в условиях режима инфляционного таргетирования при принятии решений экономические агенты в меньшей степени ориентируются на ожидания относительно динамики валютного курса и в большей степени принимают во внимание инфляционные ожидания. Тем не менее, как показывает опыт развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, органы денежно-кредитного регулирования продолжают проводить валютные интервенции, направленные на сдерживание избыточного укрепления национальной валюты. Подобные меры, с одной стороны, препятствуют снижению конкурентоспособности национальных товаров на мировых рынках, с другой – способствуют расширению инвестиционных возможностей фирм (Levy-Yeyati, Sturzenegger, 2009).

В рамках данного исследования мы остановимся на рассмотрении понятия конкурентоспособности в широком смысле, используя в качестве ее характеристик темпы роста реального ВВП на душу населения, а также динамику совокупной факторной производительности (СФП) как ключевые показатели, характеризующие динамику экономического развития. В статье представлена эконометрическая оценка степени влияния реального валютного курса, а также степени его переоценки/недооценки по сравнению с фундаментально обоснованным уровнем на темпы прироста реального ВВП на душу населения, темпы роста совокупной факторной производительности, реализованная системным обобщенным методом моментов, для группы стран СНГ, стран-экспортеров сырья, а также развивающихся стран, таргетирующих инфляцию в период 1990–2017 гг.

1. Эконометрическая оценка влияния реального валютного курса на темпы прироста подушевого ВВП

Для реализации эконометрической оценки степени влияния реального валютного курса на темпы прироста реального ВВП на душу населения, как один из наиболее широких показателей конкурентоспособности, мы используем несколько альтернативных выборок стран (таблица 1). К первой группе стран относятся страны СНГ, ко второй – страны экспортеры сырья, к третьей – развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию.

Таблица 1.

Группы стран

Страны СНГ (1995–2017 гг.)	Страны-экспортеры сырья (1990–2017 гг.)	Развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию (1990–2017 гг.)
Азербайджан Армения Беларусь Грузия Казахстан	Австралия Азербайджан Алжир Венесуэла Иран	Армения Бразилия Венгрия Гана Гватемала

Страны СНГ (1995–2017 гг.)	Страны- экспортеры сырья (1990–2017 гг.)	Развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию (1990–2017 гг.)
Киргизия Молдавия Россия Украина	Казахстан Канада Мексика Нигерия Новая Зеландия Норвегия ОАЭ Перу Россия Саудовская Аравия Чили	Индонезия Казахстан Колумбия Мексика Парагвай Перу Польша Россия Румыния Сербия Таиланд Турция Уругвай Филиппины Чили ЮАР

На современном этапе Россия входит во все перечисленные выборки. Интерес к группе стран СНГ обусловлен общностью данных стран в отношении постсоветского периода и трансформационных процессов, происходивших в них в 1990-е, 2000-е гг.

Принадлежность России к группе стран-экспортеров сырья обуславливает наш интерес к данной подвыборке. Учитывая высокую долю экспорта энергоносителей, характерную для российской экономики, разумно было бы предположить, что модель роста реального ВВП на душу населения и динамики совокупной факторной производительности России во многом имеет схожие черты с моделями других стран-экспортеров сырья. Отметим, что в рассматриваемую группу включены страны-экспортеры сырья с разными режимами денежно-кредитной политики и разным уровнем развития экономики. В этой связи при реализации эконометрических расчетов мы детализируем данную группу, разбивая страны на подгруппы в соответствии с перечисленными характеристиками.

Учитывая тот факт, что с 2015 г. Банк России официально перешел к режиму инфляционного таргетирования, отдельный интерес представляет изучение степени влияния реального валютного курса на показатели конкурентоспособности развивающихся стран, таргетирующих инфляцию. Несмотря на то, что опыт России по проведению политики инфляционного таргетирования является относительно скромным, важность изучения закономерностей, характерных для развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, сложно переоценить, поскольку, в среднесрочной перспективе в условиях дальнейшей реализации политики инфляционного таргетирования наиболее вероятно, что данные закономерности будут присущи и для российской экономики.

В качестве периода исследования для стран СНГ используется наиболее длительный с точки зрения доступности статистических данных период с 1995–2017 гг., для остальных выборок – 1990–2017 гг.

Среди гипотез, проверяемых в рамках исследования можно выделить следующие:

1. Укрепление национальной валюты может по-разному сказываться на показателях конкурентоспособности различных групп развивающихся стран (страны, таргетирующие инфляцию, страны-экспортеры сырья, страны СНГ).

2. Страны-экспортеры сырья, придерживающиеся режима фиксированного валютного курса, в меньшей степени подвержены колебаниям реального валютного курса в связи с проведением валютных интервенций и мер по их стерилизации.

3. Страны, длительное время придерживающиеся режима инфляционного таргетирования, в меньшей степени подвержены колебаниям реального валютного курса в связи с развитием финансового рынка, возможностями хеджирования валютных рисков, относительно низкими ограничениями по заимствованиям, обеспечением макроэкономической стабильности, а также большей ориентацией экономических агентов на инфляционные ожидания, а не ожидаемые значения валютного курса, при принятии решений об объемах потребления, величине сбережений и инвестиций.

4. В странах, относительно недавно перешедших к режиму инфляционного таргетирования, а также в странах СНГ укрепление национальной валюты в реальном выражении может оказывать неоднозначное воздействие на показатели конкурентоспособности. С одной стороны, крепкая национальная валюта может негативно сказаться на показателях конкурентоспособности в связи с потерей позиции национальных товаров на мировых рынках. С другой – рост реального валютного курса может способствовать снижению долгового бремени, выраженного в иностранной валюте, а также издержек фирм, импортирующих промежуточную продукцию, сырьевые товары.

5. Наличие суверенного фонда снижает степень воздействия недооценки/переоценки валютного курса по сравнению с фундаментально обоснованным уровнем на темпы прироста реального ВВП на душу населения и динамику совокупной факторной производительности в связи со снижением работоспособности каналов трансмиссии шоков условий торговли в динамику реального валютного курса и реальной экономической активности.

Следуя за авторами ряда зарубежных исследований (Rodrik, 2008; Aghion et al., 2009; Nabib et al., 2017), в качестве одного из ключевых факторов конкурентоспособности мы рассматриваем не только реальный валютный курс, но и степень его отклонения от уровня, обусловленного действием фундаментальных факторов или степени его недооценки/переоценки по сравнению с некоторой фундаментальной траекторией. В работе используется стандартный подход к эконометрической оценке степени недооценки/переоценки реального валютного курса. Для этого на панельных данных оценивается зависимость реального валютного курса от отношения реального ВВП на душу населения i -й экономики к аналогичному показателю экономики США, аппроксимирующего эффект Балассы–Самуэльсона. Также в качестве одного из фундаментальных факторов реального валютного курса рассматриваются условия торговли. Напомним, что эффект Балассы–Самуэльсона действует через положительный шок производительности труда, рост заработных плат и относительных цен на неторгуемые товары (Balassa, 1964; Samuelson, 1964).

Влияние условий торговли на реальный валютный курс может иметь место через механизм спроса и предложения иностранной валюты на валютном рынке. Так, приток экспортной выручки в страну, вызванный улучшением условий торговли, в условиях несовершенной мобильности капитала между странами может приводить к росту спроса на национальную валюту и ее укреплению. Помимо этого, влияние условий торговли на реальный валютный курс может происходить через эффект дохода. Рост относительных цен на экспортируемые товары может оказывать позитивный эффект на реальные доходы населения, повышая спрос на неторгуемые товары и их относительную цену (Edwards, 1988).

Спецификация эконометрического уравнения реального валютного курса имеет вид двунаправленной (с учетом индивидуальных γ_i и временных эффектов μ_t) модели на панельных данных:

$$\ln REER_{it} = \beta \ln RELRGDPCH_{it} + \theta TOT_{it} + \gamma_i + \mu_t + u_{it}, \quad (1)$$

где RER – реальный эффективный курс (2010 г. = 100%), RELRGDPCH – отношение реального ВВП на душу населения i -й экономики к аналогичному показателю США, TOT – индекс условий торговли (отношение базисного дефлятора цен экспорта к базисному дефлятору цен импорта или динамика реальной цены основного экспортируемого страной товара¹).

Степень переоценки/недооценки реального валютного курса рассчитывалась по формуле:

$$OVERVAL_{it} = \ln REER_{it} - \ln \widehat{REER}_{it} \quad (2).$$

Оценка уравнения (1) проводилась на объединенной выборке (без разбиения стран на группы) на периоде 1990–2017 гг. Результаты проведенных оценок модели (1) свидетельствуют о значимости эффекта Балассы–Самуэльсона, а также условий торговли для динамики реального валютного курса (табл. 2).

Таблица 2.

Результаты оценки двунаправленной модели реального валютного курса для всех исследуемых стран

	(1)
Логарифм реального ВВП на душу по ППС	0.151***
Логарифм условий торговли	0.112***
Число наблюдений	1092
R2	0.31

¹ При отсутствии данных по дефляторам цен экспорта и импорта на большей части исследуемого периода.

В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Далее системы обобщенным методом моментов оценивались уравнения вида:

$$y_{it} = \beta y_{it-1} + \delta dREER_{it} + \varphi X_{it} + f_i + u_{it}, \quad (3)$$

или

$$y_{it} = \beta y_{it-1} + \delta OVERVAL_{it} + \varphi X_{it} + f_i + u_{it}, \quad (4)$$

где y – темпы прироста реального ВВП на душу населения, или темпы прироста СФП (Penn World Table²) (%); $dRER$ – темпы прироста реального эффективного курса (%); $OVERVAL$ – степень его переоценки/недооценки (%). К числу контрольных переменных X относятся темпы прироста численности населения; доля внутренних инвестиций в ВВП (%); доля государственных расходов в ВВП (%); доля кредитов частному сектору в ВВП (%); человеческий капитал (число лет обучения населения, достигшего 25-летнего возраста); степень открытости экономики (%); доля инвестиций в НИОКР в ВВП (%); доля ПИИ в ВВП (%); наличие суверенного фонда (дамми-переменная, принимающая значение 1 в случае наличия суверенного фонда, 0 – в противном случае); переход к режиму ИТ (дамми-переменная, принимающая значение 1 в случае режима инфляционного таргетирования, 0 – в противном случае). К инструментальным переменным отнесены лаги эндогенных переменных, величина международных резервов, индекс финансовой открытости, предложенный в работе (Chinn, Ito, 2007). При оценке качества модели во внимание принимался результат реализации теста Саргана об экзогенности группы используемых инструментальных переменных, а также результаты AR(1) и AR(2)-тестов.

Перейдем к рассмотрению результатов оценки моделей роста подушевого реального ВВП вида (3), (4) для различных групп стран, учитывающих в качестве одного из факторов реальный эффективный валютный курс, либо степень его переоценки/недооценки. Отметим, что в представленные ниже модели включены только ключевые контрольные переменные. Добавление прочих объясняющих переменных не оказывает влияния на знаки и значимость оценок коэффициентов при реальном валютном курсе и степени его отклонения от фундаментально обоснованного уровня (табл. 3).

Результаты оценок для стран СНГ свидетельствуют о том, что реальный эффективный курс, а также степень его переоценки оказывают негативное воздействие на темпы прироста реального ВВП на душу населения. Так, укрепление национальной валюты и ее рост по сравнению с фундаментально обоснованным уровнем может приводить к снижению темпов прироста подушевого реального ВВП, что, по всей видимости, обусловлено падением конкурентоспособности национальных товаров на мировых рынках, замедлением процесса импортозамещения, утяжелением выплат по иностранным обязательствам. Оценка коэффициента при первом лаге темпов роста реального ВВП на душу населения оказался значимым и положительным. Позитивный вклад в темпы прироста реального ВВП на душу населения привносит также доля прямых иностранных инвестиций в ВВП. В рамках модели догоняющего развития ПИИ представляют собой один из ключевых каналов заимствования

² Данные доступны до 2014 г. включительно.

технологий и модернизации технологической базы страны. Отрицательный знак при темпах роста численности населения является стандартным результатом для моделей экономического роста, в правой части которой стоит показатель темпов роста реального ВВП на душу населения. Тест Саргана свидетельствует о неутверждении нулевой гипотезы об экзогенности группы используемых инструментальных переменных.

Оценки коэффициентов в модели для стран-экспортёров сырья показывают, что имеет место положительная связь между реальным эффективным курсом и темпами прироста реального ВВП на душу населения. При этом переменная переоценки валютного курса оказывается незначимой. С одной стороны, данный результат можно было бы интерпретировать как позитивный эффект заимствования технологий и импорта комплектующих в условиях укрепления национальной валюты. Однако следует принимать во внимание тот факт, что исследуемая выборка стран-экспортеров сырья является весьма неоднородной и включает как страны, таргетирующие инфляцию, так и страны, придерживающиеся режима фиксированного валютного курса, а также как развитые, так и развивающиеся страны. В этой связи, на наш взгляд, вопрос о направлении и степени влияния реального валютного курса на темпы прироста реального ВВП на душу населения данной группы стран требует более детального изучения, результаты которого представлены ниже. Доля внутренних инвестиций в основной капитал в ВВП оказывает положительное влияние на темпы прироста реального ВВП на душу населения. Напомним, что, с точки зрения теории, это воздействие происходит как через процесс накопления основного капитала, так и через повышение совокупной факторной производительности. Факт наличия суверенных фондов также оказывает позитивное воздействие на темпы прироста реального ВВП на душу населения, повышая привлекательность экономики для иностранных инвесторов и сглаживая трансмиссию шоков условий торговли в реальный сектор. Тест Саргана для данной группы стран также свидетельствует о неутверждении нулевой гипотезы об экзогенности группы используемых инструментальных переменных.

Для развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, влияние валютного курса на темпы прироста реального ВВП на душу населения оказалось незначимым. С одной стороны, это можно было бы объяснить тем, что в условиях инфляционного таргетирования экономические агенты при принятии решений об инвестициях, сбережениях и потреблении в большей степени ориентируются на инфляционные ожидания, а не ожидания относительно будущих значений валютного курса. Однако данный вывод, по всей видимости, мог бы быть справедлив для стран, реализующих режим инфляционного таргетирования на протяжении длительного временного периода. Помимо этого, скорее всего данный вывод был бы правомерен для развитых стран с более развитыми финансовыми рынками и реже прибегающими к использованию валютных интервенций. В этой связи, на наш взгляд, необходимым представляется проведение дополнительных оценок для данной группы стран с разбиением выборки на отдельные подпериоды.

Таблица 3.

Результаты оценки модели для темпов прироста реального ВВП на душу населения в качестве объясняемой переменной

	Страны СНГ		Страны-экспортеры сырья		Развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию	
	1	2	3	4	5	6
Темпы прироста реального ВВП на душу (-1)	0.463**	0.501***	0.484***	0.423***	0.302***	0.362***
Прирост реального эффективного курса	-0.565*		0.525**		0.216	
Степень переоценки курса (OVERVAL)		-1.158**		1.0784**		0.745
Доля ПИИ в ВВП	0.162***	0.165***				
Темпы прироста численности населения	-0.744**	-0.789**	-0.691**	-0.629***	-0.514**	-0.531***
Доля инвестиций в ВВП			0.0482***	0.0623***	0.099**	0.108***
Наличие суверенного фонда			0.0355***	0.0521***		
Sargan chi2(prob)	0.140	0.120	0.49	0.38	0.27	0.34

В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Рассмотрим результаты оценки описанных выше моделей роста подушевого реального ВВП на более детальных подвыборках как с точки зрения групп стран, так и с точки зрения периодов. Так, в табл. 4 результаты оценки модели роста подушевого реального ВВП с учетом динамики валютного курса представлены в компактном виде: приведены лишь знаки и направления влияния темпов прироста реального эффективного курса и степени его отклонения от фундаментально обоснованного значения на темпы роста реального ВВП на душу населения. Результаты оценки влияния прочих контрольных переменных на темпы прироста реального ВВП на душу населения не приведены в явном виде, но являются значимыми и согласующимися с теорией.

Итак, для стран СНГ результат о негативном влиянии укрепления курса национальной валюты в реальном выражении на темпы прироста подушевого реального ВВП остается справедливым в период 2000-х гг., 2010-х гг. По всей видимости, укрепление национальной валюты, ухудшая положение страны на международных рынках, может оказывать замедляющее воздействие на темпы прироста подушевого реального ВВП. В период 1990-х гг. не выявлено значимого влияния реального валютного курса на темпы роста реального ВВП стран СНГ. Возможно это связано с трансформационными процессами, происходившими в данных странах после развала СССР, доминированием влияния прочих факторов, включая резкое падение качества институциональной среды, приостановку многих видов производств, высокую степень неопределенности.

Для стран-экспортеров сырья в целом влияние реального валютного курса, а также степени его переоценки на темпы прироста реального ВВП на душу населения является незначимым. Исключение составляет лишь период 1990-х гг., что возможно связано с влиянием кризиса 1998 г. на полученные оценки. Так, в кризисных условиях наблюдалась и резкая девальвация национальных валют, и спад в динамике выпуска. Однако при исключении 1998 г. из общей совокупности имеет место незначимое влияние курса на темпы прироста подушевого реального ВВП. В целом, подобный результат, устойчивый для всех подпериодов, свидетельствует об эффективности политики валютных интервенций и накопления суверенных фондов, проводимой многими странами-экспортерами сырья. В результате реализации данных мер экономической политики канал трансмиссии шоков условий торговли в реальный сектор экономики снижает свою работоспособность.

Отметим, что если исключить из общей совокупности стран-экспортеров сырья развитые страны (Норвегию, Канаду, Австралию и др.), то результаты оценок, полученных на всей выборке стран экспортеров сырья, останутся устойчивыми. По всей видимости, это может говорить о том, что результат о незначимом влиянии курса на темпы прироста реального ВВП на душу населения получен именно за счет выборки развивающихся стран.

Группа стран-экспортеров сырья также была разделена на подгруппы стран, придерживающихся режима инфляционного таргетирования, а также стран, реализующих альтернативные режимы денежно-кредитной политики. Результаты оценок показали, что для стран, органы денежно-кредитного регулирования которых не придерживаются режима инфляционного таргетирования, характерно незначимое влияние реального курса, а также степени его отклонения от фундаментально обоснованного уровня на темпы прироста реального ВВП на душу населения. Это означает, что в целом результат о незначимости динамики валютного курса в объяснении темпов прироста подушевого ВВП относится именно к странам-экспортерам сырья, органы денежно-кредитного регулирования которых управляют валютным курсом.

Для стран экспортеров сырья, таргетирующих инфляцию, наблюдается отрицательная связь между реальным эффективным курсом и темпами прироста реального ВВП на душу населения на периодах 2000-е, 2010-е гг. Особый интерес при этом представляет канал данного влияния. В работе Леви-Йети и соавторов (Levy-Yeyati et al., 2007) отмечается, что для ряда стран, таргетирующих инфляцию, характерен «страх укрепления» национальной валюты, в результате чего органы денежно-кредитного регулирования данных стран проводят

валютные интервенции, способствующие ослаблению национальной валюты. По мнению Леви-Йети и соавторов, подобные меры могут предпринимать лишь те страны, для которых характерна относительно низкая доля обязательств в иностранной валюте, поскольку для стран с высоким уровнем долларизации обязательств ослабление курса чревато обострением риска дефолта.

Аналогичные результаты об отрицательном влиянии укрепления национальной валюты в реальном выражении на темпы прироста реального ВВП на душу населения получены для группы развивающихся стран, таргетирующих инфляцию. По всей видимости, позитивный эффект от ослабления национальной валюты для темпов прироста подушевого реального ВВП через канал международной торговли (рост экспорта, увеличение импортозамещения) превышает негативные последствия снижения валютного курса, связанные ростом издержек производителей-импортеров зарубежных инвестиционных товаров, утяжелением иностранного долга, падением реальных доходов населения.

Таблица 4.

Результаты оценки модели для темпов прироста реального ВВП на душу населения

	1990-е гг.		2000–2008 гг.		2010-е гг.	
	reer	overval	reer	overval	reer	Overval
Страны СНГ	н/з	н/з	-	-	-	н/з
Страны-экспортеры сырья	+	н/з	н/з	н/з	н/з	н/з
Развивающиеся страны-экспортеры сырья	н/з	н/з	н/з	н/з	н/з	н/з
Страны-экспортеры сырья, таргетирующие инфляцию	+	-	-	-	-	н/з
Страны-экспортеры сырья, нетаргетирующие инфляцию	н/з	н/з	н/з	н/з	н/з	н/з
Развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию	-	-	-	-	н/з	н/з

В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Примечание: «н/з» – незначимая оценка коэффициента, «+» – положительный знак, «-» – отрицательный знак.

2. Эконометрическая оценка влияния реального валютного курса на динамику совокупной факторной производительности

Поскольку для стран СНГ показатель совокупной факторной производительности доступен не за весь исследуемый период и не для всех стран, эконометрические оценки для данной выборки не производились.

Результаты эконометрических оценок моделей (3), (4) с использованием системного обобщенного метода моментов приведены к табл. 5. Для стран-экспортеров сырья реальный эффективный курс оказывает значимое положительное влияние на темпы роста совокупной факторной производительности. Рост доли ПИИ в ВВП также приводит к позитивным эффектам для динамики СФП, ускоряя процесс трансферта технологий из стран технологических лидеров.

Развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию, характеризуются незначимым влиянием характеристик реального валютного курса на темпы роста совокупной факторной производительности. Позитивное воздействие на общую производительность факторов также оказывает приток прямых иностранных инвестиций, степень открытости экономики и человеческий капитал, измеренный количеством лет обучения населения, достигшего 25-летнего возраста.

Тест Саргана для обеих групп стран свидетельствует о неотвержении нулевой гипотезы об экзогенности группы используемых инструментальных переменных.

Тем не менее, как и в случае с оценками для темпов прироста реального ВВП на душу населения, оценки для совокупной факторной производительности требуют большей детализации с разбивкой на отдельные подпериоды и подгруппы стран. Результаты подобных оценок полностью повторяют аналогичные результаты степени влияния реального курса и степени его переоценки/недооценки на темпы прироста реального ВВП на душу населения. Так, если для стран-экспортеров сырья характерно незначимое влияние показателей реального курса на темпы прироста совокупной факторной производительности, то для развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, и стран-экспортеров сырья, таргетирующих инфляцию, наблюдается отрицательное влияние укрепления национальной валюты на динамику совокупной факторной производительности. По всей видимости, ключевым каналом данного воздействия, как обсуждалось ранее, является канал потери конкурентоспособности национальных товаров на мировых рынках.

Таблица 5.

Результаты оценки модели для темпов прироста СФП

	Страны-экспортеры сырья	Развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию
--	-------------------------	--

	(1)	(2)	(3)	(4)
Темпы прироста СФП (-1)	0.471***	0.463***	0.397***	0.401***
Прирост реального эффективного курса	0.302**		0.050	
Степень переоценки курса		1.412		0.484
Доля ПИИ в ВВП		0.254***	0.081*	
Человеческий капитал			0.042**	0.051**
Степень открытости экономики				0.37*
Sargan chi2(prob)	0.10	0.22	0.18	0.15

В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Следует отметить, что практически для всех спецификаций характерно незначимое влияние отклонения реального эффективного курса от своего фундаментально обоснованного значения как на темпы прироста реального ВВП на душу населения, так и на совокупную факторную производительность. По всей видимости, эконометрические агенты в своем поведении учитывают именно изменения валютного курса, а не степень его недооценки или переоценки по сравнению с неким ненаблюдаемым долгосрочным уровнем.

Заключение

Полученные результаты свидетельствуют о том, что динамика реального валютного курса по-разному влияет на показатели конкурентоспособности разных групп стран. Так, расчеты для группы развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, показывают, что наблюдается отрицательное влияние укрепления национальной валюты в реальном выражении на темпы прироста реального ВВП на душу населения и динамику совокупной факторной производительности. Тем не менее, например, в развивающихся странах-экспортерах сырья, придерживающихся режима фиксированного валютного курса, реальный сектор экономики не реагирует на колебания реального валютного курса. По всей видимости, это связано с проведением валютных интервенций и практикой накопления суверенных фондов, способствующих стабилизации национальной валюты и сдерживанию трансмиссии шоков условий торговли в реальную экономику.

В целом, результаты нашего исследования показывают, что риски для реального сектора экономики, связанные с укреплением национальной валюты в развивающихся странах, таргетирующих инфляцию, включая Россию, имеют место быть. Именно в этой связи большинство центральных банков данной группы стран реализуют режим гибкого инфляционного таргетирования, допускающего некоторое участие монетарных властей в процессе курсообразования, в той его части, которая не обусловлена действием фундаментальных факторов. Тем не менее, как показывает мировой опыт, даже в условиях длительного укрепления национальной валюты поддержание конкурентоспособности

экономики возможно за счет технологической модернизации, развития человеческого капитала, институциональной среды, снижения уровня коррупции, развития финансовых рынков, позволяющих хеджировать валютные риски и расширять инвестиционные возможности фирм.

Дальнейшие исследования в данной области могут быть направлены на выявление степени влияния реального курса на конкурентоспособность национальной экономики в зависимости от источников этого укрепления (шоки производительности, шоки условий торговли, шоки притока капитала, прочие факторы), а также на выявление вклада отдельных каналов воздействия валютного курса на экономическую активность, включая канал международной торговли, финансовый канал, канал издержек производителей, технологической модернизации и т.д.

Список литературы

Aghion P., Bacchetta P., Rancière R., Rogoff K. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development // *Journal of Monetary Economics*. 2009. Vol. 56. No. 4. – P. 494–513.

Bahar D., Santos M. A. One More Resource Curse: Dutch Disease and Export Concentration // *Journal of Development Economics*. 2018. Vol. 132. P. 102–114.

Balassa B. The Purchasing-Power Parity Doctrine: a Reappraisal // *Journal of Political Econom.* 1964. Vol. 72. No 6. P. 584–596.

Berg A., Ostry J., Zettelmeyer J. What Makes Growth Sustained? // *Journal of Development Economics*. 2012. Vol. 98. No 2. P. 149–166.

Chinn M., Ito H. 2007. A New Measure of Financial Openness // *Journal of Comparative Policy Analysis*. 2007. Vol. 10. No. 3. P. 309–322.

Delgado M., Ketels C., Porter M.E., Stern S. The Determinants of National Competitiveness // *NBER Working Paper*. 2012. No w18249.

Dunning, John H. *Global capitalism, FDI and competitiveness*. Edward Elgar: Cheltenham, 2002.

Edwards S. Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior // *Journal of Development Economics*. 1988. Vol. 29. No 3. P. 311–341.

Freund C., and Pierola M.D. Export Surges: the Power of a Competitive Currency // *Policy Research Working Paper*. – Series 4750, The World Bank, 2008.

Habib M., Mileva E., Stracca L. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Revisiting the Case Using External Instruments // *Journal of International Money and Finance*. 2017. Vol. 73. Part B. P. 386–398.

Hausmann R., Pritchett L., Rodrik D. Growth Accelerations // *Journal of Economic Growth*. – 2005. Vol. 10. No. 4. P. 303–329.

Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Fear of Appreciation: Exchange Rate Policy as a Development // *Strategy KSG Working Paper 07-047*. 2007. Harvard University.

Newfarmer R., Shaw W., Walkenhorst P. (eds.) *Breaking into New Markets: Emerging Lessons for Export Diversification*. The World Bank, Washington D.C., 2009.

Porter M.E. The Competitive Advantage of Nations // *Competitive Intelligence Review*. 1990. Vol. 1. No 1. P. 14–41.

Raymond H., Coulibaly D., Omgba L. D. Exchange Rate Misalignments in Energy-Exporting Countries: Do Sovereign Wealth Funds Matter? // *International Economics*. 2017. Vol. 152. P. 124–144.

Rodrik D. The Real Exchange Rate and Economic Growth // *Brookings Papers on Economic Activity*. 2008. Vol. 39. No 2. P. 365–412.

Samuelson P. Theoretical Notes and Trade Problems // *Review of Economic and Statistics*. – 1964. Vol. 46. No 2. P. 145–154.

Real Exchange Rate and Competitiveness of National Economy

Alexandra V. Bozhechkova
*Candidate of Economic Sciences,
Head of Monetary Policy Laboratory,
Gaidar Institute for Economic Policy,
Senior Researcher,
Russian Presidential Academy of
National Economy and Public Administration
(Moscow, Russia)*

Diana V. Petrova
*Researcher
Russian Presidential Academy of
National Economy and Public Administration
(Moscow, Russia)*

Abstract

The article presents the results of empirical investigation devoted to assessing the degree of impact of real exchange rate on economic growth and the dynamics of total factor productivity for various groups of countries, including the CIS countries, countries exporting raw materials, developing countries targeting inflation, in the period 1990-2017 years, using the system generalized method of moments.

Key words: real exchange rate, economic growth, total factor productivity.

JEL codes: C23, F31, O47.