

Защо валутните курсове се отклоняват от паритета на покупателните сили (ППС)*

Валутните курсове плават свободно едва от 1973 година, когато Бретън Уудската система на фиксирани курсове се разпада. Значителните валутни колебания през последните години отново подтикнаха икономистите да търсят теоретични обяснения на факторите, които движат валутните курсове. Тези нови теории имат за цел да изследват ролята на международните капитали и инвестиционните очаквания.

Бретън Уудската конвенция изискваше страните да не позволяват на валутите си да преминават границата от 1% под и над фиксирания спрямо щатския долар курс. Според възприетите правила една страна можеше да промени стойността на фиксирания курс на националната си валута само в случай на фундаментално неравновесие в платежния ѝ баланс.

Дълго преди да се разпадне тази система, повечето икономисти вече бяха изразили положителното си отношение към системата на свободно плаващи валутни курсове. Според тях, ако курсовете се движат свободно, правителствата ще могат ефективно да използват монетарната политика за постигане на вътрешно валутно равновесие. Освен това валутните курсове автоматично щяха да се нагаждат към промени в относителните цени, а реалните лихвени проценти щяха да остават стабилни и следователно търговските дисбаланси щяха да бъдат по-малки.

Оказва се обаче, че и системата на плаващи валутни курсове има недостатъци - валутните курсове далеч надминавали и в двете посоки потенциалните нива, при които се компенсират измененията в относителните цени. На практика реалните валутни курсове през 70-те и 80-те години са много по-нестабилни, отколкото при предишните три десетилетия на фиксирани валутни курсове.

Заедно с това се наблюдава и тенденция на движение на валутните курсове в противоположна на очакваната посока. Те се повишават в страни с големи търговски дефицити и висока инфлация. Например от 1980 до 1985 година курсът на долара се повишава с 30% спрямо йената и със 76% спрямо германската марка, макар че прирастът на американската инфлацията е доста по-висок от този в Япония и Западна Германия. Въпреки че загубата на конкурентоспособността на американските стоки води до голямо повишаване на търговския дефицит, курсът на долара продължава още известно време да се повишава.

Значителните вариации в курсовете лесно биха могли да бъдат отдадени на неефективност на валутните пазари и на нерационално поведение на спекулантите. Теорията на Дорнбуш за валутните курсове, приемана от повечето икономисти, показва друго. В своя труд "Очаквания и динамика на валутния курс" Дорнбуш защитава тезата, че големите колебания във валутния курс не означават непременно неефективен международен паричен пазар.

Паритет на покупателните сили (ППС)

Преди да разгледаме по-подробно теорията на Дорнбуш, нека да се спрем на някои по-ранни теории, които служат за отправна точка на неговите разсъждения. Най-простият модел се базира на теорията за паритета на покупателните сили (ППС). Според нея валутните курсове се ориентират към състояние на равновесие, при което вътрешните покупателни сили на страните се изравняват, т.е. за 100 долара в САЩ се купуват същото количество стоки, които могат да се купят с йени на стойност 100 долара в Япония.

* По "Очаквания и динамика на валутния курс" от Рудигер Дорнбуш, 1976 г. Статията е публикувана във в. „Капитал” 07.03.1994 г.

Според друга версия на теорията за ППС валутните курсове би трябвало да се движат в съответствие с промените в сравнителната инфлация. Например, ако американската инфлация е 6%, а германската - 3%, курсът на долара би трябвало да спадне с 3% спрямо марката, за да се запази ППС.

Някои икономисти свързват ППС с количествената теория за парите. Тя твърди, че промените в ценовите равнища се дължат на промени в паричната маса. Началото на тази идея се поставя с появата на монетарния подход във валутната теория, според който валутните курсове се определят на база на разликите в процентния прираст на паричната маса в различните страни.

Да предположим, че равновесното ниво е при курс $\$1=DM2$. Ако САЩ увеличи двойно паричната маса, цените евентуално ще скочат двойно, в резултат на което цената на един долар в марки ще спадне наполовина, т.е. валутният курс на долара спада до $\$1=DM1$

Макар логически и икономически издържана, теорията за ППС е подплатена със здрава икономическа логика, тя се оказва неспособна да предвиди движението на валутните курсове. Ако сравнителните паритети не се променят, би трябвало и валутните курсове да са относително постоянни във времето. На практика обаче нещата не стоят така.

Къде е грешката в теорията? Тя пренебрегва влиянието на капиталовите потоци. През 60-те и 70-те години, когато се появява теорията за ППС, в повечето страни има държавен контрол върху движението на капитали. В последните години парите се движат свободно през границите. Международната търговия с финансови активи надвишава транзакциите в стоки и услуги (внос и износ). Според някои оценки годишният оборот на международните валутните пазари достига до 100 трилиона долара, което е около 20 пъти повече от обема на световната търговия със стоки и услуги.

Следователно теорията за капиталовите пазари приема капиталовите потоци за по-важни от търговските при определяне на валутните курсове. Тя твърди, че ако движението на капитали е напълно свободно, инвеститорите ще прехвърлят своите средства от една страна в друга - валутните курсове ще варират докато очакваните доходи от различните видове валути се изравнят, т.е. лихвата плюс очакваната промяна в курса (повишение или намаление).

Да предположим, че депозитът в германски марки носи 5% лихва, а доларовият депозит - 10%. Ако не се очаква промяна в курса на долара, инвеститорите биха предпочели да инвестират в долари, което от своя страна повишава курса на долара. Международният валутен пазар ще се върне в състояние на равновесие, когато доларът достигне до ниво, при което инвеститорите очакват той да се обезценява годишно с 5% спрямо германската марка.

За да обясни защо валутните курсове се отклоняват от състоянието на равновесие, Дорнбуш елегантно смесва двете теории. В дългосрочен аспект равновесното ниво на валутния курс се определя от паритета на покупателната способност. В краткосрочен аспект той зависи от лихвения процент и от очакванията на капиталовите пазари.

Излиза, че ако капиталовите потоци са освободени от административни търговски ограничения, валутите се движат, докато вътрешният валутен курс се изравни с международните цени плюс очаквания процент на изменение на валутния курс. Как обаче се определя този очакван процент на изменение?

Дорнбуш приема, че очакванията са рационални, т.е. инвеститорите взимат под внимание информация за текущи и бъдещи събития, а заедно с това отчитат и състоянието на фундаменталните фактори, които влияят върху валутните курсове. С други думи, той приема, че в дългосрочен аспект хората очакват валутния курс да се връща към ППС. Според него инвеститорите очакват изменението на валутния курс да бъде пропорционално на несъответствието между текущия валутен курс и ППС. Колкото по-голяма е разликата, толкова по-бърза е промяната в курса, казва той.

Дотук разсъжденията напомнят на простия монетарен модел. Той обаче приема условно, че заплатите и цените са еластични. Следователно всяко увеличение на паричната маса води незабавно до съответно повишение на цените. На практика цените и заплатите са слабо еластични, т.е. тяхното приспособяване към изменението на паричната маса отнема доста време. Последствията от този факт са от особена важност.

Да предположим, че Американският федерален резерв неочаквано увеличи паричната маса. Какво би станало в дългосрочен аспект? На практика нищо, отговаря Дорнбуш в духа на монетарната теория. Цените ще се повишат пропорционално на увеличението на парите в обръщение, т.е. реалното парично предлагане ще остане неизменно. От това следва, че лихвените проценти ще останат същите. Номиналният валутен курс, тласнат от изменението в ППС, ще се промени пропорционално на изменението в ценовото равнище, което означава, че в дългосрочен аспект реалният валутен курс също ще остане непроменен.

В краткосрочен аспект картината е доста по-интересна. Веднага след нарастването на паричната маса цените ще се повишат, но относително по-малко. В този момент, в резултат на слабоеластичните цени, реалното парично предлагане се е повишило, в резултат на което лихвените проценти ще се понижат. По-късно, с повишаването на цените, реалното предлагане ще се свие до първоначалното си ниво и лихвеният процент ще се повиши.

Какво става с валутния курс? След като инвеститорите имат рационални очаквания, те знаят, че цените вероятно ще се повишат така, че да компенсират напълно повишението в паричната маса. Следователно доларът ще се обезцени. Предвиждайки това, инвеститорите ще изискват по-високи лихвени проценти, които да ги убедят да продължат да държат долари. Както вече беше обяснено, лихвените проценти в началния момент на повишението на паричната маса остават по-ниски от потенциалното ниво, предопределено от ППС.

За да се възстанови равновесието, доларът трябва да се обезцени с по-малко, отколкото е стойността на неговото дългосрочно равновесие, т.е. да не достигне нивото си на дългосрочно равновесие. Инвеститорите ще бъдат доволни да държат долари, защото очакваното повишаване на курса е компенсира загубите им в периода на ниски лихвени проценти.

В този случай доларът се установява по-ниско от нивото според ППС. При рестриктивна парична политика, водеща до повишение на лихвените проценти, разсъжденията са подобни. Първоначално доларът ще премине нивото на ППС, така че да компенсира очакваното бъдещо повишение на лихвените проценти.

В смисъла на тези разсъждения е ясно защо плаващите валутни курсове предполагат по-големи отклонения от ППС. Когато валутните курсове са фиксирани и при условие, че инфлацията е ниска, относителните цени се приспособяват сравнително бавно. При система на плаващи валутни курсове ситуацията е противоположна - курсовете могат рязко да варират. Ако цените са слабо еластични, реалните валутни курсове може да се изменят драматично.

Може ли този модел да обясни резкия скок на долара в периода 1980-84 година? Отчасти да. След като Фед през 1978 и 1979 неочаквано предприема рестриктивни монетарни мерки, доларът се качва доста над очакваното ниво на ППС. Доларът започва да пада през 1985 година, а по-късно след един период на разхлабване на рестриктивните мерки в монетарната политика се наблюдава една тенденция към преминаване под нивото на ППС.

Все пак теорията за капиталовите пазари, както и сам Дорнбуш посочва, далеч не е пълна. Ако теорията бе вярна, тогава валутните курсове щяха да скачат нагоре-надолу много повече, отколкото се оказва на практика. През 80-те години курсът на долара варира в много по-тесни граници и много по-рядко, отколкото са промените в Американската парична политика. Освен това се оказва, е тенденцията на лихвените проценти да клонят към ППС е много по-слаба, отколкото предполага теорията.

Въпреки всичко теорията на Дорнбуш оказва изключително влияние. Тя хвърля повече светлина върху ролята на очакванията за определяне на валутния курс и

показва, че нестабилността на валутните курсове не означава непременно слаба ефективност на финансовите пазари. Така съвременните икономисти имат по-ясна представа за причините, поради които се променят валутните курсове. Това обаче увеличава съмненията относно ефективността на правителствената валутна политика. Няма защо да ни учудва фактът, че ентузиазмът по отношение на ползата от свободно плаващи валутни курсове поохладня. Днес някои икономисти дори поддържат идеята за възвръщане към системата на фиксирани валутни курсове. Други, които са може би мнозинството, отдават предпочитание на системата на управлявано плаващи валутни курсове, пример за която е европейският валутен механизъм (ЕВМ). Опитът на Европа в това отношение показва, че въвеждането на управлявано плаващи валутни курсове има смисъл при условие, че правителствата са склонни да координират икономическата си политика. В противен случай те ще трябва да се примирят с нестабилността на валутите си.