

**ВАЛЮТНО-
ФИНАНСОВЫЕ
МЕХАНИЗМЫ
В СОВРЕМЕННОМ
МИРЕ**

*кризисный опыт
конца 90-х*

М.В. Ершов

Москва
«ЭКОНОМИКА»
2000

Содержание

От автора	3
ВВЕДЕНИЕ	4
 1. ПЕРСПЕКТИВЫ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ И РОЛЬ ДОЛЛАРА В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА	 6
 2. ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ЕГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ЭКОНОМИЧЕСКИМИ ПРОЦЕССАМИ	 33
Некоторые закономерности формирования валютного курса	34
 3. ВАЛЮТА И ТОРГОВЛЯ: НЕКОТОРЫЕ ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ЭМПИРИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ	 52
Валютные курсы, цены и эластичности	52
Доходно-абсорбционный подход	59
Макроэкономический анализ влияния валютных курсов на торговлю (механизм взаимодействия в 70–90-е годы)	66
Модель влияния валютного курса на внешнюю торговлю и ее эмпирические оценки	67
Вторая половина 80-х годов: ослабление воздействия?	85
Валютный курс и внешняя торговля в 90-е годы	106
Глобальный аспект	110
 4. ПРОБЛЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО КУРСА И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ЕГО КАК СРЕДСТВА ВОЗДЕЙСТВИЯ НА ЭКОНОМИКУ	 116
Денежно-кредитная и бюджетная политика в условиях фиксированных и плавающих курсов валют	117
Внутреннее и внешнее равновесие	123

Проблема координации экономической политики промышленно развитых стран	129
5. ЕДИНАЯ ВАЛЮТА ЕВРО И МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА	135
Евро и валютная политика России	153
6. ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ТОРГОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ СССР И РОССИИ	161
Цены и валютный курс в плановой экономике	161
Первые этапы формирования валютного рынка	173
7. ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ЭКОНОМИКА В НОВЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЯХ	185
Уровень курса рубля: новые определяющие факторы	194
8. КРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД РАЗВИТИЯ РЫНКА	216
Денежно-кредитная сфера и экономический кризис	218
Некоторые внешнеэкономические последствия и их влияние на финансовый сектор	225
Либерализация рынка ГКО	237
Кризис и девальвация	239
НЕКОТОРЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ	248

От автора

Настоящая книга является результатом более чем 20-летних исследований валютно-финансовых проблем и многих лет практической работы автора в указанной области.

На разных этапах своей деятельности автору приходилось встречаться со многими ведущими экономистами мира и обсуждать большой круг валютных проблем, что дало возможность наметить дополнительные акценты в интерпретации происходящих процессов. Некоторые разделы книги основаны на наработках автора, которые были сделаны им при подготовке монографии “Валюты в мировой торговле” (1992), ряда публикаций в центральной и академической прессе, а также большого числа аналитических материалов, подготовленных для учреждений законодательной и исполнительной власти, которые были затем расширены и дополнены с учетом происходивших изменений.

Ряд оценок автора был сформирован на основе практической работы в финансовых организациях, участия в международных переговорах, официальных встречах.

Многие выводы, к которым приходит автор, существенно отличаются от оценок, которые часто высказываются на страницах экономических изданий. Автор предоставляет читателю возможность самому делать заключения об актуальности или правильности этих выводов.

Автор хотел бы надеяться, что книга поможет более четко ориентироваться в тех сложных проблемах, с которыми сталкиваются сегодня экономика России и других стран и дает более полную картину текущей ситуации и нахождения более сбалансированных подходов к смягчению кризиса*.

Автор выражает признательность Е.Н.Левдик и О.В.Сучковой за помощь в обработке рукописи и в поиске необходимой информации.

*В данной книге автор выражает свое личное мнение, которое не может отождествляться с мнением организации, которую он представляет.

ВВЕДЕНИЕ

Окончание второго тысячелетия ознаменовало собой бурное развитие процессов в международной валютной сфере. Мир столкнулся с полосой региональных валютных и финансовых кризисов, которые провоцировали резкий перелив финансовых ресурсов с одних рынков на другие, обвальные падения котировок бумаг и валютных курсов, создавали немалые трудности для экономического роста многих государств. Все эти процессы приобрели особую остроту в условиях, когда происходит глобализация процессов, разворачивающихся в мировом хозяйстве, при которой любые явления, сколь локальный, ограниченный характер они бы не носили, могут очень быстро отразиться в другой части мира и повлиять на экономическое положение стран и регионов, напрямую не вовлеченных в кризис.

В результате валютный фактор приобрел столь большой и столь быстрый потенциал воздействия на национальные экономики отдельных государств и на положение в мире в целом, что валютные вопросы получили стратегическое значение, вставая в один ряд с теми проблемами, которые могут повлиять на существующий статус-кво в мире или дезорганизовать всю систему мирохозяйственных связей.

“Технологический” аспект глобализации (в плане возможности использования современных методов и средств, позволяющих охватывать все уголки мира) получает и новую институциональную основу — на завершающий этап вышли процессы региональной интеграции на Европейском континенте, которые привели к созданию Европейского центрального банка, единой европейской валюты— евро, новых механизмов, регулирующих валютную сферу.

Все перечисленные выше проблемы начинают играть все большую роль для России. Переливы международных ресурсов оказывают воздействие на валютный курс рубля, котировки акций российских компаний, на состояние финансового рынка, внешней торговли, экономики в целом.

Правильное определение закономерностей такого взаимодействия с внешней сферой необходимо для того, чтобы использовать механизмы, обеспечивающие бесперебойное развитие в условиях кризиса и нейтрализующие его негативные последствия.

Необходимым представляется и эффективная адаптация к новым экономическим и валютным условиям в Европе. Россия исторически занимает важное место в европейской экономике и от того, насколько эффективным будет осуществление этих

связей, во многом будет зависеть и нормализация общеэкономического положения в стране.

Анализу актуальных проблем в валютной сфере, с которыми сталкивается в настоящее время мировая экономика, а также отдельные государства — в первую очередь, Россия — посвящена эта книга. Автор рассматривает, какие причины лежат в основе наблюдаемых явлений, как действуют основные валютно-финансовые механизмы в современных условиях, какие перспективы ожидают мировую валютную сферу, и как в этой связи следует проводить валютно-финансовую политику России. При изложении указанных вопросов мы уделяем также внимание рассмотрению некоторых основополагающих теоретических принципов, что позволяет более детально разобраться в текущей ситуации и дать более точные оценки практических шагов.

Книга может представлять интерес для ученых и практиков, работающих в финансовой и внешнеэкономической сферах.

ПЕРСПЕКТИВЫ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ И РОЛЬ ДОЛЛАРА В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

В условиях быстрого развития интернационализации и глобализации экономических процессов, происходящих в мире в 1990-е годы, валютный фактор становится одним из главных элементов мировой экономики. Его роль давно вышла за рамки обслуживания внешнеторговых операций, и происходящие в валютной сфере процессы уже лишь в малой части зависят от состояния межстранового обмена, формируясь под действием большого числа экономических и политических факторов — как международного, так и чисто внутреннего характера.

В то же время и сама валютная сфера приобрела беспрецедентную мощь с точки зрения возможности влиять на развитие международных отношений. Масштабы операций мирового валютного рынка достигают в настоящее время 1,5 трлн. долл. в день. Валютный и финансовый рынки приобретают глобальный (в смысле территориальных возможностей перелива средств) и интернациональный (с точки зрения уменьшения барьеров между внутренней и международной экономикой) характер. Использование современных технических возможностей позволяет быстро перемещать эти огромные финансовые ресурсы между различными странами.

События конца 1990-х годов в странах Юго-Восточной Азии продемонстрировали, сколь разрушительным может быть потенциал воздействия валютной сферы на экономику. Развитие кризиса в этом регионе показало также, насколько тесно в настоящее время переплелись валютная и финансовая сферы, как синхронизированы во времени могут быть происходящие в них процессы, сколь обширным может быть их географический охват и каков при определенном стечении обстоятельств может быть их масштаб воздействия на основные сферы экономической деятельности.

Не ставя перед собой задачи анализа причин или подробного описания хода развития кризиса^{1*}, тем не менее проиллюстрируем на его примере ряд упомянутых выше особенностей.

Действительно, в последние годы экономический рост стран в ЮВА в значительной степени опирался на привлечение с международного рынка финансовых ресурсов, причем часто имеющих краткосрочный характер. Ко второй половине 1997 г. (т.е. непосредственно перед кризисом) доля краткосрочного долга в ряде стран региона была сопоставима или даже превосходила объемы их золотовалютных резервов (рис.1.1).

Очевидно, когда среди инвесторов стали формироваться негативные ожидания относительно перспектив экономического развития указанных стран (ввиду нарушения этими странами бюджетной дисциплины и других причин), то в условиях свободного перелива капиталов и в сочетании с некоторыми действиями операторов рынка (такими как игра на понижение) это вызвало крупномасштабный отток финансовых ресурсов с этих рынков и спровоцировало обвальное падение их валют и котировок ценных бумаг.

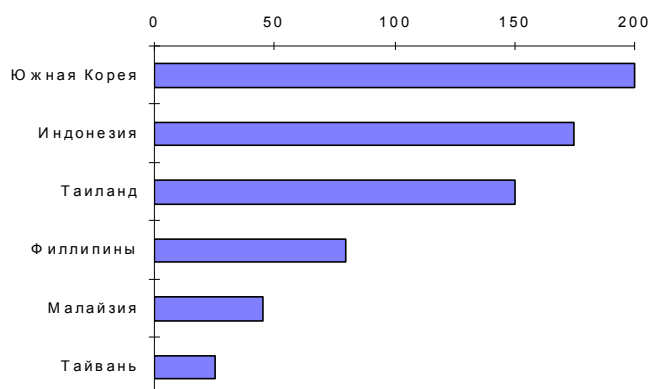


Рис. 1.1. Соотношение краткосрочных государственных обязательств и официальных золотовалютных резервов ряда стран Юго-Восточной Азии, середина 1997 г.

Источник: The Economist. 1999. 30 Jan.

Так, из Индонезии, Таиланда и Южной Кореи, в частности, только за ноябрь—декабрь 1997 г. и май—июнь 1998г. было выведено более 35 млрд. долл.^{2**}

¹ Об этом уже немало сказано в российской экономической литературе. См., в частности Доронин И.Г. Положение на фондовых и валютных рынках // МЭМО. 1998. №8; Былиняк С.А. Валютно-финансовый кризис в Юго-Восточной Азии // ВЭБ. 1998. № 6; Международный финансовый кризис: новый этап глобального экономического развития? Материалы Ученого совета ИМЭМО РАН. М., 1999; и др.

Аналогичные действия наблюдались и на других рынках региона. Это спровоцировало обвальное падение валют и котировок ценных бумаг у находящихся в этом районе государств (рис. 1.2).

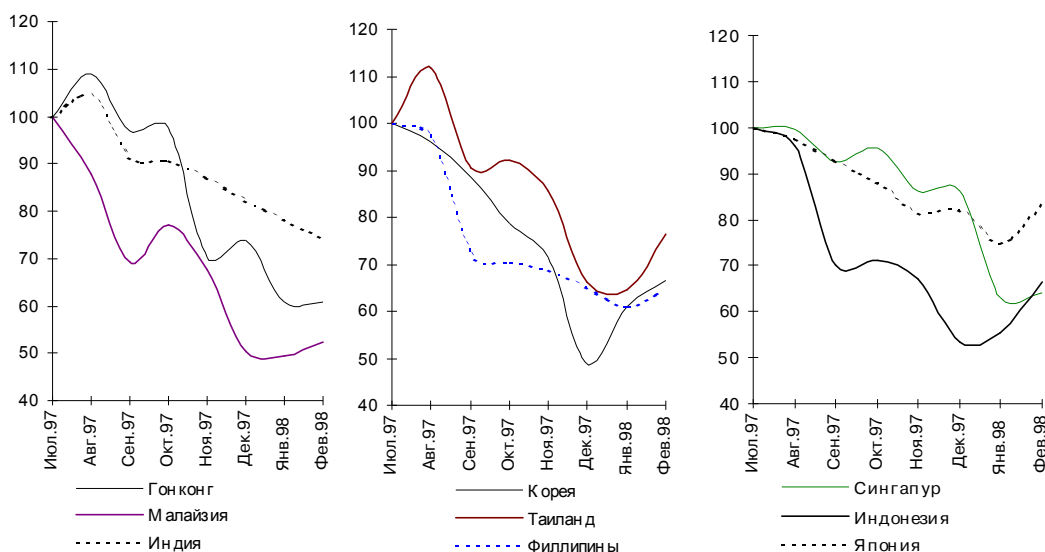


Рис. 1.2. Индексы котировок акций стран Юго-Восточной Азии (июль 1997 г. = 100)

Рассчитано по: Bloomberg за соответствующие периоды.

Очевидно, что давление, которое было оказано на валютный курс в результате вывода средств с рынка ценных бумаг с последующим уходом в доллары, спровоцировало затяжное и значительное по масштабам обесценение национальных валют региона (рис. 1.3).

² Международный финансовый кризис: новый этап глобального экономического развития? Материалы Ученого совета ИМЭМО РАН.

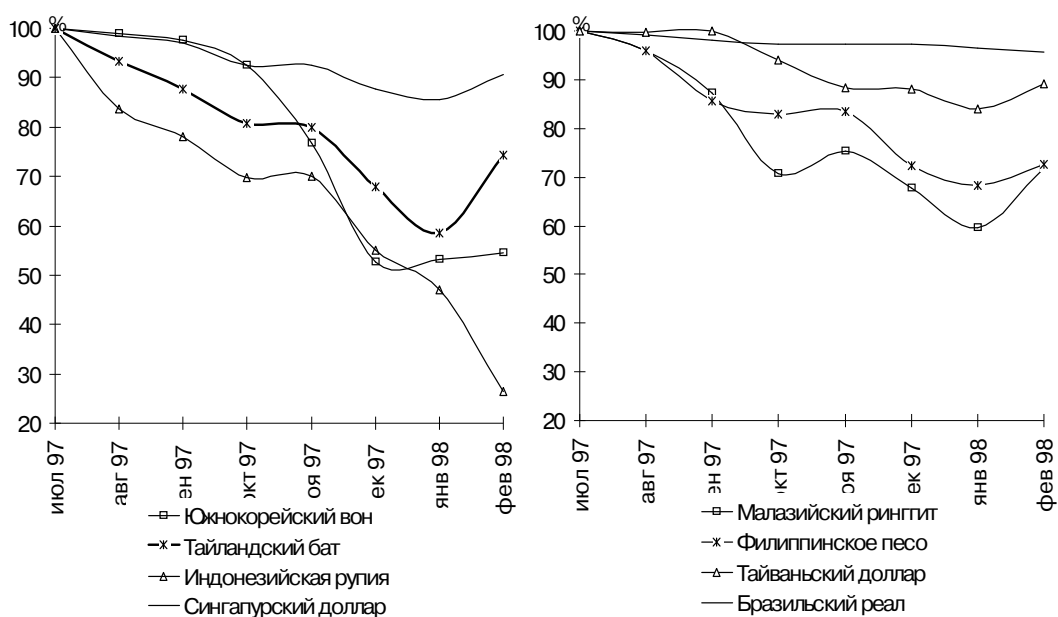


Рис. 1.3. Индексы курса доллара США к национальным валютам стран Юго-Восточной Азии (июль 1997 г. = 100)

Источник: International Financial Statistics, Financial Times и The Economist за соответствующие периоды.

По мере развития кризиса его последствия стали проявляться и в других странах.

В октябре 1997 г. на 7% снизился индекс Доу-Джонса и практически параллельно упали котировки “развивающихся” рынков европейских государств и в России. Рис.1.4 наглядно показывает синхронность движения котировок в Нью-Йорке, Лондоне и Москве.

Все отрицательные последствия таких событий — падение ВВП, удорожание привлечения внешних ресурсов (или невозможность такового в принципе) и др. — сразу же дали о себе знать. Так, в частности, в течение года после кризиса осени 1997 г. ВВП Индонезии сократился примерно на 15%, в Таиланде, Южной Корее, Гонконге — на 5–7%, что усилило негативные ожидания рынка относительно их экономик.

В период, последовавший за острой фазой кризиса, финансовый рынок продолжал находиться в несколько нервном состоянии. И хотя падение котировок ценных бумаг сменилось в конце осени 1998 г. ростом котировок, у инвесторов были опасения, что за этим небольшим подъемом может последовать еще более глубокое и продолжительное падение котировок. Именно такими настроениями объясняются многие из наблюдавшихся впоследствии процессов на рынках. Держатели бумаг, боясь упустить момент начала нового падения, на любую отрицательную информацию тут же реагируют уходом в более надежные активы. В результате, сразу же меняются их котировки. По таким, казалось бы, текущим показателям, можно тем не менее делать

выводы о более фундаментальных процессах. Так, в частности, к октябрю 1998 г. доходность по котировкам 30-летних американских казначейских облигаций достигла наименьшего уровня за последние 30 лет — 4,7%, тогда как еще в мае 1997 г. она составляла 7%. Более того, спрэд между трехмесячными и 30-летними государственными бумагами составлял меньше одного базисного пункта.

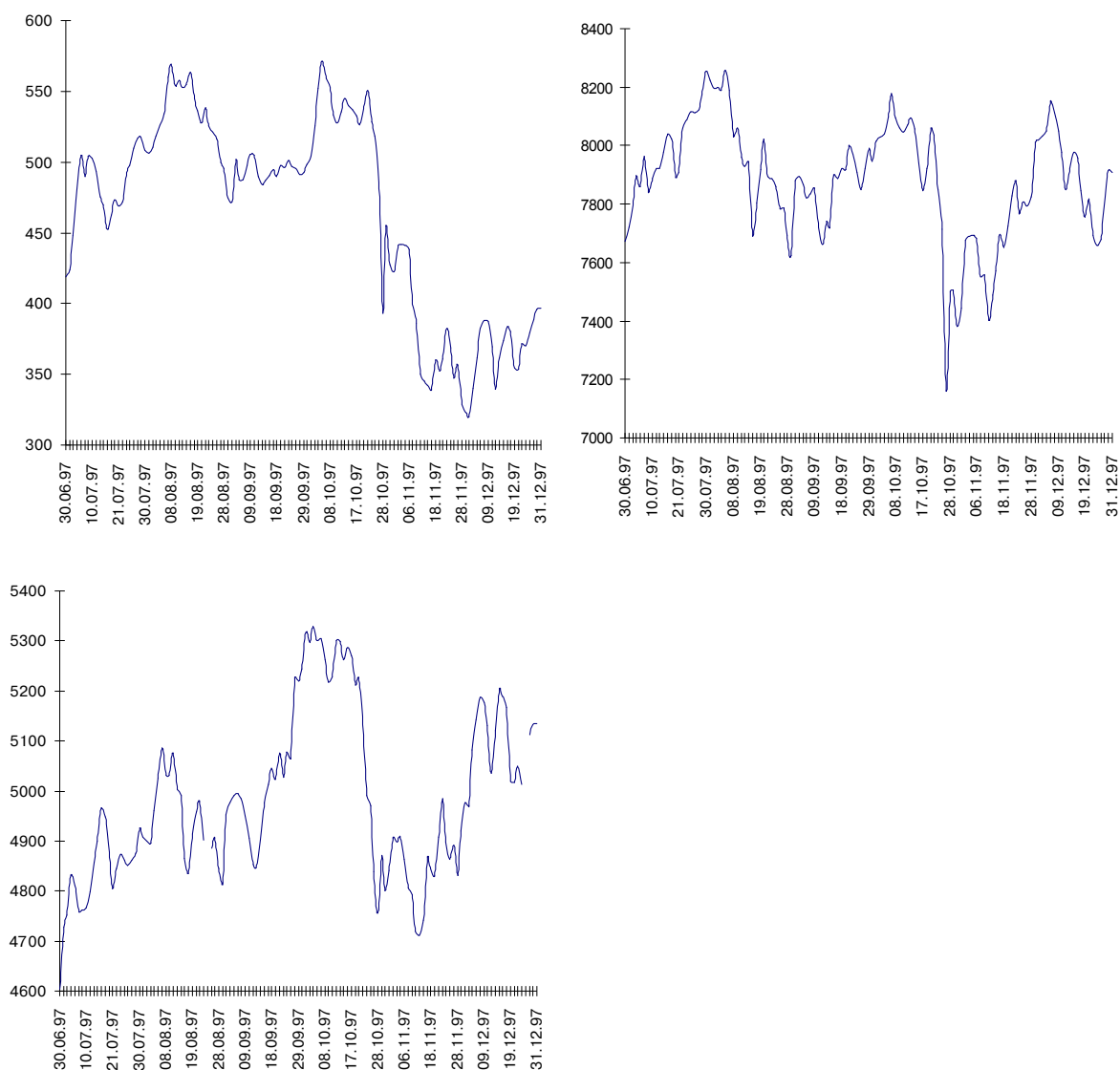


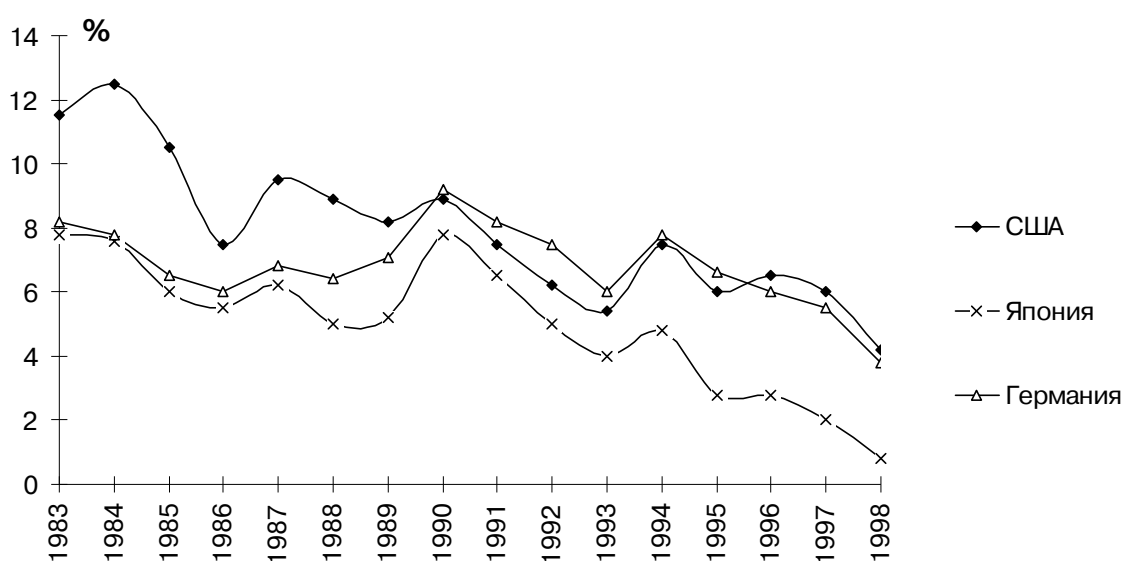
Рис. 1.4. Индексы котировок ценных бумаг

Источник: Bloomberg за соответствующие периоды.

Индексы РТС, Dow Jones и FTSE–100 представляют собой так называемые “цепные индексы” и отражают ежедневные средневзвешенные изменения курсов акций компаний, зарегистрированных соответственно на территории России (Российская

товарно-сырьевая биржа), США (Нью-Йоркская фондовая биржа), Великобритании (Лондонская фондовая биржа) в виде процентных пунктов.

Беспрецедентно низкого уровня за всю историю бумаг достигли показатели доходности по японским государственным облигациям — к середине осени 1998 г. доходность как по коротким бумагам (меньше года), так и по 10-летним гособлигациям находилась в диапазоне 0,5–0,7%, что, в частности, в примере с 10-летними бумагами является абсолютным рекордом за всю финансовую историю этого вида бумаг. Все это свидетельствует о дополнительном и весьма значительном (с учетом масштабов этого сегмента) притоке средств в долговые инструменты из-за недоверия к более доходным, но менее надежным бумагам (рис. 1.5 и 1.6).



**Рис. 1.5. Доходность государственных облигаций
(1983–1999 гг.)**

Источник: Bloomberg за соответствующие периоды.

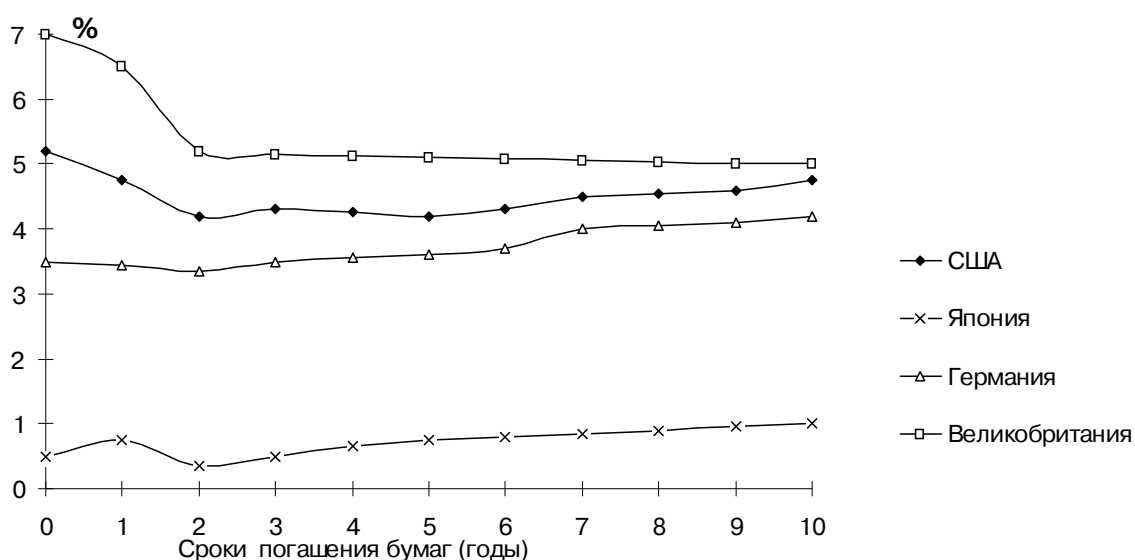


Рис. 1.6. Доходность государственных ценных бумаг(27 октября 1998 г.)

Источник: Bloomberg за соответствующие периоды.

В то же время глубина долговых рынков имеет свои ограничения, поэтому представляется проблематичным, что данный сегмент сможет эффективно абсорбировать все ресурсы, перетекающие на него из других инструментов. Более того, переток средств в государственные бумаги и дальнейшее снижение их доходности могут создать проблемы для инвесторов с точки зрения минимизации издержек, связанных со стоимостью привлечения ресурсов. Такая ситуация будет также свидетельствовать о возникновении своего рода системного кризиса в финансовой сфере, который приводит к уменьшению числа финансовых посредников (явление, получившее название “financial disintermediation”), когда сокращается количество операторов рынка, уменьшается глубина различных сегментов рынка, затрудняется возможность перелива ресурсов между ними (что, по сути, и отмечалось осенью 1998 г. на американском рынке). Кроме того, уменьшается или затрудняется приток средств в промышленность, поскольку государственные расходы оттягивают на себя те ресурсы, которые могли бы использоваться промышленностью. То же самое, по сути, происходит при дополнительном размещении госбумаг, вызванном необходимостью финансирования бюджетного дефицита, — так называемый эффект “вытеснения” (crowding out) с последующими негативными последствиями для инвестиционной деятельности и развития ряда отраслей (в частности, промышленности).

Если держателей высвобождающихся из рискованных бумаг средств не будет удовлетворять доходность по государственным инструментам, или если к этим бумагам будет потеряно доверие, то в этом случае нельзя также исключить начала развития

“хрестоматийной” ситуации, при которой слишком много долларов (или других валют) охотятся за слишком малым количеством товаров (или активов).

Нервозность подпитывалась и последовавшими позднее событиями на рынках Бразилии и Малайзии, приведшими либо к значительному выводу средств (Бразилия), либо к принципиально новым подходам к регулированию движения капиталов, “связывающим” руки финансовым игрокам (Малайзия). Аналогично влияли и события на развитых рынках, когда уже в июле 1998 г. произошло одно из самых значительных за всю историю падение индекса Доу-Джонса (более, чем на 300 пунктов).

Впрочем, волнения или изменения настроений можно в целом нередко наблюдать на финансовых или валютных рынках. Это достаточно обычное явление, свидетельствующее о том, что их участники пытаются уловить и отреагировать на любые возможные изменения котировок первыми, поэтому смена настроений часто вызвана психологическими факторами и не связана с изменениями в реальной экономике. Это тем более не вызывает беспокойства, если денежно-кредитная и валютная системы основных стран развивались и развиваются без нарушений денежной и кредитной дисциплины. Возникшая паника всегда может быть погашена резервами, имеющимися у центральных банков (позднее мы рассмотрим этот вопрос подробнее). Да и в целом, падения котировок часто носят краткосрочный характер.

Так, тот же индекс Доу-Джонса после падения в июле 1998 г. уже к весне 1999 г. достиг самого высокого за свою историю уровня — 10 000 пунктов. Однако в такой нестабильной среде данное обстоятельство тоже указывает на необходимость повышенной готовности для операторов рынка. Не будем здесь подробно останавливаться на вопросе о том, в какой степени данный уровень капитализации рынка США подкреплён реальными экономическими процессами, однако очевидно, что американский фондовый рынок в целом “перегрет” и потенциально может произойти существенное падение котировок.

Все рассмотренные события формируют среду, в которой все чаще начинают указывать на необходимость оценки основополагающих механизмов современной валютной системы и формирования таких принципов ее действия, которые могли бы предотвратить глобальный финансовый кризис.

Следует отметить, что дискуссии о принципах функционирования валютной системы, о роли доллара как ее главной составляющей, о резервной роли отдельных валют велись и ранее. Однако они носили в значительной степени академический характер. Когда же мировой финансовый рынок стал все чаще сталкиваться с региональными кризисами (Латинская Америка, ЮВА), и когда эти кризисы стали

охватывать не только развивающиеся рынки, но и рынки таких ведущих участников мировой экономики, как Япония, указанная проблема начала приобретать практический характер для конкретных операторов рынка, для участников международных экономических механизмов, международных организаций, национальных правительств, поскольку стало очевидным, что явления эти вызваны не только какими-то нарушениями, допущенными отдельными компаниями или банками, а имеют более глубокий системный характер, поэтому от их решения зависит состояние и дальнейшее развитие всей мировой экономики.

В свете описываемых событий первостепенное внимание привлекает доллар США — как валюта, наиболее широко используемая в международных валютных, финансовых и внешнеторговых операциях, на которой в значительной мере основывается современная валютная система. Именно от устойчивости доллара, от того, насколько строго соблюдается денежными властями США дисциплина при проведении долларовой эмиссии, какими инструментами располагают они для стерилизации, сглаживания негативных эффектов, связанных с долларом, и будет зависеть возможность эффективной нейтрализации кризисных процессов.

Чтобы ответить на некоторые из перечисленных вопросов, следует более обстоятельно оценить масштаб проблемы, рассмотреть, какие факторы обусловили нынешние позиции доллара, оценить, каковы объемы американской валюты в международных операциях.

Очевидно, что благоприятную почву для мировой экспансии доллара создало окончание второй мировой войны. Возможности, которые предоставляла в тот период американская экономика, были несоизмеримы с условиями в странах Европы, ослабленных военными действиями. Отмечался высокий спрос на американскую продукцию, что также обуславливало постоянный спрос на доллары.

В комплексе с осуществленными послевоенными “программами помощи” все изложенное выше создало основу для более активного использования доллара в качестве международного средства расчетов. Более интенсивному притоку долларов в международную сферу способствовало и то обстоятельство, что на протяжении многих лет США сводили дефицит своего торгового баланса с отрицательным сальдо. При этом они имели возможность финансировать свой импорт с помощью доллара (вопреки существующей международной практике, свидетельствующей о том, что в таких

случаях главной является валюта иностранного экспортера)³. Даже в 1980-е гг. роль доллара в импортных платежах оставалась высокой (табл. 1.1).

Т а б л и ц а 1.1

Доля доллара в экспортных платежах некоторых стран

	Использование доллара в экспорте в Соединенных Штатах, %
Япония	94
Германия	36
Великобритания	44
Франция	52
Италия	31
Нидерланды	81
Бельгия	78

Источник: Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, 1986. May; Bank of Tokyo Weekly, British Business, National Institute Economic Review за соответствующие годы; Exchange Rate Theory and Practice, Chicago, 1976. P.270.

В таких условиях накапливающийся в течение последних десятилетий дефицит торгового баланса США привел к еще большему наращиванию долларов в международном обороте. Мы приводим эти данные в сопоставлении с другими странами. Отметим, что столь же большого уровня достигло накопительное отрицательное сальдо у Великобритании, однако англичане в гораздо меньшей степени могли финансировать свой импорт при помощи фунта (табл.1.2).

³ В предыдущих работах нами подробно рассмотрены механизмы валютного фактурирования (см., в частности: Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. М.: Наука, 1992), поэтому в данном исследовании мы будем касаться указанного вопроса лишь по мере необходимости проиллюстрировать некоторые выводы.

Т а б л и ц а 1.2

Накопительное сальдо торгового баланса основных промышленно развитых государств (млрд. долл.)

	1971-1980	1981- 1990	1991- 1998	1971- 1998
США	-216,9	-1022,6	-1271,1	-2510,6
Германия	154,5	466,0	424,9	1045,5
Франция	-261,8	-876,3	365,9	-772,2
Великобритания	-454,3	-1429,1	-201,4	-2084,7
Канада	308,1	1047,6	823,3	2179,0
Италия	-318,7	-322,1	955,5	314,6
Япония	81,8	596,5	945,5	1623,8

Источник: International Financial Statistics, The Economist за соответствующие периоды.

Все это заложило серьезную основу для процесса интернационализации доллара, но также предопределило и те сложности, с которыми в результате должна была столкнуться валютная система. Как свидетельствуют расчеты, масштабы использования доллара в международной торговле значительно превосходили и превосходят объемы внешней торговли США, что говорит об интенсивном применении доллара в расчетах “третьих” стран между собой. Масштабы таких операций в несколько раз превышают экспортно-импортные операции самих Соединенных Штатов.

Согласно табл. 1.3 доля доллара, используемая “третьими” странами в торговле между собой (без участия Соединенных Штатов), более чем в 4 раза превосходит долю США в мировом экспорте, что говорит о том, что на каждый доллар, используемый самими США, приходится 4долл., используемых во внешнеторговых операциях между другими государствами, при этом по ряду товарных позиций доллар выигрывает в качестве традиционной валюты, используемой в расчетах.

Т а б л и ц а 1.3

Использование валют в международных расчетах (%)

	1980		1985		1995	
	Доля страны и ее валюты в мировом экспорте (%)	Междуна- родное использование валюты*	Доля страны и ее валюты в мировом экспорте (%)	Междуна- родное ис- пользование валюты*	Доля страны и ее валюты в мировом экспорте (%)	Междуна- родное ис- пользование валюты*
США	11.7	4.8	12.0	4.5	11.5	4.5
доллар	56.4		54.0		52.0	
Великобритания	5.8	1.1	5.7	1.3	4.7	1.1
фунт стерл.	6.5		7.5		5.4	
Япония	6.9	0.3	9.9	0.3	8.7	0.5
иена	2.1		2.7		4.7	
Италия	4.1	0.5	4.4	0.0	4.5	0.7
лира	2.2				3.3	
Франция	6.2	1.0	5.7	1.1	5.6	1.0
франк	6.2		6.1		5.5	
Германия	10.2	1.3	10.3	1.4	10.3	1.3
марка	13.6		14.4		13.2	

* Международное использование валюты показывает, как соотносится величина использования валюты в операциях "третьих" стран (без участия страны-эмитента) с долей этой же страны-эмитента в мировом экспорте.

Рассчитано по: National Institute Economic Review, EC Euro Papers, International Financial Statistics за соответствующие периоды.

В абсолютных значениях (с небольшой поправкой на величину других валют, используемых при фактурировании американского экспорта) речь идет о годовом

обороте в 2 трлн. долл., обслуживаемом американской валютой. В случае с другими валютами, как мы видим, таких перекосов не наблюдается⁴.

Указанные внешнеторговые соотношения были одним из важных факторов, обуславливающих и высокую долю доллара в валютных резервах основных государств, которая, несмотря на некоторое снижение за последние годы, остается весьма значительной (табл. 1.4).

Т а б л и ц а 1.4

Структура валютных резервов основных промышленно развитых капиталистических государств (%)

Валюта	1977г.	1980г.	1985г.	1995 г.	1997 г.
Доллар США	89.4	77.6	63.2	61.5	57.1
Марка ФРГ	5.0	14.4	19.2	14.2	12.8
Фунт стерлингов	0.9	0.8	2.0	3.5	3.4
Французский франк	0.3	0.5	0.5	1.9	1.2
Японская иена	1.8	3.5	8.5	7.4	4.9
Прочие валюты	0.7	0.6	3.9	11.5	20.6

Источник: IMF Annual Report за соответствующие периоды.

Велика доля доллара и в операциях на валютном и финансовом рынках. На американскую валюту приходится почти свыше 40% всех операций на валютном рынке, в ней выражено свыше 70% внутренних и внешних облигационных бумаг (табл. 1.5). При этом значительная часть указанных операций или приходится полностью на нерезидентов, или осуществляется при их участии.

⁴ Следует указать на то, что в ряде случаев доллар используется только для фактурирования, тогда как платежи осуществляются в других валютах.

Т а б л и ц а 1.5

**Международные и внутренние выпуски облигаций в различных валютах,
1995 г.***

Страны ЕС (всего)	6934,2
в том числе	
немецкая марка	2282,9
французский франк	1024,0
английский фунт стерлингов	540,9
итальянская лира	1084,4
ЭКЮ	164,4
Доллар США	8837,4
Японская иена	3807,4

* Пересчитано в млрд. долл. США.

Источник: The Euro. A Stable Currency for Europe, Deutsche Bank Research, 12 February 1997. P. 45.

В целом активы США, принадлежащие иностранным инвесторам, оценивались в 1997 г. в размере 5,4трлн. долл. при том, что на наиболее ликвидные из них государственные казначейские бумаги и собственно валюту приходилось 662 млрд. и 211млрд. долл. соответственно⁵.

Очевидно, и об этом мы скажем более подробно ниже, вытеснение или высвобождение долларов из операций на других рынках создаст перед американскими денежными властями и экономикой в целом проблему “абсорбирования”, т.е. эффективного принятия таких ресурсов. Тем более что возникновение кризисных ситуаций в различных частях мира может серьезно изменить сложившиеся соотношения в валютной сфере и подтолкнуть к развитию указанных процессов.

В более системном плане к осложнению позиций доллара, очевидно, приведет и введение евро. Те сегменты мировой экономики, которые оттягивали на себя долларовую денежную массу, могут переориентироваться на использование евро, что высвободит долларовые ресурсы, для которых нужно будет найти другие сферы приложения.

Совершенно очевидно, в частности, что даже в чисто техническом аспекте речь может идти как минимум о сокращении использования доллара в обслуживании

⁵ Survey of Current Business за соответствующие периоды.

внутризоной торговли (поскольку таковая превратится во внутреннюю и будет обслуживаться евро), а также о высвобождении части долларов из золотовалютных резервов центральных банков стран зоны евро.

Как свидетельствуют наши расчеты на основе объемов торговли за 1997 г., внутризоной экспорт стран — членов зоны евро составил свыше 65 млрд. долл. Очевидно, что введение евро делает эту торговлю уже не международной, а внутренней. Учитывая, что в торговле стран ЕС (в том числе между собой) от 10 до 40% в отдельные годы фактурируется в долларах, можно говорить о возможном высвобождении порядка 10–20 млрд. долл. Аналогичной будет ситуация и с валютными резервами: европейским центральным банкам будут требоваться меньшие валютные средства для поддержки национальных валют.

Не менее важным представляется и то, что доллар может быть потеснен из операций с финансовыми инструментами (некоторые симптомы этого уже отмечались, причем даже в периоды, когда курс евро относительно доллара снижался). Так, и на развитых рынках, и на рынках развивающихся государств начинают все чаще использоваться инструменты, выраженные в евро (см. табл. 5.5).

В целом, по некоторым оценкам, в перспективе в евро может быть выражено до 30–40% мировых финансовых активов, что будет означать переток в евро до 1 трлн. долл.⁶

Оговоримся при этом, что возможность подобного развития событий достаточно высока при условии, что не будет происходить кардинальное изменение геополитической ситуации в мире или, в данном случае, на европейском континенте (как в примере с событиями на Балканах)⁷, что может, в принципе, подорвать сложившиеся или складывающиеся экономические механизмы. Однако и в этом случае ослабление одних процессов будет сопровождаться усилением других — региональная дестабилизация, вероятно, ослабит возможности других валют конкурировать с долларом. Одновременно усилится отток ресурсов из кризисных рынков в более безопасные районы, масштабы притока долларов от этого могут только увеличиться.

Очевидно, что любое высвобождение долларов из тех сегментов международного рынка, где в настоящее время они удерживаются (в частности, вывод ресурсов с рынков

⁶ The Economist. 1998. 14 July. P. 107.

⁷ В самый разгар событий на Балканах, несмотря на снижение текущего курса евро к доллару, рынок положительно оценивал перспективы евро (котировки форвардного рынка указывали на ожидаемое усиление европейской валюты).

Юго-Восточной Азии), ставит задачу предотвращения разбалансировки других сегментов рынка и недопущения расшатывания сложившихся на них ценовых и курсовых пропорций.

В тех случаях, когда объемы международных операций с валютой, т.е. операций, выходящих за рамки национальной экономики, достигают столь значительных размеров, как в примере с долларом, денежные власти США должны быть готовы к тому, чтобы предложить альтернативные возможности использования американской валюты. При этом объем операций на таких альтернативных направлениях должен с учетом скорости обращения доллара многократно превышать размеры свободных ресурсов. (Только на примере одной внешней торговли мы показали, что ее годовой оборот, обслуживаемый долларами нерезидентов, превышает 2 трлн. долл. при том, что все долларовые средства нерезидентов составляют чуть больше 200 млрд. долл. На самом деле скорость оборота “нерезидентских” долларов еще выше, чем следует из приведенных цифр, поскольку немалая часть тех же долларов обращается на международном финансовом рынке.)

Поэтому от кризиса в ЮВА и спровоцированной этим кризисом нервозности на рынке могут в первую очередь, как это ни парадоксально, пострадать сами Соединенные Штаты. Причем в данном случае речь может идти о двояком характере влияния.

Во-первых, удерживаемые пока на других рынках долларовые ресурсы будут покидать эти рынки и искать себе применения в Соединенных Штатах. При этом следует сказать, что даже если долларовые ресурсы размещаются или используются за пределами Соединенных Штатов, все равно через корреспондентские счета они оказываются в “долларовой системе” США. Однако возможность дестабилизации со стороны этих долларов невелика, поскольку в расчетах между нерезидентами эти финансовые потоки ограничены рамками обслуживания конкретных операций (например, постоянного оборота на рынке соответствующих ценных бумаг или обслуживания определенных торговых сделок). Поэтому в данном аспекте проблемы (позднее мы укажем на другие особенности) важна не столько страновая принадлежность долларовых активов, сколько то, что они будут покидать те сектора, которые их удерживали, и направляться на другие цели. Естественно, при росте недоверия к инструментам и рынкам других стран доллары будут притекать в американскую экономику и инвестироваться в те возможности, которые американской экономикой предоставляются.

Как уже говорилось, такой приток средств может существенно дестабилизировать многие сегменты рынка, резко снизить доходность и привлекательность различных

финансовых инструментов, а в целом для экономики — привести к существенному росту цен и ее “перегреву”.

Второй аспект связан с возможным выходом инвесторов уже из самих долларовых активов. В данном случае становится значимой и страновая принадлежность держателей этих средств. Более того, крайне существенно то, что рычаги такого воздействия находятся вне компетенции американских денежных властей и зависят от соответствующей страны-инвестора. Так, в частности, основной иностранный держатель американских активов — Япония — приняла более жесткие меры пруденциального характера применительно к иностранным инвестициям своих банков. Были установлены более жесткие нормативы для японских банков по иностранным вложениям (в частности, соотношение капитал/активы в случае с внутренними операциями составляет 4%, а с иностранными — 8%). Наряду с введением более привлекательных условий “рыночного” характера (введение 10-летних облигаций с более высокой доходностью), а также с учетом ряда других мер это обусловило существенный приток ресурсов японских инвесторов с иностранных рынков и в первую очередь с американского. С ноября 1997 г. по сентябрь 1998 г. японские банки сократили свои иностранные активы почти на 400млрд. долл.⁸ Это сразу же отразилось на валютном рынке. С сентября 1998 г. по сентябрь 1999 г. произошло существенное падение доллара относительно иены, несмотря на то, что сложности, с которыми сталкивалась японская экономика, казалось, должны были привести к обратному— к еще большему падению иены относительно доллара (рис. 1.7).

⁸ Forbes global business and finance, 25 Jan. 1999. P. 39.

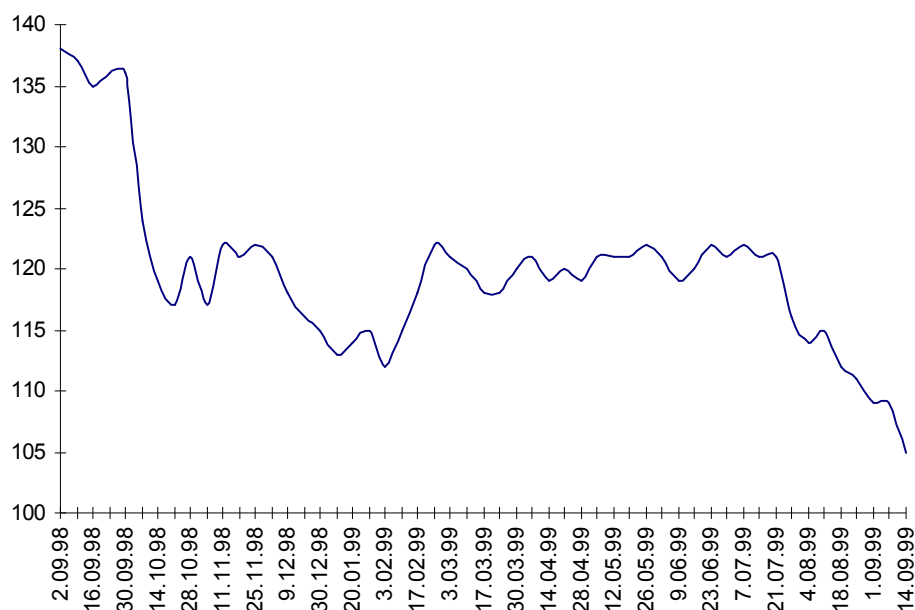


Рис. 1.7. Курс иена/доллар США

Источник: The Economist и Reuters за соответствующие периоды.

На отдельных этапах усиления иены против доллара Банку Японии пришлось даже осуществлять интервенции в поддержку американской валюты, чтобы не допустить чрезмерного удорожания иены.

Понижающее давление на доллар могут оказать и действия других операторов. Так, в начале 1999 г. прослеживалась политика крупных международных банков к уменьшению доли их долларовых активов, что в случае более устойчивого характера такой стратегии может привести к снижению доллара и относительно других валют.

Возможность снижения курса доллара, помимо перечисленных выше факторов, в целом обусловлена тем, что, по мнению ряда экспертов, доллар переоценен относительно других валют. В частности, исследование, проведенное банком Голдман Сакс, которое учитывало большую группу показателей реальной экономики, денежно-кредитной сферы, состояния рынка акций и долговых инструментов, показывало, что на конец 1998 г. курс американского доллара был переоценен относительно иены на 25% и относительно марки на 15%. Следовательно, те изменения курса иена/доллар, о которых шла речь выше, по сути отталкивались от реальных экономических показателей, которые при определенном поведении участников рынка предопределили более системную, длительную коррекцию курса.

Таким образом, еще раз укажем, что в настоящее время ситуация в валютной сфере (где могут высвободиться большие объемы долларов, которые удерживались на других операциях, где доллар в ряде случаев переоценен и где от американской валюты могут избавляться ее крупные держатели), а также положение на финансовом рынке США с очевидным “перегревом” котировок ценных бумаг создают весьма напряженную обстановку. С учетом того, что в целом настроения на рынке достаточно возбужденные и постоянно подогреваются всплесками кризисных явлений на различных региональных рынках, это может привести к неуправляемым массовым действиям операторов рынка и обусловить резкое падение курсов ценных бумаг и валюты. При этом, как правило, участники рынка действуют по “принципу толпы”, когда действия какой-то группы участников могут вызвать аналогичные действия всех остальных игроков. В тех условиях, о которых говорилось выше, возможность такого хода событий весьма вероятна.

На экономический или политический кризис участники рынка могут отреагировать очень быстро, тем более что доллар в этой связи не пользуется безупречной репутацией. В кризисных условиях держатели этой валюты уже сталкивались с мораторием. Как известно, в 1941 г. американскими властями были заморожены долларовые счета европейских государств (в том числе и союзников США), и лишь спустя несколько лет после окончания второй мировой войны была восстановлена возможность использования указанных средств (позднее аналогичные меры применялись в качестве санкций при возникновении региональных конфликтов в отношении отдельных государств).

Во времена администрации Никсона держатели долларовых средств столкнулись с другим явлением, которое мы часто наблюдаем в настоящее время у разных стран,— с дефолтом американских денежных властей, когда в 1971 г. из-за неспособности выполнения взятых международных обязательств возникла паника на валютном рынке, которая привела к “бегству” от доллара, а попытки его конвертации в золото или другие валюты заставили администрацию Никсона отменить золотодевизный стандарт.

Те, кто при этом не успел “выйти” из доллара, столкнулись с ситуацией, когда международные банки отказывались покупать американскую валюту, закрыв или резко уменьшив лимиты позиции по американской валюте.

Кроме того, в таких ситуациях, как правило, сбрасывается не только сама валюта, но и любые активы, в первую очередь государственные, выраженные в данной валюте. И именно в такие периоды крайне необходимо массированное вторжение денежных властей для снятия ажиотажа и для выправления ситуации. Возможность и

эффективность подобного вмешательства зависят от наличия соответствующих резервов.

Мы остановимся на этом аспекте проблемы более подробно, поскольку его анализ поможет оценить, насколько остро выглядит ситуация в настоящее время. Как показывают оценки, величина золотовалютных резервов к 1971 г. была неадекватна для противодействия сбросу долларов и долларовых инструментов, что и обусловило кризис.

В табл. 1.6 показано, насколько величина денежной базы (денег “высокой эффективности”, по сути “первичных денег”, до величины которых может теоретически сжаться денежная масса при сбросе валюты и отсутствии покупателей) превосходила объем золотовалютных резервов, которые могли бы использоваться органами денежно-кредитного регулирования США для поддержки своей валюты. В ней также приводятся оценки того “долларового навеса”, который мог возникнуть с учетом монетизации госдолга — превращения государственных бумаг в доллары (назовем его “расширенный долларовый навес”).

Т а б л и ц а 1.6

Денежная база и золотовалютные резервы США, 1970–1998 гг.

	1970	1971	1972	1996	1998
Соотношение международной ликвидности* и денежной базы**	0.15	0.14	0.18	0.35	0.28
Соотношение международной ликвидности и "расширенного долларового навеса"***	0.033	0.033	0.042	0.045	0.038

* Включает валютные резервы, резервную позицию в МВФ, СДР, официальные золотые резервы США. Стоимость золота рассчитана по рыночной цене.

** Включает валюту в обращении (без учета валюты в хранилищах денежных властей), а также резервные средства коммерческих банков на счетах в федеральных резервных банках.

*** Включает денежную базу, долг денежных властей, уменьшенный на величину казначейских обязательств, находящихся на балансе Федеральной резервной системы; при расчетах также учитывается величина международных активов и обязательств денежных властей.

Рассчитано по: International Financial Statistics и Federal Reserve Bulletin за соответствующие периоды.

Как следует из табл. 1.6, лишь 15% величины денежной базы обеспечивалось золотовалютными резервами. В случае же, если из-за недоверия к долларovým активам держатели государственных бумаг предъявили бы их к погашению и не стали бы реинвестировать полученные средства, это естественно увеличило бы размер денежной массы и денежной базы настолько, что в этом случае величина обеспечения денежной базы резервами составила бы лишь 3%.

Хорошо известно, что подобный переко́с возник вследствие как объективных экономических причин, так и субъективных, психологических факторов. Как уже говорилось, кредитная экспансия доллара, которая отмечалась в послевоенный период, была обусловлена силой американской экономики, ослаблением войной европейских государств, большими возможностями по использованию американской валюты и возникшими на этой основе позитивными ожиданиями относительно места доллара в мире как ключевой валюты и т.д. В условиях стабильности такого рода ожидания переходят в некий автономный самоподпитывающийся режим, при котором в системном, долгосрочном плане спрос на доллары формируется без жесткой связи с процессами, протекающими в реальной экономике. Однако формирующиеся при этом “инфляционные подушки” могут очень быстро проявиться в периоды кризисов, вызвать недоверие к валюте, спровоцировать ее сброс (для этого часто нужен лишь один толчок, особенно если ликвидные ресурсы, на которые может опираться валюта, недостаточны для снятия напряжения на рынке).

В результате накопившийся разрыв между долларовой базой и золотовалютными резервами, имевшимися у денежных властей, делал невозможным выполнение взятых этими органами обязательств по обмену долларов на золото по оговоренным ранее ценовым и курсовым соотношениям (что, по сути, и означало дефолт американских органов денежно-кредитного регулирования, а косвенно — и дефолт других основных промышленно развитых стран).

Попытка решения возникшей тогда проблемы — через отказ от золотодевизного стандарта, пересмотр курсовых соотношений и т.д. — имела первоочередной целью недопущение коллапса мировой валютной системы. При этом, по сути, закладывались иные критерии при оценке надежности валют: центр тяжести при таких оценках перемещался с вопроса о соответствии денежной базы и золотовалютных резервов (поскольку обнаружилось полное отсутствие такого соответствия и невозможность его восстановления) на вопрос о возможности и готовности использования валюты для обслуживания тех или иных экономических операций. Второе, однако, означало, что государство, по сути, устранялось от выполнения каких-либо обязательств по

выпущенным денежным знакам, и лишь от “доброй воли” экономических агентов, т.е. их желания принимать доллары для осуществления своих операций зависело теперь место американской (или любой другой) валюты.

При некризисном развитии инерционность и традиционность существующих расчетных механизмов позволяет валютам сохранять свое место в мировой валютной системе. В условиях же кризиса, как уже говорилось выше, могут произойти серьезные коррективы существующего статус-кво, тем более что экономические агенты при недоверии к валюте всегда вправе переключиться на использование других валют. И те активы или операции с ними, которые генерировали спрос на доллары и поддерживали тем самым американскую валюту, могут выступить в такой же роли по отношению к другим валютам. Примером подобного поведения могут быть уже упоминавшиеся действия участников рынка по более активной покупке инструментов, выраженных в евро, или по продаже своих долларовых средств японскими инвесторами.

В 1990-е гг., несмотря на существенное повышение цены золота по сравнению с 1970-ми гг., разрыв между денежной базой и ликвидностью сохраняется на прежнем уровне (хотя эта проблема теперь не лежит на поверхности и более не является центральной). Кроме того, не выдерживаются и те рамки, которые определяли бы жизнеспособность валютных механизмов в новых условиях и которые ориентировались бы на соблюдение принципов соответствия между кредитной эмиссией и ростом реальной экономики. Так, укажем, что при двукратном увеличении ВВП США в неизменных ценах и семикратном увеличении ВВП США в текущих ценах за 1971–1996 гг. агрегат денежной массы M2 возрос более чем в 8 раз за тот же период, при том, что интенсивное внедрение финансовых инноваций за указанные годы способствовало существенному ускорению оборачиваемости денег.

Таким образом, унаследованная от бреттон-вудского периода проблема разрыва между денежной базой и золотовалютными резервами в современных условиях дополняется проблемой несоответствия величины кредитной экспансии темпам роста ВВП (на это обстоятельство в последнее время часто указывается на различных международных совещаниях, посвященных поиску выхода из финансового кризиса).

Однако эта проблема приобретает еще большую остроту с учетом того, что хотя положение других валют в целом свидетельствует о большей по сравнению с долларом финансовой дисциплине, тем не менее в ряде случаев оно далеко от идеального, поэтому рассчитывать на переток резервов, который мог бы снивелировать ситуацию для какой-то отдельной валюты, нельзя.

Именно повышением эффективности возможного вмешательства, как представляется, было вызвано решение некоторых центральных банков ряда стран увеличить долю валютного компонента в резервах за счет уменьшения доли золота, поскольку при кризисных явлениях валютные резервы более ликвидны, а потому более приспособлены для временного ослабления паники (выполнение этого решения было однако вскоре приостановлено из-за последовавшего, в результате, снижения цены золота). В целом же, обеспечение основных валют золотовалютными средствами выглядит хоть и лучше, чем по доллару, но также в отдельных примерах весьма неудовлетворительно (табл. 1.7).

Т а б л и ц а 1.7

Денежная база и золотовалютные резервы промышленно развитых стран мира, 1995 г.

	Япония****	Германия	Велико- британия	Франция	Италия****
Соотношение международной ликвидности* денежной базы**	0.45	0.87	1.39	1.73	0.25
Соотношение международной ликвидности и "расширенного денежного навеса"***	0.05	0.12	0.14	0.09	0.04

* Включает валютные резервы, резервную позицию в МВФ, СДР, официальные золотые резервы. Стоимость золота рассчитана по рыночной цене.

** Включает валюту в обращении (без учета валюты в хранилищах денежных властей), а также резервные средства коммерческих банков на счетах в центральных банках.

*** Включает денежную базу, долг денежных властей с поправкой на величину международных активов и обязательств денежных властей.

**** Для расчетов были использованы данные 1993 г.

Рассчитано по: International Financial Statistics за соответствующие периоды.

В этой связи представляется, что перспективы американского доллара и, как следствие, всей мировой валютной системы в целом выглядят в настоящее время весьма проблематично. Появление серьезных альтернатив в валютной сфере в условиях, когда место и роль валюты определяются субъективными настроениями рынка, желанием или

нежеланием операторов рынка работать с валютой; отсутствие необходимых официальных активов у денежных властей, которые могли бы защитить доллар в случае его кризисного падения, вызванного наступлением других валют или недоверием частных экономических агентов, — все эти факторы обуславливают шаткость положения доллара. Неадекватный контроль за ростом долларовой кредитной экспансии при общей нестабильности финансового рынка лишь усиливает неопределенность относительно перспектив американской валюты.

В таких условиях вполне логично выглядят попытки американских денежных властей расширить ту основу, на которую может опираться доллар и замкнуть часть долларовой массы либо за пределами американской экономики (в буквальном смысле), либо обеспечивая “непоступление” долларов в американский деловой оборот. Именно поэтому активно поддерживается и пропагандируется введение “валютного правления” (“currency board”) или иных форм привязки к доллару в развивающихся или кризисных экономиках⁹.

Ниже мы остановимся более подробно на особенностях таких механизмов. Здесь, однако, укажем, что, во-первых, их введение обеспечивает удерживание долларов денежными властями соответствующих стран в своих резервах, поскольку пополнение ликвидности в экономику осуществляется в жестком соответствии с объемом привлекаемых валютных ресурсов. Во-вторых (и это не менее важно), экономические операции и активы страны, вводящей “валютное правление”, начинают, по сути, выполнять функции по поддержанию доллара, поскольку для осуществления определенных внутренних экономических операций стране требуются дополнительные денежные ресурсы, а эмитировать их она может лишь привлекая дополнительные валютные средства. Таким образом, вся внутриэкономическая деятельность начинает зависеть от возможности привлечения валюты, и чем выше экономическая активность, тем выше и спрос на валюту, к которой осуществлена привязка.

При долларизации, т.е. использовании долларов во внутриплатежном обороте “третьих” стран обе эти цели достигаются минуя промежуточные механизмы (если используются наличные платежи, то достигается еще и физическое вытеснение долларов из американского платежного оборота).

⁹ Аналогично решаются проблемы и для других основных валют, т.е. путем привязки к ним валют развивающихся стран.

Более того, если в качестве условия предоставления валютных ресурсов выдвигаются требования, выполнение которых приводит к сжатию денежной массы до такой степени, что ее оказывается недостаточно для обслуживания всех экономических операций внутри страны, то это, по сути, означает, что для адекватного покрытия денежными ресурсами тех операций, которые “оголились” в результате подобного сжатия, требуется привлечение валютных средств (под поступление которых будет пополнена сжавшаяся денежная масса), а те экономические активы или операции, которые перестали покрываться деньгами в результате такого сжатия, начинают выступать в качестве дополнительной основы, теперь уже поддерживающей привлекаемую иностранную валюту.

Параллельно достигается и задача жесткого контроля над финансовой дисциплиной кризисной страны, поскольку введение указанных механизмов фактически предполагает передачу рычагов денежно-кредитной политики в центральный банк “валюты-якоря” (т.е. валюты, к которой осуществляется привязка).

При этом, однако, введение “валютного правления” лишь отчасти облегчает положение доллара, поскольку американцам удастся вводить его в небольших (за исключением Аргентины) экономиках, которые не могут обеспечить необходимого спроса на американскую валюту. Кроме того, оно наталкивается и на серьезную оппозицию внутри самих “привязываемых” стран, поскольку означает потерю ими экономической самостоятельности. Так, по мнению компетентных международных экспертов, “и в Аргентине, и в Гонконге — странах с “валютным правлением” внутренняя денежно-кредитная политика, по сути, проводится А. Гринспэном” (председателем Центрального Банка США. — М.Е.)¹⁰.

Спрос, предъявляемый (в силу тех или иных причин) на американскую валюту другими странами, ранее в меньшей степени опиравшихся на доллар, также способствует поддержанию курса американской валюты. “В последние годы, — свидетельствует авторитетное издание *Survey of Current Business*, представляющее Министерство торговли США, — прирост использования американской валюты за рубежом осуществляется за счет стран СНГ”¹¹.

Увеличению спроса на доллары способствует и практика международных финансовых институтов осуществлять кредитование в американской валюте.

¹⁰ Forbes Global. 1999. July 26. P. 108.

¹¹ Survey of Current Business, 1998. July. P. 29.

Такая практика обеспечивает дополнительный спрос на доллары за счет необходимости осуществления платежей по его обслуживанию. В этой связи сформировавшийся долларовый долг развивающихся стран выглядит как факт, несколько стабилизирующий позиции американской валюты¹².

В целом же, в нынешних условиях проблема жизнеспособности современной валютной системы не ограничивается исключительно проблемой доллара. В условиях конвертируемости валют любое нарушение финансовой дисциплины страной с обратимой валютой может также иметь серьезные международные последствия.

Поэтому крайне важным представляется контроль за международной ликвидностью в целом. Многосторонние валютные союзы или механизмы (например, евро) являются одним из шагов в данном направлении.

Механизмы, регулирующие использование единой европейской валюты евро, предполагают консолидацию всех основных рычагов экономической политики в едином центре. Очевидно, что этим достигается жесткий контроль за осуществлением такой политики и резко уменьшается возможность для отдельных стран смягчать в случае необходимости свою экономическую политику или давать какие-то послабления отдельным компаниям. Все чаще говорится о целесообразности создания азиатского валютного союза, в который могли бы войти основные страны региона (в том числе испытывавшие финансовый кризис). Вопрос при этом может ставиться не только об ассоциативном участии этих стран, но и о разработке более жестких механизмов координации курсовой и финансовой политик, накладывающих на участников определенные обязательства.

Параллельно с ужесточением финансовой дисциплины на государственном уровне предпринимаются шаги по применению более жестких форм контроля на уровне отдельных компаний и банков. Следует еще оценить, в частности, в каком направлении будут использоваться дополнительные валютные резервы, полученные в результате продажи части золота центральными банками ряда государств (о чем уже говорилось выше). Нельзя исключить того, что более активно могут, в частности, начать применяться инструменты залогового кредитования и иных операций, предполагающих

¹² В целом укажем, что формирование задолженности какой-либо страны в долларах (или другой валюте), естественно, дает возможность кредиторам оказывать экономическое воздействие на такого должника. При этом существует и еще один аспект, который связан с тем, что заемщик становится зависимым от конъюнктуры рынка валюты долга. В этом случае мы можем говорить о том, что когда центральный банк страны, эмитирующий валюту долга, принимает те или иные решения по регулированию курса своей валюты, это косвенно отражается и на экономике страны-должника.

в качестве обеспечения акции корпоративных участников рынка и ставящих их под больший контроль от денежных властей¹³.

Начинают также вводиться и более жесткие нормы пруденциального надзора, о чем свидетельствуют изменения к Базельским принципам банковского надзора.

Все это, однако, не меняет пока остроты ситуации. Указанные меры лишь закладывают основы для недопущения нарушений финансовой дисциплины в будущем. Накопленные же перекосы и нарушения за прошлые периоды остаются и создают предпосылки для кризисных явлений.

В этой связи, как представляется, мировая валютная система стоит перед реальной перспективой полномасштабного валютного кризиса, и от того, насколько адекватными и согласованными будут предпринимаемые основными государствами шаги, зависит возможность смягчения форм его проявления и предотвращения разрушительных последствий для мировой экономики в целом.

¹³ В тех странах, где такие операции со стороны центрального банка ограничиваются местным законодательством, в случае необходимости, естественно, могут быть приняты поправки к соответствующим законам.

ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ЕГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ЭКОНОМИЧЕСКИМИ ПРОЦЕССАМИ

Многие наблюдаемые в настоящее время процессы, происходящие в мировой экономике, развиваются в соответствии с определенными закономерностями, которые в той или иной мере были выявлены ранее экономической наукой. Более внимательное рассмотрение некоторых базовых принципов представляется крайне важным, поскольку дает возможность полнее оценить характер наблюдаемых явлений, выявить роль различных факторов, показать механизм их взаимодействия между собой.

В данном разделе мы ставим перед собой задачу дать теоретическое обоснование некоторых взаимосвязей валютного курса с другими экономическими факторами и процессами, протекающими в экономике. Многие предположения будут подтверждаться произведенными нами эконометрическими расчетами, дающими возможность выявить роль каждого из рассматриваемых факторов, что в нынешних условиях много факторности воздействия представляется крайне важным для понимания происходящего¹⁴.

Сначала остановимся на проблеме валютного курса. Будучи центральным элементом валютной системы при режиме “плавания”, валютные курсы отражали ее состояние в целом. Через курсы валют в значительной мере осуществлялось влияние валютной системы на мировую экономику, а они, в свою очередь, в большей или меньшей степени аккумулировали информацию о состоянии экономик соответствующих стран, а также настроений и ожиданий участников рынка относительно перспектив этих экономик.

В этой связи рассмотрение влияния валютного курса (а через него — и других элементов) на межстрановой обмен заставляет более подробно остановиться на проблеме формирования валютных курсов и основных факторах, оказывающих на него влияние. Рассмотрим некоторые теоретические аспекты вопроса, а затем перейдем к эмпирическому анализу проблемы.

¹⁴ Данный раздел может представлять особый интерес для специалистов, углубленно занимающихся исследованием валютных механизмов.

Некоторые закономерности формирования валютного курса

Считается, что товары, поступающие в каналы международной торговли, нуждаются в соизмерении, которое и выполняется при помощи валютного курса. Курс показывает, как соотносятся национальные издержки, затрачиваемые при производстве товаров, и их цены. Это положение, по существу, легло в основу так называемой теории паритета покупательной силы (ППС). Подробное рассмотрение данной концепции не входит в задачу нашей работы, тем более что она широко освещена в экономической литературе советского периода¹⁵.

Однако необходимо остановиться на некоторых аспектах теории, позволяющих более четко представить, что, по мнению ее сторонников, определяет валютный курс. Согласно теории валютный курс определяется соотношением уровня цен в рассматриваемых странах. Таким образом:

$$ER = P_d / P_f, \quad (2.1)$$

где ER — валютный курс между валютами страны A и страны B ;

P_f — уровень цен за границей (в стране A);

P_d — национальный уровень цен (в стране B).

Условие (2.1) предполагает действие “закона одной цены”, согласно которому цены на товары в одной стране равны ценам на товары в другой стране. Таким образом:

$$P_d = ER \times P_f. \quad (2.2)$$

В настоящее время при быстром развитии интеграционных процессов и тесном переплетении национальных производств (причем на самых низших уровнях) в капиталистических странах действительно происходит значительное выравнивание издержек при производстве аналогичных товаров (так как используются одинаковые технологии, нивелируются различия в квалификации рабочей силы и уровнях их зарплаты и т.д.). Однако нельзя утверждать, что капиталистическая экономика полностью интегрирована. По-прежнему, несмотря на сближение, отмечаются различия в эффективности отдельных производств. Нет еще и полной синхронизации

¹⁵ См. напр.: Ачаркан В.В. Валютные курсы в экономике современного капитализма. М.: Международные отношения, 1986.

экономических процессов между странами, что ставит их в несколько разные условия в макроэкономическом плане. Это касается даже стран, которые являются членами Маастрихтских соглашений (об этом мы скажем в последующих разделах работы). Существуют тарифные и нетарифные барьеры, которые препятствуют выполнению “закона одной цены”. Нельзя забывать и о том, что в отдельных странах различна структура производства и потребления, поэтому даже если допустить наличие полной интеграции с отсутствием ограничений в межстрановом обмене, данный закон теоретически мог бы выполняться применительно к отдельным парам аналогичных товаров, а не ко всей товарной массе в целом. Ведь очевидно, что при различиях в структуре потребления в тех странах, где доля дорогостоящей продукции в потреблении будет более высокой, общий уровень цен при прочих равных условиях будет также выше, чем в других государствах.

Попытку каким-то образом обойти перечисленные выше ограничения представляет вторая разновидность теории паритета покупательной силы — теория “относительного ППС”, которая рассматривает не соотношения абсолютных уровней цен между странами, а изменения этих цен. Валютный курс в теории “относительного ППС” определяется по формуле:

$$ER = ER_0 \times P_d / P_f, \quad (2.3)$$

где P_f — изменения цен за границей;

P_d — изменения цен внутри страны;

ER_0 — курс равновесия.

Как следует из формулы (2.3), изменения валютного курса будут происходить вследствие различий в темпах инфляции между рассматриваемыми странами. Более быстрый рост цен внутри страны приведет к обесценению национальной валюты. Если же за границей отмечаются более высокие темпы инфляции, то национальная валюта дорожает по отношению к иностранной.

Подобный подход, однако, может быть в какой-то мере оправдан лишь в том случае, если выполняются некоторые технические и общеэкономические условия. К первым следует прежде всего отнести выбор построенных по единой методологии индексов, которые могли бы точно отражать схожие экономические процессы в разных странах. Общеэкономические условия представляются гораздо более сложными. Они заключаются в том, чтобы выбрать такой период, когда отмечавшийся валютный курс

был бы курсом равновесия для обоих государств. Конечно, понятие “курс равновесия” является довольно неоднозначным. Оно в самом узком смысле может определяться как курс, обеспечивающий состояние равновесия платежного баланса. Однако подобное определение требует некоторых уточнений. Так, по-видимому, нельзя ожидать, что валютный курс будет обеспечивать это равновесие в каждый конкретный момент на протяжении всего рассматриваемого периода, каким бы по продолжительности он ни был. Очевидно, будут происходить отклонения текущего курса от равновесного, что вытекает из формулы (2.3), а также отмечаться актив или пассив платежного баланса. Тем не менее предполагается, что в долгосрочном плане текущий курс будет колебаться вокруг курса равновесия и в среднем обеспечивать выравнивание отрицательного или положительного сальдо платежного баланса. При этом ожидается, что золотовалютные резервы стран не будут подвержены существенным изменениям, так как иначе выравнивание баланса может достигаться за их счет, а не благодаря валютному курсу. Таким образом, в целом можно согласиться с наиболее часто встречающимся определением курса равновесия как курса, обеспечивающего в течение стандартного периода при условии полной занятости такое равновесие платежных балансов рассматриваемых стран, при котором не происходит изменений величины их золотовалютных резервов¹⁶.

Другим не менее важным вопросом, относящимся к обоим вариантам теории ППС, является выбор факторов, формирующих уровень цен и, таким образом, дающих представление о том, от каких более глубинных или косвенных причин может зависеть уровень валютного курса. Сюда могут относиться факторы денежно-кредитной и бюджетной политики, налоговые и иные показатели. Этот вопрос подробно рассмотрен нами в опубликованных работах, поэтому в данном разделе мы рассматриваем лишь наиболее важные аспекты вопроса¹⁷.

Укажем еще раз, что на практике перечисленные выше ограничения действия “закона одной цены” приводят к несовпадению (зачастую значительному) между номинальным и реальным валютными курсами (см. рис.2.1).

Как было сказано ранее, в нынешних условиях глобализации экономики решающее воздействие на валютный курс оказывают переливы капиталов между различными рынками и валютами. Зачастую эти процессы не всегда точно отражают те или иные базовые экономические показатели, характеризующие экономическое

¹⁶ См.: Scammell W.M. International Trade and Payments. Norwich, 1974. P. 451.

¹⁷ Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. М.: Наука, 1992.

положение. Но даже при таких субъективных настроениях операторов рынка последние тем не менее постоянно держат в поле зрения ключевые макроэкономические и политические параметры, которые помогают им сориентироваться при принятии решений.

В самом общем виде речь идет и о показателях экономического роста, которые свидетельствуют, как правило, о возможностях, открывающихся перед инвесторами с точки зрения размещения их средств в экономике рассматриваемого государства, и о таких факторах, как торговый баланс, бюджет и др.

Рост положительного сальдо торгового баланса может свидетельствовать об увеличении спроса на экспорт страны, а стало быть, и о расширении возможностей для экономического роста, о повышении конкурентоспособности определенных видов ее продукции и пр.

Естественно, как показывает опыт развития внешней торговли ряда стран, этот вопрос гораздо более сложный (мы коснемся некоторых его аспектов в дальнейшем). В любом случае, однако, рост положительного сальдо позволяет делать заключение об улучшении валютного положения государства и оказывает прямо (через дополнительные поступления валютной выручки на валютный рынок) и косвенно (через положительные оценки и ожидания со стороны участников рынка) повышающее воздействие на валютный курс. Возникновение отрицательного сальдо оказывает обратное воздействие на валютный курс.

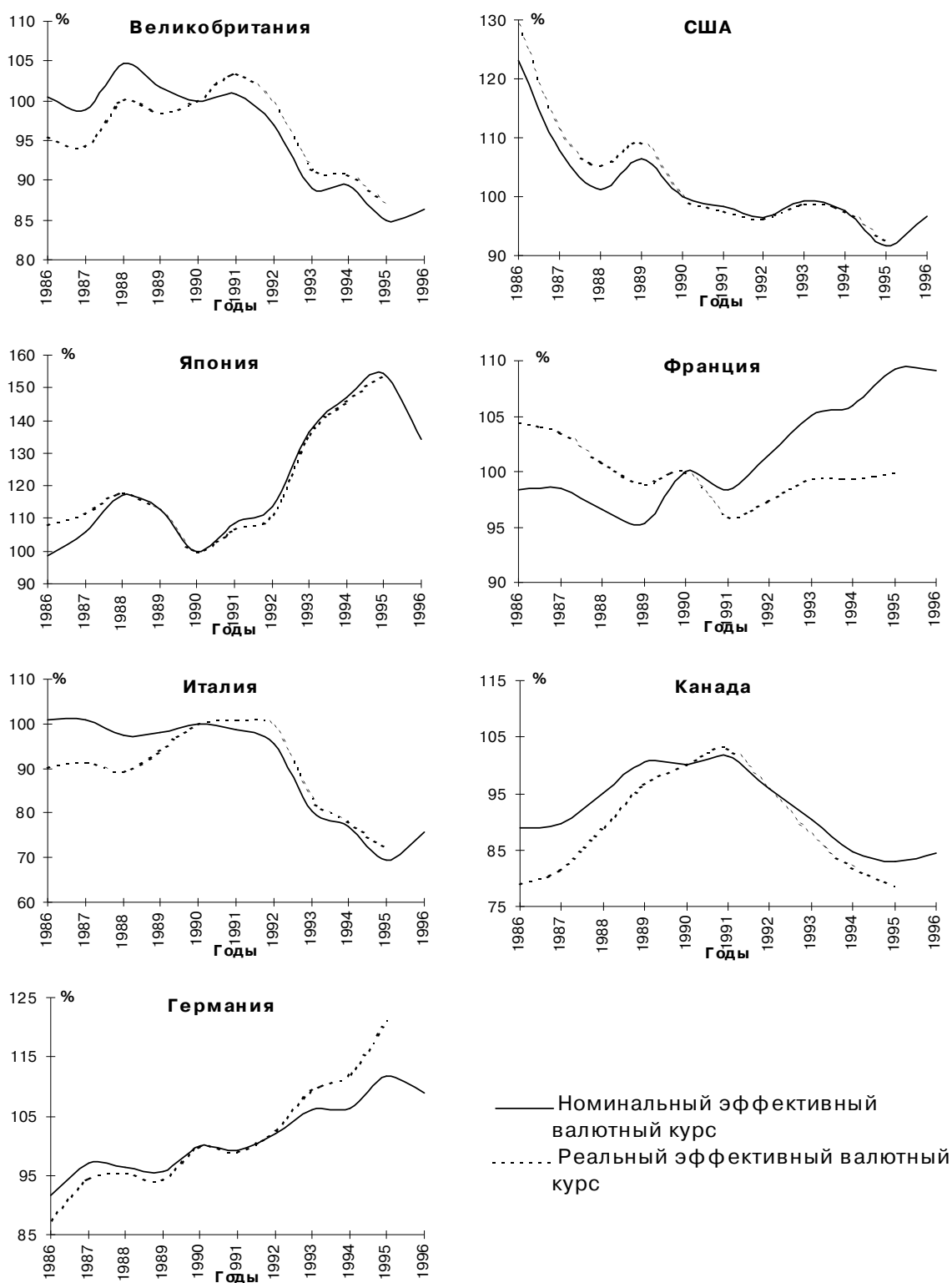


Рис. 2.1. Индекс номинального и реального эффективных

Рассчитано по: International Financial Statistics за соответствующие курсы валют стран “большой семерки” (1990 г. = 100) периоды.

Что касается фактора бюджета, то, как известно, увеличение бюджетного дефицита создает необходимость его финансирования либо за счет имеющихся собственных средств, либо путем привлечения ресурсов из-за рубежа. Таким образом, на

рынке повышаются процентные ставки, а это влияет на валютный курс, причем двояким образом. С одной стороны (и эффект этого воздействия менее сильный), повышение реальных процентных ставок внутри страны вызывает падение реального спроса на деньги, что влечет за собой рост внутренних цен и способствует обесценению валюты. С другой стороны, рост реальных процентных ставок делает размещение средств в стране, где произошло такое повышение, более выгодным (естественно, при прочих равных условиях, в частности, при благоприятной политической ситуации, относительно неплохих перспективах экономического развития в будущем и т.д.). В результате, в страну с более высокими процентными ставками начинают притекать капиталы, спрос на ее валюту повышается, и она дорожает. В целом, как показывает практика, фактор бюджетного дефицита может в краткосрочном плане не оказать понижающего давления на курс ввиду того, что инвесторы могут воспользоваться временной конъюнктурой и сыграть на более высокой доходности бумаг, размещаемых государством с бюджетным дефицитом, вкладывая свои средства в эти бумаги. Однако в долгосрочном плане фактор дефицита бюджета, естественно, оказывает понижающее давление на курс и из-за того, что заставляет в целом негативно оценивать экономические перспективы такого государства, и ввиду того, что вложенные ресурсы, как только будут выведены с рынка, сразу же приведут к падению курса. Для удержания этих ресурсов нужно будет постоянно поддерживать более высокую доходность бумаг, что при определенном развитии событий может привести к полной финансовой зависимости от внешних рынков и к финансовому краху.

Кроме того, сохранение бюджетного дефицита, как правило, приводит к росту инфляционных ожиданий. Держатели валюты такой страны, обеспокоенные возможным уменьшением относительной покупательной силы своих средств, будут переводить их в другие валюты, что вызовет снижение курса валюты страны с дефицитом. Это также будет способствовать и усилению негативных ожиданий относительно перспектив экономического роста: отток средств вызовет необходимость повысить процентные ставки, что в средне- и долгосрочном плане явится тормозом для экономического развития.

Важную роль играют и политические ожидания. Так, например, победа Республиканской партии США на выборах 1988 г. дала возможность рассчитывать, что политика новой администрации будет направлена на обеспечение устойчивого роста экономики при одновременном сдерживании инфляции и на борьбу с дефицитом федерального бюджета. Поэтому данный фактор увеличил привлекательность инвестиций в американскую экономику в данный период и способствовал повышению

курса доллара. Аналогично, любые изменения в политической обстановке на развивающихся рынках могут тут же привести к оттоку средств и обвалить курс (что не раз наблюдалось в конце 1990-х гг.).

Таким образом, в краткосрочном плане на валютные курсы решающим образом влияют операции на валютных рынках, объем которых, в свою очередь, зависит от ожиданий относительно краткосрочных перспектив изменения валютных курсов. Учитывая, что ожидания формируются под действием той информации, которая поступает на рынок, а данные, на основе которых принимаются решения, не всегда носят всеобъемлющий или объективный характер (более того, субъективные оценки крупных игроков часто делают погоду на валютном рынке), сам уровень валютного курса лишь в более системном, долгосрочном плане может отражать объективные процессы в реальной экономике.

Вся имеющаяся информация относительно того, как рынок оценивает перспективы движения конкретной валюты, отражается в конечном итоге на уровне курса “форвард”, который является как бы прогнозом рынка относительно будущего текущего курса. В большинстве случаев прогноз рынка бывает довольно точным (исключения могут составлять лишь случаи, когда отмечаются воздействия “шокового” характера — непредсказуемые политические события, принятие административных решений по регулированию рынка, стихийные бедствия и т.д.)

Согласно проделанным регрессионным расчетам можно заключить, что теснота связи между курсом “форвард” и будущим курсом “спот” очень высока (см. формулу(2.4)).

$$\ln(S_{dm}/\$) = 0,9403 \ln(F_{dm}/\$) + 0,0597; \quad (2.4)$$

(20,35) (1,56)

$$R^2 = 0,957; DW = 1,93.$$

Примечание. Регрессия (2.4) — линейно-логарифмированная. Период оценивания — IV квартал 1975 г. — II квартал 1987 г. $F_{dm}/\$$ берется с лагом в один квартал. С уравнением проделано авторегрессионное преобразование, где $S_{dm}/\$$ — текущий курс марка/доллар; $F_{dm}/\$$ — трехмесячный курс “форвард” марка/доллар.

В первом приближении можно предположить, что вся информация относительно ожиданий изменения валютных курсов уже заложена в имеющемся курсе “спот”, т.е. курс “спот” является примерным индикатором курса “форвард”.

Вот как выглядит регрессия, в которой в качестве эндогенной (т.е. объясняемой) переменной взят курс “форвард” марка/доллар (Fdm/\$), а в качестве экзогенной (объясняющей) переменной — курс “спот” марка/доллар (Sdm/\$) с лагом в один шаг (в нашем случае равный одному кварталу):

$$\ln(\text{Fdm}/\$) = 0,757 \ln(\text{Sdm}/\$) + 0,4957; \quad (2.5)$$

(7,37) (2,05)

$$R^2 = 0,80; DW = 1,64.$$

Регрессия (2.5) показывает, что значительная часть информации о курсе “форвард” заложена в курсе “спот”.

В свою очередь, курс “спот” в большой степени определяется уровнем курса в прошлом (см. регрессии (2.6–2.13)):

$$\ln(\text{MERMus}) = 0,909 \ln(\text{MERMus}-1) + 0,0147; \quad (2.6)$$

(14,78) (1,10)

$$R^2 = 0,93; DW = 1,98;$$

$$\ln(\text{FR}/\$) = 0,932 \ln(\text{FR}/\$-1) + 0,127; \quad (2.7)$$

(21,21) (1,63)

$$R^2 = 0,964; DW = 1,99;$$

$$\ln(\text{DM}/\$) = 0,897 \ln(\text{DM}/\$-1) + 1,31; \quad (2.8)$$

(12,46) (1,31)

$$R^2 = 0,896; DW = 1,94;$$

$$\ln(\text{Y}/\$) = 0,951 \ln(\text{Y}/\$-1) + 0,247; \quad (2.9)$$

(13,51) (0,64)

$$R^2 = 0,907; DW = 1,83;$$

$$ER_{us}=0,9723ER_{us}+0,0294; \quad (2.10)$$

$$(36,65) \quad (1,01)$$

$$R^2=0,940; DW=1,24;$$

$$FR/\$ = 0,9672FR/\$+0,2003; \quad (2.11)$$

$$(39,03) \quad (1,36)$$

$$R^2 = 0,947; DW=1,19;$$

$$DM/\$=0,9762DM/\$+0,0390; \quad (2.12)$$

$$(38,17) \quad (0,73)$$

$$R^2=0,945; DW=1,30$$

$$Y/\$=0,9802Y/\$+1,6281 \quad (2.13)$$

$$(60,28) \quad (0,51)$$

$$R^2=0,977; DW=1,20.$$

Примечание. В уравнениях (2.6–2.13) приняты следующие обозначения:

MERM — эффективный валютный курс доллара МЕРМ;

ER_{us} — индекс эффективного валютного курса доллара, 1990 г.=1;

FR/\$ — курс французский франк/доллар;

DM/\$ — курс немецкая марка/доллар;

Y/\$ — курс иена/доллар.

В каждом из уравнений (2.6–2.9) экзогенная переменная берется с лагом в один квартал. Период оценивания — I квартал 1975 г. — IV квартал 1988 г.

В уравнениях (2.10–2.13) оцениваемый период — 1975–1996 гг. (поквартальные данные). Лаги (в кварталах): в уравнении (2.12) — DM/\$ — 1, в уравнении (2.13) — Y/\$ — 1.

В скобках под коэффициентами приводится Т-статистика, показывающая значимость данного параметра в уравнении. R² — коэффициент детерминации, характеризующий, насколько регрессионное уравнение соответствует заданной модели. DW — коэффициент Дарбина–Уотсона, указывающий на наличие неучтенных колебаний в уравнении.

Интересно отметить, что уравнения (2.6–2.9), рассчитанные за период 1975–1987 гг., показывают более тесную связь между текущим и прошлым курсами, чем уравнения (2.10–2.13), рассчитанные за период 1975–1996 гг., что указывает на то обстоятельство, что интенсивность информации, влияющей на курсовые изменения, значительно

возросла и за одинаковые отрезки времени в более поздние периоды стала проявляться отчетливее.

Если рынок “эффективен”, т.е. перерабатывает и учитывает всю возможную информацию (а также обладает способностью обеспечивать стабильность цен или курсов даже при больших объемах операций), курс “форвард” по любой паре валют будет отличаться от их курса “spot” на разницу в номинальных процентных ставках между рассматриваемыми валютами.

Остановимся на этом положении более подробно. Вполне логично предположить, что выгодность инвестирования средств в различных валютах должна быть одинаковой, поскольку различия в процентных ставках будут лишь отражать степень обесценения валют относительно друг друга. Так, имея одну единицу национальной валюты, национальный инвестор может разместить ее внутри страны под процент I_{dn} и получить через время t количество национальной валюты в размере:

$$1 + I_{dn}. \quad (2.14)$$

Кроме того, он может конвертировать свою денежную единицу в иностранную валюту по существующему курсу “spot” (S), вложить ее под иностранную процентную ставку I_{fn} и получить таким образом через время t следующее количество иностранной валюты:

$$1S(1 + I_{fn}). \quad (2.15)$$

Затем, если полученную сумму перевести вновь в национальную валюту по существующему на начальный момент операции курсу “форвард” (F), то конечная сумма должна совпасть с выражением (2.14), т.е.

$$(1 + I_{dn}) = S(1 + I_{fn})/F. \quad (2.16)$$

Откуда:

$$(F - S)/S = (I_{fn} - I_{dn})/(1 + I_{dn}). \quad (2.17)$$

Другими словами, процент удорожания или обесценения валюты примерно равен разнице в номинальных процентных ставках по данным валютам (это условие известно в экономической науке как паритет процентных ставок). В то же время следует помнить, что развитие интеграционных процессов и переплетение экономик отдельных капиталистических государств приводят к сближению целого ряда экономических показателей, в том числе и реальных процентных ставок. Тогда величина номинальной процентной ставки внутри страны (I_{dn}) будет равна сумме реальной ставки (I_{dr}) и ожидаемых национальных темпов инфляции (de):

$$I_{dn} = I_{dr} + de. \quad (2.18)$$

Аналогично величина номинальной иностранной процентной ставки (I_{fn}) определяется как сумма иностранной реальной ставки (I_{fr}) и ожидаемых темпов инфляции за рубежом (fe):

$$I_{fn} = I_{fr} + fe. \quad (2.19)$$

Подставив (2.18) и (2.19) в (2.17), получаем

$$(F-S)/S = (I_{fr} + fe - I_{dr} - de) / (1 + I_{dn}).$$

Однако $I_{fr} = I_{dr}$, тогда:

$$(F-S)/S \approx fe - de^{18}. \quad (2.20)$$

При помощи условия (2.17) определим теперь, в каких случаях различия в процентных ставках приводят к расширению операций на текущем и срочном рынках и какое воздействие это может оказывать на валютные курсы. Так, имея X единиц национальной валюты, держатель вкладывает ее у себя в стране под процент I_d и полученную сумму $X(1+I_d)$ затем переводит по курсу “форвард” в иностранную валюту, с тем чтобы сравнить, какую сумму он мог бы получить, если бы сразу перевел свои деньги в иностранную валюту и вложил их под заграничный процент. В последнем случае сумма его активов составила бы $XS(1+I_f)$.

¹⁸ На подобные взаимосвязи указывается в целом ряде работ западных экономистов по данной проблеме. См., в частности, Isard P. Princeton Studies in International Finance. Princeton, NJ, 1978. № 42; Sohmen E. Flexible Exchange Rates. University of Chicago Press. Chicago and London, 1969.

Очевидно, если $X(1+Id) \times F < X \times S \times (1+If)$, т.е. $(F-S)/S < (Ifn-Idn)/(1+Idn)$, то это означает, что реальный (т.е. с учетом ожидаемого инфляционного обесценения валюты) процент, начисляемый по вкладам в национальной валюте, меньше, чем предлагаемый по вкладам в иностранных денежных единицах. В этом случае, даже при том, что иностранная валюта может быть более дорогой на текущем рынке и более дешевой на срочном рынке, ее выгодно тем не менее купить сейчас (по более высокой цене) и вложить в банк под предлагаемый по ним процент. Одновременно следует заключить сделку на срочном рынке об обмене иностранной валюты на национальную через определенный период и по существующему на момент контракта курсу “форвард”. Таким образом, при наступлении срока сделки в обмен на имеющуюся в распоряжении вкладчика сумму в иностранной валюте он может получить количество национальных денежных единиц, превышающее ту сумму, которой он мог бы располагать, если бы изначально, не прибегая к покупке иностранной валюты на рынке “спот” и продаже ее на рынке “форвард”, просто вложил бы свои деньги под предлагаемый внутри страны процент.

В то же самое время увеличение спроса на иностранную валюту на текущем рынке и на национальную валюту на срочном рынке приведет к тому, что иностранная валюта подорожает на рынке “спот” и еще больше обесценится (или в меньшей степени, чем ожидается, подорожает, если речь идет о повышении ее курса) на рынке “форвард”. В результате увеличившийся размер дисконта или уменьшившийся размер премии придет в соответствие с различиями в процентных ставках. Таким образом, между обоими рынками установится равновесие.

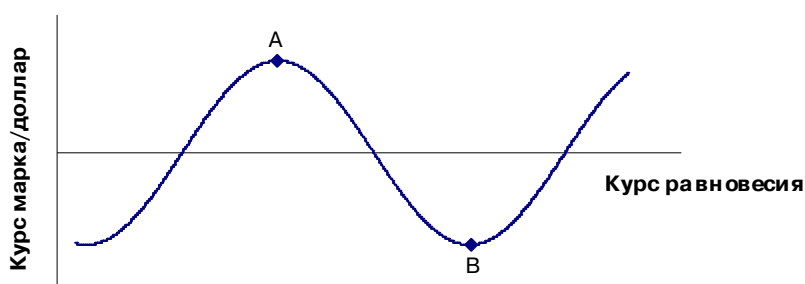
Аналогично при $(F-S)/S > (Ifn-Idn)/(1+Idn)$ более выгодным становится инвестировать средства в национальной валюте внутри страны. Тогда со стороны иностранных лиц на национальную валюту будет предъявляться повышенный спрос на текущем рынке. Одновременно ими будут заключаться сделки по продаже этой валюты на рынке “форвард”. Как следствие изменится и соотношение между курсами “спот” и “форвард”, что нейтрализует существовавшие расхождения с дифференциалом процентных ставок.

Все изложенное выше показывает, что крайне важное значение при анализе краткосрочных курсов имеют любые операции на валютном рынке. При этом указанные взаимосвязи могут быть искажены воздействием операций спекулятивного характера, которые в состоянии нарушить складывающиеся курсовые тенденции.

Вплоть до недавнего времени в академических кругах велись дискуссии по вопросу о том, какую роль играют спекуляции на валютном рынке — стабилизирующую

или дестабилизирующую. В качестве аргумента в пользу спекуляции обычно приводится высказывание М. Фридмана, в котором он подчеркивал: “Те, кто утверждает, что спекуляция в общем является дестабилизирующей, редко понимают, что подобное заявление равнозначно утверждению, что спекулянты теряют деньги, поскольку в общем спекуляция может быть дестабилизирующей, лишь если спекулянты продают валюту, когда цена на нее низка и покупают, когда цена высока”¹⁹.

Эта аргументация, однако, носит чисто теоретический характер и относится к такому идеальному с точки зрения рынка и участников рынка варианту, когда покупка и продажа валюты осуществляются в критических точках (рис.2.2).



Примечание. В точке А — продают доллары и покупают марки; в точке В — продают марки и покупают доллары.

Рис. 2.2. Полностью стабилизирующие операции с валютой

В этом случае, действительно, любая продажа валюты при ее максимально возможной цене и любая ее покупка при самой низкой цене будут толкать курс в сторону курса равновесия и тем самым стабилизировать рынок.

Однако на практике подобная ситуация практически невозможна, поскольку она предполагает наличие абсолютно эффективного рынка, располагающего всей информацией и полностью учитывающего ее в ценах²⁰.

¹⁹ Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates // Readings in International Economics / Ed. R.E. Caves, H.G. Johnson, Homewood (Ill.), 1968. P.426.

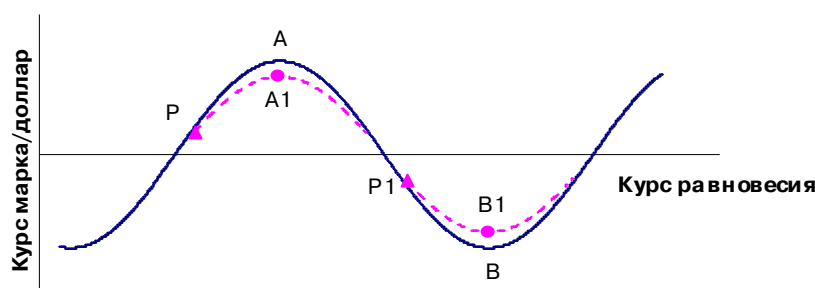
²⁰ Следует указать на то обстоятельство, что режим плавающих валютных курсов и открывающиеся в этой связи возможности по игре на курсовых разницах одновременно усилили проблему валютного риска и заставили использовать механизмы для его минимизации. В самом общем плане риск обусловлен главным образом тем, что из-за резких и зачастую труднопредсказуемых изменений валютных курсов фирма может понести значительные потери в валютной выручке и как следствие, в поступлениях в

Более того, в данном случае речь вообще идет об обычных операциях по купле и продаже валюты, осуществляемых вслед за эволюционным, естественным развитием рынка. В то же время сама логика спекулятивных операций предполагает оказание зачастую переломного или усугубляющего воздействия на рынок с упреждающими действиями со стороны самих спекулянтов.

Рисунок 2.3, в частности, показывает, что согласно ожиданиям спекулянтов перелом в цене должен наступить раньше, чем на самом деле могло бы быть, если бы не было вмешательства с их стороны. Они начинают скупать марки, когда те еще продолжают обесцениваться. В результате, при достаточно большом объеме этих операций происходит перелом в движении цены — марка начинает дорожать, и

национальной валюте. Фактически во всех случаях, когда валюта, в которой производятся внешние операции, не совпадает с валютой, в которой ведется финансовая отчетность фирмы, учитываются ее издержки и прочее, возникает валютный риск. Это несовпадение стало особенно актуальным при диверсификации связей компаний, выходе их на рынки различных стран, расширении сети дочерних фирм у ТНК. В деятельности таких компаний возникло целое направление — управление валютным риском. Задача уменьшения валютных потерь достигается главным образом за счет широкого использования различных методов валютного покрытия — операций на срочном рынке, хеджирования, использования валютных опционов. Формы и методы такого покрытия значительно расширились и усложнились за последние годы (в рамках данной работы не ставится задача их подробного рассмотрения). Следует подчеркнуть, что при всей разветвленности способов валютного покрытия они имеют определенные ограничения. Во-первых, их использование увеличивает общие издержки компании. И хотя вопрос о включении стоимости хеджирования в цены зависит от ценовой политики компании, многие фирмы используют эту возможность. Во-вторых, валютное покрытие наталкивается на чисто количественные трудности, связанные с тем, что достаточно объемные или, точнее, “глубокие” валютные рынки существуют лишь для основных капиталистических валют. Когда же речь заходит о необходимости хеджирования валютных позиций в валютах малых стран, то здесь и масштабы операций, и количество предоставляемых услуг значительно уже. И наконец, в-третьих, валютное покрытие наиболее эффективно тогда, когда эффективен сам валютный рынок. Другими словами, на рынке должна аккумулироваться вся информация о перспективах изменений курсов, а последствия операций по покупке или продаже валют должны “поглощаться” рынком, т.е. не должны приводить к существенным перекосам в ценах. В случаях, когда валютное покрытие оказывается недостаточным, фирмы могут более интенсивно напрямую включать валютный риск в цены. При этом наиболее уязвимыми от риска являются небольшие компании, которые не могут подобно крупным корпорациям диверсифицировать свои позиции в различных валютах, быстро перенести производство из страны с подорожавшей валютой в страну с обесценившейся валютой, расширить сбыт товаров там, где произошло повышение курса местной валюты, и сократить его в странах, чья валюта ослабила свои позиции. При этом даже крупные фирмы не всегда могут адекватно среагировать на такие курсовые изменения. Что же касается небольших фирм, чьи возможности в плане переноса производства являются весьма ограниченными, проблема выбора валют при заключении контрактов становится крайне важной.

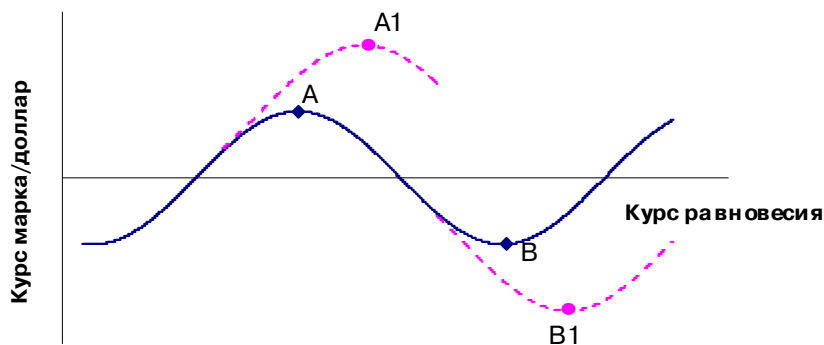
критическая точка, таким образом, смещается от А до А1. Аналогично при обесценении американской валюты начинается досрочный процесс скупки долларов, который также приводит к более раннему перелому в изменении его цены (критическая точка смещается от В к В1). Вследствие этого амплитуда колебаний валютного курса вокруг курса равновесия уменьшается. Чисто теоретически при этом можно говорить о том, что такие операторы рынка недополучают часть прибыли, которую они могли бы иметь, если бы осуществляли свои покупки в долларах в максимально возможной низкой, а продажу долларов в максимально возможной высокой точке (т.е. в А и В).



Примечание. В точке Р начинают продавать доллары и покупают марки; в точке Р1 начинают продавать марки и покупают доллары.

Рис. 2.3. Не полностью стабилизирующая спекуляция

Существует и другая теоретическая оценка возможности поведения спекулянтов. Когда цена на рынке уже достигнет своего критического максимума, они будут по-прежнему скупать дорогую валюту, надеясь, что ее цена еще больше увеличится. В результате цена действительно продолжает расти, и критическая точка максимума смещается вверх (рис. 2.4).



Примечание. В точке A продают марки и покупают доллары; A1 начинают продавать доллары и покупать марки; в точке B продают доллары и покупают марки; в точке B1 начинают продавать марки и покупать доллары.

Рис. 2.4. Дестабилизирующая спекуляция

Когда же национальная валюта (в нашем примере — доллар) обесценивается и ее цена достигает при этом критической точки, спекулянты могут полагать, что перелом в тенденции еще не наступил, и будут продолжать продавать доллары в надежде купить их по еще более низкой цене. Эти операции, очевидно, приведут к дальнейшему обесценению национальной валюты, критическая точка смещается вниз — от B к B1 (рис. 2.4).

Но в данном примере спекуляция уже имеет дестабилизирующий характер, поскольку налицо расширение амплитуды колебаний валютного курса. Более того, при такой дестабилизирующей спекуляции сами спекулянты, если их операции носят массовый характер и охватывают большую часть рынка, ничего не теряют, так как проводят операции в соответствии со своими ожиданиями.

Приведенные общие схемы дают лишь “академическую” трактовку операций на валютном рынке. На практике же, еще раз подчеркнем, сама философия спекуляции предполагает расшатывание стабильности рынка, формирование альтернативных (от своих собственных) ожиданий его участников, подталкивание к массовым действиям со стороны операторов к покупке или продаже валюты и упреждающие или завершающие действия со стороны самих спекулянтов, позволяющие им в конечном итоге сбросить активы до падения котировок и приобрести их в последующем в нижней точке.

Зачастую игроки на рынке преднамеренно расшатывают котировки, чтобы расширить возможности игры на повышение или на понижение (это может происходить, например, при стабильном рынке, не дающем возможности использовать курсовые

колебания). В зависимости от запаса прочности рынка и ожиданий, преобладающих на нем, последствия такого влияния могут достигать разных масштабов. При неустойчивом рынке даже относительно небольшие спекулятивные операции могут, например, спровоцировать панику и падение котировок.

И даже если для некоторых участников “вход” в активы и “выход” из них могут происходить соответственно по наименьшей и по наибольшей цене, то для большинства операторов рынка спровоцированная паника оборачивается существенными потерями. Более того, учитывая, что состояние рынка формируется под действием субъективных настроений его участников, подобные кризисные этапы увеличивают нервозность на рынке и приводят зачастую к труднопредсказуемым (или, наоборот, предсказуемым по своей нелогичности), хаотическим действиям игроков.

Проведенные нами расчеты позволяют оценить, как тенденции, наблюдаемые на рынке в текущий и в прошлый периоды, сказываются на формировании ожиданий, как это отражается на стабильности рынка в целом.

Попытаемся оценить, как взаимосвязаны между собой отношение курса “форвард” к текущему курсу “spot” (F/St) и отношение текущего курса “spot” к курсу “spot” в прошлом ($St/St-1$). Наши расчеты будут вестись на основе трехмесячных курсов марка/доллар (это важно иметь в виду, ибо полученные результаты можно интерпретировать как кратко- или среднесрочные); период оценивания — II квартал 1975 г. — II квартал 1987 г.

$$\log(F/St)=0,2655\log(St/St-1)-0,0151; \quad (2.21)$$

(3,38) (3,78)

$$R^2=0,195; DW=2,55.$$

Полученные результаты можно оценить следующим образом: 10%-е обесценение курса к настоящему моменту по сравнению с периодом трехмесячной давности вызывает ожидания того, что в течение ближайших трех месяцев курс обесценится еще на 2,6%. Другими словами, речь идет о формировании ожиданий на основе тренда, что при прочих равных условиях соответствует случаю, рассмотренному на рис. 2.4, следовательно, представляет собой ожидания, дестабилизирующие рынок.

Таким образом, представляется, что процессы глобализации внесли определенные коррективы как в механизмы формирования экономических процессов, так и в саму экономическую суть наблюдаемых явлений. На ранних этапах развития

мировой экономики валютные курсы, обслуживая межстрановой обмен, определялись в решающей мере теми соотношениями, которые складывались в международной торговле. Позднее, с диверсификацией экономических связей, с развитием интеграционных процессов, валютные курсы перестали являться коэффициентами пересчета и вышли за пределы тех рамок, в которых им была отведена роль по обслуживанию внешнеторгового оборота. Они все больше стали вплетаться в мировые экономические процессы, взаимодействуя с большинством макро- и микроэкономических факторов, формируясь под их действием, равно как и оказывая на них влияние. Более того, курсы превратились в барометр, характеризующий состояние всей мировой экономики. С одной стороны, они стали отражать динамику таких основополагающих индикаторов, как цены, экономический рост в рассматриваемых странах. С другой, — аккумулировать информацию, относящуюся ко всем основным сферам мирохозяйственных связей, к любым, даже незначительным изменениям, происходящим в них, причем с учетом не только их состояния на текущий момент, но и ожидаемого развития.

Все эти взаимосвязи действуют в настоящее время, закладывая ту объективную основу, к которой должен тяготеть курс. В то же время особенности, вытекающие из глобализации экономических процессов (либерализация движения капиталов, увеличение открытости национальных экономик и т.д.), способны не только оказать решающее влияние на краткосрочный валютный курс, но и привести к более затяжным, системным изменениям в его уровне. Учитывая, что подобные процессы могут разворачиваться под действием субъективных настроений операторов рынка, не всегда отражающих реальное состояние той или иной страны или формирующихся под действием инерционного восприятия роли тех или иных валют и формирования доверия к ним на этой основе (как это было показано выше в примере с долларом), при том, что те или иные решения могут быть вообще вызваны событиями на рынках “третьих” стран, в настоящее время мы можем говорить о действии глобальных, транснациональных механизмов, воздействующих на валютные курсы, с довольно неоднозначным и разноплановым набором факторов, принимающих участие в этом процессе. Это обстоятельство становится весьма важным при анализе движения курсов валют (в том числе и рубля) в современных условиях.

Рассмотрим теперь, насколько изменились, и изменились ли вообще, механизмы обратного влияния — валютного курса на мировую экономику. Обратимся к рассмотрению той области, в которой валютный курс всегда играл первоочередную роль, — к международной торговле.

ВАЛЮТА И ТОРГОВЛЯ: НЕКОТОРЫЕ ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ЭМПИРИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

Для того чтобы более четко представлять, на каких закономерностях базируются основные принципы воздействия валютного курса на внешнюю торговлю, рассмотрим некоторые основные теоретические подходы к указанной проблеме. Это позволит нам показать, что вопрос этот имеет массу нюансов, перекрестных взаимосвязей, он является гораздо более сложным, чем его упрощенная, чисто механическая трактовка, отводящая роль коэффициента пересчета валютному курсу, согласно которой девальвация увеличивает доход от экспорта в национальной валюте, а потому ведет к росту поставок за рубеж и уменьшает импорт из-за его удорожания.

Попытаемся представить более детальную картину такого взаимодействия.

Валютные курсы, цены и эластичности

В самом общем виде механизм взаимодействия выглядит следующим образом: при удешевлении (девальвации) национальной валюты экспортные цены снижаются, поскольку таким образом экспортеры используют благоприятное для себя изменение курса с целью повышения конкурентоспособности своих товаров. Это вызывает увеличение спроса со стороны иностранных покупателей на продукцию данной страны и ведет к расширению экспорта. Одновременно происходит рост импортных цен, выраженных в национальной валюте, ибо иностранные поставщики вынуждены компенсировать потери, вызванные удешевлением иностранной (для них) валюты, чтобы сохранить без изменения выручку в национальной валюте, полученную от реализации каждой единицы своей продукции. Более дорогой импорт делает его менее привлекательным для покупателей, и спрос на него уменьшается. В результате торговый баланс страны с обесценившейся валютой должен улучшиться.

Обратная картина наблюдается при удорожании национальной валюты (ревальвации). Растут цены на экспортную продукцию, которая с трудом конкурирует на

мировых рынках, таким образом, ее поставки сокращаются. Импорт из-за удешевления расширяется, в результате чего торговый баланс ухудшается.

Однако в действительности ситуация значительно более сложна. Так, импорт, например, может иметь стратегическое значение для страны, и спрос на него не будет уменьшен, даже если цены возрастут (другими словами, ценовая эластичность спроса будет равна нулю). Кроме того, импортные закупки могут сократиться неадекватно к повышению цен (если ценовая эластичность спроса будет меньше 1). В обоих случаях общая стоимость импорта увеличится, что будет способствовать ухудшению торгового баланса.

Аналогичная ситуация может возникнуть и с экспортом. Снижение цен не всегда вызывает пропорциональное повышение спроса, и тогда общая сумма валютной выручки даже снижается. Правда, при пересчете в национальную валюту выручка обычно возрастает, так как экспортные цены, выраженные в национальной валюте, при обесценении, как правило, немного повышаются (об этом эффекте подробнее будет сказано ниже). Однако в случае, если экспортные цены снизятся и в национальной валюте, при недостаточном росте иностранного спроса на экспорт его общая стоимость уменьшится. Это ухудшит торговый баланс.

В зависимости от того, какова величина ценовых эластичностей экспортного и импортного спроса, обесценение национальной валюты будет приводить к улучшению или ухудшению торгового баланса. В экономической теории тождество, показывающее, какие сочетания эластичностей позволяют говорить об улучшении торгового баланса в результате девальвации, называют условием Маршалла–Лернера. На основании учета функций иностранного и национального экспортного и импортного спроса и предложения делается вывод о том, что девальвация приведет к улучшению торгового баланса, если сумма эластичностей экспортного и импортного спроса (по модулю) была больше 1, т.е. $|\eta_{ed}| + |\eta_{md}| > 1$ ²¹.

Фактически данное тождество означает следующее. Предположим, что после девальвации в результате снижения экспортных цен, выраженных в иностранной валюте, спрос на экспорт возрос на некоторую величину, которая меньше 1. Учитывая, что экспортные цены в национальной валюте остались без изменения (или даже немного

²¹ Нами подробно рассматривается один из подходов, подтверждающих указанное тождество. См. Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. М.: Наука, 1992. С. 31–34. Некоторые варианты, приводящие к такому же результату, излагаются в ряде работ. См., напр.: Yeager L. International Monetary Relations: Theory, History and Policy. N.Y., 1966. P. 137–160; Vanek J. International Trade: Theory and Economic Policy. Homewood, 1962. P. 68–72.

выросли), общая стоимость экспорта возросла. Однако увеличилась и общая стоимость импорта, поскольку, несмотря на его удорожание, импортный спрос сократился в меньшей пропорции, чем возросли цены. Торговый баланс улучшится, если:

а) относительно высокая эластичность экспортного спроса вызовет такое расширение экспорта, что его возросшая стоимость перекроет возросшую стоимость импорта, которая обусловлена относительно небольшим сокращением физического объема импорта (из-за низкой эластичности) при росте цен;

б) относительно высокая эластичность импортного спроса вызовет сокращение физического объема импорта практически в той же пропорции, что и рост импортных цен, и приведет к очень небольшому увеличению общей стоимости импорта. Чтобы нейтрализовать этот рост, достаточно даже того небольшого увеличения стоимости экспорта, которое будет отмечаться вследствие невысокой ценовой эластичности экспортного спроса.

Из теории эластичностей вытекает еще ряд положений. Так, если эластичность спроса на импорт, например, больше или равна 1, то в случае девальвации общая стоимость импорта либо уменьшится, либо останется без изменения. Тогда даже если экспортный спрос совершенно не чувствителен к колебаниям цен, его стоимость все равно почти не изменится и торговый баланс либо улучшится (при эластичности импортного спроса больше 1), либо сохранит прежнее (т.е. наблюдаемое до девальвации) значение²².

В случае, если эластичность экспортного спроса больше 1, а импортный спрос при этом совершенно не чувствителен к колебаниям цен (т.е. его эластичность равна нулю), то согласно приведенному выше условию торговый баланс должен улучшиться, поскольку, несмотря на то, что стоимость импорта возрастет, стоимость экспорта увеличится в еще больших размерах. Действительно, при условии, что экспортные и импортные цены изменяются в той же пропорции, что и валютный курс, получается, что стоимость импорта возрастет на процент изменения курса. В то же время стоимость экспорта возрастет на большую величину, так как его цена в национальной валюте

²² Допускаются лишь относительно небольшие колебания цен. В этом случае при эластичности, равной 1, новая стоимость экспорта и импорта остается практически без изменения. Пусть до изменения цен (P) и объема (Q) общая стоимость (V) составляла: $V_1 = P_1 \times Q_1$. После того, как изменились цены и объем, новая стоимость составила: $V_2 = P_1 \times (1 + \gamma) \times Q_1 \times (1 + \alpha \gamma)$, где γ — процент изменения цен; α — коэффициент эластичности объема по цене. Учитывая, что $\alpha = -1$, получаем $V_2 = P_1 \times Q_1 \times (1 - \gamma^2)$. Тогда при небольших значениях γ получаем $V_1 \approx V_2$. Например, если прирост цен составит 3%, то $\gamma^2 = 0,0009$, и этой величиной можно пренебречь.

останется практически неизменной (или немного возрастет), в то время как физический объем увеличится в размере, превышающем процент обесценения валюты (поскольку эластичность больше 1).

Если эластичности экспортного и импортного спроса равны 1, то торговый баланс улучшится, поскольку стоимость импорта в национальной валюте останется неизменной, а стоимость экспорта возрастет.

Если эластичности экспортного и импортного спроса стремятся к бесконечности, то даже самые незначительные изменения соответствующих цен приведут к очень большому росту стоимости экспорта и падению стоимости импорта и, следовательно, к улучшению торгового баланса.

При абсолютной нечувствительности экспортного и импортного спроса к колебаниям цен торговый баланс, вероятно, ухудшится, поскольку экспортная стоимость останется неизменной (или возрастет на небольшую величину), тогда как импортная стоимость увеличится пропорционально росту цен.

Условие Маршалла—Лернера имеет целый ряд ограничений. Во-первых, при его получении следовало, что даже если сумма эластичностей экспортного и импортного спроса будет больше 1, это условие не всегда является достаточным для того, чтобы торговый баланс улучшился. Если мы откажемся от допущения, что торговый баланс страны, проводшей девальвацию, находился в равновесии, то при большом отрицательном сальдо девальвация может оказаться неэффективной. Подобное явление объясняется, по-видимому, тем, что при большом различии в абсолютных значениях экспорта и импорта абсолютное увеличение стоимости импорта, вызванное обесценением валюты, может превысить абсолютное увеличение стоимости экспорта.

Во-вторых, условие Маршалла—Лернера предполагает гибкость экспортных и импортных цен. Необходимо, в частности, чтобы изменения валютного курса полностью включались в цены. Однако на практике цены меняются в меньшей пропорции, чем курс. (Существует специальное понятие *pass-through effect* — “эффект прохождения”, который описывает поведение цен в зависимости от поведения курса.) Это может быть связано с ценовой политикой экспортеров и импортеров, которые зачастую заинтересованы ценой недополучения части возможной прибыли усилить свои позиции на рынке, увеличить конкурентоспособность своих товаров и расширить объем продаж. Действительно, в тех случаях, когда эластичность предложения импорта высока, иностранные поставщики продукции будут стараться максимально учесть изменения курса в цене. Однако это будет возможно лишь при невысокой ценовой эластичности импортного спроса. Если же спрос окажется достаточно чувствительным к росту цен, то

очевидно, что его закупки сократятся. Более полному включению изменений валютного курса в цену могут способствовать также рост внутреннего спроса и рост цен в стране, девальвировавшей валюту. Оба обстоятельства являются возможными последствиями снижения курса.

В-третьих, условие Маршалла—Лернера предполагает, что экспортные и импортные цены реагируют на изменения курса примерно одинаково (иначе, например, может иметь место ситуация, когда в результате обесценения валюты импортные цены, выраженные в данной валюте, остались неизменными, а экспортные цены, выраженные в иностранных денежных единицах, снизились пропорционально проценту обесценения). Тогда даже при наличии самой небольшой чувствительности экспортного спроса к колебаниям цен торговый баланс улучшится, поскольку стоимость импорта останется неизменной, а стоимость экспорта пусть немного, но возрастет.

Кроме того, цены, как правило, реагируют на изменения курса с определенным лагом (до нескольких кварталов). Это вызвано тем, что экспортеры и импортеры, связанные срочными обязательствами, вынуждены в течение некоторого времени после изменения курса выполнять соглашения, заключенные при старых соотношениях валют. В свою очередь, это накладывает отпечаток и на поведение спроса в целом (поскольку по некоторым товарам изменения курса уже могут быть включены в цену, а по другим — еще нет), делая его реакцию на цены и курс еще более неоднородной. Ко всему прочему лаги в изменениях экспортных и импортных цен обычно различны. Именно из-за такой асимметрии, а также из-за медленной реакции цен на курс и спроса на цены торговый баланс может в течение некоторого времени после девальвации (иногда до 6–8 кварталов) ухудшаться. Это явление получило в экономической литературе название “эффекта кривой J”. Если построить график, где по оси ОХ будут отмечаться годы, а на оси ОУ — сальдо торгового баланса, то конфигурация кривой, описывающей поведение торгового баланса после девальвации напоминает латинскую букву J (рис. 3.1).

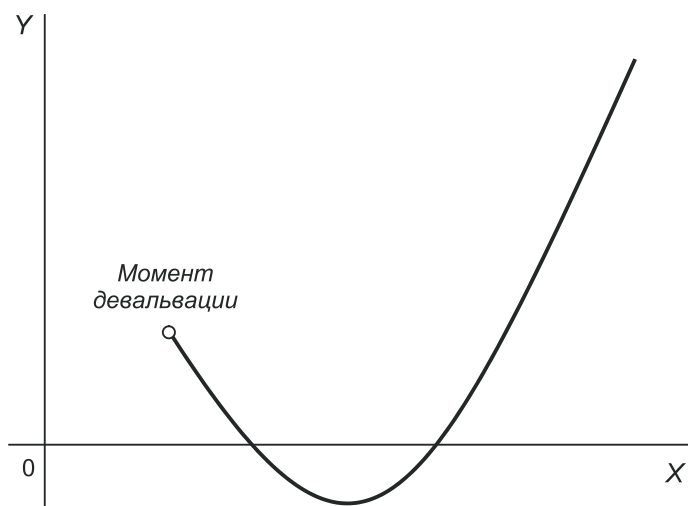


Рис. 3.1. “Эффект кривой J”

Необходимо помнить и о том, что спрос вообще может нестандартно реагировать на изменения цен. Если традиционно функция спроса от цен является убывающей (т.е. чем выше цены, тем ниже спрос, и наоборот), то существуют определенные виды товаров, при удорожании которых спрос на них повышается. Это главным образом товары роскоши, продукция с престижными товарными знаками и т.д. Формирование спроса на них по таким необычным закономерностям получило название парадокса Гиффена. Существует также и возможность того, что, несмотря на рост цен, спрос на определенные товары может не уменьшаться, например, в силу того, что данная продукция не имеет аналогов на мировом рынке и является крайне важной для экономики страны-импортера.

Определенные упрощения предполагаются условием Маршалла—Лернера и в отношении эластичностей. По существу, рассматривается единая эластичность для всего экспорта и всего импорта, что было бы возможно, если торговля велась какой-то однородной группой товаров. Не учитывается и наличие кросс-эластичностей, которые показывают, насколько изменился спрос на данный товар из-за изменения цен на другие товары.

Условным является и допущение о неизменности затрат производства. Тем самым игнорируется то положение, что факторы производства мобильны. Обычно же девальвация вызывает сдвиг факторов производства, что в конечном итоге приводит к изменению издержек.

Некорректным представляется игнорирование тех товаров, которые не участвуют в международном обмене. Это было бы возможно лишь в том случае, если бы не менялись соотношения цен между ними и теми товарами, которые поступают в каналы

внешней торговли. На деле же очевидно, что девальвация приводит к изменению соотношения цен между данными группами, а потому может привести и к вытеснению товаров одной группы товарами другой. Например, теоретически можно предположить ситуацию, когда рост цен на импортную продукцию достигнет таких размеров, что будет выгоднее начать собственное производство данных товаров или потребители просто перенесут свой спрос на примерно соответствующую по качеству продукцию внутреннего производства. Однако это возможно при наличии свободных ресурсов в экономике (обстоятельство, которое также предполагается условием Маршалла—Лернера). Ведь если экономика функционирует на полную загрузку (наблюдается высокая загрузка мощностей и полная или почти полная занятость), то при росте иностранного спроса не произойдет адекватного расширения предложения. Более того, рост экспорта в этом случае может сопровождаться повышением внутренних и, как следствие, экспортных цен, что в конечном итоге приведет к падению внешнего спроса. Может отмечаться и другая ситуация — когда национальные производители начнут переориентировать свои продажи с внутреннего рынка на внешний (если условия продаж там будут очень благоприятны), но тогда увеличится неудовлетворенный внутренний спрос, что приведет к росту импорта (такие случаи подробнее будут рассмотрены ниже).

Еще одно допущение условия Маршалла—Лернера, наличие совершенной конкуренции. В действительности, как известно, различные ограничения и методы государственного вмешательства в экономику значительно искажают идеальный механизм взаимосвязи между экономическими процессами.

Несмотря на условность подхода, основанного на принципах эластичности, и на все допущения, которые приходится принимать для того, чтобы выполнялись те или иные условия данной концепции, в целом следует подчеркнуть, что теория эластичностей указывает на ряд основополагающих принципов взаимодействия валютного курса, внешнеторговых цен и торгового баланса.

Для более полного учета последствий девальвации эту теорию следует рассматривать в комплексе с другими подходами, одним из которых является доходно-абсорбционный.

Доходно-абсорбционный подход

Важным элементом в формировании спроса является реальный доход. Считается, что чем он выше, тем больше внутренний спрос и абсолютные размеры потребления (хотя предельная норма потребления и снижается). Более высокий спрос означает, что, во-первых, сокращаются возможности для экспорта, поскольку экономика может переориентировать часть существующих и вновь вводимых мощностей для производства на внутренний рынок, во-вторых, увеличивается импорт, так как расширяющееся внутреннее производство наверняка потребует ввоза дополнительных импортных компонентов. Кроме того, если увеличение внутреннего спроса очень велико, то он не может быть удовлетворен полностью за счет национального производства, и импорт, таким образом, будет как бы восполнять брешь между тем, что страна производит для внутреннего рынка, и тем, что она потребляет.

В связи с девальвацией данная проблема заключается в том, что в результате обесценения валюты и вызванного им расширения экспорта доход страны возрастает. Это приводит к увеличению внутреннего спроса и, стало быть, может вызвать сокращение экспорта и рост импорта, что, в свою очередь, нейтрализует положительное воздействие на торговый баланс. Каковы же в таком случае должны быть условия, чтобы торговый баланс все-таки улучшился?

Попытку дать ответ на этот вопрос предпринял С. Александер, который в начале 1950-х годов опубликовал статью под названием “Влияние девальвации на торговый баланс”²³, которая стала хрестоматийной, ибо заложила основу доходно-абсорбционной теории.

С. Александер основывает свой анализ на известном кейнсианском тождестве:

$$Y=C+I+G+(X-M), \quad (3.1)$$

где Y — национальный доход;

C — частное потребление;

I — инвестиции;

G — государственные расходы;

X — экспорт;

²³ См.: Alexander S. Effects of a Devaluation on a Trade Balance // IMF Staff Papers. 1952. Vol. 2. Apr. P. 263–278.

М — импорт.

То, что потребляется внутри страны, называется абсорбцией (А), т.е.

$$A=C+I+G. \quad (3.2)$$

Отсюда следует, что торговый баланс (ТВ) определяется как разница между тем, что страна произвела, и тем, что она потребила:

$$TB=Y-A. \quad (3.3)$$

Другими словами, если страна произвела больше, чем потребила, то излишек продукции экспортируется, а если объем потребления превысил объем производства, то недостаток восполняется путем импорта.

Поскольку девальвация может привести к изменениям дохода (у), а также к изменению абсорбции (а), то, воздействуя на эти два фактора, можно менять и размеры изменений торгового баланса (b):

$$b=y-a. \quad (3.4)$$

Рассмотрим более подробно, от чего зависит правая часть тождества (3.4).

Начнем с абсорбции. Потребление товаров и услуг зависит, во-первых, от реального дохода; во-вторых, от предельной нормы потребления (с); и, в-третьих, от того, какое воздействие девальвация может непосредственно оказать на размеры абсорбции, например, через изменения ожиданий рынка и т.д. Обозначим величину девальвации как d. Тогда:

$$a=c \times y-d. \quad (3.5)$$

Подставив (3.5) в (3.4), получим:

$$b=(1-c) \times y + d. \quad (3.6)$$

Из выражения (3.6) следует, что при росте дохода торговый баланс улучшается. Поскольку девальвация ведет к росту экспорта и уменьшает импорт, это вызывает

увеличение дохода. В то же время размер улучшения торгового баланса зависит от того, какова предельная норма потребления. Чем выше ее величина, тем меньше и улучшение торгового баланса, поскольку потребление может осуществляться как за счет отвлечения товаров от экспорта, так и за счет расширения импорта. В случае, когда $c > 1$, т.е. прирост дохода вызывает потребление в еще больших размерах, величина $(1-c) \times y$ становится отрицательной. И действительно, это означает, что страна потребляет в большей пропорции, чем производит, а потому ее торговый баланс ухудшается, несмотря на рост дохода. Следует отметить и определенный вторичный эффект, который обусловлен действием предельной нормы потребления. Он связан с тем, что прирост дохода сам по себе зависит от предельной нормы потребления (c). Чем она выше, тем больше и значение мультипликатора, а стало быть, тем выше и прирост дохода, вызванный ростом расходов (т.е. $\Delta Y = (1/1-c) \times \Delta A$). Необходимо помнить и о том, что $(1-c)$ — это, по существу, предельная склонность к сбережениям ($s = \Delta S / \Delta Y$). Принято считать, что по мере роста дохода все большая его часть сберегается и все меньшая часть потребляется (т.е. увеличивается s и уменьшается c). В результате улучшается и торговый баланс.

Второй канал, по которому девальвация влияет на размер дохода, — это изменения условий торговли. Считается, что в результате обесценения валюты они ухудшаются, так как экспортные цены, выраженные в иностранной валюте, снижаются в большей пропорции, чем импортные цены, выраженные в иностранной валюте. Другими словами, уменьшается значение дроби²⁴

$$(P_{Ed} \times ER) / P_{Mf}, \quad (3.7)$$

где P_{Ed} — экспортные цены в национальной валюте;

ER — валютный курс;

P_{Mf} — импортные цены в иностранной валюте.

Это означает, что для приобретения одной единицы импорта нужно продавать все возрастающее количество экспортных товаров, что, по существу, означает утечку дохода. Если обозначить сокращение реального дохода страны в результате ухудшения условий торговли как некую величину t , то торговый баланс изменится на $t(1-c)$. Другими словами, при $0 < c < 1$ торговый баланс ухудшится, а при $c > 1$ произойдет его улучшение. Однако следует иметь в виду, что снижение экспортных цен одновременно повышает конкурентоспособность товаров на мировом рынке и ведет к расширению

²⁴ Ниже будет показано, что девальвация не всегда ведет к ухудшению условий торговли.

экспорта и дохода, так как при этом в стране начинают использоваться свободные до того ресурсы, а также в результате того, что после реализации товаров в страну притекают дополнительные денежные средства, которые также увеличивают размер платежеспособного спроса (и через мультипликатор увеличивают доход). При этом уменьшение дохода, вызванное его утечкой, полностью нейтрализуется ростом дохода за счет конкурентоспособности. В результате реальный доход увеличивается и его воздействие на торговый баланс определяется условием (3.7).

Однако, помимо эффекта дохода, в упомянутом тождестве фигурирует фактор прямого воздействия девальвации на абсорбцию. Он имеет особо важное значение в тех случаях, когда девальвация может привести к значительному росту темпов инфляции внутри страны. Поскольку эта проблема в рассматриваемом контексте имеет важное значение, представляется целесообразным сделать небольшое отступление от рассмотрения доходно-абсорбционного подхода в целом и более подробно проанализировать вопрос, от решения которого будет зависеть, насколько полно смогут выполняться некоторые частные условия данной теории.

Кратко изложим те соображения, которые позволяют предположить, что обесценение валюты должно привести к росту цен внутри страны.

Как уже говорилось, девальвация вызывает повышение цен на импорт (и хотя действие эффекта прохождения, как правило, несколько смягчает удорожание импорта, оно все-таки происходит). В тех случаях, когда степень открытости экономики достаточно высока, т.е. импорт занимает большой удельный вес в ВВП, этот рост имеет важное значение, причем особенно тогда, когда готовые импортные изделия сразу же потребляются экономическими субъектами в качестве конечного продукта. Если импортная продукция представляет собой сырье или полуфабрикаты, то ее удорожание также, хотя и с некоторым лагом, будет учитываться при установлении цен на товары, при производстве которых она использовалась. Кроме того, в тех случаях, когда продукция собственного производства по своим характеристикам приближается к импортной, по мере удорожания последней будут расти цены и на национальные товары, ибо производители не захотят упускать возможности увеличить норму прибыли (хотя этот рост может несколько отставать от повышения цен на импорт, поскольку, помимо увеличения нормы прибыли, будет стоять задача сохранить конкурентоспособность национальных товаров на внутреннем рынке).

Девальвация также приводит к повышению спроса на национальную продукцию, которая становится относительно более дешевой. Однако в случае, если экономика функционирует с высокой степенью загрузки, повышение спроса на национальную

продукцию приведет к значительному росту цен. Более того, даже если есть возможность вовлечения дополнительных производственных мощностей для расширения производства, это все равно приведет к некоторому повышению цен при условии, что предложение эластично по цене.

В результате рост цен может частично нейтрализовать преимущества девальвации, поскольку сузит возможности экспортеров в плане манипуляции ценами на свою продукцию.

Отмечается еще одна особенность, связанная с различной гибкостью цен при их росте и снижении. Как правило, цены гораздо более расположены к повышению, чем к понижению. Поэтому, когда после девальвации валюты по тем или иным причинам будет проводиться ревальвация, то это не означает, что общий уровень цен в стране снизится. Таким образом, если будет периодически чередоваться обесценение и удорожание, то в такой стране будет отмечаться постоянный рост цен. Это явление получило название “эффект храповика” (ratchet effect).

Однако вернемся вновь к рассмотрению проблемы роста цен в контексте доходно-абсорбционной теории. При условии жесткого контроля над ростом денежной массы увеличение цен приводит к сокращению реальной стоимости денежных активов населения. Если допустить, что экономические субъекты предпочитают сохранять свой реальный доход неизменным, то рост цен, как предполагается, делает людей более экономными, вызывая сокращение абсорбции. Правда, не исключено, что недостаток реальных денежных активов будет восполняться продажей экономическими субъектами имеющихся в их распоряжении ценных бумаг. Но подобные продажи могут привести к падению рыночной цены на данные финансовые активы, что одновременно вызовет повышение процентных ставок. Последнее повлечет сокращение инвестиций с последующим влиянием и на доход, и на абсорбцию, и на сам валютный курс.

Кроме того, рост цен может привести и к определенному перераспределению дохода. Ведь увеличение зарплаты обычно отстает во времени от повышения цен. Таким образом, экономические субъекты с фиксированными доходами теряют их часть в пользу лиц, чьи доходы увязаны с рыночной конъюнктурой. (Последние могут быть, например, предпринимателями с относительно высоким уровнем дохода и относительно более низкой предельной склонностью к абсорбции. Люди же с фиксированными доходами могут принадлежать к группе лиц с невысоким достатком, иметь более высокую предельную склонность к потреблению.) Подобное перераспределение средств приведет к улучшению торгового баланса. В случае, если доход перераспределится в пользу тех, у кого предельная склонность к потреблению высока, то торговый баланс

ухудшится. Правда, следует заметить, что при росте дохода, как считается, предельная склонность к потреблению имеет тенденцию к снижению, а при его уменьшении — к росту. Поэтому даже во втором случае изменение в доходах среди групп с различными предельными склонностями к потреблению вызовет сближение величин предельных норм, что смягчит ухудшение торгового баланса.

Есть еще один канал, по которому девальвация прямо влияет на абсорбцию. Это — ожидания, связанные с развитием рыночной конъюнктуры. Если, например, экономические субъекты считают, что отмечающийся уровень цен чрезмерно завышен и в ближайшее время возможно ожидать его снижения, то, очевидно, что абсорбция временно снизится, и это будет способствовать улучшению торгового баланса. Может иметь место и обратная ситуация, когда рынок будет ожидать продолжительного роста цен. Тогда, опасаясь дальнейшего обесценения своих активов, экономические субъекты расширят свое потребление. В результате торговый баланс ухудшится.

Таков в общих чертах доходно-абсорбционный подход. Его основным достоинством является то, что в отличие от теории эластичностей он рассматривает всю экономику в целом. Однако и данный подход имеет целый ряд ограничений и основывается на различных допущениях.

Так, предполагается, в частности, неизменность денежной массы. Однако, учитывая, что девальвация способствует экономическому росту, более реалистично ожидать ее расширения.

Значительные сложности вызывает определение предельных склонностей к абсорбции, функциональных связей между величиной реального дохода и абсорбцией. Весьма условной представляется оценка прямого эффекта девальвации на абсорбцию, ибо она основывается на зачастую весьма неоднородных и противоречивых настроениях рынка.

Неоднозначным может быть и воздействие фактора “условия торговли” на торговый баланс, в первую очередь в силу того, что девальвация не всегда ведет к их ухудшению. Можно представить себе ситуацию, когда спрос на импорт будет очень чувствителен к изменению цен, тогда как эластичность предложения экспорта невысока. В этом случае импортные цены, выраженные в девальвированной валюте, останутся практически неизменными (или возрастут незначительно — не больше, чем могут возрасти экспортные цены). Очевидно, что тогда условия торговли не изменятся или даже немного улучшатся²⁵.

²⁵ См. Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. М., 1992. С. 44–46.

Таким образом, влияние девальвации на условия торговли и через них на торговый баланс может быть различным.

Следует указать, что в своем первоначальном варианте доходно-абсорбционный подход абсолютно не учитывал роль эластичностей. Однако очевидны такие ситуации, когда рост дохода даже при низкой предельной склонности к потреблению не вызовет улучшения торгового баланса. Это может произойти по целому ряду причин. Во-первых, эластичность иностранного спроса на экспорт может быть невысокой, и снижение цен в результате девальвации не вызовет расширения импорта. Во-вторых, могут быть невысокими и эластичности экспортного предложения, когда национальные поставщики не будут расширять свои заграничные продажи, несмотря на благоприятные изменения валютного курса. Кроме того, как уже указывалось, может иметь место и вторичный эффект, связанный с самим доходом. Расширяющийся экспорт приводит не только к росту дохода в стране-экспортере, но и к его уменьшению в остальном мире. А это, в свою очередь, приводит к увеличению спроса на импорт в стране, осуществившей девальвацию, и к одновременному падению спроса на экспорт из этой страны в остальном мире. Такое изменение ведет к некоторому расширению экспорта в страну с обесценившейся валютой. В результате доход последней несколько сокращается, тогда как в других государствах он вновь немного увеличивается.

Позднее попытку математически формализовать эти зависимости предпринял тот же С. Александер²⁶.

В целом хотелось бы подчеркнуть, что и доходно-абсорбционный подход, и теория эластичностей в значительной степени дают своего рода точку опоры, систему координат, в рамках которой можно более четко и полно описать характер взаимодействия валютной и торговой сфер, объяснить, к каким именно последствиям для экономики в целом и для внешней торговли в частности приводят колебания курсов валют.

С учетом сказанного выше перейдем теперь к конкретному страновому анализу влияния курсовых изменений на внешнюю торговлю.

²⁶ См. Alexander S. Effects of a Devaluation: a Simplified Synthesis of Elasticities and Absorbtion Approaches // Amer. Econ. Rev. 1959. Vol. 49. №1. P. 22–42.

Макроэкономический анализ влияния валютных курсов на торговлю (механизм взаимодействия в 70–90-е годы)

При анализе макроэкономического аспекта рассматриваемой проблемы наибольшего внимания заслуживают Соединенные Штаты. Во-первых, эта страна является главным участником межстранового обмена, во-вторых, национальная валюта, безусловно, доминирует в ее экспортных и даже импортных расчетах. В-третьих, доллар имеет исключительный статус как международная валюта.

Для более подробного изучения стоящей перед нами проблемы следует в первую очередь обратиться к периоду 1970–1980-х годов, когда сформировалась система плавающих курсов. Именно в этот период наиболее отчетливо проявились все особенности взаимодействия валютного курса и торгового баланса. Этому способствовало и то, что тренды курсовых изменений носили устойчивый характер, что позволяло выявить внешнеторговые изменения, происходящие, как правило, с определенным лагом, без влияния эффекта обратного воздействия, вызванного изменениями в направлении тренда.

Если обратиться к статистике 1970–1980-х годов, то можно сделать вывод о том, что в 1970-е годы колебания доллара были относительно умеренными — их амплитуда не превышала 10–12 процентных пунктов. В 1980-е годы тренд движения курса менял свое направление лишь один раз. Доллар сначала в течение 5–6 лет постоянно дорожал, а следующие 3–4 года постоянно обесценивался.

Что происходило при этом с торговым балансом? В 1970-е годы его сальдо было не очень большим. Прослеживалась и определенная связь между колебаниями курса и изменениями торгового баланса. Когда курс доллара повышался, то увеличивалось отрицательное сальдо. При обесценении американской валюты дефицит с некоторым лагом, но сокращался.

В 1980-е годы параллельно с удорожанием доллара ухудшался и торговый баланс. Такое развитие событий не вызвало особых удивлений, поскольку вписывалось в традиционные рамки механизма взаимодействия “валютный курс — торговый баланс”. Однако, когда за этим последовало значительное (почти на 50%) и довольно длительное (в течение примерно 3 лет) обесценение доллара, а торговый баланс продолжал ухудшаться, достигнув своей самой низшей точки в 160 млрд. долл., то это поставило под сомнение устоявшиеся схемы относительно силы и характера влияния изменений курса на межстрановой обмен.

Аналогично и в 1990-е годы, несмотря на частую смену направления движения курса доллара, происходило постоянное увеличение дефицита торгового баланса, что вновь поставило вопрос о степени влияния курса на торговлю.

Укажем, что анализ статистики невооруженным глазом действительно не дает представления о том, насколько велико воздействие валютного курса на экспорт, импорт и внешнеторговые цены. Ведь наряду с валютным курсом существует еще большая группа факторов, влияющих на внешнюю торговлю, роль которых может быть намного больше, чем значение курса. Кроме того, можно допустить и такую возможность, что валютный курс вообще не влияет на торговый баланс.

Чтобы внести ясность в вопрос о месте и роли валютного курса в его влиянии на внешнюю торговлю, прибегнем к помощи эконометрического анализа и построим модель, которая учитывала бы комплекс факторов, воздействующих на межстрановой обмен.

Модель влияния валютного курса на внешнюю торговлю и ее эмпирические оценки

Построенная модель состоит из функций экспорта, импорта, а также экспортных и импортных цен. Кроме того, в качестве тождества в ней фигурирует торговый баланс²⁷.

Экспорт. Выразим его через функцию спроса на экспорт (E), который зависит, кроме прочих факторов, от производственной активности за границей (YW). Понятно, что рост экономической активности за пределами США создает дополнительный спрос на продукцию как внутреннего, так и внешнего производства и способствует расширению американского экспорта. Экспортный спрос также зависит от цен американской экспортной продукции (PE_{us}), от внутренних цен в тех странах, которые покупают у американцев их продукцию (PYW), и от внешнеторговых цен на аналогичную продукцию других государств, поступающую на мировой рынок (PE_{ocd}). При этом следует иметь в виду, что правильнее будет рассматривать не сами цены, а их

²⁷ При построении модели мы в первую очередь включали в нее факторы, воздействие которых на внешнюю торговлю не вызывает ни малейшего сомнения (экономическая активность, загрузка мощностей, цены и т.п.). Все прочие факторы вводились в модель поочередно, чтобы выявить, какие из

соотношения, поскольку иностранный покупатель при формировании своего спроса будет сравнивать, во-первых, насколько импортируемая им продукция дороже или дешевле товаров, производимых внутри страны, и, во-вторых, как отличаются цены импорта из США от внешнеторговых цен на такие же товары из других государств. Очевидно, например, что при более низких ценах американского экспорта по сравнению с национальными ценами приобретаться будет именно экспортная продукция (предполагается, что все остальные характеристики товаров отличаются несущественно). Спрос на экспорт, следовательно, возрастет. И наоборот, если цены экспорта выше цен на национальные товары, то предпочтение будет отдаваться последним, что приведет к сокращению экспортного спроса.

Кроме того, большое значение при формировании экспортного спроса имеет также валютный курс. Причем если платежи за экспорт осуществляются в иностранной валюте (в нашем случае за 98% американских экспортных поставок импортеры должны расплачиваться долларами), то курс показывает, какая сумма в национальной валюте потребуется покупателю для приобретения необходимого количества иностранных денежных единиц. Если же валюта, в которой оплачиваются закупки из-за рубежа, национальная (по отношению к импортеру), то валютный курс все равно имеет важное значение. В этом случае экспортер с учетом того, какую выручку он получит при пересчете по существующему курсу платежей в иностранной валюте, устанавливает цены на свою продукцию соответственно на более высоком или более низком уровне.

При первоначальных расчетах данной функции учитывались и другие факторы. Однако, они оказались незначимыми, поэтому не были включены в уравнение. Те параметры, которые в результате расчетов в конечном итоге вошли в уравнение, соответствуют и теоретическим предположениям об их связи с экспортом.

Функция имеет следующий вид:

$$E = f(YW; PE_{us}/PYW; PE_{oced}/PYW; ER), \quad (3.8)$$

где PE_{us} — экспортные цены США;

PE_{oced} — экспортные цены стран ОЭСР;

PYW — зарубежные национальные цены;

ER — валютный курс;

них и на каких этапах также имели важное для внешней торговли значение. Экспорт и импорт задавались в виде функций спроса.

Импорт. Мы предполагаем, что американский спрос на импорт зависит от национальной экономической активности США, для характеристики которой были выбраны показатели ВВП (Y) и загрузки производственных фондов (U). Понятно, что по аналогии с экспортом повышение экономической активности в стране приводит и к увеличению спроса на импортную продукцию. Кроме того, американские импортеры принимают в расчет цены на импортируемые ими товары ($PMus$) и цены на национальную продукцию (PY). Так же как и в случае с экспортом, они сравнивают эти две величины. Если внутренние цены выше импортных, то спрос будет перемещаться с продукции национального производства на иностранные товары. Если, наоборот, импорт будет дороже, чем аналогичные национальные товары, то спрос будет удовлетворяться преимущественно за счет последних.

Валютный курс не включается нами непосредственно в функцию импорта, как это было сделано с экспортом, курс влияет на импортный спрос через цены, в функциях которых он выступает в качестве экзогенной переменной. Несмотря на то, что такая структура модели не является безусловной и жесткой, при ее построении мы исходили из следующих соображений. Для иностранного покупателя американского экспорта цены, выраженные в долларах (напомним, что 98% экспорта США фактурируется в национальной валюте), имеют значение не сами по себе, а в связи с существующим валютным курсом, так как именно он показывает им, сколько стоит товар в национальной валюте. Таким образом, при формировании экспортного спроса покупатели в одинаковой мере ориентируются как на цены, так и на валютный курс. Поэтому оба эти фактора одновременно включаются в уравнение.

В случае с импортным спросом США имеет место несколько иная картина. Американский покупатель видит перед собой товар, практически всегда (а точнее, в 85% случаях) выраженный в долларах. Для него при покупке валютный курс непосредственного значения не имеет. В то же время иностранный поставщик продукции на американский рынок озабочен тем, какой установлен курс между долларом и его валютой. В зависимости от курса он будет назначать цену на свою продукцию в долларах таким образом, чтобы после пересчета в национальную валюту получить необходимую сумму выручки. Поэтому в данном случае более

целесообразным представляется включать валютный курс не в функцию импортного спроса, а в функцию импортных цен²⁸.

Итак, мы имеем следующую функцию импортного спроса США:

$$M = f_2(P_{Mus}/PY; Y; U), \quad (3.9)$$

где P_{Mus} — импортные цены США;

PY — внутренние цены США;

Y — ВВП США;

U — загрузка производственных фондов США.

Экспортные цены. Они зависят от внутренних цен на американском рынке (PY), экономической активности в США ($Y; U$), а также от величины экспортного спроса (E). Понятно, что по мере увеличения последнего экспортные цены повышаются. Кроме того, уровень экспортных цен во многом обусловлен ценами внутреннего рынка. Чем больше издержки на производство данного товара внутри страны, тем выше будут его цены на внутреннем рынке и, как следствие, экспортные цены.

Экспортные цены связаны и с экономической активностью. Как правило, экономический рост сопровождается повышением цен, причем это повышение может быть тем значительнее, чем выше загрузка производственных мощностей в данной стране. Таким образом, мы получаем:

$$P_{Eus} = f_3(PY; Y; U; E). \quad (3.10)$$

Импортные цены. Они зависят от того, каков уровень заграничных внутренних цен (PYW), — чем он выше, тем выше цены на импортную продукцию. Кроме того, учитывая, что рассматриваемый в модели период (1975–1988 гг.) включает годы “нефтяных шоков”, которые значительно повлияли на общий уровень импортных цен стран-импортеров нефти и нефтепродуктов и косвенно вообще способствовали повышению уровня цен в целом, следует включить фактор мировых цен на нефть (PWO)

²⁸ В тех случаях, когда имеет место иная, чем в примере с Соединенными Штатами, валютная структура экспортных и импортных расчетов, можно изменять набор экзогенных переменных модели, включая валютный курс одновременно как в функции экспортного и импортного спроса, так и в функции экспортных и импортных цен.

в функцию импортных цен. Как уже указывалось выше, в эту функцию входит также и валютный курс (ER):

$$PMus = f_4(PYW; PWO; ER). \quad (3.11)$$

Таким образом, вся модель имеет следующий вид:

$$E = f_1(YW; PEus/PYW; PEus/PEoecd; ER),$$

$$M = f_2(PMus/PY; Y; U),$$

$$PEus = f_3(PY; Y; U; E),$$

$$PMus = f_4(PYW; PWO; ER),$$

где E — общий экспорт США, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

M — общий импорт США, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

PEus — индекс экспортных цен США (1980 г.=1);

PMus — индекс импортных цен США (1980 г.=1);

PEoecd — индекс экспортных цен стран ОЭСР (1980г.=1);

Y — ВВП США, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

U — загрузка производственных фондов США;

PWO — индекс мировых цен на нефть (1980 г.=1);

PY — индекс внутренних цен США (дефлятор ВВП, 1980г.=1);

PYW — индекс зарубежных национальных цен (средневзвешенные дефляторы ВВП основных промышленно развитых государств, 1980г.=1);

YW — ВВП основных промышленно развитых государств, млрд. долл., пересчитанные по курсу доллара 1980 г. и в неизменных ценах 1980г.;

ER — индекс эффективного курса доллара MERM (1980г.=1).

Эта модель также дополняется тождеством для торгового баланса (TB):

$$TB = E \times PEus - M \times PMus. \quad (3.12)$$

Расчеты проводились за 1975–1988 гг. на основе поквартальных данных. В результате проведенного регрессионного анализа были получены следующие уравнения регрессии.

Экспорт.

$$\begin{aligned} \ln E = & 1,065 \times \ln YW - 0,47 \ln ER - 0,54 \ln(PEus/PYW) - \\ & (4,69) \quad (3,21) \quad (2,64) \\ & - 0,45 \ln(PEus/PEoecd) - 5,14; \quad (3.13) \\ & (2,39) \quad (2,67) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,94; DW = 2,10;$$

$$\begin{aligned} \ln E = & 1,25 \times \ln YW - 0,85 \times \ln ER - \\ & (6,22) \quad (10,32) \\ & - 0,49 \times \ln PEus/PYW - 6,73; \quad (3.14) \\ & (2,80) \quad (3,94) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,83; DW = 1,20;$$

$$\begin{aligned} \ln E = & 1,60 \times \ln YW - 0,28 \times \ln ER - \\ & (14,20) \quad (2,49) \\ & - 0,73 \times \ln(PEus/PEoecd) - 9,70; \quad (3.15) \\ & (5,12) \quad (10,80) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,94; DW = 2,04.$$

Лаги (в кварталах):

в уравнении (3.13): YW — 4; ER — 6; PEus/PEoecd — 4; PEus/PYW — 4;

в уравнении (3.14): YW — 2; ER — 6; PEus/PYW — 4;

в уравнении (3.15): YW — 2; ER — 6; PEus/PEoecd — 4.

Уравнения являются линейно-логарифмированными, поэтому коэффициенты могут рассматриваться как эластичности.

Как мы видим, все параметры уравнений значимы, о чем свидетельствует приводимая в скобках под коэффициентами Т-статистика. Кроме того, в уравнениях достаточно высокие коэффициенты детерминации и Дарбина-Уотсона. Все это говорит о том, что выбор факторов в уравнениях корректен и что валютный курс наряду с другими элементами оказывает существенное воздействие на формирование экспортного спроса, причем влияние это в ряде случаев даже сильнее, чем, например, воздействие фактора цен.

Рассмотрим более подробно полученные результаты. Уравнение (3.13) свидетельствует о том, что самое сильное влияние на спрос, предъявляемый к американскому экспорту, оказывает экономический рост за рубежом. Так, повышение экономической активности на 1% приводит к расширению американского экспорта на 1,065%.

Важную роль играют и цены. Так, если отношение американских экспортных цен к внутренним ценам импортеров увеличивается на 1%, то экспорт США сокращается на 0,5%. Другими словами, при удорожании американской продукции относительно товаров, производимых внутри страны, спрос переносится с внешнего на внутренний рынок.

Аналогично изменение отношения экспортных цен США к экспортным ценам других поставщиков продукции на мировой рынок на 1% влечет за собой падение американского экспорта на 0,45%. Это значит, что удорожание американских товаров по сравнению с товарами их конкурентов вызывает сокращение спроса на товары из США и повышает спрос на продукцию, поступающую из других источников.

Влияние валютного курса примерно такое же, как и цен. Удорожание национальной валюты на 1% вызывает сокращение экспортного спроса на 0,47%. И это понятно: ведь теперь иностранные покупатели вынуждены тратить больше национальной валюты для покупки долларов, необходимых для приобретения американских товаров, что, по существу, означает удорожание последних. То, что эластичность спроса по валютному курсу меньше 1, т.е. спрос уменьшается в меньшей пропорции, чем изменяется курс, можно объяснить рядом причин, среди которых, главная, по-видимому, та, что американцы пытаются несколько снизить свои цены. Именно снизить, а не повысить, как обычно следует ожидать в результате ревальвации, поскольку речь в данном случае идет о снижении цен, выраженных в национальной валюте (в долларах). Что же касается цен в иностранной валюте, то они повышаются,

поскольку изменение курса выше, чем понижение цен. Однако благодаря этому снижению цен в долларах, их повышение в иностранной валюте несколько ниже, чем могло бы быть. Далее, при имитационных расчетах влияния обесценения и удорожания валюты на экспорт и импорт, мы рассмотрим эти закономерности более подробно.

При снижении цен, выраженных в американской валюте, меньший размер поступлений в долларах с каждой единицы проданного товара компенсируется поддержанием сбыта на относительно высоком уровне. Возможно и то, что некоторые виды американской продукции обладают устойчивым спросом на мировом рынке и относительно менее сильно реагируют на ценовые и валютные колебания.

В случае обесценения доллара происходит обратный процесс: 1% обесценения приводит к увеличению спроса на американский экспорт на 0,47%. Это объясняется тем, что теперь доллар стал более дешевым, и иностранным покупателям требуется меньше национальных денег, чтобы оплатить товары в американской валюте. В результате спрос на товары из США повышается, хотя вновь не в той же пропорции. Теперь уже причиной является некоторое повышение цен в долларах. Вызвано такое повышение тем, что, как правило, обесценение валюты ведет к общему повышению уровня цен в стране, а стало быть, и издержек. Это отражается и на экспортных ценах. Однако их рост в долларах ниже, чем обесценения курса, что фактически означает удешевление американских товаров для иностранных покупателей (это также будет проиллюстрировано при имитационных расчетах).

Влияния валютного курса существенны и в других приведенных уравнениях. При этом наиболее удачными являются результаты, где курс рассчитывался с лагом в 6 кварталов. Это говорит о том, что спрос на экспорт не может сразу же измениться вслед за колебаниями курса, поскольку поставки определены контрактами, которые не могут быть немедленно пересмотрены (ниже мы более подробно рассмотрим последствия лагового воздействия валютного курса). Результаты расчетов, в которых курс оценивался с лагом, меньшим или, наоборот, большим, чем 6 кварталов, были значительно менее удачными: снижались коэффициенты детерминации и Дарбина–Уотсона, ухудшалась значимость переменных.

Импорт.

$$\ln M = 1,67 \times \ln Y + 0,57 \times \ln U -$$

(17,81) (2,93)

$$\begin{array}{cc} -0,59 \times \ln(P_{Mus}/P_Y) - 11,60 & (3.16) \\ (5,38) & (9,86) \end{array}$$

$$R^2=0,98; DW=2,10$$

Лаги в уравнении (3.16):

Y — 2 квартала;

P_{Mus}/P_Y — 2 квартала.

Уравнение (3.16) дает возможность оценить, какие факторы влияют на формирование импортного спроса. Из уравнения, в частности, следует, что рост ВВП США на 1% влечет за собой увеличение импортного спроса на 1,67%. Аналогично, повышение загрузки на 1% вызывает в США повышение спроса на импортные товары на 0,57%. Понятно, что уменьшение ВВП и загрузки приводит к противоположным результатам. Вполне естественным выглядит и поведение цен. Так, повышение цен продукции иностранных поставщиков относительно внутренних цен США очевидно уменьшает привлекательность иностранных товаров и вызывает сокращение спроса на них. Как следует из уравнения, изменение соотношения P_{Mus}/P_Y на 1% влекло за собой изменения импортного спроса на 0,59% в противоположном направлении. При этом отмечался лаг между колебаниями цен и импортного спроса. Наиболее удачными были результаты, в которых лаг составлял 2 квартала.

Уравнение импортного спроса заслуживает особого внимания ввиду того, что именно сильный американский спрос на товары из-за рубежа привел к значительному ухудшению торгового баланса США в середине 1980-х годов. К общеэкономическим особенностям этих событий мы еще вернемся. Здесь же представляет интерес чисто техническая сторона вопроса.

Если взять в качестве основы кейнсианскую формулу, характеризующую внутренний спрос (Y) как совокупность потребления (C), инвестиций (I) и правительственных расходов (G), абстрагировавшись при этом от внешнеторгового сальдо, то в самом общем виде совокупный спрос будет выглядеть следующим образом:

$$Y=C+I+G. \quad (3.17)$$

Тогда, включив факторы, фигурирующие в условии (3.17) в функцию импортного спроса, получим:

$$M=f_2(PM_{us}/PY;C;I;G;U). \quad (3.18)$$

Регрессионные оценки условия (3.18) дают следующие результаты:

$$\begin{aligned} M= & 0,025 \times C + 0,077 \times I + 0,091 \times G + 0,31 \times U - \\ & (1,84) \quad (2,18) \quad (3,76) \quad (2,13) \\ & -28,63 \times (PM_{us}/PY) - 60,48; \quad (3.19) \\ & (5,81) \quad (5,10) \end{aligned}$$

$$R^2=0,99; DW=1,63.$$

Укажем, что данное уравнение представляет собой линейную регрессию, поэтому коэффициенты следует интерпретировать иначе, чем в предыдущих случаях. Из расчетов следует, в частности, что увеличение потребления на одну единицу вызывало повышение импортного спроса на 0,025 единицы (что косвенно может свидетельствовать о роли импорта в конечном потреблении). Рост инвестиций на одну единицу приводит к увеличению спроса на импорт на 0,077 единицы. Довольно сильное влияние оказывает фактор правительственных расходов, при помощи которого можно отчасти судить о том, как бюджетный дефицит повлиял на торговый баланс: увеличение G на одну единицу влекло за собой расширение импорта на 0,091 единицы. Хотя данное уравнение и является весьма условным (а потому не включено в основную модель), оно дает определенное представление о том, как отдельные компоненты внутреннего спроса влияют на импорт.

Экспортные цены.

$$\begin{aligned} \ln PE= & 0,27 \times \ln PY + 0,63 \times \ln Y + 0,47 \times \ln E - 6,84; \quad (3.20) \\ & (2,41) \quad (2,67) \quad (6,25) \quad (3,54) \end{aligned}$$

$$R^2=0,95; DW=0,54.$$

Лаги в уравнении (3.20):

PY — 8 кварталов;

Y — 6 кварталов;

E — 8 кварталов.

Регрессия (3.20) свидетельствует прежде всего о том, что наиболее сильное влияние на уровень экспортных цен оказывает экономический рост: увеличение ВВП на 1% влекло за собой повышение цен на импортную продукцию на 0,63%. Причем воздействие это проявлялось не сразу, а с лагом в 6 кварталов. Такой результат выглядит вполне закономерно, поскольку очевидно, что расширение производства и сопровождаемое им повышение внутренних цен в конечном итоге отразятся и на внешнеторговых ценах. Однако интересно отметить, что внутренние цены, которые также включены в уравнение (коэффициент эластичности составил 0,27), воздействуют на экспортные цены с еще большим лагом, равным 8 кварталам. Это говорит о том, что фактор экономической активности, помимо того, что влияет на экспортные цены через механизм внутренних цен, имеет также и иные каналы воздействия на внешнеторговые цены. Один из них — импортные цены. Очевидно, что при увеличении внутреннего спроса импортные цены при прочих равных условиях повышаются. В тех случаях, когда импортная продукция используется для экспортного производства, это отражается и на экспортных ценах. Кроме того, экономический рост ведет к тому, что производители экспортной продукции, имея перед собой выбор — удовлетворять растущий внутренний спрос или отвлекать часть мощностей на экспорт, могут расширять свое экспортное производство, но при этом увеличиваются цены на продаваемые за границу товары, поскольку иначе было бы выгоднее продавать их внутри страны по более высоким ценам.

Еще один фактор, включенный в регрессию (3.20), — сам экспорт. Как показывают расчеты, повышение экспортного спроса на 1% вызывает рост экспортных цен на 0,47%, и, наоборот, при сокращении спроса на 1% экспортные цены уменьшаются на 0,47%.

Импортные цены.

$$\ln PM = 0,49 \times \ln PYW - 0,39 \times \ln ER +$$

(4,36) (4,18)

$$\begin{array}{l} +0,85 \times \ln PWO - 0,027; \\ (2,40) \qquad (0,21) \end{array} \qquad (3.21)$$

$$R^2=0,86; DW=1,27;$$

$$\begin{array}{l} \ln PM = 0,57 \times \ln PYW - 0,31 \times \ln ER + \\ (23,82) \qquad (6,80) \end{array}$$

$$\begin{array}{l} +0,30 \times \ln PWO - 0,042; \\ (17,95) \qquad (3,49) \end{array} \qquad (3.22)$$

$$R^2=0,99; DW=1,85.$$

Лаги в уравнении (3.21):

PYW — 4 квартала;

ER — 6 кварталов;

PWO — 2 квартала.

Лаги в уравнении (3.22):

ER — 2 квартала.

И уравнение (3.21), и уравнение (3.22) свидетельствуют примерно об одних и тех же особенностях влияния рассматриваемых факторов — национальных цен иностранных экспортеров, валютного курса и мировых цен на нефть — на импортные цены США. Единственное отличие между уравнениями состоит в величине лагов. Так, из уравнения (3.21), в частности, следует, что повышение на 1% внутренних цен в странах, экспортирующих свою продукцию в Соединенные Штаты, приводит к удорожанию американского импорта на 0,43%, поскольку иностранные поставщики вынуждены компенсировать внутренний рост цен, который делает для них производство экспортных товаров более дорогим, и повышать цены на вывозимую продукцию.

Большое значение имеет и валютный курс. Если валюта импортера (в нашем случае — доллар) становится более дорогой, то это ведет к некоторому снижению цен на ввозимую продукцию, поскольку иностранные поставщики в целях стимулирования сбыта могут немного снизить цены на свои товары и все равно обеспечить необходимый размер валютных поступлений. Ведь если процент снижения цен будет ниже, чем

процент удорожания доллара, то после обмена по новому курсу сумма выручки, выраженная в валюте экспортера, будет выше, чем раньше. Об этом свидетельствует и уравнение (3.21). Коэффициент эластичности импортных цен по валютному курсу составил $-0,39$. Это означает, что удорожание доллара на 1% ведет к снижению импортных цен, выраженных в долларах, на 0,39%. Если бы цены были выражены в валюте экспортера (т.е. в иностранной валюте по отношению к американским покупателям), то ситуация принципиально не изменилась бы: иностранные поставщики, вероятно, несколько повысили бы цены на свою продукцию, так как из-за удешевления их валюты в стране отмечалось бы повышение темпов инфляции. Но этот рост цен был бы полностью нейтрализован изменениями курса, и для американских покупателей все выглядело бы так, будто долларовые цены на покупаемые ими товары снизились. Естественно, это привело бы к увеличению спроса на импорт.

В случае, когда валюта импортера (доллар) дешевеет, наблюдается обратная картина. Если цены выражены в долларах, то иностранные продавцы после обмена долларовой выручки по новому курсу получают меньшую, чем раньше, сумму национальных денежных единиц. Поэтому они должны повысить цены, чтобы как-то нейтрализовать свои потери. Однако процент повышения цен меньше, чем процент изменений курса. Следовательно, иностранные поставщики теряют часть выручки как с каждой единицы проданного товара, так и вследствие того, что американский импортный спрос снижается, хотя и не так сильно, как если бы он снизился при полном включении колебаний курса в цены (к этой особенности мы еще вернемся чуть ниже).

Если импорт выражен в валюте экспортера, то вслед за обесценением доллара поставщики могут немного снизить цены на свои товары. Это облегчается для них тем, что удорожание национальной валюты ведет к удешевлению импорта, а также в целом способствует если не снижению, то, по крайней мере, относительной стабилизации цен. В то же время это снижение, как показывают расчеты, недостаточно для того, чтобы предотвратить падение американского импортного спроса. Даже по более низким ценам покупатели в США будут вынуждены платить больше, чем раньше в долларах, что фактически означает для них удорожание импорта.

Помимо приведенной выше модели, была также построена и другая, в которую был включен фактор валютного риска (Risk).

Валютный риск, используемый в модели, рассчитывался двумя способами. В первом случае применялась формула коэффициента стандартных отклонений:

$$((X - X_{cp})^2 / (n - 1))^{1/2}. \quad (3.23)$$

Затем использовались ежемесячные колебания валютного курса за текущий квартал и рассчитывался коэффициент стандартных отклонений для этого же квартала. Полученная величина может рассматриваться как показатель, примерно характеризующий степень неустойчивости валютных курсов и валютный риск. Во втором варианте при расчетах квартальных коэффициентов стандартных отклонений брались ежемесячные колебания валютного курса со сдвигом в один шаг. Полученный показатель являлся, таким образом, как бы ожидаемым риском, т.е. тем риском, который, по мнению участников сделки, будет отмечаться на рынке через один месяц.

С учетом некоторых модификаций новый вариант модели выглядел так:

$$E=f_1(YW;ER;PEus/PYW;Risk);$$

$$M=f_2(Y;PMus/PY;Risk);$$

$$PEus=f_3(PY;Y;E;Risk);$$

$$PMus=f_4(PYW;ER;PWO;Risk).$$

На основе данной модели были оценены уравнения регрессии. Результаты расчетов выглядели следующим образом:

$$\ln E = 1,33 \times \ln YW - 0,82 \times \ln ER - 0,51 \times \ln PEus/PYW -$$

(5,64) (9,47) (2,68)

$$-0,027 \times \ln Risk - 7,47; \quad (3.24)$$

(2,27) (3,71)

$$R^2=0,80; DW=1,55;$$

$$\ln M = 1,82 \times \ln Y - 0,74 \times \ln (PMus/PY) -$$

(9,78) (5,96)

$$-0,026 \times \ln Risk1 - 10,29; \quad (3.25)$$

(2,15) (7,02)

$$R^2=0,95; DW=1,92;$$

$$\ln PE = 0,27 \times \ln PY + 0,58 \times \ln Y + 0,43 \times \ln E +$$

(2,07) (2,27) (5,67)

$$+ 0,028 \times \ln Risk1 - 6,30; \quad (3.26)$$

(3,54) (2,93)

$$R^2=0,91; DW=0,72;$$

$$\ln PM = 0,54 \times \ln PYW - 0,36 \times \ln ER +$$

(26,65) (9,26)

$$+ 0,32 \times \ln PWO + 0,01 \times \ln Risk1 - 0,025; \quad (3.27)$$

(23,03) (2,95) (2,49)

$$R^2=0,99; DW=1,72.$$

Примечание. Регрессии (3.24)–(3.27) — линейно-логарифмированные, где “Risk” — текущий валютный риск, а “Risk1” — ожидаемый риск.

Лаги в уравнениях (в кварталах):

в уравнении (3.24) — YW — 2; PEus/PYW — 5; ER — 6; Risk — 6;

в уравнении (3.25) — Y — 2; PMus/PY — 2; Risk1 — 8;

в уравнении (3.26) — PY — 5; Y — 6; E — 8.

Произведенные расчеты свидетельствуют прежде всего о том, что колебания валютного курса, вопреки иногда высказываемому мнению, оказывают воздействие на все основные параметры внешнеторговой деятельности.

Из уравнения (3.24) следует, в частности, что усиление колебаний валютного курса ведет к сокращению объема экспортных поставок, поскольку американские продавцы, стремясь обезопасить себя от нестабильности, переносят свое предложение на другие рынки. В равной степени и иностранные покупатели могут перенести свой спрос либо на внутренний, либо на внешний рынок, но более стабильный. В уравнении сохраняет свою значимость и сам валютный курс. При этом следует отметить, что и T-

статистика, и значение коэффициента эластичности при параметре валютного курса значительно выше, чем при параметре валютного риска. Это говорит о том, что основное внимание продавцы и покупатели обращают на уровень валютного курса, а уж потом на такие относительно менее важные параметры, как степень валютных колебаний.

Уравнение (3.25) показывает, как валютный риск влияет на импорт. Аналогично экспортному спросу, спрос на импорт также сокращается в результате усиления колебаний курса. Понятно, что американские покупатели будут заинтересованы приобретать продукцию у тех стран, чей курс по отношению к доллару более устойчив. Они могут вообще перенести свой спрос на внутренний рынок в той мере, в какой страна располагает свободными производственными ресурсами. Иностранные поставщики, в свою очередь, предпочли бы иметь дело со страной, чья валюта более устойчива, чем доллар, и могут перенести поставки своих товаров либо на рынки таких стран, либо на внутренний рынок. Естественно, оба варианта возможны лишь при наличии дополнительного спроса на этих рынках.

Рассмотрим теперь, как валютный риск влиял на цены. Из уравнения (3.26) можно заключить, что увеличение валютного риска влекло за собой повышение экспортных цен. И это понятно. Валютный риск усиливает неопределенность при расчетах валютной выручки, заставляет прибегать к различным способам страхования риска. Последнее, однако, сопряжено с дополнительными издержками. Поэтому американские экспортеры, не будучи уверенными относительно размеров экспортной выручки и стремясь перенести по крайней мере часть валютного риска на покупателя, повышают цены на свою продукцию.

С импортными ценами прослеживается та же закономерность. Уравнение (3.27) свидетельствует о том, что рост колебаний валютного курса вел к повышению цен на товары, импортируемые Соединенными Штатами. Иностранные поставщики, сталкиваясь с теми же проблемами, что и американские экспортеры, использовали аналогичную практику: включали часть издержек, связанных с валютным риском, в цены.

Выявленные особенности в поведении цен несколько проясняют, по нашему мнению, споры относительно того, насколько учитываются те или иные конъюнктурные колебания в цене, и несет ли на себе их бремя исключительно продавец. В уравнении импортных цен, так же как и в уравнении экспортного спроса, несмотря на включение фактора валютного риска, решающая роль остается за самим валютным курсом (о чем свидетельствуют более высокие значения коэффициента эластичности и Т-статистики).

В целом во всех уравнениях фактор валютного риска значим. Коэффициенты детерминации и Дарбина–Уотсона удовлетворительны, что говорит об оправданности его включения в уравнения.

Кроме того, налицо и ясно очерченный характер воздействия валютного риска. Его рост ведет к сокращению физического объема экспорта и импорта и к одновременному повышению экспортных и импортных цен.

Отметим еще одно обстоятельство. Если сопоставить, например, насколько уменьшился физический объем экспорта и возросли экспортные цены в результате усиления риска, то можно увидеть, что это примерно равнозначные величины и что стоимостной объем экспорта в целом несколько увеличивается. В отношении импорта картина выглядит несколько иначе. Коэффициент эластичности физического объема по валютному риску составляет 0,026. Однако воздействие это происходит с лагом в несколько кварталов. В то же время эластичность цен по валютному риску была 0,01. Очевидно, что в течение некоторого времени после усиления колебаний стоимостной объем импорта несколько возрастет, и лишь позже — при сокращении физического объема — его общая стоимость уменьшится.

Таким образом, становится понятно, почему, собственно, колебания валютных курсов не оказывают существенного влияния на международную торговлю в целом. Однако эти колебания приводят к изменениям в факторах, определяющих в совокупности характер межстранового обмена.

Модельные расчеты позволяют проделать имитацию воздействия изменений курса на внешнеторговые показатели.

Рассмотрим, в частности, какое влияние оказывает 10%-е обесценение доллара на внешнюю торговлю США (табл. 3.1).

Т а б л и ц а 3.1

Влияние 10%-го обесценения доллара на основные внешнеторговые показатели США²⁹

Показатель	До обесценения	После обесценения
Экспортные цены в национальной валюте (в условных расчетных единицах)	1,21	1,22
Импортные цены в национальной валюте (в условных расчетных единицах)	1,11	1,14
Физический объем экспорта, млрд. долл.	261,00	274,00
Физический объем импорта, млрд. долл.	417,00	413,00
Сальдо торгового баланса*, млрд. долл.	147,00	136,50

* Рассчитывается на основе показателей цен и объемов.

Хотя в данном случае не имеет принципиального значения, за какой период статистика берется в качестве основы при проведении расчетов, укажем, что при сравнениях использовались данные за 1988 г.

Итак, что же можно заключить из результатов имитации?

Во-первых, они подтверждают, что экспортные цены, выраженные в национальной валюте, после девальвации растут. При этом их рост с 1,21 до 1,22 единицы значительно ниже, чем 10%-е обесценение доллара. Для иностранных покупателей это означает, что американская продукция подешевела. В результате спрос на нее повышается, и физический объем экспорта возрастает (в нашем случае — примерно на 5%). С импортом происходит обратная картина. Иностранные поставщики повышают цены на свои товары, однако в меньшей пропорции, чем изменяется курс. Они терпят, таким образом, некоторые убытки, но не допускают существенного падения сбыта. Тем не менее американский спрос на импорт все равно уменьшается, и физический объем импорта сокращается на 3 млрд. долл. — с 417 млрд. до 413 млрд. долл.

Когда эффект девальвации проявляется в полной мере, торговый баланс улучшается примерно на 12 млрд. долл.

Традиционно считается, что сразу же после обесценения валютного курса торговый баланс продолжает ухудшаться, как правило, в течение 4–6 кварталов, после

²⁹ Рассчитано автором.

чего тенденция меняется на противоположную, и торговый баланс начинает улучшаться. Данное явление, вызванное в первую очередь асимметричной реакцией цен на колебания курса, как уже говорилось, известно в экономической литературе под названием “эффект кривой J”.

Однако анализ ситуации второй половины 1980-х годов показывает, что влияние валютного курса на торговый баланс далеко от классической схемы. Действительно, за 1985–1988 гг. отмечалось постоянное повышение курса американского доллара по отношению к основным валютам. Одновременно с этим происходило ухудшение торгового баланса США, и лишь в 1988 г., т.е. по меньшей мере через 12 кварталов после начала обесценения доллара наметился некоторый перелом в движении внешнеторгового сальдо. Теперь после некоторого изучения проблемы еще раз поставим вопросы, на которые было указано в самом начале главы. Означает ли ситуация с долларом, что в современных условиях удлинились лаги между изменениями курса и торгового баланса, или она в целом свидетельствует об ослаблении воздействия валютных курсов на торговлю? Возможно, в действие вступили какие-то третьи факторы, которые модифицировали механизм связи “валютный курс — торговый баланс”?

Обратимся к анализу ситуации конца 1980-х годов, чтобы внести ясность в эти вопросы.

Вторая половина 80-х годов: ослабление воздействия?

По нашим оценкам, влияние доллара на внешнюю торговлю США в 1985–1988 гг. носило скрытый характер. Простое сопоставление имеющегося статистического материала не позволяло выявить, к каким последствиям для американской внешней торговли в целом привело обесценение национальной валюты. Однако произведенные регрессионные расчеты позволяют заключить, что если бы доллар не обесценивался за указанный период, то к 1988 г. торговый баланс Соединенных Штатов достиг бы гораздо большего отрицательного сальдо, чем то, которое фактически отмечалось (см. сценарий А, табл. 3.2). У страны возрос бы импорт, сократился экспорт, а дефицит составил бы около 150 млрд. долл.

Одним из мощных факторов, нейтрализовавших в значительной степени воздействие курса, был экономический рост США, который поддерживал на высоком уровне внутренний спрос и обеспечивал, таким образом, постоянный приток импорта в

страну. Но и эта причина не проясняет до конца ситуацию с американским внешнеторговым дефицитом. Те же имитационные расчеты позволяют заключить, что если бы ВВП США оставался на неизменном уровне 1985г. в течение 1985–1988 гг., то отрицательное сальдо торгового баланса в 1988 г. все равно бы сохранилось (см. сценарий В, табл. 3.2).

Т а б л и ц а 3.2

Имитации внешнеторговых показателей США при неизменном валютном курсе и неизменном ВВП (на уровне I квартала 1985 г.) (все данные — среднегодовые)

Показатель	Реальность	Сценарий А	Сценарий В
Экспортные цены (1980 г.=1)	1,23	1,22	1,19
Импортные цены (1980 г.=1)	1,1	0,9	1,12
Физический объем экспорта, млрд. долл., в ценах 1980 г.	65,9	51,34	72,9
Физический объем импорта, млрд. долл., в ценах 1980 г.	102	103,8	87,06
Торговый баланс, млрд. долл.*	–125	–150	–43
Эффективный курс доллара (1980 г.=1)		1,6	
ВВП США, млрд. долл., в ценах 1980 г.			3040

*Рассчитывается с учетом цен и физических объемов, с поправкой на поквартальные данные.

Рассчитано по: International Financial Statistics; OECD Monthly, Statistics of Foreign Trade за соответствующие периоды.

В чем же причина сохраняющегося отрицательного сальдо? Одна из них — асимметричные колебания самого валютного курса. В то время как доллар обесценился относительно главных валют, он одновременно либо подешевел незначительно, либо даже несколько подорожал по сравнению с валютами Канады, Мексики, Южной Кореи, Таиланда, т.е. тех стран, на долю которых приходится большая часть внешней торговли США.

Как следует из табл. 3.3, по отношению к валютам Сингапура, Канады, Таиланда доллар несколько подешевел. Однако, во-первых, его обесценение относительно указанных валют началось примерно на год позже, чем снижение курса доллара к

основным валютам. И, во-вторых, если в целом доллар обесценился на 40%, то в рассматриваемых случаях процент обесценения был значительно ниже.

Что касается филиппинского и мексиканского песо, то по отношению к ним доллар продолжал дорожать на протяжении всего рассматриваемого периода. Причем в случае с мексиканской валютой это удорожание достигло беспрецедентных масштабов, что, впрочем, вполне объяснимо ввиду галопирующей инфляции в Мексике.

Т а б л и ц а 3.3

Курсы валют некоторых стран к доллару США

Валюта	1985 г.	1986 г.	1987 г.	1988 г.
Сингапурский доллар	2,12	2,18	2,04	1,97
Канадский доллар	1,37	1,38	1,31	1,2
Филиппинское песо	18,7	20,5	20,7	21,3
Таиландский бахт	26	26	25,5	25,2
Мексиканское песо	333.00	835.0	1784	2281

Источник: International Financial Statistics за соответствующие периоды.

Другим и, пожалуй, наиболее важным фактором является необычное поведение импортных цен. Классический механизм, как мы помним, предполагает, что обесценение валюты приводит к повышению импортных цен, выраженных в этой валюте. В случае с США действительно произошел рост импортных цен. Однако, если индекс эффективного валютного курса снизился за 1985–1988 гг. со 160 до 103 процентных пунктов, то индекс импортных цен США увеличился за тот же период на гораздо меньшую величину — с 99 до 103 процентных пунктов (1980 г. = 1).

Как мы помним, регрессия (3.22) показала, что эластичность импортных цен по валютному курсу, оцененная за 1975–1988 гг., составила 0,31. Теперь попытаемся оценить ту же функцию импортных цен с 1985 по 1988 г. Результаты подтверждают наши предположения.

$$\begin{aligned} \ln M = & 0,42 \times \ln PYW - 0,19 \times \ln ER + \\ & (3,49) \quad (2,72) \\ & + 0,15 \times \ln WPO - 0,06; \quad (3.28) \\ & (7,29) \quad (0,91) \end{aligned}$$

$$R^2=0,93; DW=2,27.$$

ER берется с лагом в 2 квартала.

Из уравнения (3.28) следует, что сила влияния валютного курса на цены в комплексе с другими факторами значительно уменьшилась. Теперь, в частности, 10%-е изменение валютного курса вызывает изменение импортных цен не на 3,1%, как раньше, а лишь на 1,9%. Характерно и то, что уменьшилась значимость самого валютного курса, о чем свидетельствует Т-статистика, которая снизилась с 6,80 до 2,72.

Все это говорит о том, что за 1985–1988 гг. отмечается явное ослабление воздействия курса на импортные цены по сравнению со всем рассматриваемым периодом (1975–1988 гг.).

Более того, если сравнить экспортные цены стран ОЭСР с импортными ценами США, а также ряда других государств, налицо следующая картина. Несмотря на то, что импортные цены США (PMus) возросли, экспортные цены на товары из ОЭСР (PEoecd) увеличились за тот же период еще больше. Другими словами, иностранные поставщики значительно активнее повышали цены на свои поставки в третьи страны, чем в США. Анализ соотношения импортных цен Великобритании (PMuk) и импортных цен ФРГ (PMg) подтверждает, что, несмотря на значительное повышение этих цен в долларовом исчислении за 1986–1988 гг., рост этот в целом соответствовал общему увеличению цен на экспорт из ОЭСР: соотношения PEoecd/PMg и PEoecd/PMuk изменились лишь незначительно (табл. 3.4).

Т а б л и ц а 3.4

Отношение экспортных цен стран — членов ОЭСР (PEoecd) к импортным ценам США (PMus), Великобритании (PMuk) и ФРГ (PMg)

Год	Кварталы	PEoecd/PMus	PEoecd/PMg	PEoecd/PMuk
1986	I	0,99	1,11	0,49
	II	1,04	1,16	0,5
	III	1,07	1,15	0,52
	IV	1,1	1,13	0,53
1987	I	1	1,1	0,5
	II	1,1	1,12	0,49
	III	1,04	1,13	0,49
	IV	1,1	1,1	0,48
1988	I	1,11	1,12	0,48
	II	1,09	1,13	0,47
	III	1,08	—	0,51
	IV	1,1	—	—

Рассчитано по: OECD Monthly Statistics of Foreign Trade за соответствующие периоды.

Теперь попытаемся оценить, какую сумму в национальной валюте с каждой единицы товара выручит продавец, после того как он, реализовав свою продукцию и получив за нее валюту, переведет ее в национальные денежные единицы. Эта величина (назовем ее “доход в национальной валюте”) рассчитывалась как произведение импортных цен на эффективный валютный курс.

Даже агрегированный анализ позволяет сделать вывод о том, что выручка с каждой единицы проданного иностранными поставщиками товара в Соединенных Штатах уменьшалась (табл. 3.5).

Т а б л и ц а 3.5

Индекс “доход в национальной валюте” некоторых капиталистических стран

Год	Кварталы	США	ФРГ	Япония	Великобритания
1986	I	126	116	103	106
	II	117	109	89	103
	III	112	108	84	97
	IV	114	110	83	96
1987	I	109	113	85	100
	II	109	111	91	102
	III	115	111	92	103
	IV	108	113	94	106
1988	I	106	111	92	106

II	108	112	94	109
III	116	110	98	108
IV	113	112	95	110

Рассчитано по: International Financial Statistics за соответствующие периоды.

Если в среднем за 1986 г. с каждой единицы проданного товара в Соединенных Штатах иностранные поставщики получали 117 единиц национальной валюты, то в 1988 г. эта величина сократилась до 111 единиц. В то же время иностранные продавцы, поставляющие свои товары в Японию, увеличили свой доход с каждой единицы реализованной продукции с 90 до 95 единиц. В Великобритании этот рост за 1986–1988 гг. был еще большим — со 101 до 108 единиц. Экспортеры, поставляющие товары на западногерманский рынок, получали с каждой единицы в 1986 г. 110,7 условной единицы национальной валюты, а в 1988 г. — 111,2 единицы. Таким образом, во всех рассмотренных случаях, кроме США, отмечался рост поступлений в национальной валюте иностранных экспортеров с каждой единицы экспорта.

Величина изменения валютного курса, которая включается иностранными поставщиками в цены, называется “эффектом прохождения” (pass-through effect). Он рассчитывается как отношение процентного изменения цен, выраженных в долларах, к процентному изменению валютного курса.

В конечном итоге изменения курса будут тем полнее включены в цену, чем выше эластичность импортного предложения и чем ниже эластичность импортного спроса. Ведь если валюта обесценивается, то при прочих равных условиях это означает, что импортная продукция становится для покупателя более дорогостоящей, чем товары, предлагаемые на внутреннем рынке, или в тех странах, курсы валют которых не меняются относительно рассматриваемого государства. Таким образом, если спрос чувствительно реагирует на цены, то он может быть перенесен с более дорогих на менее дорогие товары, и повышение цены вызовет сокращение физического, а при высокой чувствительности спроса и стоимостного объема импорта. Аналогична и реакция со стороны предложения. При прочих равных условиях, импортные цены будут изменяться тем сильнее, чем чувствительнее импортное предложение.

Степень “эффекта прохождения” усиливается также в том случае, если в стране с обесценивающейся валютой одновременно наблюдается усиление темпов инфляции. Кроме того, относительно полное включение в цены изменений курса без потери в физическом объеме может иметь место при увеличении внутреннего спроса в стране-импортере.

Рассмотрим, каким был “эффект прохождения” в случае с Соединенными Штатами (табл. 3.6).

Т а б л и ц а 3.6

“Эффект прохождения” для американских импортных цен по отдельным товарам (%)

Годы	Кварталы	Весь импорт	Продовольствие	Энергоносители	Продукция обрабатывающей промышленности
1985	II	23	74	43	39
	III	9	28	44	14
	IV	-4,0	28	33	7
1986	I	9	5	102	0
	II	21	-18	168	-5
	III	19	-15	188	-12
	IV	9	-11	215	-16
1987	I	3	-7	159	-17
	II	-6	-3	120	-19
	III	-18	-3	116	-23
	IV	-14	-6	98	-21
1988	I	-17	-16	108	-25
	II	-25	-26	116	-31
	III	-32	-38	125	-37
	IV	-31	-39	110	-38

Рассчитано по: International Financial Statistics; Monthly Statistics of Foreign Trade за соответствующие периоды.

Из приведенных данных следует, что в течение первых нескольких кварталов после начала обесценения доллара импортные цены не только не повышались, но даже снижались. На конец 1988 г. “эффект прохождения” для всего американского импорта составил 31%. Это означает, что изменения импортных цен составили лишь треть от изменений курса доллара. Для сравнения отметим, что за 1985–1988 гг. индекс эффективного валютного курса иены возрос с 96 до 155 процентных пунктов (1980 г. = 100). В то же время индекс импортных цен Японии уменьшился со 101 до 54 процентных пунктов. Следовательно, “эффект прохождения” для Японии составил около 75%. Другими словами, импортные цены снизились на 2/3 от потенциально возможной величины. С другой стороны, эффективный курс западногерманской марки возрос за указанный период с 96 до 117 процентных пунктов, тогда как импортные цены сократились со 103 до 80 процентных пунктов. “Эффект прохождения” для импорта

ФРГ составил, таким образом, 105%. Это означает, что цены понизились на величину даже большую, чем было обусловлено удорожанием марки.

По отдельным товарным группам в американском импорте “эффект прохождения” несколько выше. Так, цены на американский импорт продукции обрабатывающей промышленности возросли на 38% потенциально возможного роста в результате обесценения доллара. Примерно на столько же увеличились и цены на продовольствие. Импорт энергоносителей традиционно не очень чувствительно реагирует на изменения цен и курса. В нашем случае цены на него снизились, что можно объяснить общей понижательной тенденцией цен на энергоносители за рассматриваемый период.

В то же время представляется, что “эффект прохождения” мог бы быть и ниже, если бы не наметившаяся практика американских производителей повышать цены на свою продукцию вслед за удорожанием импорта. Как свидетельствуют данные табл. 3.7, несмотря на определенный рост импортных цен США по отдельным товарам, их соотношение с внутренними ценами производителей возросло на гораздо меньшую величину.

Т а б л и ц а 3.7

Отношение импортных цен США к ценам производителей по отдельным товарным группам

Годы	Продовольствие	Продукция обрабатывающей промышленности
1985	0,87	0,8
1986	0,9	0,81
1987	1	0,83
1988	1	0,85

Рассчитано по: International Financial Statistics; OECD Main; Economic Indicators за соответствующие периоды.

Чтобы более полно представить особенности “эффекта прохождения” и объяснить его причины, следует проанализировать динамику цен импортных потоков на очень дезагрегированном уровне — в двухстрановом и потоварном аспекте.

Рассмотрим основного “виновника” американского внешнеторгового дефицита — Японию.

С I квартала 1985 г. по IV квартал 1987 г. доллар обесценился по отношению к иене примерно на 90%. В то же время цены американского импорта из Японии возросли

на 30%, а по отдельным товарным группам (таким, например, как металлы) этот рост составил менее 10% (см. табл. 3.8).

Т а б л и ц а 3.8

Индексы валютного курса иена/доллар и долларовых ценна американский импорт отдельных товаров из Японии (1985г. =100)

Год	Кварталы	Всего	Продовольствие	Машины и оборудование	Продукция металлургической промышленности
1986	I	17	12	21	–6
	II	29	23	35	–3
	III	29	29	32	2
	IV	37	49	41	6
1987	I	33	32	35	0
	II	31	34	34	4
	III	37	32	40	7
	IV	33	37	35	8

Рассчитано по: US Department of Commerce за соответствующие годы.

Рассмотрим также поведение цен на некоторые товарные группы и товары, импортируемые Соединенными Штатами из Японии.

В табл. 3.10 отражен “эффект прохождения” для американского импорта из Японии по отдельным товарным группам и товарам за I квартал 1985 г. — IV квартал 1987г.

Т а б л и ц а 3.10

“Эффект прохождения” в американском импорте из Японии(1985–1987 гг.)

Отрасль	Показатель “эффекта прохождения”, %
Транспортное машиностроение	51
Машиностроение (за исключением электронного)	41
Электронное машиностроение	6
В том числе:	
без видеомагнитофонов	23
видеомагнитофоны	–17
Резиновые и пластиковые изделия	9
Кожа и изделия из кожи	95
Древесина	–1,7

Рассчитано по: US Department of Commerce за соответствующие годы.

Прокомментируем приведенные цифры по американо-японской торговле. На транспортное машиностроение приходится около 40% общей стоимости американского импорта из Японии. При этом примерно 2/3 его приходится на легковые автомобили. “Эффект прохождения” по данной группе составляет около 51%, что является весьма высоким показателем. Это можно объяснить тем, что американо-японская торговля автомобилями регламентируется рядом соглашений, ограничивающих взаимные поставки. Результатом подобных мер при сохраняющемся спросе, очевидно, будет, во-первых, рост цен и, во-вторых, изменение номенклатуры экспорта в пользу более дорогих моделей. Поэтому даже несмотря на то, что количество ввозимых в Соединенные Штаты японских автомобилей несколько сократилось (в 1987 г., например, на 6%), доля их в стоимостном выражении оставалась примерно на том же уровне.

“Эффект прохождения” для неэлектронного машиностроения составил 41%. Наибольший рост цен в рамках этой группы наблюдался у оборудования по обработке данных, на которое приходится 2/3 поставок и предьявляется постоянный высокий спрос. За счет этого и был обеспечен общий значительный процент включения изменений курса в цены.

На электронное машиностроение приходится свыше 20% общего импорта США из Японии. “Эффект прохождения” составил для него 6%. Данный показатель — один из самых низких. Однако он сильно варьирует при добавлении или исключении из рассматриваемой группы отдельных товаров. Так, если исключить из расчетов видеоманитофоны, то “эффект прохождения” увеличится сразу до 23%. В условиях жесткой конкуренции со стороны поставщиков из Тайваня и Южной Кореи, издержки которых достаточно низки, японские экспортеры вынуждены не только не повышать, но даже снижать цены на видеоаппаратуру. “Эффект прохождения” последней составил — 17%. Это позволило японцам сохранить свои позиции на американском рынке. В то же время произошел рост цен на такие товары, как цветные телевизоры (“эффект прохождения” около 80%), магнитолы (“эффект прохождения” свыше 90%). В результате японские поставщики были несколько потеснены с рынка.

Из других товаров внимания заслуживают кожаные изделия, ввиду того что по ним отмечается самый высокий “эффект прохождения” из всех японских товаров, поставляемых в США. Это главным образом происходило из-за повышенного спроса на изделия из кожи.

Прежде чем указать на возможные причины неполного “эффекта прохождения”, рассмотрим еще один показатель, при объяснении которого нам придется опираться на те же факторы, что и при анализе “эффекта прохождения”.

Несмотря на то, что “эффект прохождения” очень часто используется в экономической литературе, он, по нашему мнению, не дает полной картины относительно того, насколько поведение иностранных поставщиков было продиктовано собственно изменениями валютного курса и насколько — внутренними процессами (такими, например, как снижение издержек). Ведь даже при неизменившемся курсе импортные цены могут возрасти в том случае, если у поставщиков данной продукции увеличились затраты на ее производство. В этой связи представляется целесообразным рассмотреть цены производителей, которые при умножении на валютный курс должны дать примерно тот уровень цен, по которому следовало бы продавать товары на иностранном рынке³⁰.

Данные табл. 3.11 показывают, какими должны были быть цены на японскую продукцию на американском рынке, если бы в них были полностью учтены изменения издержек и валютного курса. Как следует из табл. 3.11, потенциально возможные цены

³⁰ Хотя в действительности этот уровень будет даже выше за счет затрат на рекламу, транспортировку и т.д.

значительно превосходят те, которые реально имели место в американо-японской торговле.

Т а б л и ц а 3.11

Индекс потенциально возможного уровня цен американского импорта из Японии (1985 г. = 100)

Год	Кварталы	Весь импорт	Продовольствие	Машины и оборудование	Продукция металлургической промышленности
1985	I	89	99	87	87
	II	91	102	90	89
	III	95	107	94	93
	IV	108	122	107	106
1986	I	118	135	119	116
	II	128	151	131	125
	III	137	165	142	135
	IV	130	160	137	130
1987	I	136	167	143	133
	II	146	179	153	141
	III	142	174	148	139
	IV	155	188	160	152

Рассчитано по: International Financial Statistics; OECD Main Economic Indicators; Monthly Statistics of Foreign Trade за соответствующие периоды.

Если соотнести реальные и потенциально возможные цены, то можно определить, насколько иностранные поставщики недооценивают свою продукцию (табл. 3.12).

Т а б л и ц а 3.12

Отношение реальных цен к потенциально возможным ценам на отдельные виды американского импорта из Японии

Год	Кварталы	Всего	Продовольствие	Машины и оборудование	Продукция металлургической промышленности
1986	I	0,9	0,77	0,9	0,84
	II	0,9	0,74	0,9	0,78
	III	0,87	0,72	0,84	0,75
	IV	0,94	0,81	0,9	0,8
1987	I	0,9	0,73	0,86	0,75
	II	0,85	0,71	0,83	0,73
	III	0,9	0,71	0,88	0,76
	IV	0,83	0,71	0,81	0,71

Рассчитано по: OECD Main Economic Indicators за соответствующие периоды; материалы US Department of Commerce.

Несмотря на то, что данные в табл. 3.12 выглядят не столь шокирующе, как в табл. 3.9, совершенно очевиден вывод о том, что иностранные поставщики заведомо недополучают часть потенциально возможной прибыли. Понятно, что эти потери компенсируются сохранением их позиций на американском рынке. Однако не совсем ясно, сколь высока та цена, которую иностранные фирмы готовы платить за такую компенсацию. Принятие подобных мер в 1985–1988гг. можно объяснить тем, что уровень, которого достиг курс доллара в 1988 г., являлся в целом для них приемлемым.

Кроме того, в Японии за указанный период отмечалось снижение издержек как из-за повышения производительности труда, так и вследствие снижения затрат благодаря удешевлению используемого сырья. Последнее было обусловлено удорожанием иены, вызвавшей общее удешевление импорта.

Следует также иметь в виду, что за период длительного удорожания доллара (1980–1985 гг.) иностранные поставщики получали значительную сверхприбыль на американском рынке, что давало им некоторый простор при неблагоприятном изменении ситуации. Возможно также и то, что иностранные экспортеры ожидали стабилизации, а затем — перелома в движении курса вновь в сторону удорожания (что в определенной мере и произошло).

При анализе воздействия колебаний валютного курса на торговый баланс важное значение имеет не только рассмотрение колебания цен и физического объема общего

экспорта и импорта, но и отдельных товарных групп. Особенности реакции цен на изменения курса доллара во второй половине 1980-х годов были только что рассмотрены. Теперь следует более подробно остановиться на том, как в целом меняется импортный спрос на отдельные товары в результате изменений цен и валютного курса.

Чтобы ответить на поставленный вопрос, вновь были построены функции импортного спроса, на основе которых рассчитывались регрессионные уравнения. Анализ проводился на примере трех укрупненных товарных групп — продовольствие, энергоносители, продукция обрабатывающей промышленности.

Функции импортного спроса по указанным группам товаров имели следующий вид:

$$M_{\text{food}} = f(Y_f; P_{Mf}/P_{Pf}; ER);$$

$$M_{\text{en}} = f(Y_{\text{en}}; P_{M\text{en}}; ER);$$

$$M_{\text{manuf}} = f(Y_{\text{manuf}}; P_{M\text{manuf}}/P_{P\text{manuf}}; ER),$$

где³¹ M_{food} — американский импорт продовольствия, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

M_{en} — американский импорт энергоносителей, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

M_{manuf} — американский импорт изделий обрабатывающей промышленности, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

Y_f — доля продовольствия в ВВП США, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

Y_{en} — доля энергоносителей в ВВП США, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

Y_{manuf} — доля продукции обрабатывающей промышленности в ВВП США, млрд. долл., в неизменных ценах 1980 г.;

P_{Mf} — индекс импортных цен США на продовольствие, 1980 г.=100;

P_{Pf} — индекс цен производителей продовольствия США, 1980 г.=100;

$P_{M\text{en}}$ — индекс импортных цен США на энергоносители, 1980 г.=100;

$P_{M\text{manuf}}$ — индекс импортных цен США на продукцию обрабатывающей промышленности, 1980 г.=100;

$P_{P\text{manuf}}$ — индекс цен производителей продукции обрабатывающей промышленности США, 1980 г.=100,

ER — индекс эффективного валютного курса доллара США МЕРМ, 1980 г.=100.

³¹ Характеристика параметров будет даваться с учетом того, как они использовались в регрессионных расчетах.

В результате оценок функций спроса были получены следующие уравнения регрессии:

$$\begin{aligned} \ln M_{\text{food}} = & 0,19 \times \ln Y_f - 0,53 \times \ln(PM_f/PP_f) + \\ & (2,63) \quad (2,86) \\ & + 0,83 \times \ln ER + 2,07; \quad (3.29) \\ & (11,10) \quad (6,70) \end{aligned}$$

$$R^2=0,82; DW=0,42;$$

$$\begin{aligned} \ln M_{\text{en}} = & 0,90 \times \ln Y_{\text{en}} - 0,26 \times \ln P_{\text{Men}} - 1,85; \quad (3.30) \\ & (2,25) \quad (2,65) \quad (0,70) \end{aligned}$$

$$R^2=0,58; DW=1,45;$$

$$\begin{aligned} \ln M_{\text{en}} = & -0,49 \times \ln P_{\text{Men}} - 0,65 \times \ln ER + 4,15; \quad (3.31) \\ & (7,84) \quad (3,88) \quad (117,11) \end{aligned}$$

$$R^2=0,87; DW=1,36 ;$$

$$\begin{aligned} \ln M_{\text{manuf}} = & 1,93 \times \ln Y_{\text{manuf}} - 1,89 \\ & (6,71) \quad (6,83) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \ln(PM_{\text{manuf}}/PP_{\text{manuf}}) + & 0,45 \times \ln ER - 7,62; \quad (3.32) \\ & (2,45) \quad (4,11) \end{aligned}$$

$$R^2=0,94; DW=1,58.$$

Лаги в уравнениях (в кварталах) составляют:

в уравнении (3.29) — Y_f — 4, ER — 8;

в уравнении (3.30) — P_{men} — 12;

в уравнении (3.31) — P_{Men} — 2, ER — 8;

в уравнении (3.32) — Y_{manuf} — 2, ER — 8.

Проанализируем полученные результаты. Уравнение (3.29) показывает, что эластичность американского импорта продовольствия как по ценам, так и по валютному курсу достаточно высока, составляя соответственно $-0,53$ и $+0,83$. Полученные знаки совпадают с ожидаемыми. Удорожание импортных цен относительно внутренних приводит к переориентации спроса на национальных производителей. Ослабление же доллара также делает импорт более дорогим, что приводит к уменьшению физического объема импорта.

Уравнения (3.30) и (3.31) описывают влияние спроса на импорт энергоносителей. Укажем, что нам не удалось получить удачного уравнения, в котором одновременно присутствовали бы ВВП, валютный курс и цены. Уравнение (3.30) показывает, как экономический рост и цены влияют на закупки энергоносителей из-за рубежа. Оба фактора значимы. Однако цены, хотя и имеют относительно высокий коэффициент эластичности $-0,26$, влияют на импортный спрос с лагом в 12 кварталов. В уравнении, где вместо фактора экономического роста включен валютный курс, ситуация несколько меняется. Лаг воздействия цен сокращается до двух кварталов. Что же касается валютного курса, то расчеты показывают, что он вообще воздействует на спрос в прямо противоположном от ожидаемого направлении. Это может объясняться тем обстоятельством, что энергоносители — достаточно однородная группа товаров, и колебания курсов отдельных валют сами по себе оказывают незначительное влияние на спрос, поскольку цены на них, в отличие от цен на разнородные товары с какими-нибудь уникальными свойствами, гораздо менее чувствительно реагируют на колебания курса. Кроме того, цены, которые включены в уравнение вместе с курсом, полностью учитывают все изменения последнего. И реакция спроса на цены в нашем случае соответствует ожидаемой.

Очень высока эластичность импорта изделий обрабатывающей промышленности как по ценам, так и по валютному курсу (уравнение (3.32)). Изменение соотношения импортных цен к ценам производителей на эти товары на 1% влечет за собой изменение спроса на 1,89%. Обесценение доллара на 1% приводит к повышению спроса на указанную продукцию на 0,45%.

Таким образом, в число факторов, ослабивших реакцию торгового баланса на обесценение доллара, вошли и товары с низкой ценовой эластичностью. Эти товары будут импортироваться Соединенными Штатами, даже несмотря на их удорожание. Причем к ним относятся не только сырье или редкие металлы, но и некоторые виды готовой продукции. Американские потребители предъявляют постоянный спрос на

престижные товары иностранного происхождения, и цена в таких случаях не имеет первостепенного значения.

Еще одна причина, которая затормозила улучшение торгового баланса США за 1985–1988 гг., заключалась в том, что на начало обесценения доллара торговый баланс Соединенных Штатов сводился с дефицитом около 120 млрд. долл. В этой связи следует вспомнить ограничения условия Маршалла—Лернера, которые предполагают, в частности, что при большом отрицательном сальдо на момент обесценения выполнение тождества Маршалла—Лернера не является достаточным для улучшения торгового баланса³². В нашем примере мы имеем дело как раз с подобным случаем.

Следует указать на ряд причин, которые явились тормозом для расширения американского экспорта и тем самым также внесли свою лепту в проблему внешнеторгового дефицита. Среди них следует особо выделить высокую степень загрузки, которой достигла американская экономика к 1988 г.

В табл. 3.13 предлагаются данные, характеризующие загрузку мощностей в американской экономике на начало 1988 г., а также средние показатели загрузки за последние 20 лет. Из них следует, что как в целом для американской экономики, так и для отдельных отраслей степень загрузки мощностей превышала средний показатель за 1967–1987 гг. Это свидетельствует о том, что те конкурентные преимущества, которые получили американские экспортеры в результате обесценения национальной валюты, не могли быть ими использованы в полной мере, ввиду того что американские производители просто не в состоянии были увеличить свое производство на внешний рынок. При высоком внутреннем спросе подобные попытки привели бы лишь к “перегреву” экономики и вызвали рост цен. А это тут же нейтрализовало бы благоприятные изменения валютного курса.

Т а б л и ц а 3.13

Загрузка мощностей некоторых отраслей промышленности США (%)

Отрасль	1988 г.	Средний показатель за 1967–1987 гг.
Вся промышленность	82,3	81,5
В том числе:		

³² Подробнее см.: Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. М.: Наука, 1992.

производство бумаги	94,8	88,5
текстильная промышленность	91	85
авиакосмическое производство	87,7	77,7
химическое производство	86,2	78,9
черная металлургия	84,9	78,6
обрабатывающая промышленность	82,5	80,6
электронное машиностроение	77,1	78

Источник. Morgan Guarantee Trust. World Financial Markets за соответствующие годы.

В этой связи важное значение имеет и то обстоятельство, что темпы экономического роста основных капиталистических государств были достаточно умеренными за рассматриваемый период. Поэтому с их стороны на американский экспорт предъявлялся невысокий спрос.

К таким же последствиям привела и существующая в настоящее время задолженность развивающихся государств. Очевидно, что страны “третьего мира”, которые располагают высоким потенциальным импортным спросом, вынуждены из-за тяжелого валютного положения ограничивать свои закупки из развитых капиталистических стран, в том числе и из Соединенных Штатов.

Другим фактором, который несколько искажал механизм взаимодействия валютного курса и торгового баланса, является внутрифирменная торговля. Очевидно, что ТНК имеют в своем распоряжении богатый арсенал способов защиты от неблагоприятных колебаний курса: они могут переносить производство из одних регионов в другие, менять функции своих филиалов.

Например, валюта страны, в которой находится материнская компания, может подорожать относительно валют основных торговых партнеров корпорации. Однако в то же время валюты государств, где расположены филиалы, могут обесцениться относительно денежных единиц контрагентов материнской компании. В таком случае ТНК будет наращивать экспорт через филиалы, что обеспечит ей дополнительные валютные поступления и одновременно увеличит импорт через материнскую компанию, так как для последней закупки за рубежом становятся относительно более дешевыми.

Наконец, в ряде случаев ТНК вообще может не быть обеспокоена валютными потерями, поскольку географический масштаб и валютная диверсификация ее операций настолько широки, что в общем их масштабе потери одних филиалов компенсируются дополнительными выгодами других.

На внутрифирменную торговлю приходится около 40% всех экспортных и импортных операций США. В целом данные по этой части торговли крайне разрознены и ограничены, но публикуемая иногда информация позволяет судить о том, как колебания валютных курсов отражаются на внутрифирменном экспорте и импорте³³.

Так, в течение 1982–1984 гг. (когда курс доллара повышался) внутрифирменный экспорт увеличился на 7,7%, тогда как прочий экспорт сократился на 0,7%.

В то же время внутрифирменный импорт рос быстрее, чем импорт в целом (соответственно 16,7 и 16,2%). Следует подчеркнуть то обстоятельство, что особое место во внутрифирменной торговле занимают готовые изделия. Так, в середине 1980-х годов 60% всего импорта и 50% экспорта готовых изделий ТНК осуществлялось по внутренним каналам. Учитывая, что чувствительность этой группы товаров к колебаниям курса традиционно достаточно высока, становится понятным, почему общее воздействие доллара на торговый баланс США проявилось не столь отчетливо.

Перечисленные выше факторы, по-видимому, в значительной мере объясняют, почему улучшение торгового баланса США происходило с определенным лагом.

Сложившаяся к концу 1980-х годов ситуация вызвала активные обсуждения относительно перспектив сокращения внешнеторгового дефицита в увязке с курсовыми изменениями. Обсуждалось, в частности, достаточен ли уровень курса доллара 1988 г. для того, чтобы существенно уменьшить дефицит.

Высказывания официальных органов США в то время говорили о достаточности уже произошедшего (к 1988 г.) обесценения для улучшения торгового баланса. За этим, однако, в немалой степени стояли опасения, что если на рынке возобладали бы ожидания дальнейшего значительного обесценения доллара, то владельцы средств, выраженных в долларах, чтобы не допустить их обесценения, могут начать переводить их из доллара в другие валюты. Тогда, чтобы вновь сделать доллар привлекательным (а это в тех условиях было необходимо Соединенным Штатам для финансирования и внешнеторгового, и бюджетного дефицита), США должны были бы поднять процентные ставки, что отрицательно сказалось бы и на американском экономическом росте, и на торговом балансе.

³³ См.: Economic Impact. 1988. № 62. Р. 48–52.

Более реалистичными представлялись оценки, согласно которым необходимо было дальнейшее снижение курса доллара на 10–15%, с тем чтобы действительно свести дефицит к минимуму.

Однако было очевидно, что и такая мера не окажет действенного влияния, если будет проводиться изолированно от других шагов, направленных в первую очередь на сокращение внутреннего спроса. В условиях высокой загрузки американская экономика была бы просто не способна значительно расширить экспорт (кроме того, подобное дополнительное “бремя” могло привести к “перегреву” экономики и вызвать рост цен, что в конечном итоге нейтрализовало бы благоприятные изменения курса). Правда, в самом общем плане существовали некоторые возможности перераспределения между экспортом и импортом. Так, если внешний спрос на американскую продукцию очень высок, но при этом сохранялся бы и высокий внутренний спрос, то в тех случаях, когда уровень валютного курса будет обеспечивать американским производителям относительно большую по сравнению с внутренним рынком прибыль, они будут сокращать производство для внутреннего рынка и наращивать экспорт. Это, однако, вызывает дальнейшее повышение неудовлетворенного спроса, которое приводит к дополнительному ввозу импортных товаров. В результате торговый баланс может измениться незначительно (это будет зависеть от конкретной величины эластичностей экспортного и импортного спроса и предложения), однако будет отмечаться усиление инфляции (о чем подробнее будет сказано ниже).

В случае незначительного сокращения внутреннего спроса и высвобождения таким образом дополнительных мощностей для экспорта проблема в целом также не может быть решена, поскольку рост экспорта вскоре вновь приведет к увеличению внутреннего спроса.

Очевидно, что необходимо было значительное сокращение внутреннего спроса. Важную роль при этом могло бы играть уменьшение существующего дефицита государственного бюджета США. В то же время проблема состояла еще и в том, что Соединенные Штаты хотели одновременно с сокращением внутреннего спроса и уменьшением внешнеторгового дефицита поддерживать на относительно высоком уровне темпы своего экономического роста. Такая задача может эффективно решаться, по-видимому, только путем координации экономических политик ведущих капиталистических государств.

Но и это не решило бы полностью всех задач, стоящих перед американцами. Так, при сокращении внутреннего спроса еще не очевидным являлось то, что это в первую очередь отразится на импорте. Даже если предположить, что в конечном итоге весь

процент обесценения доллара был бы включен в импортные цены, то и тогда это не означает, что иностранная продукция станет менее конкурентоспособной на рынке США. Существуют определенные признаки того, что вслед за удорожанием импорта американские производители повышают цены и на свою продукцию. Это вызвано главным образом сохраняющимся высоким уровнем внутреннего спроса. Кроме того, обесценение национальной валюты приводит к усилению инфляции и через канал импорта. Чем больше его доля, которая сразу поступает в конечное потребление, тем сильнее этот эффект. В случае использования импорта как промежуточной продукции его удорожание не имеет прямого адекватного воздействия на внутренние цены, но опосредованно, безусловно, способствует их росту. Поскольку доля импорта в ВВП США составляла в конце 1980-х годов около 11%, становится очевидным, что результаты его удорожания будут вполне ощутимы для экономики.

Однако и при потере иностранными товарами конкурентоспособности на рынке США американцы вряд ли существенно сократили бы импорт престижных товаров.

Что касается возможности использования нетарифных ограничений для сдерживания импорта, то было очевидно, что она вряд ли будет взята на вооружение, поскольку это привело бы к ответным мерам со стороны торговых партнеров США и создало бы дополнительные трудности для американских экспортеров.

Подведем некоторые итоги. На основе рассмотренных вариантов, необходимых для улучшения торгового баланса США в конце 1980-х годов, можно было заключить, что сокращение внешнеторгового дефицита Соединенными Штатами было бы возможно при условии дальнейшего обесценения доллара в сочетании со сдерживанием внутреннего и увеличением внешнего спроса. Однако одновременное выполнение всех перечисленных условий представлялось маловероятным. Развитие событий подтвердило эти опасения. Дефицит торгового баланса США, лишь немного сократив свое отрицательное сальдо, с 1991 г. вновь начал ухудшаться, приблизившись в 1995–1996 гг. к 200 млрд. долл. При этом курс очень часто менял направление движения — от роста к ослаблению и наоборот. Рассмотрим теперь, как прослеживалось воздействие курса на торговый баланс в 1990-е годы, и попытаемся определить, насколько начавшая отмечаться в конце 1980-х годов некоторая завуалированность влияния курса на внешнюю торговлю стала более устоявшимся явлением.

Валютный курс и внешняя торговля в 90-е годы

Для периода 1990-х годов была характерна весьма частая смена курсовых трендов. Так, начавшееся в 1989 г. снижение доллара продолжалось до 1992 г. (за это время доллар обесценился примерно на 8–10%). Затем в 1993 г. произошло удорожание американской валюты, когда она фактически поднялась до уровня 1990 г. В течение двух последующих лет доллар вновь значительно обесценился, а в 1996 г. произошло его удорожание. Эти изменения трендов были еще чаще, если рассматривать поквартальную статистику (так, в начале 1990 г., а также во II–III кварталах 1991 г. отмечался рост курса, несмотря на общие тренды).

Очевидно, что такого рода курсовые изменения существенно затрудняют анализ воздействия валютного курса на внешнюю торговлю. Как было отмечено ранее, в целом ряде случаев такое влияние осуществляется с определенным лагом, иногда достигающим 8 кварталов и более. Поэтому для выявления закономерностей такого воздействия необходимо, чтобы направление движения курса сохранялось в течение ряда лет.

Обычные сопоставления имеющихся статистических данных указывают на отклонения от традиционных схем. В частности, экспорт и импорт росли с 1991 г., несмотря на сменяющееся направление курсовых изменений, а дефицит торгового баланса, в свою очередь, постоянно увеличивался — с 74 млрд. долл. в 1991 г. до 172 млрд. долл. в 1995 г.

Однако проделанные нами регрессионные расчеты за период 1990–1996 гг. вновь говорят, что хотя механизм взаимодействия валютного курса и торговли иногда носил несколько ослабленный или модифицированный характер, общие принципы этого взаимодействия сохраняются.

Ниже предлагаются регрессии, рассчитанные нами для внешней торговли США за период 1990–1996 гг. на основе поквартальной статистики. Построены они по тем же принципам, что и модель, приводимая в разделе “Модель влияния валютного курса на внешнюю торговлю и ее эмпирические оценки”.

Экспорт.

$$\ln E = 1,55 \ln YW - 1,07 \ln (PE_{us}/PYW) - 1,04 ER + 1,05; \quad (3.33)$$

(5,21) (1,38) (2,21) (24,95)

$$R^2=0,85; DW=1,35.$$

Лаги (в кварталах):

YW — 4; PE/PYW — 6; ER — 6.

Как свидетельствует уравнение (3.33), большое влияние на изменения экспортного спроса США оказывает экономическая активность в других странах: ее рост на 1% влечет увеличение спроса на американский экспорт на 1,55% (аналогично в регрессиях 1970–1988 гг. эта переменная также обладала наибольшим весом в данном уравнении). Несколько меньшее воздействие оказывалось ценовым фактором и фактором валютного курса (правда, значимость ценового фактора относительно невысока, что объясняется в том числе и тем, что цены не всегда успевали подстроиться под изменения курса и не сразу, таким образом, влияли на спрос).

Как и ожидалось, достаточно существенное воздействие оказывается со стороны валютного курса: 1% изменений последнего вызывал 1,04% изменений спроса, причем в противоположном направлении (объяснения этой закономерности даются в предыдущих разделах работы). Величина лага составляет 6 кварталов.

Импорт.

$$\ln M = 4,27 \ln Y - 0,91 \ln(PM_{us}/PY) + 1,07; \quad (3.34)$$

(11,34) (2,84) (65,98)

$$R^2=0,95; DW=1,36.$$

Лаги (в кварталах):

(PM_{us}/PY) — 2; Y — 2.

Согласно уравнению (3.34) рост национальной экономической активности США на 1% влечет за собой увеличение спроса на импорт на 4,27%. В то же время повышение на 1% соотношения импортных и национальных цен США вызывает уменьшение спроса на 0,91% (поскольку в этом случае импортные цены повышаются относительно национальных, что может повлечь переориентацию спроса на внутренний рынок).

Экспортные цены

Функция экспортных цен была построена в несколько модифицированном виде относительно того варианта, который приводился в разделе “Модель влияния валютного курса на внешнюю торговлю и ее эмпирические оценки”. Мы учли то обстоятельство, что поведение экспорта было весьма однородным за рассматриваемый период (как указывалось, отмечался его постоянный рост). В результате, использование этой переменной при оценках не дало удовлетворительной картины влияния на экспортные цены³⁴.

В этой связи нами были оценены две функции экспортных цен, где в одном случае они определяются такими экзогенными переменными, как внутренние цены и экономическая активность внутри страны, а в другом — к указанным переменным добавляется также валютный курс.

$$\ln PE = 0,44 \ln PY + 0,51 \ln Y; \quad (3.36)$$

(4,34) (2,70)

$$R^2 = 0,89; DW = 1,19.$$

Лаги (в кварталах):

PY — 6; Y — 10.

Согласно уравнению (3.36) на экспортные цены оказывают влияние национальные цены, а также экономическая активность в стране-экспортере (коэффициенты эластичности составили, соответственно 0,44 и 0,51). Следует подчеркнуть, что

³⁴ Вот как выглядело соответствующее уравнение:

$$PE = 0,32 \ln PY + 0,49 \ln Y + 0,02 \ln E + 0,17; \quad (3.35)$$

(2,83) (2,16) (0,44) (0,94)

$$R^2 = 0,89; DW = 0,85.$$

Лаги (в кварталах):

PY — 1; Y — 9; E — 4.

Как мы видим, сам параметр экспорта не является значимым, а уравнение в целом обладает весьма посредственными характеристиками.

указанное влияние осуществляется с весьма значительным лагом, равным соответственно 6 и 10 кварталов (подробнее описание причин данного явления см. в разделе “Модель влияния валютного курса на внешнюю торговлю и ее эмпирические оценки”).

$$\ln PE = 0,04 \ln PY + 1,04 \ln Y + 0,24 \ln ER; \quad (3.37)$$

(2,28) (10,35) (2,97)

$$R^2 = 0,91; DW = 1,01.$$

Лаги (в кварталах):

PY — 4 ; Y — 8; ER — 6.

Уравнение (3.37), кроме уже рассмотренных факторов, включает также параметр валютного курса. Как и ожидалось, валютный курс оказывает на экспортные цены значительное воздействие, существенно превосходящее степень влияния фактора внутренних цен. Вполне закономерным выглядит и знак параметра, говорящий об одинаковом направлении изменений курса и экспортных цен.

Импортные цены

$$\ln PM = 0,68 \ln PYW - 0,26 \ln ER + 1,00; \quad (3.38)$$

(11,26) (4,29) (291,50)

$$R^2 = 0,93; DW = 2,17.$$

Лаги (в кварталах):

PYW — 12; ER — 2.

На импортные цены оказывает воздействие фактор национальных цен иностранных экспортеров, а также валютного курса. Как свидетельствует уравнение (3.38), рост внутренних цен иностранных экспортеров на 1% ведет к увеличению импортных цен на 0,68%. Валютный курс влияет на импортные цены с отрицательным знаком, т.е. удешевление валюты ведет к удорожанию импорта, и наоборот. Весьма значительны лаги, которые отмечены при расчете данного уравнения: внутренние цены

стран-экспортеров оказывают влияние с лагом в 12 кварталов, валютный курс — в 2 квартала. Укажем, что при уменьшении нами лаговых интервалов уравнение импортных цен ухудшало свои характеристики.

Представляется, что столь значительный лаг вполне объясним, поскольку изменения национальных цен не могут сразу отразиться на внешнеторговых ценах ввиду действия в течение определенного времени уже заключенных контрактов (в случае, если последние не включают оговорку о возможности изменения цены). Кроме того, разностороннее движение валютного курса за указанный период (в сторону как удорожания, так и удешевления) позволяло иностранным поставщикам не сразу включать изменения внутренних цен во внешние, чтобы сохранить свои конкурентные позиции на рынке и в то же время с помощью курса несколько снизить для себя относительные издержки, т.е. отмечалась та же закономерность, о которой мы говорили при анализе особенностей проблемы в 1980-е годы.

В целом проделанные расчеты показывают, что роль валютного фактора во внешней торговле не потеряла своей значимости в период 1990-х годов. Более того, несмотря на некоторую модификацию (лаги и т.д.), сохранили свое действие все основные закономерности влияния курса на внешнюю торговлю.

В завершении анализа рассматриваемой нами проблемы хотелось бы остановиться и на том, в какой степени колебания ведущих валют могут отражаться на всей мировой торговле в целом.

Глобальный аспект

Этот аспект проблемы с точки зрения конкретного цифрового анализа представляется достаточно условным. Действительно, как можно оценить эффект изменений курсов между основными валютами, когда удорожание одних валют сопровождается обесценением других, что сглаживает общий результат? Кроме того, с точки зрения внешнеторгового анализа можно отметить ряд условностей. Например, сокращение импорта и расширение экспорта какой-либо страны или группы стран предполагает расширение импорта и сокращение экспорта их торговых партнеров. В результате будет отмечаться лишь перераспределение внешнеторговых дефицитов и изменение в географическом направлении торговых потоков. На объеме всей мировой торговли это вряд ли отразится существенно.

В то же время и на этом уровне можно отметить некоторые особенности. Вновь в первую очередь будем рассматривать доллар как валюту, на которую приходится более половины всех внешнеторговых расчетов, имея в виду, что если на мировой торговле и отражаются колебания курсов валют, то в основном это будут колебания доллара.

Сначала рассмотрим его влияние на цены. Как следует из табл. 3.14, реакция цен в национальной валюте на колебания курса отчетливо прослеживается за период 1981–1988 гг.: удорожание доллара за указанный период сопровождалось повышением цен в национальной валюте, а удешевление — их снижением. За последующие годы, когда общее влияние курса нейтрализовывалось его разнонаправленным движением, цены также часто меняли направление движения.

Т а б л и ц а 3.14

Индексы экспортных цен (выраженные в национальной валюте) в международной торговле (1990 г. = 100)

Год	Мир в целом	Промышленно развитые страны
1981	90,5	82,8
1982	97,42	89,23
1983	97,46	91,25
1984	103,23	96,25
1985	106	99,8
1986	95,6	94,48
1987	92,36	92,51
1988	89,51	92,77
1989	96,92	97,34
1990	100	100
1991	95,75	97,35
1992	97,37	98,14
1993	95,42	95,92
1994	96,53	97,4
1995	99,95	100,87

Рассчитано по: International Financial Statistics за соответствующие годы.

Хотелось бы отметить, что в целом влияние доллара на уровень национальных экспортных цен объясняется тем, что при расчетах как по экспорту, так и по импорту большинство стран в той или иной мере используют американскую валюту, а потому при установлении своих внешнеторговых цен учитывают курс доллара. Что касается движения курса и цен в одном направлении, то оно также вполне понятно и связано в

первую очередь с тем, что при удорожании доллара национальные валюты соответственно дешевеют. Последствия такого обесценения нам уже известны и состоят в том, что импорт становится более дорогим. Рассмотренная нами цепочка причинно-следственных связей приводит в конечном итоге к удорожанию экспортных цен, выраженных в национальной валюте. Обратная картина отмечается при удешевлении доллара и соответственном удорожании национальных валют: экспорт, выраженный в национальной валюте, дешевеет.

Следует оговориться, что ценовые изменения далеко не всегда являются следствием колебаний валютного курса, однако при прочих равных условиях можно говорить о том, что влияние доллара на цены в мировой торговле носит двоякий характер. Удорожание американской валюты ведет к снижению общего уровня долларовых цен в мировой торговле и к одновременному повышению экспортных цен, выраженных в национальной валюте. В то же время обесценение доллара вызывает снижение национальных экспортных цен при одновременном повышении долларовых цен в межстрановом обмене.

В связи с рассмотренными особенностями возникает еще один вопрос. Если изменения доллара приводят к таким изменениям мировых и национальных внешнеторговых цен, которые как бы нейтрализуют друг друга, и если, к тому же, удорожания доллара сменяются его удешевлением, и наоборот, то не имеем ли мы дело с рядом взаимопогашающих воздействий, которые в долгосрочном плане не оказывают никакого влияния на уровень цен?

Обратимся в этой связи к результатам, представленным в табл. 3.15. Как следует из приведенных данных, изменения курса одной и той же величины вызывали рост цен в большей степени, чем их снижение.

Т а б л и ц а 3.15

Изменения курса доллара и внешнеторговых цен(процентные пункты)

Показатель	Изменения курса доллара	Изменения долларовых цен		Изменения цен в национальной валюте	
		в мировой торговле	в торговле промышленно развитых стран	в мировой торговле	в торговле промышленно развитых стран
1981–1985 гг.	33	–12	–10	17	21
1985–1988 гг.	–33	25	37	–16	–7
1989–1995 гг.	–14	20	20	3	4

Рассчитано по: International Financial Statistics за соответствующие периоды.

Нам удалось выявить два периода с практически идентичными изменениями курса в противоположных направлениях — 1981–1985 гг. и 1985–1988 гг.

Данные за период 1981–1985 гг. показывают, что индекс эффективного валютного курса доллара возрос на 33 процентных пункта. Долларовые индексы цен мировой торговли и торговли промышленно развитых стран снизились соответственно на 12 и 10 процентных пунктов (т.е. на каждый процентный пункт роста курса экспортные цены в мировой торговле снижались на 0,36 процентных пункта, а в торговле развитых стран — на 0,33 процентных пункта). Когда же индекс курса доллара снизился на 33 пункта, то цены возросли, но рост их был значительно большим, чем снижение, — на 25 и 37 пунктов. Это фактически означает, что в данном случае каждый процентный пункт снижения доллара вызывал повышение экспортных цен в мировой торговле на 0,75 процентных пункта и в торговле промышленно развитых стран — на 1,12 пункта. Таким образом, налицо явно более сильное воздействие курса в сторону повышения цен.

Аналогичная асимметрия отмечается и в случае с экспортными ценами, выраженными в национальных валютах. Каждый процентный пункт роста курса вызывал повышение мировых экспортных цен на 0,51 процентных пункта, а понижение курса приводило к снижению цен на 0,48 пункта. В свою очередь, экспортные цены промышленно развитых стран повышались на 0,63 процентных пункта, а снижались на 0,21 пункта.

Эта закономерность полностью подтверждает рассмотренный выше “эффект храповика”, согласно которому цены гораздо более эластичны в сторону повышения, чем в сторону понижения.

В масштабе мировой торговли важными представляются не только направление движения курсов, но и амплитуда колебаний. В этом случае можно предположить, что усиление курсовых колебаний может отразиться на объеме торговли.

Напомним, что ранее нами было выявлено, в какой мере расширение диапазона колебаний курса способствовало росту цен и тормозило увеличение торговых потоков для отдельных ведущих государств. В табл. 3.16 показано, как проявляется эта связь на мировом уровне.

Т а б л и ц а 3.16**Колебания доллара и темпы прироста мирового экспорта (%)**

Год	Колебания доллара	Темпы прироста экспорта промышленно развитых стран
1982	3,3	–2
1983	2,4	2
1984	3,9	11
1985	5,7	4
1986	3	1
1987	1,9	5
1988	1,5	7
1989	4	7
1990	5,15	6
1991	3,66	3
1992	2,8	3
1993	1,39	3
1994	2,85	9
1995	2,55	8
1996	0,71	

Рассчитано по: International Financial Statistics за соответствующие периоды.

Предлагаемые данные характеризуют стандартные отклонения эффективного курса доллара и темпы прироста мировой торговли.

Сравнение отдельных периодов в табл. 3.16 представляет определенный интерес. В частности, бросается в глаза то обстоятельство, что когда колебания доллара достигли своего максимума (в 1985 г.), на следующий год мировая капиталистическая торговля выросла очень незначительно. В то же время, когда в 1987 и 1988 гг. колебания были невысоки, экспорт промышленно развитых стран увеличивался быстрыми темпами. Эта же закономерность прослеживается и в 1993–1994 гг., когда вслед за периодом относительной курсовой стабильности последовал быстрый рост мировой торговли.

Еще раз, однако, следует подчеркнуть, что на таком агрегированном уровне исследования все выявленные взаимосвязи следует оценивать лишь как общие тенденции, не носящие жесткой причинно-следственной связи.

В то же время условия, которые возникают в мировой экономике в результате процессов глобализации, делают проблему обеспечения курсовой стабильности крайне существенной. Как показали события конца 1990-х годов, мировая экономика встает

перед проблемой предотвращения глобального финансового кризиса, что потребует пересмотра многих “правил поведения”, более тесной координации экономической политики основных стран и ряда других мер.

В этой связи рассмотренные выше механизмы позволяют более отчетливо представить, как могут использоваться рычаги курсовой политики для регулирования внешней торговли и достижения конкретных внутри- и внешнеэкономических задач и как в новых экономических условиях следует использовать имеющиеся инструменты для достижения стабильности.

Остановимся сначала на некоторых общих закономерностях такого регулирования, а затем рассмотрим ряд его особенностей в настоящее время.

ПРОБЛЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО КУРСА И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ЕГО КАК СРЕДСТВА ВОЗДЕЙСТВИЯ НА ЭКОНОМИКУ

Проблема, вынесенная в заголовок данного раздела, равно как и вообще вопросы, связанные с макроэкономическим регулированием в целом, широко освещались в западной экономической литературе. При этом авторы касались как особенностей текущего момента, обуславливающих необходимость использования конкретных мер, так и более широких вопросов, относящихся к механизму воздействия тех или иных рычагов на экономику³⁵.

Следует сказать, что по многим вопросам, несмотря на обширный эмпирический материал, полученный в результате использования различных методов регулирования, до сих пор нет единого мнения. Зачастую авторы расходятся не только в рекомендациях по текущему моменту, но и в целом — по характеру воздействия регулирования на основные экономические показатели (рост, занятость, цены и т.д.).

В отечественной экономической литературе эти проблемы также получили достаточно широкое освещение. Авторами рассматривались валютные режимы, международная координация по проведению интервенций, деятельность международных валютно-финансовых учреждений³⁶.

Однако именно в конце 1990-х годов эта проблема приобрела особую актуальность, поскольку стало понятно, что от ее эффективного разрешения зависит будущее мировой экономики. Именно в этот период чаще стали высказываться рекомендации о более жесткой валютной дисциплине, об ограничении курсовых колебаний, о привязке неустойчивых валют к более устойчивым, о введении различных режимов валютного курса — от полной фиксации до “регулируемого плавания”, об

³⁵ См., напр.: Mundell R.A. International Economics. NY, 1968; Dornbusch R., Fisher S. Macroeconomics. P., 1978; Scammel W.M. International Trade and Payments. 1974; Sachs J. The dollar and the policy mix: 1985 // Brookings Papers on Economic Activity. 1985. P. 117–197 и др.

³⁶ Горбунов С.В. Валютные курсы при капитализме: проблемы и противоречия. М. Наука, 1979; Королев И.С. Валютные отношения капитализма: экономика и политика М. Наука, 1986; Смыслов Д.В. Кризис современной валютной системы капитализма и буржуазная политическая экономия. М., Наука, 1979.

использовании механизмов, позволяющих через валютный курс контролировать всю национальную денежно-кредитную политику.

Подчеркнем, что в своей первооснове данная проблема предполагает нахождение оптимального баланса рычагов внутренней и внешней экономической политики, которые в самом общем плане обеспечили бы для государства, проводящего такую политику, благоприятные условия с точки зрения достижения положительных параметров экономического роста в относительно стабильной ценовой среде и при неухудшающемся платежном балансе.

Укажем также, что увеличение степени открытости экономики, очевидно, приводит к размыванию границ между политикой по регулированию внутриэкономического положения и мерами по регулированию внешних связей, именно поэтому указанный баланс внутреннего и внешнего компонентов регулирования становится крайне важным в настоящее время.

Позднее, с расширением процессов глобализации, к этой задаче со всей остротой добавилась и проблема увязки национальной экономической политики с экономической политикой других государств. В современном мире именно от успешного решения этой задачи зависит эффективность макроэкономической политики основных промышленно развитых государств.

В этой связи, несмотря на то, что проблема регулирования в целом включает достаточно широкий круг вопросов, в нашу задачу входит в первую очередь рассмотреть, насколько рычаги регулирования внутренней и внешней сферы взаимообусловлены и как, воздействуя на одну из них, можно повлиять на другую. Для начала необходимо более подробно остановиться на некоторых теоретических аспектах данной проблемы и ее особенностях в 1980–1990-е годы.

Денежно-кредитная и бюджетная политика в условиях фиксированных и плавающих курсов валют

Использование рычагов денежно-кредитной и бюджетной политики для оказания воздействия на внешнеэкономическое положение страны отличается в зависимости от того, какой установлен режим валютных курсов — фиксированный или плавающий.

При фиксированном валютном курсе использование денежно-кредитной политики имеет определенные особенности. Пусть, например, в данной стране снижаются процентные ставки относительно уровня других государств. Тогда капиталы начинают

утекать из страны. Однако само по себе это может не означать никаких серьезных изменений в денежной массе. Владельцы ценных бумаг или валюты этого государства будут продавать свои активы на рынке в обмен на национальные денежные единицы, которые затем будут переводиться в другие банки. Причем не всегда может иметь место и географическое перемещение денег, поскольку они могут лишь менять владельцев, даже не выходя за пределы государства. До тех пор пока в эти операции не включается центральный банк, денежная масса остается неизменной.

В то же время избежать участия центрального банка вряд ли возможно. Во-первых, операции по продаже валюты или ценных бумаг могут проходить с его участием, тогда это будет означать в случае с валютой — прямым образом, в случае с ценными бумагами — опосредовано, что денежная масса в стране сокращается. Во-вторых, и это более существенно, перевод активов в другие валюты будет оказывать понижающее давление на национальную валюту. Поскольку ее курс фиксирован, центральные органы должны будут осуществить мероприятия по поддержанию ее курса. Для этого им потребуется начать покупку национальной валюты на валютном рынке за счет продажи своих инвалютных резервов. В этом случае денежная масса сократится на величину осуществленных закупок. Сокращение денежной массы вызовет повышение процентной ставки, что остановит отток средств из страны. В результате валютный курс останется на прежнем уровне. Что касается реального дохода, то он вследствие возвращения процентных ставок к прежнему уровню останется без изменения. Таким образом, несмотря на то, что валютный курс не меняется и на первый взгляд не участвует напрямую в указанном взаимодействии, по существу, именно он и является основным звеном, посредством которого осуществляются все изменения, нейтрализующие первоначальное воздействие процентных ставок.

В конечном итоге на основании этого делается вывод, что денежная политика в условиях фиксированных курсов неэффективна, поскольку не ведет к изменению дохода, а стало быть, и не вызывает изменения внешнеторговых потоков.

Однако здесь следует иметь в виду целый ряд возможных отклонений от данного сценария. Например, он выполняется, если в числе условий есть допущение о мобильности капиталов и одновременной негибкости цен. Ведь иначе более низкие процентные ставки, с одной стороны, не вызовут оттока капитала, а с другой стороны, приведут к повышению дохода (за счет роста инвестиционной деятельности). Более высокий доход, в свою очередь, будет способствовать повышению спроса на импорт и ухудшению торгового баланса.

Аналогично, доход может измениться, если предположить, что цены являются гибкими. В этом случае сократившаяся денежная масса приведет к снижению цен, что вызовет увеличение реального дохода. Последствия для внешнеэкономического положения будут такими же, как и в предыдущем примере, — торговый баланс также ухудшится. Этому же будет способствовать и другой канал влияния цен на торговый баланс: через реальный валютный курс. Как известно, последний определяется как соотношение национальных цен, выраженных в иностранной валюте, и иностранных цен:

$$ER_r = ER \times P_d / P_f, \quad (4.1)$$

где ER_r — реальный валютный курс;

ER — номинальный валютный курс (иностранная валюта за единицу национальной валюты);

P_d — индекс национальных цен;

P_f — индекс иностранных цен.

Очевидно, что повышение номинального валютного курса влияет на реальный курс так же, как и рост национальных цен или как снижение иностранных цен. Действительно, если номинальный курс, например, не меняется, тогда как внутренние цены растут, то это приводит к переоценке национальной валюты, равнозначной ее ревальвации. Аналогично в случае, когда повышается номинальный курс, а цены не меняются, это также приводит к переоценке национальной денежной единицы. Для того чтобы оставить реальный курс на прежнем уровне, в первом примере требуется обесценение номинального курса, а во втором — снижение внутренних цен.

В свою очередь, если повышаются иностранные цены, а национальные цены и номинальный курс не меняются, то это ведет к снижению реального курса, что равноценно недооценке национальной валюты. Для выправления ситуации необходимо повышение либо номинального курса, либо цен, либо того и другого.

Еще одно обстоятельство, которое может внести изменения в первоначальную модель, — это стерилизационные операции. Поскольку вследствие участия центрального банка в покупке или продаже валюты меняется денежная масса, что является не всегда желательным, иногда проводятся операции по нейтрализации такого побочного эффекта. Для этого банк проводит операцию, обратную проведенной на валютном рынке. Если, например, было необходимо поддержать национальную валюту

и осуществлялись ее закупки, то затем следовало купить ценные бумаги, чтобы восстановить сократившуюся денежную массу. В случае продажи национальной валюты и роста денежной массы нужно, наоборот, продать ценные бумаги, с тем чтобы изъять дополнительные деньги из обращения.

В нашем примере предполагается, что стерилизационные операции не проводятся. Иначе процентная ставка оставалась бы на низком уровне и не пришла бы в соответствие с процентными ставками в других странах, и на национальную валюту оказывалось бы, таким образом, постоянное понижающее давление.

В случае повышения процентных ставок наблюдается обратная картина. В страну начинают притекать капиталы, оказывая повышающее давление на ее валюту. Центральный банк должен поддерживать курс неизменным, а потому вынужден покупать иностранную валюту, продавая национальную. В результате денежная масса увеличивается (опять при выполнении всех вышеперечисленных условий), и это влечет за собой снижение процентной ставки, что сводит на нет первоначальные усилия по проведению жесткой денежной политики.

Использование рычагов бюджетной политики (в первую очередь, налоговых) также имеет ряд особенностей при фиксированных курсах.

В случае, когда осуществляется снижение налогов, происходит увеличение реального дохода, поскольку в распоряжении экономических субъектов остается большее количество денежного дохода. Для недопущения “перегрева” экономики денежные власти могут повысить процентные ставки, что ведет к притоку капитала в страну. На национальную валюту начинает оказываться повышающее давление. Поскольку курс фиксирован, центральный банк вынужден покупать иностранную валюту и продавать национальную, чтобы поддерживать курс стабильным. В результате денежная масса расширяется, что приводит к снижению процентных ставок. Таким образом, в той части, где доход зависит от процентных ставок и движения капитала, он не изменяется. Однако не будем забывать о прямом повышении дохода вследствие снижения налогов. В конечном итоге реальный доход возрастает, что приводит к ухудшению торгового баланса из-за повышения спроса на импорт. Причем ухудшение торгового баланса будет тем значительнее, чем больше предельная склонность к импорту. Следовательно, в самом общем виде при фиксированных курсах налоговая политика более эффективна с точки зрения воздействия на внешнеэкономическое положение страны, чем денежная. Но и это положение справедливо с рядом оговорок.

Нужно помнить об условиях мобильности капиталов, негибкости цен и отсутствии стерилизационных операций со стороны Центрального банка. При нарушении этих

допущений конечный эффект будет иным. Так, если движение капиталов не чувствительно к изменению процентных ставок, то рассмотренное нами повышение последних не вызовет прямого давления на валютный курс, а приведет лишь к сдерживанию экономической активности и совокупного спроса. Очевидно, что прямой рост дохода, вызванный снижением налогов, будет выше, чем уменьшение дохода, вследствие повышения процентных ставок, однако теперь уже общее увеличение совокупного спроса будет в значительной степени сглажено этими противоположными процессами. Рост цен, если они подвижны, может также “съесть” часть роста реального дохода. И наконец, стерилизация приведет опять к повышению процентных ставок.

Повышение налогов дает нам обратную картину: снижаются процентные ставки, утекают капиталы, на национальную валюту оказывается понижающее давление. Центральный банк осуществляет ее закупки, которые приводят к уменьшению денежной массы. Процентные ставки опять повышаются, и по их каналам, таким образом, не происходит воздействия на спрос. Однако повышение налогов само по себе напрямую воздействует на уровень дохода, понижая совокупный спрос. В итоге внешнеэкономическое положение страны улучшается. Поэтому налоговая политика может рассматриваться как средство оказания воздействия на спрос и на торговый баланс, причем вновь при участии валютного курса.

При режиме “плавания” роль валютных курсов становится еще более очевидной.

Проведение смягчающей денежно-кредитной политики сопровождается понижением процентных ставок, что ведет к оттоку капиталов из страны. На валюту вновь, как и в случае с фиксированными курсами, начинает оказываться понижающее давление. Однако на этот раз центральный банк не обязан поддерживать курс своей валюты, и она, таким образом, обесценивается. Более дешевый валютный курс способствует росту экспорта и повышению дохода. Одновременно снижение процентных ставок активизирует инвестиционную деятельность, что ведет к повышению дохода и совокупного спроса. В результате доход и совокупный спрос растут как через каналы расширения экспорта, так и благодаря увеличению инвестиций. В конечном итоге, расширяется импорт, что способствует ухудшению торгового баланса. Конечно, последний вряд ли ухудшится, по крайней мере в среднесрочном плане, так как рост экспорта будет нейтрализовывать увеличение импорта, вызванное ростом дохода. Что касается платежного баланса, то его состояние будет зависеть от степени снижения процентных ставок и обесценения валюты. В принципе, отток капиталов может полностью нейтрализовать положительный эффект со стороны роста экспорта.

При повышении процентных ставок картина выглядит иначе: капиталы притекают в страну, валютный курс повышается, растет импорт, снижается доход. Снижению дохода способствуют высокие процентные ставки, сдерживающие как инвестиционную деятельность, так и потребительский спрос. В результате с увеличением притока капиталов платежный баланс улучшается. Этому же способствует сокращение спроса, вызванное ростом процентных ставок и приводящее к сокращению импорта. Однако после удорожания валюты начинают включаться факторы, действующие в сторону ухудшения торгового баланса за счет расширения импорта. На последнем (в рамках рассматриваемой взаимосвязи) этапе сокращается доход, что уменьшает и приток импорта.

Таким образом, очевидно, что денежная политика при плавающих курсах оказывает воздействие на доход и спрос, а через них (равно как и через сам валютный курс) и на платежный баланс.

В изложенной выше модели следует учитывать все из уже упоминавшихся допущений, связанных с чувствительностью капиталов, поведением цен, стерилизационными операциями. Кроме того, рассмотренная схема носит условный характер в том смысле, что она как бы вырвана из временного контекста, поскольку иначе мы имели бы дело с постоянно сменяющимися друг друга противоположными процессами, которые в долгосрочном плане практически взаимно уравновешиваются.

Несколько слов об эффективности налоговой политики. Снижение налогов, в частности, приводит к повышению дохода, спроса, увеличивает спрос на деньги и толкает процентные ставки вверх. Капиталы начинают притекать в страну, валютный курс повышается (поскольку теперь центральный банк не обязан поддерживать его фиксированным). Новый валютный курс начинает стимулировать импортные закупки и тормозит развитие экспорта. Как следствие, реальный доход в стране понижается. Что касается внешнеэкономического положения, то торговый баланс ухудшается, а состояние платежного баланса зависит от степени мобильности капиталов и эластичности экспорта и импорта к колебаниям валютного курса и цен. Чисто теоретически, капиталов должно притечь больше на столько, на сколько ухудшится торговый баланс. На практике же это условие выполняется лишь в долгосрочном плане.

При увеличении налогов доход и совокупный спрос уменьшаются, процентные ставки снижаются, капиталы утекают из страны, валютный курс обесценивается. Экспорт начинает расти, а импорт сокращаться, что приводит к увеличению дохода и спроса. Торговый баланс улучшается, а платежный баланс теоретически должен

остаться неизменным, однако на практике его состояние зависит от перечисленных выше условий.

Рассмотренные нами взаимозависимости показывают, как меняется внешнеэкономическое положение страны вследствие проведения налоговой и денежной политики при различных валютных режимах. Теперь усложним задачу и проанализируем проблему в контексте достижения не только внешнего, но и внутреннего равновесия.

Внутреннее и внешнее равновесие

Внутреннее равновесие понимается разными авторами по-разному. В одной из классических статей Мида по данной проблеме основной упор делается на обеспечении полной занятости при одновременном поддержании стабильных цен. Последнее достигается в том случае, когда спрос и предложение не будут толкать зарплату вверх более высокими темпами, чем растет производительность труда³⁷. То же понятие можно сформулировать несколько иначе: под внутренним равновесием понимается такое состояние экономики, при котором поддерживается полная занятость, а также равновесие между спросом и предложением.

Под внешним равновесием можно понимать либо равновесие торгового баланса, если акцентировать внимание на потоках товаров и услуг, либо (в более широком смысле) равновесие платежного баланса. При этом предполагается, что любые изменения торгового баланса отражаются в соответствующих переливах капиталов (отклонения от этой взаимосвязи приводят к возникновению положительного или отрицательного сальдо).

Очевидно, что в зависимости от того, с каким неравновесием мы имеем дело, соответственно будут применяться и средства либо из области налоговой, либо из области денежной политики. Достижение равновесия, например, во внешней сфере, как правило, сопровождается его нарушением во внутренней сфере, поэтому обычно необходимо применять смешанную фискально-денежную политику, чтобы не решать одних проблем за счет других. В западной экономике при характеристике такого подхода применяется термин “смешанная политика” (policy mix). Рассмотрим, какой же пакет мер в целом лучше применять при достижении внутреннего и внешнего

³⁷ См. Meade J. The meaning of “internal balance” // The Economic Journal. 1978. P. 423–435.

равновесия. На рис. 4.1 показано несколько ситуаций, при которых оба равновесия нарушены³⁸.

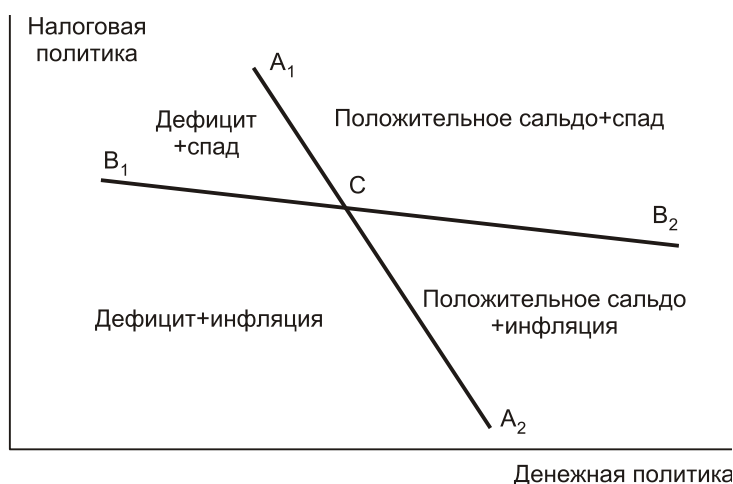


Рис. 4.1. Налоговая и денежная политика и внутреннее и внешнее равновесие

Пусть прямая A_1A_2 на рис. 4.1 обозначает внешнее равновесие. Та область, которая находится поверх прямой A_1A_2 , будет означать, следовательно, положительное сальдо платежного баланса. Область, расположенная ниже прямой A_1A_2 , характеризуется отрицательным сальдо платежного баланса. Движение вправо по оси “денежная политика” означает повышение процентных ставок. Движение вверх по оси “налоговая политика” — увеличение налогов и сокращение государственных расходов.

Прямая A_1A_2 имеет убывающую конфигурацию. Это объясняется тем, что по мере роста процентных ставок увеличивается положительное сальдо платежного баланса, и для приведения его в равновесие необходимо снизить налоги для того, чтобы увеличить совокупный спрос и стимулировать таким образом импортные закупки. Чем круче прямая, тем чувствительнее капиталы реагируют на изменения процентных ставок и тем значительнее, следовательно, нужно снижать налоги вслед даже за небольшим изменением процентных ставок.

Прямая B_1B_2 означает внутреннее равновесие. Та область, которая находится выше нее, ассоциируется с состоянием перепроизводства и дефляцией. Напротив,

³⁸ Различные варианты этого графика приводятся, напр., в: Dornbusch R., Fischer S. *Macroeconomics*. P., 1978; Scammell W.M. *International Trade and Payments* и в других работах.

область, находящаяся ниже кривой $B1B2$, характеризует экономику, в которой спрос превышает предложение, растут цены.

Прямая $B1B2$ также имеет убывающую конфигурацию. Это связано с тем, что рост процентной ставки оказывает сдерживающее воздействие на спрос и цены. Чтобы привести их в равновесие, необходимо снизить налоги и проводить политику роста государственных расходов. Угол наклона прямой $B1B2$ зависит от того, что сильнее воздействует на внутренний спрос — денежная или налоговая политика. Представляется, что процентные ставки влияют главным образом на инвестиционную деятельность и на потребление в части товаров длительного пользования. Их повышение, следовательно, в первую очередь отражается на этих компонентах внутреннего спроса. Одновременно процентные ставки сдерживают рост цен, что в некотором смысле смягчает сокращение реального спроса. В то же время снижение налогов и увеличение государственных расходов влияют на все компоненты спроса. Поэтому в принципе налоговая политика оказывает на внутреннее равновесие большее влияние, чем денежная политика, и кривая имеет относительно пологий наклон.

Таким образом, обычно принято считать, что денежная политика является эффективным средством для устранения внешнего равновесия, а налоговая политика более целесообразна при решении проблем внутреннего дисбаланса³⁹.

Точка пересечения обеих прямых (C) означает ту ситуацию, когда достигнуто и внутреннее, и внешнее равновесие. Любое движение в сторону от точки C означает нарушение одного вида равновесия или их обоих.

Так, область, находящаяся поверх угла $A1CB2$, показывает экономику, в которой отмечаются перепроизводство и положительное сальдо платежного баланса. В этом случае используемыми средствами должны стать снижение налогов и снижение процентных ставок, которые приведут к точке равновесия C . Графически это движение выглядит не в виде прямой DC , а как ступенчатые изменения (рис.4.2). Повышение налогов приводит к внутреннему равновесию в точке $D1$. Однако в ней по-прежнему сохраняется внешнее неравновесие. Чтобы его устранить, потребуется снижение процентных ставок, которое приведет в точку $D2$. В ней отмечаются равновесие платежного баланса и небольшая инфляция на внутреннем рынке, вызванная некоторым

³⁹ Следует оговориться, что нельзя с полной категоричностью утверждать, какая из политик более эффективна. Исследования многих экономистов подтверждают приведенный выше вывод. Однако в ряде работ он ставится под сомнение. См., напр.: Boughton J. Policy Coordination with Somewhat Flexible Exchange Rates // Blueprints for Exchange Rate Management / Ed. B.Eichengreen, M.Miller, R.Porter. L., 1988.

превышением спроса над предложением. Чтобы ликвидировать такое превышение, следует уменьшить спрос путем повышения налогов до D_3 . В результате через затухающие пороговые уровни мы придем к внутреннему и внешнему равновесию в точке C (рис.4.2.).

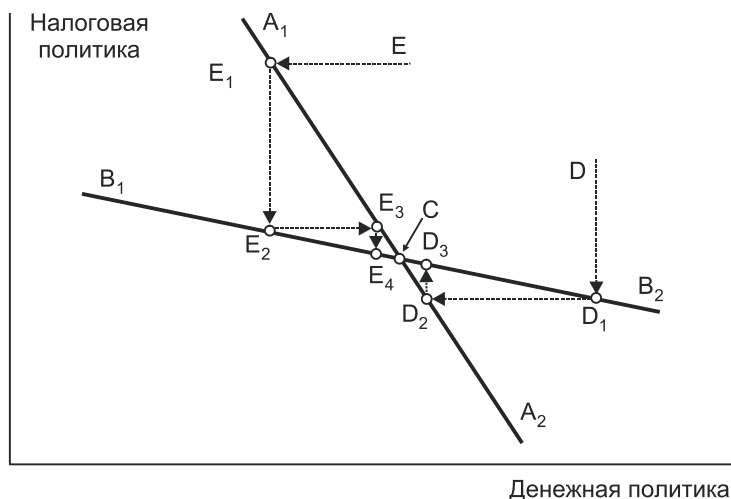


Рис. 4.2. Достижение внутреннего и внешнего равновесия

Если мы находимся в точке E , то в данном случае для достижения полного равновесия необходимо лишь снизить налоги, что стимулирует внутренний спрос и обеспечит выход из состояния экономического спада. Одновременно увеличится и импорт, а это приведет в равновесие платежный баланс. Однако следует иметь в виду, что на практике довольно сложно бывает определить точную “дозу” использования рычагов по регулированию. Поэтому в только что рассмотренных примерах практические шаги все равно будут включать и денежные и фискальные меры, которые по уже рассмотренной затухающей траектории приведут в точку C .

Область, находящаяся внутри угла $A_2B_2C_2$, характеризует экономику, в которой отмечаются положительное сальдо платежного баланса и рост цен. Чтобы из такого положения достичь равновесия, необходимо снизить процентные ставки, что вызовет отток капитала, и одновременно повысить налоги с целью сокращения внутреннего спроса.

Зона B_1CA_2 характеризуется дефицитом платежного баланса и инфляцией. Для выправления внутренней несбалансированности следует поднять налоги, которые будут ограничивать совокупный спрос, а дефицит платежного баланса можно устранить, повысив процентные ставки.

Угол A_1CB_1 характеризует экономику в состоянии спада при дефиците платежного баланса. Для стимулирования экономического роста возможно снижение налогов. Уменьшение дефицита платежного баланса устраняется повышением процентных ставок.

В случае, если налоговая политика будет использоваться для устранения неравновесия платежного баланса, а денежная — для восстановления внутреннего равновесия, сочетание этих рычагов будет оказывать расшатывающее воздействие на экономику, отдаляя ее от состояния общего равновесия.

Пусть, например, мы находимся в точке H (рис. 4.3), которая соответствует состоянию равновесия платежного баланса при одновременном росте инфляции. Тогда, если мы отойдем от традиционного механизма регулирования и используем денежную политику для сдерживания инфляции (меру, саму по себе эффективную для таких целей, если абстрагироваться от решения других задач), то мы достигнем внутреннего равновесия в точке H_1 . Однако в этом случае мы столкнемся с существенным нарушением внешнего равновесия. Если попытаться ликвидировать его путем снижения налогов для стимулирования внутреннего спроса и роста импорта, то в точке H_2 , где достигается сбалансированность платежного баланса, будет иметь место еще большее, чем первоначально нарушение внутреннего равновесия. Таким образом, вместо того, чтобы приближаться к точке общего равновесия, мы от нее удаляемся.

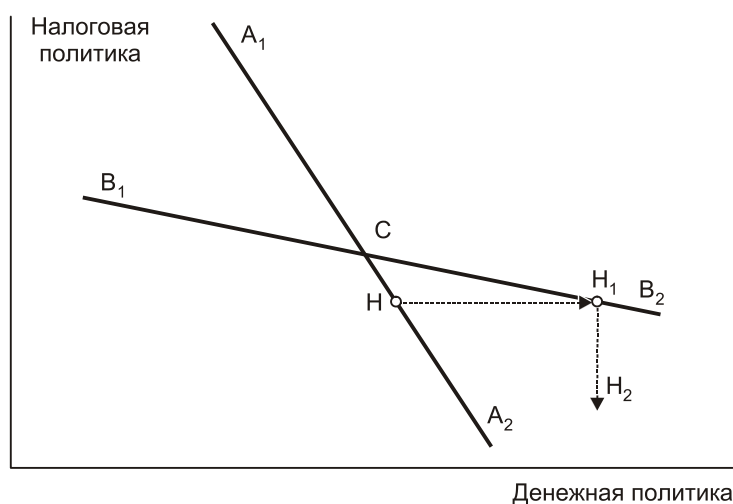


Рис. 4.3. Нарушение равновесия при помощи “смешанной” политики

Так выглядят в общем виде некоторые возможные комбинации использования налоговой и денежной политики для достижения сбалансированности экономики. В то же время следует иметь в виду, что “смешанная” политика применяется не только для одновременного достижения внутреннего и внешнего равновесия, но и применительно к каждой отдельной сфере. При этом зачастую бывает непросто предсказать, каков будет конечный эффект с точки зрения общего равновесия, так как используемые рычаги могут нейтрализовать друг друга. (рис. 4.3).

Как правило, при выборе пакета мероприятий проводятся тщательные статистические исследования, при помощи которых выявляются степень, характер, особенности воздействия отдельных рычагов, а также моделируется их влияние в совокупности с другими факторами, с тем чтобы таким образом выйти на наиболее приемлемые варианты экономической политики. В рамках данной работы мы не ставим целью анализ таких модельных построений, поскольку каждый раз это является построением типа *ad hoc* — с учетом мельчайших особенностей экономической ситуации и ставящимися в этой связи задачами.

В качестве основополагающих принципов используются уже известные нам закономерности. Причем использование “смешанной” политики и для внутренней и для внешней сферы накладывает некоторую специфику на характер влияния отдельных рычагов.

Так, применительно к внутренней сфере обычно разграничиваются области воздействия налоговой и денежной политики. Считается, что первая наиболее эффективна при регулировании экономического роста путем изменения совокупного спроса. Вторая же главным образом влияет на цены через изменения в спросе на деньги. В значительной степени такое разделение является условным. В частности, та же налоговая политика, изменяя совокупный спрос и темпы экономического роста, очевидно, приводит и к изменению уровня цен. В свою очередь, денежная политика через изменения денежной массы и процентной ставки воздействует и на совокупный спрос. Уже говорилось, что повышение процентной ставки, например, сдерживает рост инвестиций и потребления, что, естественно, отражается на экономическом росте.

Что касается “смешанной” политики применительно к внешней сфере, то процентные ставки наиболее эффективно могут использоваться при регулировании движения капиталов, валютного курса и через него — торгового баланса. Налоговая политика, меняя совокупный спрос, непосредственно воздействует на торговый баланс, сокращая или повышая импорт, а также высвобождая или загружая производственные мощности, которые могли бы использоваться для экспорта. Как правило, оба рычага —

и денежный и фискальный — используются как дополняющие. Например, ликвидация дефицита торгового баланса потребует сокращения импортного спроса при удешевлении национальной валюты, для чего необходимо (в самом общем виде) поднять налоги и снизить процентные ставки.

Очевидно, что эффективность изложенных выше мер зависит от того, насколько в нынешней взаимосвязанной экономике ситуация в других странах позволяет решать экономические задачи, стоящие перед данной страной. Можно отметить целый ряд случаев, когда принимаемые в одностороннем порядке меры не дадут никакого результата, так как не будут скоординированы с основными партнерами.

Предположим, страна понижает процентные ставки для того, чтобы вызвать обесценение валюты, необходимое ей для улучшения торгового баланса. Однако основные партнеры в это время проводят политику по стимулированию экономического роста и также снижают процент. В результате капиталы не притекают или притекают в страну не в той мере, в какой это необходимо.

Другой, более распространенный случай, когда страна желает расширить экспорт, для чего требуется соответствующее расширение заграничного импортного спроса. Однако другие страны не всегда идут на стимулирование внутреннего спроса, поскольку для них это может быть связано с увеличением бюджетного и внешнеторгового дефицита. Поэтому любые меры, проводимые страной изолированно от партнеров, особенно если страна небольшая, могут быть неэффективны. В этой связи со всей остротой встает вопрос о координации экономической политики ведущих капиталистических государств.

Проблема координации экономической политики промышленно развитых стран

При всех кажущихся преимуществах координации экономической политики в действительности вопрос вызывал большие разногласия в группе ведущих стран. Проблема заключается в том, что координация предполагает уступки, которые могут не вписываться в планы текущей экономической политики. Очень часты ситуации, когда принятие мер, продиктованных внешними обстоятельствами, противоречит внутриэкономическим целям. Все страны заинтересованы в том, чтобы их собственные проблемы решались за счет и при помощи партнеров. В то же время никто не хочет идти

на серьезные уступки, когда речь идет о решении проблем, стоящих перед другими государствами.

Это в полной мере относится и к валютным отношениям. Страны Запада стоят, по существу, перед выбором: обеспечить устойчивость валютных курсов, которая отвечает общим интересам, но требует определенных жертв в области национальной политики, или же смириться с нестабильностью валютной сферы, сохранив свободу рук при проведении национальной экономической политики.

Характерной в этой связи была политика, проводившаяся Соединенными Штатами в прошлом (в частности, в 1980-е годы). Американцы осуществляли политику, которую можно было охарактеризовать как политику “добросовестного невмешательства” (*benign neglect*), и предпочитали, несмотря на желание стран Западной Европы и Японии, не координировать с ними экономическую политику, регулируя доллар собственными силами. Понятно, что масштабы американской экономики и уникальное международное положение доллара позволяли Соединенным Штатам достаточно безболезненно решать стоящие перед ними задачи во внешней сфере, причем часто за счет других государств. Так было, например, в случае с повышением процентных ставок США, которые притянули в страну западноевропейские и японские капиталы, создав определенные трудности для этих регионов, сократив их возможности для внутреннего инвестирования.

При этом задачи, которые ставили перед собой американцы в конце 1980-х годов, сводились к достижению двух трудно совместимых целей: сокращению внешнеторгового дефицита и поддержанию относительно высоких темпов экономического роста. Оказалось, что без взаимной координации решить эти проблемы даже такой мощной экономике, как американская, не удастся. Их партнеры отчасти тоже были заинтересованы в решении американских проблем. Ведь если такая крупная страна, как Соединенные Штаты, существенно сократила бы свой внутренний спрос, то это неизбежно привело бы к замедлению темпов роста и их основных партнеров, и вообще в худшем варианте могло привести к спаду в мировой экономике в целом.

Для предотвращения такого поворота событий ведущим капиталистическим странам пришлось бы в некотором роде импортировать часть американских проблем. Чтобы предотвратить резкое замедление темпов экономического роста, они были бы вынуждены проводить политику стимулирования своего внутреннего спроса, что означало бы возникновение отрицательного сальдо торгового баланса и, возможно, бюджетные проблемы.

Вместе с тем такая политика ЕС и Японии позволила бы Соединенным Штатам перенести центр тяжести с экономического роста, основывающегося на внутреннем спросе, на рост, поддерживаемый внешним спросом. В этом случае в сочетании с дальнейшим обесценением доллара Соединенные Штаты могли сократить свой внешнеторговый дефицит.

С самого начала было ясно, что выполнение условий такого сценария было весьма неопределенным. В частности, несмотря на то что в Японии вроде бы проявлялись тенденции к стимулированию внутреннего спроса, то же самое нельзя было сказать о странах Западной Европы. В самих Соединенных Штатах общая политика, направленная на сокращение бюджетного дефицита (закон Грэмма–Рудмана–Холлинкса), довольно медленно воплощалась в сколько-нибудь существенный пакет конкретных мер по достижению указанных целей. И наконец, налицо была явная стабилизация курса доллара.

В свою очередь, если бы Западная Европа и Япония в такой же мере, как США, осуществляли политику по стимулированию экономического роста за счет внутреннего спроса, то промышленно развитым странам для выхода из создавшегося положения в результате пришлось бы вновь пойти на сокращение спроса, которое привело бы весь капиталистический мир к кризису.

Таким образом, даже на основе тех реалий, которые сформировались в мировой экономике к концу 1980-х годов, Соединенные Штаты и их основные партнеры пришли к пониманию необходимости и желательности для них более тесной координации национальных экономических политик.

Последующие события только укрепили это понимание. Дальнейшее сближение экономических структур, продолжающееся выравнивание темпов экономического роста промышленно развитых стран, синхронизация движения основных экономических показателей, выход процессов европейской интеграции на качественно новый уровень, обусловивший возможность введения единой европейской валюты евро, и, наконец, все более тесное вовлечение стран Восточной Европы в международную экономику делают в условиях растущей глобализации малоэффективным регулирование собственными силами даже национальных процессов.

В этой области имеется большой простор для взаимодействия — от выработки общих подходов к решению международных экономических проблем, которые были характерны для ежегодных встреч “семерки”, до разработки и осуществления программ совместного макроэкономического регулирования. Максимально эффективная реализация таких программ, очевидно, требует координации политик по всем основным

экономическим показателям (темпы экономического роста, денежная масса, уровень процентных ставок, бюджетное и внешнеторговое сальдо, валютный курс и др.). При этом важное значение имеет не только информационное обеспечение программ с точки зрения предоставления всех данных о текущем состоянии экономики, но и информация “о намерениях”, о том, какую политику хотели бы проводить страны в ближайшем будущем. Понятно, что достижение полного согласия в этих вопросах — вещь труднодостижимая.

Однако при разумном соблюдении баланса интересов, создании условий для формирования “управляемого несоответствия” в фазах экономического цикла (под которым понимается достижение некоторой асимметрии в экономическом развитии для более равномерного — с временной точки зрения — рассредоточения проблем) представляется, что можно было бы достаточно эффективно сглаживать возникающие перекосы в экономическом развитии отдельных стран.

Кризисные события в мировой финансовой системе конца 1990-х годов перевели ход обсуждения вопросов регулирования и координации в более жесткую плоскость, поскольку механизмы мировой экономики стали иметь качественно иное проявление, когда масштабы глобализации валютно-финансовых процессов достигли такого уровня, который делает возможным быстрое распространение кризисных явлений из одной части мира в другую. В этой связи мировому сообществу стало очевидно, что ему предстоит выработка и качественно новых механизмов регулирования, которые создавали бы запас прочности мировой валютной системе и мировой экономике в современных условиях.

В таких условиях поднимаются вопросы относительно пересмотра существующих принципов и механизмов мирохозяйственных связей, относительно важности выработки и проведения совместных подходов, не допускающих разрастания региональных кризисов в мировой, об использовании жестких инструментов контроля за соблюдением финансовой дисциплины и т.д. Стало говорить о разработке механизмов, которые, по сути, могли бы нащупать подходы к “управляемой глобализации”, — об ограничениях на мобильность капиталов, особом контроле за движением краткосрочных ресурсов, использовании новых “якорей” в курсовой политике.

При этом действие обсуждаемых мер стало обговариваться как в микро-, так и в макроэкономическом плане. Очевидно, что эффективность координации на уровне отдельных стран может быть значительно снижена, если на микроуровне ведущие экономические субъекты не будут соблюдать финансовую дисциплину, что в итоге

может осложнить и финансовое состояние их государства в целом, а затем (учитывая взаимопереплетенность финансовых потоков) перекинуться и на другие страны.

В этой связи высказываются мнения относительно необходимости не только национального, но и международного контроля за основными компаниями и банками.

Ставятся стандартные в кризисных ситуациях вопросы об ужесточении нормативов, применяемых к экономическим субъектам, о более жестком пруденциальном надзоре, о санации или реструктуризации кризисных компаний.

В целом предполагается, что укрупнение компаний и банков с консолидацией механизмов принятия решений и контроля за их исполнением может способствовать указанной цели. Этой же цели может способствовать усиление роли международных банков и компаний во внутренней экономике. Так, по мнению английского журнала "The Economist", одним из средств предотвращения кризиса может быть "стимулирование интернационализации банковской системы"⁴⁰. В более радикальном варианте говорится о поглощении национальных банков международными, поскольку "иностранное владение банками является одним из наиболее эффективных путей к финансовой безопасности"⁴¹.

На страновом уровне также предполагается использование многоуровневой системы контроля, которая обеспечивала бы недопущение нарушения странами финансовой дисциплины. При этом очевидно, что в государствах с конвертируемыми валютами такая дисциплина особенно важна. Так, если в странах с ограниченной конвертируемостью нарушение дисциплины может привести к локальной дестабилизации и лишь затем через вовлеченность в эти рынки международных операторов перекинуться на другие регионы, то в случае с основными государствами послабления в финансовой дисциплине (прямая эмиссия под спасение кризисных компаний или под бюджетные расходы и т.д.) будут означать не только возникновение внутренних диспропорций в экономике, но и глобальное увеличение необеспеченной международной ликвидности (которое не выправится сразу коррективами в валютном курсе).

В этой связи и на межстрановом уровне ставится вопрос об использовании более централизованных механизмов принятия решений. При этом подразумевается необходимость большей межстрановой консолидации при осуществлении политики регулирования и надзора, поскольку те же финансовые рынки будучи международными

⁴⁰ The Economist. March 20. 1999.

⁴¹ The Economist. January 30. 1999.

по своей природе, тем не менее подвержены регулированию со стороны национальных властей, что касается и других секторов.

Очевидно, это означает, что национальные органы уже будут не вправе проводить абсолютно автономную экономическую политику. В более жестких вариантах предполагается делегирование всех основных прав при проведении экономической политики централизованным наднациональным органам. Примером одного из таких подходов может служить Европейская валютная система. Возникшие на ее основе механизмы предполагают лишение центральных банков стран-членов независимости и передачу выполнения их основных функций в Европейский центральный банк. При этом предполагаются максимальная централизация и консолидация принимаемых решений. В условиях одновременного наведения дисциплины на микроуровне речь идет о ситуации, когда нынешние и возможные будущие кризисные процессы будут решаться на основе принципов “экономической диктатуры”.

Остановимся в этой связи более подробно на некоторых основных моментах, связанных с возникновением Европейской валютной системы и созданием единой европейской валюты евро как прообраза тех механизмов регулирования, которые, по-видимому, могут преобладать в будущем.

ЕДИНАЯ ВАЛЮТА ЕВРО И МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА

Проблема воздействия валютного фактора на международную экономику приобрела новые аспекты ввиду недавнего введения единой европейской валюты евро.

Введение евро не сводится к появлению на международных финансовых рынках еще одной валюты. По своей экономической сути это — фактически завершающий этап более глубоких экономических преобразований, которые начали осуществляться в Европе в послевоенный период, направленных на создание единого экономического пространства.

Более того, в условиях развития в отдельных регионах мира валютных и финансовых кризисов механизмы евро могут рассматриваться как один из возможных подходов к предотвращению мирового финансового кризиса— через ужесточение финансовой дисциплины группы стран, централизованное проведение ими денежно-кредитной и валютной политики. Достигается такая, казалось, трудноосуществимая задача, когда отдельные государства готовы поступиться своей экономической (а в перспективе, вероятно, и политической) автономией для обеспечения скоординированного регулирования экономических процессов.

Еще в 1960-е годы один из авторов концепции “оптимальной валютной зоны” Р. Мэнделл указывал на то, что “в реальном мире валюты являются выражением национального суверенитета, а потому валютная реорганизация может быть оправдана, если сопровождается глубокими политическими изменениями. Таким образом, концепция оптимальной валютной зоны может применяться к странам, чья политическая организация подвержена ”текучести”, и это касается, в частности, бывших колоний и стран Западной Европы”⁴².

С момента возникновения ЕЭС в середине 1950-х годов происходило постепенное выравнивание экономических условий в странах — членах этой организации, сопровождавшееся поэтапной либерализацией различных сфер обмена— рынка рабочей силы, товаров, финансовых ресурсов. Параллельно осуществлялись меры по установлению новых принципов регулирования валютной системы в Европе,

⁴² Mundell R. International Economics. Macmillan company, NY. Collier-Macmillan, London. 1968. P. 182.

учитывающих изменения в механизме функционирования мировой валютной системы, отход от договоренностей Бреттон–Вудса, введение режима “плавания” валютных курсов и пр.

Преобразования, осуществленные в рамках ЕЭС за период ее существования, равно как и подходы к регулированию в валютной сфере достаточно подробно описаны и проанализированы в российской и зарубежной экономической литературе⁴³, поэтому мы не будем останавливаться на характеристике этих процессов в данной работе.

Следует, однако, отметить, что введение евро, по сути, подводит итог более чем 40 годам развития европейской интеграции и означает установление единого валютного пространства с весьма существенными изменениями в макроэкономических подходах и с не менее серьезными изменениями на микроуровне — в деятельности банков, финансовых компаний, торговых фирм.

Остановимся в этой связи на основных вопросах, связанных с этими изменениями. Следует указать, что подписание в 1991 г. Маастрихтских соглашений определило последовательность шагов при формировании Европейской валютной системы (ЕВС).

Первый этап охватывал период, непосредственно предшествующий дате подписания и заканчивающийся в 1993 г. За это время предполагалось осуществить полную либерализацию в сфере движения капиталов, а также установить более тесное взаимодействие между странами-членами в вопросах координации макроэкономической политики. Очевидно, чтобы быть эффективным, регулирование собственно валютных курсов должно не ограничиваться традиционными для такого регулирования краткосрочными рычагами (осуществлением интервенций, операциями на открытом рынке и пр.), а опираться на более долгосрочные рычаги денежно-кредитной и фискальной политики. В случае же, когда речь идет о формировании единого валютного курса столь обширного региона, макроэкономическое регулирование становится преобладающим. Очевидно также и то, что от согласованности действий и от дисциплины каждой из стран-участниц зависит эффективность регулирования курса евро.

⁴³ См., напр.: The European community's financial system. Buxelles, 1975; European economic community. The instruments of monetary policy in the countries of the European economic community; European community's 1992 economic integration plan. Report of the Subcommittee on integrated economic policy and trade, May 1989 to the Committee of foreign affairs, US House of representatives. Wash.: Gov. print. off., 1989; М.М. Максимова, Ю.В.Шишков, Н. Леман (ГДР) и др. Европейское сообщество: регулирование интеграционных процессов / Отв. ред.: М.М.Максимова и др. АН СССР. Ин-т мировой экономики и международных отношений. М.: Наука, 1986.

Второй этап (его действие распространялось на период 1994–1998 гг.) предполагал еще более тесную координацию при проведении национальных экономических политик, введение определенных ограничений для стран при осуществлении своей национальной политики, а также создание Европейского валютного института. Последний являлся прообразом Европейского Центрального банка.

Третий этап начался 1 января 1999 г. Его главным событием стало введение единой валюты. Эта мера была осуществлена путем перевода национальных валют стран-участниц в евро по специально установленному курсу. Предполагалось, что фиксация курсов пересчета не будет подлежать пересмотру, а национальные валюты сохраняют свое действие в течение определенного периода. Введение евро на данном этапе было осуществлено в безналичной форме. На более позднем этапе — с января 2002 г. предполагается замена наличных денег на банкноты нового образца. Принципиальным является также то обстоятельство, что на данном этапе (с января 1999 г.) национальные центральные банки стран-участниц передали полномочия по проведению денежно-кредитной и валютной политики Европейскому Центральному банку. Формально при этом указанные банки образовали Европейскую систему центральных банков.

Таковым был в самом общем виде график введения евро. При более внимательном рассмотрении вполне естественно возникает большое количество вопросов и проблем, с которыми приходится сталкиваться организаторам этой инициативы на макроуровне. Что касается самих участников рынка, то им в свою очередь приходится адаптироваться к новым условиям и менять некоторые подходы в своей деятельности на микроуровне.

Важным вопросом на макроуровне является проблема соответствия национальных экономик друг другу.

В идеале, для того чтобы говорить о возможном эффективном применении механизмов действия единой валюты, речь должна идти о создании так называемой “оптимальной валютной зоны” (*optimum currency area*) (о чем говорилось выше), которая предполагает унификацию экономических процессов, свободное движение ресурсов и т.д. По сути, речь должна идти об унификации, характерной, например, для отдельных штатов в США. Именно в этом случае мы можем говорить об эффективной денежно-кредитной политике, проводимой из единого центрального банка, и адекватной реакции всех регионов зоны на одинаковое экономическое воздействие. Но даже в Соединенных Штатах разные штаты (из-за различий в отраслевой структуре экономики отдельных штатов и т.д.) могут зачастую неодинаково реагировать на применение тех или иных экономических рычагов. Тем более это можно наблюдать в странах зоны евро, у которых об уровне унификации, сопоставимом с США, речи не идет.

Ввиду отмечающихся различий в экономиках стран — членов будущего механизма стали высказываться мнения относительно преобладания политического фактора при принятии решения о введении евро, нежели экономического. Поскольку последний предполагал бы осуществление дальнейшей подготовительной работы и создание условий, обеспечивающих более полную унификацию и гармонизацию экономических процессов стран региона.

Различия между странами стали в очередной раз выявляться на предварительном этапе, когда предполагалось установить критерии “допуска” кандидатов в новую систему. Как следует из Протокола о процедуре, касающейся чрезмерного дефицита, Протокола о критериях сближения, а также из соответствующих статей Договора ЕС (в частности, ст. 109j(1), ст. 104с), в качестве основных критериев для контроля выбраны: бюджетный дефицит, уровень внутреннего долга, темпы инфляции, уровень процентных ставок, политика в области валютного курса⁴⁴.

Устанавливалось, что отношение планируемого или фактического дефицита к ВВП в рыночных ценах не должно превышать 3%. Принимая во внимание, что столь жесткий уровень мог быть трудновыполним, делалось допущение, разрешающее превышение в тех случаях, если:

- 1) указанное соотношение постоянно и существенно снижалось и достигло близких к требуемым величин;
- 2) превышение носило временный характер и являлось исключением, и контрольные величины сохраняются на требуемом уровне.

Также определялось пороговое значение, равное 60%, для отношения государственного долга к ВВП в рыночных ценах. Аналогично критерию бюджетного дефицита здесь делалось допущение относительно возможного превышения в случае, если это отношение “существенно” уменьшается и приближается к пороговому значению “удовлетворительным темпом”.

Применительно к ценам ст. 1 Протокола о критериях сближения оговаривает, что государство должно иметь уровень цен, который характеризует долговременный средний темп инфляции, не превышающий 1,5% (в течение одного года, предшествующего сравнению) аналогичного показателя тех трех стран, в которых достигнута наибольшая за указанный период ценовая стабильность (за основу при анализе берется индекс потребительских цен, построенный на сопоставимой основе).

⁴⁴ См. Единый европейский акт. Договор о Европейском Союзе. М.: Право, 1994.

При этом речь в данном случае идет о среднеарифметическом значении темпов инфляции в трех странах, что в значительной степени делает такие сопоставления номинальными, поскольку усредненный показатель для разномасштабных экономик без применения процедуры взвешивания лишает полученный показатель экономического смысла.

Относительно процентных ставок применяется примерно такой же подход, согласно которому средняя величина долгосрочной номинальной процентной ставки не должна превышать более чем на 2% аналогичные показатели в трех наиболее благополучных с точки зрения стабильности цен странах. Процентные ставки рассчитываются на основе показателей долгосрочных правительственных облигаций или сопоставимых бумаг с учетом различий в национальных определениях⁴⁵.

Авторы данного условия, очевидно, исходят из того факта, что показатели процентных ставок по самым надежным (государственным) бумагам должны содержать наименьший по сравнению с любыми другими бумагами, эмитированными на данном рынке, компонент риска, а потому быть относительно более точным фактором, характеризующим и инфляцию, и доверие участников рынка к государству, и ожидания относительно будущего экономического положения. Как и в случае с оценкой темпов инфляции, при сравнениях используются среднеарифметические значения.

Более мягким ограничениям подвержена политика в области валютных курсов. Указывается, что государства-участники не должны были в течение двух лет, предшествующих периоду оценки, принимать каких-либо особых мер по поддержанию валютного курса в “нормальных” границах колебаний, установленных в рамках Европейской валютной системы, а также проводить по собственной инициативе и на двусторонней основе девальвацию национальной валюты. Выполнение указанного условия предполагало, что отмечавшиеся за обозначенный период уровни курсов национальных валют реально отражали экономическое положение в своих странах и их уровень конкурентоспособности. Данное ограничение было направлено также на то, чтобы избежать ситуации, когда страны в преддверии фиксации валютных курсов захотели бы в одностороннем порядке установить курс своей валюты на более благоприятном уровне. В случае с девальвацией речь шла о возможных попытках одностороннего улучшения конкурентоспособности.

Однако в более широком плане в интересы стран могло входить и намерение несколько завязать цену национальной валюты, в частности, для решения некоторых

⁴⁵ См. Единый европейский акт. Договор о Европейском Союзе. М.: Право, 1994. С. 219.

вопросов в денежно-кредитной сфере. Вызывало некоторые дискуссии понятие “нормальных” границ колебаний. Как известно, за время действия Маастрихтских соглашений допустимые границы колебаний курсов в рамках Европейского Валютного Механизма были расширены с 2,25% центральных курсов (за исключением испанской песеты, которой в 1989 г. был установлен лимит колебаний в 6%) до 15% в результате осложнений в Европейской валютной системе (с оговорками относительно немецкой марки и голландского гульдена, чей режим взаимных колебаний был сохранен в диапазоне 2,25%). Очевидно, что “кризисный” режим колебаний вряд ли мог рассматриваться в качестве “проходного” при присоединении к Экономическому и Валютному Союзу. Поэтому применялись более гибкие критерии оценки курсовых колебаний на основе фактических тенденций и с учетом колебаний “благополучных” валют.

В табл. 5.1 приводятся данные, характеризующие состояние в основных европейских государствах в 1995–1997 гг. по указанным выше показателям. В целом ситуация весьма различна в зависимости от того, о каких критериях идет речь. Так, если говорить об инфляции или процентных ставках, то большинство из рассматриваемых стран либо уже отвечало заданным параметрам, либо планировало выйти на них в течение 1997 г.

Гораздо сложнее обстояло дело с параметрами бюджетного дефицита и государственного долга. Ситуация с корректировками представлялась достаточно неоднозначной, поскольку выправление дефицита, в частности, могло вызвать экономический спад и обострение проблемы безработицы, что противоречило бы декларируемым целям содействия занятости. Разногласия по социальным вопросам часто становились камнем преткновения между главными участниками механизма — Францией и Германией. Более того, очевидно, что та или иная структура доходов и расходов бюджета не может меняться быстро, так как увязана с определенной структурой экономики и экономическим положением в целом.

Т а б л и ц а 5.1

Некоторые экономические показатели стран — членов Маастрихтских соглашений, 1995–1997 гг.

Страна	Темпы инфляции ¹			Долгосрочные процентные ставки ²			Отношение положительного сальдо или дефицита государственного бюджета к ВВП в рыночных ценах			Отношение валового государственного долга к ВВП в рыночных ценах		
	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.
Бельгия	1,4	1,8	2	7,5	6,5	6	–4,1	–3,3	–2,9	133,7	130,6	127,3
Дания	2,3	1,9	2,4	8,3	7,2	6,7	–1,6	–1,4	–0,3	71,9	70,2	69
Германия	1,5	1,2	2	6,9	6,2	5,9	–3,5	–4	–3,2	58,1	60,8	61,5
Греция	9	7,9	7,5	17,3	14,8	13,8	–9,1	–7,9	–7	111,8	110,6	113,4
Испания	4,7	3,6	2,8	11,3	8,7	6,7	–6,6	–4,4	–3	65,7	67,8	68
Франция	1,7	2,1	2	7,5	6,3	5,9	–4,8	–4	–3	52,8	56,4	58
Ирландия	2,4		2,4	8,3	7,3	6,7	–2	–1,6	–1,5	81,6	74,7	79
Италия	5,4	4	2,5	12,2	9,4	7,4	–7,1	–6,6	–4,1	124,9	123,4	124,6
Люксембург	1,9	1,2	2	7,2	6,3	6	1,5	0,9	1	6	7,8	7,8
Нидерланды	1,1	1,5	2,3	6,9	6,2	5,8	–4	–2,6	–2	79,7	78,7	76,2
Австрия	2	1,8	1,9	7,1	6,3	6	–5,9	–4,3	–3	69	71,7	66,8
Португалия	3,8	2,9	2,6	11,5	8,6	6,6	–5,1	–4	–3	71,7	71,1	70
Финляндия	1	1,5	1,7	8,8	7,1	6,2	–5,2	–3,3	–1,5	59,2	61,3	64,5
Швеция	2,9	0,8	1,7	10,2	8	6,9	–8,1	–3,9	–2,3	78,7	78,1	79,3
Великобритания	3,1		3,3	8,3	7,9	7,7	–5,8	–4,6	–3,9	54,1	56,2	57,2

Страна	Темпы инфляции ¹			Долгосрочные процентные ставки ²			Отношение положительного сальдо или дефицита государственного бюджета к ВВП в рыночных ценах			Отношение валового государственного долга к ВВП в рыночных ценах		
	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.
Оценочный уровень	2,7	2,5	3,3	9,7	8,8 ³	8,4	–3	–3	–3	60	60	60

¹Рассчитаны на основе промежуточных индексов потребительских цен (ИПЦ).

²Средние за период.

³Данная цифра получена нами на основании выбора стран с наибольшей ценовой стабильностью, приводимого Европейским валютным институтом. В ряде других публикаций (см., напр., EMU and euro: the consequences // ABN AMRO. February 1997) дается оценка на уровне 9,3.

Источник: European Monetary Institute. Annual Report, 1996, April 1997. Frankfurt am Main. P. 54.; EMU and euro: the consequences // ABN AMRO Bank, 1997.

Еще более сложным представлялось решение проблемы государственного долга, поскольку его амортизация и процентные платежи растянуты во времени, а его ускоренное погашение могло оказать дополнительное давление на бюджет.

Учитывая, что целый ряд стран мог не выполнить выдвигаемых условий, было очевидно, что сторонники Европейского валютного союза не будут настаивать на жесткой трактовке статей договора, ставя тем самым под угрозу его полномасштабную реализацию. Поэтому, так же как и в случае с валютными курсами, представлялось, что данные критерии будут применяться более гибко с основным акцентом на улучшении показателей в рассматриваемых странах.

В результате так и получилось. По итоговым (т.е. предшествующим 1999г.) показателям большинство стран, как и ожидалось, не вписалось в заданные параметры, позволяющие говорить о “допуске” в систему (табл. 5.2). Это тем не менее не помешало 11 государствам, приведенным в таблице, стать членами зоны евро.

Т а б л и ц а 5.2

Выполнение нормативов участия в зоне евро ее странами, 1999 г.

Страна	Дефицит госбюджета(% ВВП)	Государственный долг(% ВВП)	Уровень инфляции(%)*	Уровень процентных ставок по долгосрочным кредитам (%)**
Австрия	2,5	66,1	1,1	5,6
Бельгия	2,1	122,2	1,4	5,7
Германия	2,7	61,3	1,4	5,6
Ирландия	−0,9	66,3	1,2	6,2
Испания	2,6	68,8	1,8	6,3
Италия	2,7	121,6	1,8	6,7
Люксембург	−1,7	6,7	1,4	5,6
Нидерланды	1,4	72,1	1,8	5,5
Португалия	2,5	62	1,8	6,2
Финляндия	0,9	55,8	1,3	5,9
Франция	3	58	1,2	5,5

* Норматив допуска составляет к 1999 г. — 2,71%.

** Норматив допуска составляет к 1999 г. — 7,81%.

Источник: ЕС. Euro 1999. Brussels, 1998. Р. 16 (приводится по: Иванов И. Старт евро зоны // Мировая экономика и международные отношения. 1999. № 1. С. 4).

Вызывала вопросы и проблема фиксации валютных курсов. Как уже говорилось, 1 января 1999 г. курсы валют стран-участниц были зафиксированы относительно евро. Применение возможных методов при установке курсовых соотношений должно было основываться на складывающихся соотношениях в рамках действия ЭКЮ (табл. 5.3).

Т а б л и ц а 5.3

“Корзина” ЭКЮ на основе рыночных и теоретических котировок

Страна	Дефицит госбюджета(% ВВП)	Государственный долг(% ВВП)	Уровень инфляции(%)*	Уровень процентных ставок по долгосрочным кредитам (%)**
Австрия	2,5	66,1	1,1	5,6
Бельгия	2,1	122,2	1,4	5,7
Германия	2,7	61,3	1,4	5,6
Ирландия	–0,9	66,3	1,2	6,2
Испания	2,6	68,8	1,8	6,3
Италия	2,7	121,6	1,8	6,7
Люксембург	–1,7	6,7	1,4	5,6
Нидерланды	1,4	72,1	1,8	5,5
Португалия	2,5	62	1,8	6,2
Финляндия	0,9	55,8	1,3	5,9
Франция	3	58	1,2	5,5

*Котировки на 27 августа 1997 г.

Рассчитано по: EMU and euro: the consequences // ABN AMRO, 1997; The Economist за соответствующие периоды.

Предполагалось, что евро, в свою очередь, будет соотноситься с ЭКЮ как 1:1, что выглядело бы вполне логично в случае, если “корзины”, формирующие евро и ЭКЮ, были бы идентичны. Однако в складывающейся ситуации— при неучастии таких весомых валют, как английский фунт (вес в “корзине” ЭКЮ составляет 11–12%) — говорить о полной корректности приравнивания ЭКЮ и евро нельзя. Очевидно, что вывод некоторых валют за пределы рассчитываемой “корзины” должен был бы сделать необходимым пересмотр весов других валют, которые могут иметь иные курсовые соотношения с ЭКЮ. В результате реальный вес евро относительно ЭКЮ должен быть

иным, равно как и его номинальная рыночная стоимость. Однако на практике этого не произошло.

Далее, требовалось точно определить, какие курсы национальных валют стран-участниц брать за основу при их фиксации. Ориентация на курсы “на конец периода”, отражая самое последнее положение, могла привести к закреплению каких-то не совсем объективных соотношений в случае, если курсы были подвержены краткосрочным колебаниям. Также не совсем корректным представлялось бы и использование “среднего за период” курса национальной валюты к ЭКЮ, поскольку это автоматически внесло бы искажения в экономическую основу такого курса ввиду упомянутых выше различий в “корзинах” ЭКЮ и евро. В результате за основу была взята формула, учитывающая ряд показателей экономического состояния данного государства, курс валюты к ЭКЮ и некоторые другие факторы.

На 31 декабря 1999 г. ЕЦБ дал следующие курсовые котировки валют стран — участниц нового механизма к евро (табл. 5.4).

Т а б л и ц а 5.4

Курс евро по отношению к национальным валютам стран евро зоны

Валюта	Курс
Австрийский шиллинг	13,76
Бельгийский франк	40,34
Ирландский фунт	2,2
Испанская песета	5,95
Итальянская лира	6,56
Люксембургский франк	1,96
Немецкая марка	0,79
Нидерландский гульден	1936,27
Португальский эскудо	40,34
Финляндская марка	200,48
Французский франк	166,39

Источник: Евро. 1999. Январь. С. 12.

Для обеспечения функционирования системы планировалось создание Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ) и Европейского Центрального банка (ЕЦБ).

Согласно Протоколу об уставе ЕСЦБ и ЕЦБ, на новую Систему фактически возлагались традиционные функции денежно-кредитного и валютного регулирования, а также валютного контроля и надзора за банковской системой, которые характерны для центральных банков.

По сути, это означает, что создан новый, достаточно централизованный механизм осуществления денежно-кредитной и валютной политики, в котором главную роль играет ЕЦБ, при том, что выработка конкретной политики будет происходить при участии руководителей национальных центральных банков. Голос каждой страны увязан с ее долей в уставном капитале банка. В таких условиях, очевидно, в случае несогласия конкретной страны с принимаемым решением в ее распоряжении не остается рычагов для блокирования этого решения, и она должна будет подчиниться ему (в случае принятия такового) свою экономическую политику.

При этом формально объявляется, что основная цель ЕСЦБ — это поддержание стабильности цен. Для достижения этой задачи первоначально рассматривалось несколько возможных ориентиров денежно-кредитной политики:

- 1) контроль за валютным курсом;
- 2) контроль за процентными ставками;
- 3) контроль за номинальным доходом;
- 4) контроль за денежной массой;
- 5) контроль за темпом роста цен⁴⁶.

После проведенных среди участников обсуждений было решено остановиться на последних двух вариантах — контроле за денежной массой и контроле за темпами роста цен.

При варианте с контролем за валютным курсом, очевидно, не были бы эффективно решены вопросы, связанные с ценовой стабильностью. Как представляется, это вызвано следующими обстоятельствами: во-первых, существует лаг между изменениями курса и цен; во-вторых, колебания валютных курсов могут носить конъюнктурный,

⁴⁶ См.: The single monetary policy in stage three. Frankfurt am Main: EMI, 1997. P. 8.

краткосрочный характер; в-третьих, эти колебания могут быть спровоцированы какими-то событиями за пределами региона, а потому быть относительно менее предсказуемыми; в-четвертых, валютный курс оказывает влияние в первую очередь на цены товаров, поступающих в каналы межстранового обмена, и потому в меньшей степени может воздействовать на цены товаров, обращающихся исключительно на внутреннем рынке; и, наконец, в-пятых, в ряде случаев валютные курсы могут не гарантировать ценовой стабильности с учетом формирования спроса на финансовом рынке.

Контроль за процентными ставками также наталкивается на ряд трудностей. Так, в частности, нет ясности относительно равновесного уровня процентных ставок, которые обеспечивали бы ценовую стабильность и в то же время не являлись тормозом для экономического роста. Кроме того, ввиду широкого использования финансовых инноваций, способствующих увеличению скорости денег, процентные ставки не всегда в состоянии оказать эффективное воздействие на указанные связи.

Что касается контроля за номинальным доходом, то это, по сути, является регулированием спроса. Его использование может натолкнуться на целый ряд препятствий как экономического, так и политического характера. Кроме того, отслеживание всех компонентов спроса является весьма трудоемкой работой, что в целом может снизить эффективность и мобильность такого контроля.

В конечном итоге выбор был остановлен на двух последних из названных выше подходов — контроле за денежной массой и контроле за темпами роста цен. Формально они отличаются тем, что в первом случае центральный банк, выбрав соответствующие агрегаты денежной массы, осуществляет за ними и за каналами воздействия на них контроль, сопоставляя результаты с теми изменениями, которые возникают в области цен. При этом все остальные показатели (уровень процентных ставок, валютного курса) используются как вспомогательные. Во втором случае все факторы, влияющие на цены, рассматриваются как равнозначные. Все внимание при этом сосредоточено собственно на ценах. Указанные подходы также не могут использоваться по таким чисто теоретическим схемам, поскольку очевидно, что заложенные в их основе причинно-следственные зависимости часто на практике проявляются со значительными погрешностями.

За ЕЦБ было закреплено право по использованию определенных инструментов денежно-кредитной политики: операций на открытом рынке, резервирования и так называемых постоянных механизмов (*standing facilities*), обеспечивающих мобилизацию свободных средств с рынка и возможность получения их в режиме “овернайт”.

Операции на открытом рынке предполагается проводить несколькими способами: в первую очередь путем так называемых реверсных операций (по сути, операций репо), когда ЕЦБ либо осуществляет покупку или продажу определенных активов с обязательством осуществить обратную операцию через обозначенное время, либо выдает кредит под обеспечение определенными активами. Данные операции могут носить не только краткосрочный характер или использоваться для “точной подстройки”, но также осуществляться на более продолжительное время. Хотя, очевидно, что заложенный в них характер стерилизации не ориентирует их на структурные изменения.

Другим инструментом является использование метода прямых безвозвратных операций, предполагающих переход права собственности на активы от продавца к покупателю. Главная особенность этого метода — отсутствие обратных стерилизующих операций, что позволяет достигать с их помощью более долгосрочных системных изменений.

Возможен также выпуск долговых сертификатов (рассматривается срок действия на 12 месяцев), операций по валютным свопам (покупка или продажа валюты спот с одновременной обратной форвардной операцией), а также операций по депозитам с фиксированным сроком действия (предполагающим одностороннюю операцию — по привлечению средств с рынка на срок с начислениями процентов).

Помимо операций на открытом рынке, ЕЦБ предоставлено право устанавливать норму резервирования по определенным видам пассивов для кредитных учреждений. Ведутся споры относительно того, нужно ли распространять действие резервирования не только на кредитные учреждения (как это определено в настоящее время), но и на другие финансовые институты. Также не определено, будет ли норма резервирования варьировать в зависимости от типа пассивов и сроков, а также не дается четких ответов на вопрос о том, будут ли на резервы начисляться проценты.

На начальном этапе функционирования евро используется подход, согласно которому национальные банки держат у себя минимальный резерв в пользу ЕЦБ для нужд последнего по регулированию денежно-кредитной политики.

Для предотвращения краткосрочных перебоев в функционировании банковской сферы, вызванной недостатком ликвидности, созданы механизмы, позволяющие размещать овернайт свободные по итогам дня средства и иметь к ним доступ при нехватке средств на конец операционного дня.

Помимо официальных механизмов начинает действовать межбанковский рынок. Большое внимание в этой же связи уделяется электронной системе платежей — ТАРГЕТ (транс-Европейская автоматизированная экспресс-система валовых расчетов в режиме

реального времени), которая соединяет национальные системы валовых расчетов для обеспечения бесперебойного перевода средств, контроля за дебиторской и кредиторской задолженностью и клиринга. При этом национальные кредитные учреждения завязаны на свои центральные банки через систему корреспондентских счетов, а центральные банки, в свою очередь, взаимосвязаны через “блок связи” системы. Осуществление платежа финансового института одной страны в финансовый институт другой теперь предполагает списание средств со счета плательщика, зачисление их на счет национального центрального банка фирмы-плательщика, уведомление национального банка фирмы-получателя, перевод средств между центральными банками и кредитование счета конечного получателя. На каждом этапе производятся выверка и подтверждение обязательств и прохождения средств.

Как видим, данная система в значительной степени основывается на принципах осуществления внутренних расчетов с добавлением трансграничного компонента.

Итоги первых дней работы системы TARGET: продемонстрирован большой объем заключенных через систему сделок (300–400 млрд. евро ежедневно), а число кредитных институтов, участвующих в системе, превысило 5000.

Таким образом, создана достаточно разветвленная система, позволяющая предотвратить возникновение кризиса ликвидности в зоне евро, потенциальную возможность которого на этапе отладки создаваемых механизмов движения финансовых потоков исключить нельзя.

Также предусмотрены соответствующие механизмы по регулированию валютных курсов между евро и другими европейскими организациями (так называемый механизм валютных курсов — МВК-II). Курсы между евро и валютами стран, не входящих в систему, будут поддерживаться в определенном диапазоне колебаний относительно центрального курса, при расширении амплитуды колебаний страны обязуются проводить интервенции, которые, однако, не должны отрицательно влиять на ценовую стабильность стран — членов ЭВС. В противном случае ЕЦБ оставляет за собой право воздержаться от интервенций, что фактически ставит центральные банки, входящие в МВК-II, в неравное положение. С учетом различий в экономических возможностях регионов, стоящих за каждой из валют, очевидно, что односторонний отказ более сильной стороны от выполнения обязательств может явиться причиной серьезных разногласий и усилить нестабильность валютной ситуации в Европе.

Очевидно, что введение евро устанавливает принципиально иное соотношение сил в валютной системе. На Европейском континенте эта валюта должна, по-видимому, играть главенствующую роль.

Полностью оценить последствия моноцентризма, который возникнет на Европейском континенте, можно будет только спустя определенное время после всех нововведений, однако ясно, что новый геополитический и экономический порядок будут кардинально отличаться от того, который наблюдался в предшествующие периоды.

Что касается валютного положения в мире в целом, то очевидно, что будут происходить существенные коррективы в “корзине” ключевых валют. Ожидается, в частности, что евро может потеснить американский доллар из целого ряда секторов рынка и стать в целом достаточно надежной валютой международных расчетов.

Начальный этап функционирования евро характеризовался постепенным снижением его курса относительно доллара США (рис. 5.1).

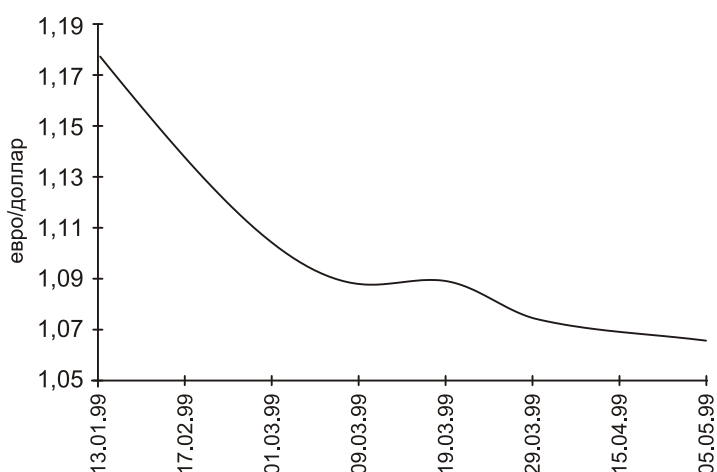


Рис. 5.1. Курс евро к доллару США

Рассчитано по: Financial Times за соответствующие периоды.

Такая динамика относительно доллара может объясняться более высокими, чем ожидалось, темпами экономического роста США (что выразилось и в более благоприятном для доллара уровне процентных ставок). Кроме того, инвесторы несколько настороженно оценивают перспективы экономического роста Германии. Следует также указать и на такой дестабилизирующий фактор, как события на Балканах, развитие которых естественно ослабляет привлекательность евро.

Но даже в разгар Балканского кризиса форвардные котировки евро показывали, что рынок ожидает удорожания этой валюты. В то время, когда ожидания, казалось, должны были носить отрицательный характер, все больший интерес инвесторов стал

проявляться к евроинструментам. Выше говорилось о том, что ряд ведущих западных (в том числе американских) банков выражают намерение диверсифицировать свои портфели за счет уменьшения в них доллара и долларовых инструментов.

Ряд восточноевропейских стран также выпустили или планируют выпустить долговые инструменты, выраженные в евро (табл. 5.5).

Т а б л и ц а 5.5

Размещение долговых инструментов в евро ряда стран Восточной Европы

Эмитент	Объем выпуска, млн. евро	Срок обращения
Венгрия	500	10 лет
Хорватия	300	7 лет
Словения	300	10 лет
Литва	200	5 лет
Словакия	400 (планируется)	Вероятно, 5 лет
Польша	400 (планируется)	Вероятно, 10 лет, но также размещен заказ на облигации со сроком погашения 5 и 7 лет

Источник: Central European, April 1999.

И наконец, с точки зрения долгосрочных перспектив евро следует еще раз указать на то обстоятельство, что основные валюты, вошедшие в новый механизм, имеют относительно более благоприятное обеспечение (в том числе золотовалютными резервами) по сравнению с долларом США (об этом уже говорилось выше — см. табл. 1.6 и 1.7), что в целом является фактором, способствующим упрочению евро.

При благоприятном развитии событий евро серьезно потеснит основные валюты и будет занимать одно из главных мест в операциях на финансовых рынках, обслуживании внешнеторговых потоков, в формировании золотовалютных резервов.

Очевидно, что все последствия на макроуровне от введения евро непосредственно отразятся на экономических агентах, осуществляющих свою деятельность в регионе (особенно это затронет тех, кто связан с валютными или финансовыми рынками, вовлечен во внешнюю торговлю).

Для различных сфер деятельности влияние евро может быть неодинаковым. Хотя евро уже вступил в действие, говорить однозначно о тех или иных последствиях преждевременно, так как адаптация к новым механизмам потребует времени. Тем не менее хотелось бы указать на ряд возможных последствий. Компании, участвующие во внешней торговле, будут осуществлять свою деятельность, по-видимому, в более благоприятной среде с точки зрения курсовой стабильности. В разрезе межстранового обмена внутри стран — членов ЭВС курсовой риск сводится на нет, поскольку валюты указанных государств будут заменяться на евро. В то же время сохраняются прежние подходы при торговле с третьими странами, требующие использования различных механизмов хеджирования. В течение времени, охватывающего период действия контрактов, заключенных до введения евро с выполнением обязательств в последующий период, участникам необходимо принимать во внимание принципы, обеспечивающие преемственность контрактов. Техническая сторона этого вопроса (правила пересчета, округления и т.д.), которая привлекает большое внимание внешнеторговых компаний, получает все более четкое определение.

Последствия для банков и финансовых компаний также представляются неоднозначными. С одной стороны, банки сталкиваются с ситуацией, когда возможности по проведению валютных операций, а также арбитража для внешнеторговых компаний сужаются в той части, в какой эти операции проводились с валютами, вошедшими в евро. И хотя операции по “форексу” внутри европейских валют занимали небольшое место, арбитраж по европейским бумагам был достаточно распространен, и банкам в результате приходится компенсировать уменьшение возможностей получения прибыли еще большей переориентацией на другие валюты (в первую очередь на доллар), а также на использование иных финансовых инструментов.

С другой стороны, происходит увеличение глубины денежного рынка. Из-за снижения валютных, а также процентных рисков и устранения ограничений, возникающих из-за лимитов по валютным позициям, может произойти активизация корпоративного кредитования внутри региона (этому будет способствовать возможное удешевление кредитных ресурсов на европейском финансовом рынке ввиду устранения фактора межстранового риска). В целом же на денежном и финансовом рынках по-прежнему отмечаются курсовые различия в бумагах, позволяющие осуществлять “игру”. Однако центр тяжести при формировании таких различий все меньше зависит от состояния страны и ее финансов и определяется исключительно положением конкретного эмитента — юридического лица.

Представляется, что с точки зрения предсказуемости ведения деловых операций (естественно, после того, как новые механизмы утвердятся на практике) ситуация после начала использования евро стала более благоприятной с учетом сокращения целого ряда дестабилизирующих рисков. В то же время очевидно, что в краткосрочном плане, вполне вероятно, могут отмечаться всплески нестабильности, вызванные попытками адаптации к новым условиям (диверсификацией валютных портфелей, бумаг и т.д.).

На макроуровне, видимо, полной стабильности удастся достичь лишь в долгосрочном аспекте, поскольку адаптация новых механизмов к столь обширному региону, а также отладка их взаимодействия с внешним миром потребуют даже при благоприятном развитии событий продолжительного времени. Очевидно, что затягиванию этого процесса будут способствовать и любые дестабилизирующие факторы политического характера (такие, как события на Балканах).

Нельзя исключать и того, что процесс отладки механизма в целом может затянуться и из-за разногласий в политической сфере. Как известно, еще на этапах подтягивания национальных экономик к “критериям соответствия” страны сталкивались с серьезными противоречиями по ключевым экономическим вопросам — бюджетному дефициту, процентным ставкам и т.д. В этой связи выглядит весьма неопределенным, насколько согласованными будут их действия в условиях, когда все основные рычаги их национальной экономической политики будут делегированы в центральные органы ЭВС. Потеря экономического суверенитета, о которой фактически идет речь в результате такой передачи рычагов, представляется, будет лишь подпитывать разногласия.

Евро и валютная политика России

Учитывая традиционно большое значение европейского региона для России, те изменения, которые будут происходить в Европе, очевидно, внесут коррективы в характер внешнеэкономических связей нашей страны с государствами региона.

В настоящее время на страны ЕС приходится более 30% внешнеторгового оборота России (в том числе доля экспорта составляет 40,22%, а импорта — 35,14%). Валюты стран региона занимают около 20% в портфеле официальных валютных резервов; примерно 50 млрд. долл. внешнего долга выражено в немецких марках. Определенную роль европейские валюты играют в операциях внешнеторговых компаний и банков.

В этой связи как на государственном уровне, так и на уровне отдельных хозяйствующих субъектов следует предпринять шаги, которые позволят быстро адаптироваться к новым условиям.

Вопросы, требующие дополнительной проработки с учетом новых экономических условий, касаются всего круга проблем, относящихся к валютной политике и связанных с ней сфер, и включают такие области, как курсообразование, политика внешних заимствований, управление госдолгом, формирование валютных резервов и целый ряд других направлений. И от того, насколько четко и оперативно будут выработаны подходы к основным вопросам на официальном уровне, будет во многом зависеть последующая согласованность действий участников рынка при формировании его нового сегмента, а также заложены основы для системной долгосрочной координации внешнеэкономического положения страны в целом.

Следует сказать, что в целом роль и значение европейского региона для России не соответствуют тому месту, которое занимали европейские валюты во внешнеэкономических связях страны, и значительно превосходят ту роль, которую играют Соединенные Штаты. Между тем именно на доллар делается основной упор при проведении валютной и внешнеторговой политики.

Обусловлено такое положение целым рядом объективных и субъективных обстоятельств: унаследованный Россией государственный долг с преобладанием в нем долларового компонента, традиционное использование доллара в фактурировании сырьевого экспорта, использование доллара в кредитах МВФ и т.д., в результате чего за долларом закрепились преобладающая роль во внешнеэкономических связях и на валютном рынке России. При этом и сами участники рынка — банки, финансовые компании и т.д. проявляют главным образом интерес к работе с долларом, в том числе ввиду ограниченных возможностей по операциям рубль/евро.

Такое положение влияет и на характер курсообразования, который определяется узостью сегмента евро на внутреннем валютном рынке. В этой связи Центральный банк использует кросс-курс рубль — доллар — евро при установлении курса рубль/евро. Евро выступает в данном случае как производная от доллара и именно на основе динамики курса доллара к рублю и евро между последними устанавливаются курсовые соотношения.

Очевидной отрицательной стороной такого подхода является то, что все перекосы, возникающие или могущие возникнуть при формировании курса рубль/доллар (в том числе из-за чисто субъективных настроений операторов рынка), автоматически распространяются и на курс рубль/евро. Кроме того, любые колебания доллара — как

относительно рубля, так и относительно евро — отражаются на колебаниях курса рубль/евро. Это сужает возможности рубля с точки зрения уменьшения “волатильности” колебаний за счет других основных валют. В условиях, когда доллар задействован на многих кризисных рынках, колебания его курса могут быть вызваны положением на этих рынках и тем самым автоматически усиливать нестабильность курса рубль/евро.

По мере расширения использования евро российскими предприятиями и банками в валютных и внешнеторговых операциях и по мере увеличения в результате этого глубины рынка евро целесообразно рассмотреть вопрос о непосредственном установлении котировок рубля по отношению к евро минуя доллар. Эта мера сама по себе будет увеличивать интерес к операциям в евро, поскольку создаст возможности для арбитражных операций со стороны участников валютного рынка.

При этом на начальном этапе использования механизмов “непосредственного” курсообразования операторы рынка будут, по-видимому, ориентироваться как на складывающийся курс доллара, так и на возможности проведения арбитражных операций (такие возможности будут особенно заметны в условиях отладки новых механизмов). По мере же повышения эффективности рынка и увеличения его евро сегмента основным регулятором курса могут стать процентные ставки.

Очевидно, нецелесообразной представлялась бы ориентация на тот курс, который сложится на рынке на первоначальных прямых торгах, как на курс, отражающий основополагающие экономические процессы в России и зоне евро. Как показала практика первых валютных аукционов (в конце 1980-х годов) и начального этапа функционирования валютного рынка (в 1990-е годы), устанавливаемый курс объективно отражал соотношения лишь по относительно узкой группе операций. Более того, из-за отсутствия у операторов исчерпывающей экономической информации, а также с учетом относительно небольшой глубины внутреннего валютного рынка, где любой сколь угодно значимый приток или отток ресурсов мог существенно изменить курсовые соотношения, складывавшийся в итоге курс был во многом выражением настроений операторов рынка или их субъективной оценки экономических процессов. Указанное обстоятельство целесообразно принимать во внимание независимо от того, в какую сторону будет эволюционировать валютный рынок России — в сторону повышения роли регулирующих рычагов или, наоборот, в сторону ее уменьшения.

Параллельно с использованием рыночных котировок рубль/евро целесообразно также при формировании валютной политики рассчитывать часто применяющиеся в международной практике для аналитических целей, целей сопоставления и т.д. индексы эффективного курса рубля. В качестве используемых в этих индексах весов можно было

бы рассматривать доли соответствующих стран во внешней торговле. При этом для формирования первоначальных ориентиров уровня курса рубль/евро можно было бы рассчитать такой индекс на базе складывающихся двусторонних курсов со странами зоны евро с учетом веса каждой страны во внешней торговле России с этим регионом в целом. По сути дела, это дало бы корректировку курса евро применительно к конкретному характеру соответствующего сегмента внешней торговли России. Более широкий подход может включать использование в качестве весов различных макроэкономических показателей (индексов цен, промышленного производства), а также факторов, учитывающих движение капиталов (как это делается некоторыми крупными международными банками). Целесообразно также при оценке уровня курса принимать во внимание соотношение уровней цен в рассматриваемых странах.

При восстановлении нормальных условий функционирования валютного рынка расчетный индекс эффективного курса может указывать на некие объективные экономические границы, к которым должен был бы стремиться рыночный курс в отсутствие спекулятивного давления.

Возвращаясь к проблеме более активного обращения евро на валютном рынке, следует еще раз указать на то обстоятельство, что существующие правила на валютном рынке исходят из второстепенной роли остальных валют. В частности, продажа валютной выручки в других (помимо доллара) валютах предполагает зачисление рублевого эквивалента на счета экспортера на основе кросс-курса валюта–доллар–рубль. Аналогично из-за действия механизма кросс-курсов может автоматически меняться валютная позиция банков по другим (кроме доллара) валютам только потому, что изменился курс доллара по отношению к рублю.

Таким образом, возникает система, которая в некотором смысле консервирует преобладающие позиции доллара на рынках. А это, как уже указывалось выше, в условиях неоднозначных перспектив самого доллара (с учетом его вовлеченности на кризисных рынках) может иметь определенные отрицательные последствия.

Понятно, что естественное развитие рыночных процессов приведет в конечном итоге к определенным изменениям на рынке. Однако в настоящее время следовало бы проработать некоторые механизмы, которые позволили бы России извлечь максимальную пользу от использования новой валюты как в стратегическом плане, так и с точки зрения решения текущих проблем.

Так, в случае заинтересованности стран зоны евро в расширении использования своей валюты (а такая заинтересованность, как представляется, присутствует) целесообразно было бы обсудить с ними возможность создания условий для более

интенсивного использования евро российскими компаниями в увязке с возможностями получения ресурсов в евро на более льготных условиях, в частности для кредитования российского импорта. В этих целях могут использоваться и другие рычаги.

В целом, если будет представляться актуальным обсуждение стратегической задачи создания условий для постепенного расширения доли евро на внутреннем валютном рынке, то, учитывая нынешнюю моновалютную ориентацию российских внешнеторговых компаний и банков, следовало бы рассмотреть возможность использования рычагов, стимулирующих этот процесс.

Причем речь может идти о применении рычагов, стимулирующих процесс по всей вертикали “внешняя торговля — валютный рынок” и предусматривающих, например, льготную норму резервирования (с соответствующими коррективами в нормативе валютной позиции для недопущения чрезмерных арбитражных операций), уменьшение норматива обязательной продажи валютной выручки и т.д.

Возможно также и осуществление других мер в формах и пределах, не противоречащих взятым Россией международным обязательствам (например, по Соглашению о партнерстве и сотрудничестве).

Если процесс утверждения евро на валютном рынке России пойдет в рассматриваемом выше направлении, то это будет предполагать модификацию принципов курсообразования, основывающихся на долларе, и переход к более широкой “корзине” курсообразующих валют, включающей не только доллар, но и евро. При этом необходимыми условиями для использования новых механизмов курсообразования являются обеспечение определенной глубины рынка евро и увеличение масштабов проводимых на нем операций.

Очевидно, что по мере роста операций с евро будет автоматически увеличиваться необходимость поддержания большего объема евро в официальных валютных резервах страны. Средства в евро будут необходимы как для регулирования курса рубль/евро, так и для осуществления стерилизационных и иных операций, на которые традиционно могут использоваться валютные резервы.

Само изменение доли евро в резервах может происходить как вследствие объективных экономических процессов, так и в результате целенаправленной валютной политики.

В то же время с учетом того, что значительная часть внешнего долга России выражена в долларах, а также того обстоятельства, что экспорт многих сырьевых товаров оплачивается в американской валюте, в ближайшие несколько лет за долларом, по-видимому, сохранится решающее место и в структуре валютных резервов.

Относительно общего объема потенциальных валютных резервов в евро целесообразно ориентироваться на принятые в мировой практике соотношения достаточности резервов при покрытии 8–12-недельного импорта. В то же время с учетом более широкого круга внешнеэкономических показателей (структура внешнего долга, платежи по его обслуживанию, глубина внутреннего валютного рынка в евро, диапазон колебаний единой валюты и т.д.), а также в случае привлечения евроресурсов при размещении различных финансовых инструментов эта величина может корректироваться.

Для российских компаний и банков при эффективной работе новых механизмов операции с евро также начнут играть весьма значительную роль, и в таких условиях, представляется, должен возникнуть достаточно емкий валютный рынок операций с евро (в том числе между российскими банками). Этому может способствовать и то обстоятельство, что при доле импорта из стран зоны евро в 29,47% платежи по этим поставкам потенциально могут в значительной степени оплачиваться в евро, поскольку приоритет по выбору валюты имеет, как правило, экспортер, а для него в такой ситуации выбор иной, т.е. ненациональной валюты будет означать возникновение курсового риска и увеличение издержек, связанных с необходимостью использования инструментов хеджирования.

На операционном уровне необходимо согласовать механизмы, предусматривающие возможность использования электронных систем платежей и доступа к ликвидности (ТАРГЕТ и др.). Также должны быть четко регламентированы бухгалтерские и иные вопросы, связанные с открытием счетов в евро, с конвертацией остатков и т.д. Следует достичь полной ясности в понимании трактовки вопросов, касающихся преимущества внешнеторговых и финансовых контрактов, правил пересчета и пр.

Коммерческим банкам, по-видимому, придется вносить коррективы в существующую систему корреспондентских отношений, поскольку, во-первых, может изменяться сама система европейских банков (в том числе за счет возможного укрупнения), а, во-вторых, уменьшится необходимость поддержания корреспондентских отношений с теми банками, которые обслуживали небольшие торговые потоки (с точки зрения клиентской сети соответствующего российского банка) и отношения с которыми поддерживались лишь в связи с использованием национальной валюты этих банков.

Что касается собственно валютного аспекта в деятельности банков и компаний, то следует иметь в виду, что основные операции, которые банки осуществляют на межбанковском валютном рынке, проводятся в американских долларах, в валютном

портфеле активов и пассивов также преобладает доллар, внешнеторговые платежи в значительной степени тоже обслуживаются американской валютой.

С начала года на ММВБ был проведен ряд сессий, на которых осуществлялись операции с евро. Объемы этих операций были незначительными, а затем на какое-то время операции вовсе прекратились.

Большинство российских банков ограничивают свои операции по евро конверсионными операциями по поручению клиентов. Начисления в евро осуществляются через конвертацию средств на корсчетах в иностранных банках.

На начальном этапе функционирования евро позиции в этой валюте у большинства российских банков были незначительными — в пределах нескольких миллионов евро. Однако по мере более активного использования евро в расчетах по внешнеторговым операциям российскими компаниями роль единой валюты будет возрастать.

В любом случае российские банки и компании имеют то преимущество относительно аналогичных структур, находящихся в зоне евро, что они могут адаптироваться к новой системе по мере отладки механизмов последней. В то же время необходимые технологические и иные подготовительные шаги могут обеспечить более эффективную адаптацию российских финансовых и внешнеторговых структур к работе с новой валютой. Естественно, при этом все рассчитывают на то, что положительный эффект от нововведений — ожидаемое стабилизирующее воздействие на мировые финансовые и валютные рынки — перекроет те возможные негативные явления, которые при этом могут отмечаться, и общеэкономическая среда, таким образом, станет более благоприятной.

В заключение хотелось бы еще раз подчеркнуть, что и Европа в целом, и такие важнейшие ее страны, как Россия, должны выработать максимально эффективные механизмы функционирования в новых экономических условиях.

Понятно, что различные политические события, а также ряд объективных обстоятельств, в частности существующие различия в экономиках стран-участниц, могут несколько затормозить процесс эффективного использования новых механизмов. Очевидно, что для превращения зоны евро в “оптимальную валютную зону” потребуется еще немало времени. Отсутствие рычагов для проведения автономной экономической политики может подпитывать и разногласия в политической сфере, когда цели стран-участниц могут быть направлены на отстаивание собственных интересов, что также не будет способствовать убыстрению процессов адаптации.

В любом случае, однако, мы имеем дело с отладкой принципиально новых принципов экономической координации и контроля, призванных путем максимальной

централизации и консолидации регулирующих механизмов, которые основываются, по сути, на философии экономической диктатуры, заложить основы новых подходов к регулированию в условиях глобализации экономики.

ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ТОРГОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ СССР И РОССИИ

При рассмотрении роли валютного курса в экономическом регулировании СССР и России и, в свою очередь, воздействия различных факторов на формирование самого валютного курса, необходимо в первую очередь остановиться на периоде, для которого были характерны фиксированные валютные курсы. Затем представляется целесообразным рассмотреть переходный этап, когда были предприняты попытки внедрения принципов формирования валютного курса на основе спроса и предложения валюты (в период действия валютных аукционов) при сохраняющихся без существенных изменений общих механизмах функционирования экономики. Наконец, необходимо проанализировать период, связанный с либерализацией цен и обусловленными этой мерой новыми подходами к экономическому регулированию.

Цены и валютный курс в плановой экономике

Официальный валютный курс, который существовал до начала экономических преобразований, мало зависел от ценовых изменений. Он рассчитывался по отношению к доллару на основе “корзины” валют с практически не пересматриваемыми весами, после чего определялись кросс-курсы рубля относительно других валют. При таких расчетах не принимались во внимание различия в темпах инфляции между СССР и другими странами и, по существу, предполагалось, что уровень цен в Советском Союзе и других странах фиксирован. Однако, даже если при установлении официального курса рубля и делались бы корректировки на темпы инфляции, то это не дало бы возможности пересчитывать национальные цены в мировые по отдельным позициям. В то же время и в рыночной экономике выполнение “закона одной цены” далеко от идеального из-за наличия внешнеторговых ограничений, расхождений в технологическом уровне производств отдельных товаров, различий в структуре потребления.

Следует отметить, что уже на ранних этапах функционирования советской экономики отмечались расхождения курса рубля к доллару от ППС. Так, в начале 1920-х

годов курс червонца к доллару был недооценен и превышал соотношение ППС по указанным валютам⁴⁷.

На более поздних этапах, когда административные методы хозяйствования укрепились, указанная тенденция получила дальнейшее развитие. Укажем при этом, что если в периоды восстановления денежной системы в начале 1920-х годов меры в области цен и валютного курса носили в значительной степени кризисный характер, то позднее, при установлении валютных курсов, цены выступали как относительный ориентир для курсовых изменений.

Сделаем краткий ретроспективный анализ изменений курса рубля и изменений цен за 1929–1961 гг.

Соотношение официального курса рубля к доллару к концу 1920-х годов находилось на уровне 1 долл. = 1,94 руб. Как свидетельствуют данные табл. 6.1, значительная часть товаров продавалась по ценам ниже цен внутреннего рынка (пересчитанных по валютному курсу). В целом же в 1929 г. соотношение внутренних и экспортных цен СССР отличалось от 1, но они гораздо больше соответствовали друг другу, чем к 1935 г., когда начала проводиться политика по прекращению или уменьшению субсидирования производства целого ряда товаров, что вызвало быстрое повышение цен на них.

Т а б л и ц а 6.1

Соотношение внутренних и экспортных цен СССР по некоторым товарам и товарным группам

Товар	1929 г.	1935 г.	1937 г.
Производственные товары	2,5	12	2,16
В том числе:			
уголь и кокс	1,06	2,43	0,93
нефтепродукты	3,76	36,37	6,23
продукция черной металлургии	0,98	4,25	1
продукция цветной металлургии	—	3,15	1,26
товары химической промышленности	1,56	4,67	1,33

⁴⁷ См.: Борисов С.М. Рубль: золотой, червонный, советский, российский. М.: Инфра-М, 1997.

цемент	1,47	5,48	0,89
древесина	1,6	3,69	0,99
Производственные товары, за исключением нефти и нефтепродуктов	1,36	3,52	0,95
Потребительские товары	1,69	—	11,82
В том числе:			
продовольствие	1,69	—	11,75
промышленные потребительские товары		—	13,07
Потребительские товары с корректировкой на налог с оборота	1,27	—	4,73

Источник: Holzman F.D. The Ruble Exchange Rate and Soviet Foreign Trade Pricing Policies, 1929–1961 // The Fletcher School of Law and Diplomacy. 1968. Dec. P. 807.

В январе 1936 г. была проведена девальвация туристического курса рубля, который понизился с 13 до 3 франков. Несколько позднее этот курс стал применяться как к торговым, так и к неторговым операциям. Главной причиной обесценения было значительное завышение курса рубля.

Очевидно, что такие несоответствия между внутренними и мировыми ценами лишали советских экспортеров всякой заинтересованности продавать свою продукцию за рубеж и вынуждали использовать систему субсидий, для того чтобы хоть в какой-то мере поддерживать безубыточность экспорта.

В то же время низкий курс стимулировал импорт, поскольку при пересчете по нему мировые цены на многие импортные товары были ниже, чем цены на них на внутреннем рынке СССР (табл. 6.2).

Как следует из таблиц 6.1–6.2, девальвация установила относительное соответствие между мировыми и внутренними ценами в первую очередь по производственным товарам. В то же время значительно возрос разрыв между ценами в потребительском секторе. Можно предположить, что общие инфляционные тенденции, которые развивались в этом секторе, были усилены обесценением рубля, поскольку должны были вызвать удорожание потребительского импорта, а также продукции тех национальных отраслей, которые использовали импортные товары в своем производстве. Это вполне согласуется с теоретическими представлениями о влиянии девальвации на цены.

Т а б л и ц а 6.2**Соотношение внутренних и импортных цен СССР по некоторым товарам и товарным группам**

Товар	1935 г.	1937 г.
Продукция цветной металлургии	1,84	0,78
Древесина и продукция деревообрабатывающей промышленности	4,23	1,18
Производственные товары, всего	3,53	0,98

Источник: Holzman F.D. The Ruble Exchange Rate and Soviet Foreign Trade Pricing Policies, 1929–1961 // The Fletcher School of Law and Diplomacy. 1968. Dec. P. 808.

Второе существенное изменение курса рубля произошло в 1950 г. К тому времени экономика начала уже постепенно выходить из послевоенного кризиса. Благодаря мерам по нормализации финансов, в частности денежной реформе 1947 г., стали снижаться цены в потребительском секторе. Вместе с тем возросли цены на сырье и производственные товары (в том числе из-за уменьшения субсидирования). В результате, если индекс экспортных цен возрос с 1938 по 1950 г. на 133%, а индекс импортных цен — на 110%, то индекс внутренних оптовых цен на производственные товары и сырье (за исключением нефти и нефтепродуктов) увеличился за тот же период более чем на 200%. Таким образом, по импорту курс оказался переоценен более чем на 40%, а по экспорту — примерно на 30%. Чтобы привести курс рубля в соответствие с ценами, нужна была девальвация в пределах 30–40%. Однако вопреки экономической логике в 1950 г. была проведена ревальвация рубля на 25%, когда его курс изменился с 5,3 руб. до 4 руб. за 1 долл. Вместо этого рубль следовало бы обесценить примерно до 7–7,2 руб. за 1 долл. Следовательно, после ревальвации 1950 г. рубль оказался переоцененным более чем на 70%. Совершенно очевидно, что эта мера не носила экономически обоснованного характера, главным соображением при этом было поднять престиж советского рубля в мире. Одновременно было установлено золотое содержание рубля — 0,2221 г.

Вполне логично, что в таких условиях требовалось постоянное вмешательство государства во внешнеторговую деятельность, в первую очередь в плане поддержки экспортеров.

Третье изменение валютного курса рубля произошло в 1961 г. Одновременно с этим была осуществлена денежная реформа. К 1961 г. отношение внутренних цен к экспортным по производственным товарам и сырью было равно двум. Другими словами, требовалась девальвация рубля примерно в 2 раза, с тем чтобы нейтрализовать ценовые изменения. Но и на этот раз вместо девальвации была проведена ревальвация. Золотое содержание рубля было увеличено до 0,987 г. Относительно доллара рубль подорожал на 78% — с 4 руб. до 0,9 руб. за 1 долл. По внешним признакам рубль был переоценен более чем в 8 раз.

Однако в данном случае ревальвация принципиально отличалась от предыдущей, поскольку вместе с ней произошло десятикратное снижение цен. Поскольку к 1961 г. внутренние цены превышали мировые в 2 раза, а затем первые были снижены в 10 раз, то теперь, если бы курс оставался без изменений, то уже мировые цены превышали бы внутренние в 5 раз, и рубль был бы, таким образом, значительно недооценен (т.е. имела бы место скрытая девальвация). Чтобы привести в соответствие новые цены, рубль следовало действительно ревальвировать, причем в тех же пропорциях — примерно в 5 раз. Правда, в случае с долларом следовало еще сделать поправку на темпы инфляции в США. Ведь курс между двумя валютами определяется не просто уровнем цен или их ростом в какой-либо из рассматриваемых стран, а с учетом разницы между темпами инфляции в этих странах. Таким образом, новый курс должен был бы составить около 67 коп. за 1 долл. Между тем курс был установлен в размере 90 коп. за 1 долл. Следовательно, налицо расхождение между реальным и номинальным курсами, которое фактически означало, что было проведено скрытое 34%-е обесценение советской валюты.

Несмотря на то, что некоторые курсовые изменения способствовали установлению более реалистичных ценовых соотношений (как это было, например, в 1961 г.), в целом и ревальвации, и девальвации рубля не оказали, да и не могли оказать никакого существенного воздействия на торговый баланс, поскольку, по сути своей, не вписывались в существовавшую экономическую систему. Они не могли вызвать перераспределения ресурсов, повышения загрузки мощностей, производящих экспортную продукцию, изменения внешнеторговой стратегии отдельных юридических лиц.

Ценовые диспропорции в значительной степени поддерживались благодаря затратному механизму ценообразования в СССР. При подобном подходе по мере прохождения товаром стадий переработки затраты учитывались многократно, что отвечало интересам экономических субъектов, строящих свою отчетность на основе

материальных балансов. Искажения в цены вносили и различия в технологических условиях производства предприятий, действующих даже в рамках одной отрасли. Издержки на производство аналогичных товаров также колебались по стране в несколько раз.

Как известно, в рамках такого экономического механизма к убыточным предприятиям применялась система дотаций и субсидий, тогда как целая группа товаров была подвержена действию налога с оборота, носящего чисто фискальный характер. Все это приводило к тому, что разница между розничными ценами и ценами производителей существенно различалась даже в рамках одного товара. Вот как выглядело соотношение затрат к розничным ценам по некоторым товарам во второй половине 1980-х годов⁴⁸:

Все товары (без алкогольных напитков).....	1,15
Мясо и мясопродукты.....	2,79
Продовольственные товары (без алкогольных напитков).....	1,76
Молоко и молочные продукты.....	2,70
Хлопчатобумажные ткани.....	1,07
Шерстяные ткани.....	0,89

В целом подобные расхождения отражались и на сложившихся соотношениях внутренних цен по ряду товаров (табл. 6.3).

Т а б л и ц а 6.3

Соотношение рублевых и долларовых цен по отдельным товарам, 1976 г.

Товары и услуги	
Потребительские товары в целом	1
Продовольствие	1,23
Напитки	1,42
Табачные изделия	1,65
Одежда	1,75
Коммунальные услуги	0,34
Транспорт и связь	0,52
Досуг	0,58

Источник: Hewett E. Reforming the Soviet Economy. Wash., D.C.: Brooking Institution, 1988. P. 45.

⁴⁸ Экономика и жизнь. 1990. № 36.

Согласно табл. 6.3 паритет покупательной силы рубль/доллар колебался в пределах от 50 коп. до 1 руб. 70 коп. за 1 долл. в середине 1970-х годов.

Следует также указать и на соотношение внутренних и внешнеторговых цен в тот период. Ниже предлагаются соотношения между внутренними оптовыми ценами и средними за период экспортными и импортными ценами мирового рынка по некоторым сырьевым и промышленным товарам⁴⁹:

Уголь.....	2,64
Медь.....	1,55
Нефть.....	2,40
Цинк.....	1,27
Газ.....	1,96
Никель.....	2,02
Железная руда.....	1,41
Полиэтилен.....	1,35
Чугун литейный.....	1,44
Пиломатериалы.....	2,23
Сортовая сталь.....	1,61
Цемент.....	2,12
Алюминий.....	1,43

Несмотря на то, что в таких сопоставлениях присутствует элемент условности, можно тем не менее утверждать, что они дают примерную картину ценовых соотношений. Что же касается технически сложной продукции, то применительно к ней подобные сопоставления были бы вряд ли корректны. Проблема заключалась в том, что довольно сложно определить товары, которые полностью соответствовали бы друг другу по техническим характеристикам, чтобы можно было проводить подобные сопоставления. Даже в тех случаях, когда формально продукция принадлежит к одному классу, существующие различия в качестве, сервисе и т.д. приводили к значительным расхождениям между средними ценами мирового рынка на данную продукцию и внешнеторговыми ценами на советские товары.

⁴⁹ Экономика и жизнь. 1990. № 36.

Более низкие издержки советских товаров и, как следствие, заниженные цены на них в ряде случаев приводили к тому, что советские экспортеры обвинялись в недобросовестной конкуренции.

В тех случаях, когда и можно было найти примерно аналогичные товары, внутренние цены все равно не могли рассматриваться в качестве ориентира установления внешнеторговых цен. Различия в технологическом уровне производства, производительности труда, инфраструктурном обеспечении делали внутренние цены производителей весьма отличными между собой и от цен мирового рынка, что делало для экспортеров невозможным установление внешнеторговых цен на основе издержек и заставляло ориентироваться на мировые цены. Таким образом, та практика, которая использовалась в межстрановом обмене при торговле однородной продукцией, распространялась во внешней торговле СССР и на готовые изделия (хотя, очевидно, что по отдельным сделкам отмечались и исключения из этого правила).

Понятно, что при существовании таких диспропорций использование единого валютного курса рубля без осуществления жесткой регламентации деятельности советских внешнеторговых объединений привело бы к неоправданным сдвигам в структуре торгового баланса, а также к отказу от внешнеторговой деятельности части импортеров и экспортеров из-за убыточности их операций.

Как известно, эффективность экспорта или импорта сводится к сопоставлению цен внутреннего рынка на производство данной продукции и мировых цен. Так, эффективность экспортных операций по товару i (EE_i) могла быть определена по формуле:

$$EE_i = PE_i / PEd_i, \quad (6.1)$$

где PE_i — внешнеторговая цена экспортной продукции i в валюте;

PEd_i — цена внутреннего рынка на экспортную продукцию i .

Указанное сопоставление, по существу, показывало, каков должен быть валютный курс по данному товару (а точнее, курс между инвалютным и внутренним рублем), если бы полностью выполнялся “закон одной цены” и соотношения цен между разными товарами в разных странах были бы полностью идентичны. Понятно, что чем больше валютная выручка, пересчитанная в национальную валюту, по сравнению с возможной выручкой на внутреннем рынке, тем выше эффективность экспорта рассматриваемого товара и тем выгоднее продавать его на внешнем рынке. В случае с советским экспортом

эти соотношения были неоднозначны. Если по некоторым видам сырья коэффициент эффективности превышал 1, то по многим видам продукции обрабатывающей промышленности он был ниже 1.

Для всего экспорта в целом можно было рассчитать его эффективность по следующей формуле:

$$EE = (\sum (P_{e_i} / P_{Ed}) \times q_{i,e}) / \sum q_{i,e}, \quad (6.2)$$

где EE — эффективность всего экспорта;

$q_{i,e}$ — доля соответствующего товара в общем объеме экспорта.

Одновременно эта формула показывала, какова величина средневзвешенного валютного курса по экспортным операциям.

Аналогично может оцениваться эффективность импорта (EI). По отдельному товару i она определяется следующим образом:

$$EI_i = P_{I_i} / P_{Id_i}, \quad (6.3)$$

где P_{I_i} — внешнеторговая цена импортной продукции i ;

P_{Id_i} — цена внутреннего рынка на импортную продукцию i .

Применительно ко всему импорту формула будет иметь вид:

$$EI = (\sum (P_{I_i} / P_{Id_i}) \times q_{ii}) / \sum q_{ii}, \quad (6.4)$$

где EI — эффективность всего импорта;

q_{ii} — доля соответствующего товара в общем объеме импорта.

Так же, как и для экспорта, формула эффективности импорта будет одновременно показывать средневзвешенный курс между инвалютным и внутренним рублем по импортным операциям.

Общая формула для эффективности внешнеторговых операций (ET), а также для валютного курса, рассчитанного на основе ценовых соотношений по товарам, участвующим в международной торговле, может быть записана следующим образом:

$$ET = EE \times qE + EI \times qI, \quad (6.5)$$

где qE — доля экспорта в общем объеме внешней торговли;

qI — доля импорта в общем объеме внешней торговли.

Следует также учесть, насколько оправданно развитие экспорта с целью последующего использования валютной выручки для импорта. Для этого можно использовать такую формулу:

$$\frac{PE / PE_d}{PI / PI_d}, \quad (6.6)$$

где PE — общий уровень экспортных цен;

PE_d — внутренние цены на экспортную продукцию;

PI — общий уровень импортных цен;

PI_d — внутренние цены на импортную продукцию.

В упрощенном виде формула (6.6) характеризуется условиями торговли:

$$TT = PE / PM \quad (6.7)$$

В целом за 1980-е годы отмечалась следующая динамика условий торговли СССР и ряда восточноевропейских стран (табл. 6.4).

Т а б л и ц а 6.4

Условия торговли восточноевропейских стран (1975 г. = 100)

Страна	1983 г.	1984 г.	1985 г.	1986 г.	1987 г.	1988 г.
Страны Восточной Европы	152	153	146	109	108	99
В том числе:						
СССР	190	198	191	117	112	97
без СССР	115	114	111	101	103	101

Источник: Economic Survey of Europe in 1988–1989. NY.: Economic Commission for Europe, 1989.

Налицо ухудшение условий торговли за рассматриваемый период для всех восточноевропейских стран, особенно для СССР, вызванное в первую очередь неблагоприятными изменениями цен для Советского Союза на рынке энергоносителей.

Очевидно, что при отмечавшихся ценовых расхождениях была необходима система множественных валютных курсов, которые нивелировали бы отрицательные последствия для внутренней экономики от расширения внешнеэкономической деятельности. В результате стала возникать система курсов, ориентированных на различные виды операций, страны и валюты.

Система валютных курсов, которая сложилась в СССР к середине 1980-х годов, включала следующие основные курсы:

- 1) официальный валютный курс, установленный в 1961 г. исходя из золотого содержания рубля 0,987 г. чистого золота при цене 35 долл. за унцию, на уровне 0,9руб. = 1 долл. (позднее этот курс стал устанавливаться на основе котировок валют на валютных рынках), используемый для статистических целей;
- 2) курс рубля к основным валютам, используемый по внешнеторговым операциям;
- 3) курс рубля к переводной валюте стран—членов СЭВ;
- 4) курсы к отдельным валютам, устанавливаемые на основе клиринговых соглашений;
- 5) курсы рубля к некоторым валютам стран — членов СЭВ, используемые по неторговым операциям.

Для поддержания бюджетной эффективности экспорта и импорта с января 1987 г. была введена система дифференцированных валютных коэффициентов (ДВК), которая явилась аналогом множественных валютных курсов и включала несколько тысяч коэффициентов по отдельным товарам. И хотя система валютных коэффициентов была ориентирована главным образом на уравнивательные функции, обеспечивая рублевое покрытие для низкоэффективных внешнеторговых операций, она выполняла своего рода перераспределительные функции — изымала часть прибыли высокоэффективных внешнеторговых операций и направляла ее на поддержание менее эффективных. Одновременно она играла и регулирующую роль, поддерживая необходимую структуру торгового баланса.

Безусловно, коэффициенты более точно устанавливали связь между ценами внутреннего и мирового рынка. Однако их вряд ли можно было рассматривать как эффективный инструмент регулирования внешнеэкономических связей. Во-первых, существовали технические сложности. Изменение номенклатуры товаров, их модификация, ценовые колебания заставляли часто пересматривать десятки

коэффициентов. Кроме того, вообще использование такого числа валютных курсов требовало больших операционных издержек. Все это снижало потенциальную эффективность их воздействия на внешнеэкономические связи.

Во-вторых, валютные коэффициенты, дезагрегированные по множеству товарных позиций с целью учета особенностей конкретных товаров в рамках одной группы, все равно не являлись равновесными. В условиях централизованного распределения ресурсов, а также контроля над внешнеторговыми операциями размер валютных коэффициентов не отражал равновесия между спросом и предложением по данному товару. Если бы были сняты внешнеторговые ограничения, то даже при существующих валютных коэффициентах импорт и экспорт ряда товаров могли бы возрасти. Однако нехватка ресурсов, которые можно было бы использовать для экспортного производства, не позволяла поставщикам увеличивать свой экспорт в случае повышения спроса на него со стороны иностранного партнера. Валютный коэффициент был в этом случае лишь “дефицитно-административной” равновесной ценой.

В то же время, учитывая, что ДВК основывались на реальных экономических различиях в ценах СССР и мирового рынка, их сохранение на этапе более тесной вовлеченности СССР в мирохозяйственные связи при постепенном укрупнении коэффициентов по группам товаров позволило бы более эффективно осуществлять внешнеторговые операции в период реформ, сохраняя при этом конкурентные позиции внутренних товаропроизводителей. Разовое устранение коэффициентов и введение единого курса при отмечавшихся значительных ценовых расхождениях между отдельными товарными группами по уровню цен и валютного курса ставили целые отрасли в сложное экономическое положение.

Таким образом, представляется, что в сложившихся к концу 80-х годов условиях вопрос об использовании валютных рычагов во внешнеэкономических связях упирался главным образом во внутриэкономические проблемы. Эффективное и экономически оправданное применение валютных курсов зависело от изменений ценовой политики, подходов к регулированию внешней торговли, валютно-кредитных отношений с другими странами.

До тех пор пока в СССР не сложилась оптимальная структура внешнеэкономических связей при помощи валютных рычагов можно было продолжать регулировать систему народнохозяйственных интересов и интересов отдельных отраслей, участвующих во внешнеэкономической деятельности. По мере же оптимизации системы цен и внешних связей центр тяжести в использовании валютного

курса мог бы сместиться от решения проблем баланса интересов и решения структурных задач к более общим функциям макроэкономического регулирования.

Очевидно, что одними из главных задач в конце 1980-х — начале 1990-х годов являлись структурная перестройка экономики и насыщение потребительского рынка товарами и услугами. Важную роль в решении этих проблем могло сыграть обеспечение устойчивого притока валютных ресурсов, которые затем, среди прочего, можно было бы использовать на покупку инвестиционных товаров для модернизации промышленной базы и потребительских товаров, для снижения напряжения на потребительском рынке. Однако этого можно было достичь лишь при форсированном развитии экспорта.

В этой связи необходимо подчеркнуть, что традиционно развитие экспорта в СССР рассматривалось не как конечная цель, а лишь как средство для удовлетворения импортных потребностей. С началом экономических преобразований во второй половине 1980-х годов, несмотря на то, что стали делаться заявления о необходимости более тесного участия в международном разделении труда, о занятии прочных позиций на мировых рынках и т.п., принцип “экспорт ради импорта” по-прежнему оставался главной движущей силой.

Валютный курс в этих условиях фактически выполнял функцию коэффициента пересчета, не оказывая сколько-нибудь существенного влияния на внешнюю торговлю. Ситуация стала несколько меняться с конца 1989 г., когда начали проходить первые валютные аукционы, которые должны были дать ориентиры рыночного валютного курса и заложить основы будущего валютного рынка.

Первые этапы формирования валютного рынка

Представляется целесообразным более подробно остановиться на характеристике первого этапа формирования валютного рынка, поскольку уже в тот период можно было выявить некоторые закономерности, которые впоследствии были характерны и для более развитого его состояния.

Первые валютные аукционы стали проводиться с конца 1989 г.

Объем операций на них и число участников были невелики (табл. 6.5).

Т а б л и ц а 6.5**Операции на московских валютных аукционах**

Дата проведения аукциона	Объем сделок(млн. инвалютных рублей)	Число участников
Ноябрь 1989 г.	8,4	210
Январь 1990 г.	8,2	93
Февраль 1990 г.	9	154
Апрель 1990 г.	9,6	107
Май 1990 г.	9,8	156
Июнь 1990 г.	6,8	132
Июль 1990 г.	9	115
Август 1990 г.	11,2	97
Октябрь 1990 г.	8	77
Октябрь 1990 г.	3,9	71
Ноябрь 1990 г.*	24,3	90
Ноябрь 1990 г.	30,3	136
Декабрь 1990 г.	38,8	148
Январь 1991 г.	35	165
Январь 1991 г.	37,6	218
Февраль 1991 г.	34,3	237
Февраль 1991 г.	25,9	171
Март 1991 г.	10,5	76

*Начиная с ноября объем операций оценивается по коммерческому курсу. На ноябрьском аукционе, например, сделки были заключены на сумму 24,3 млн. инвалютных рублей по коммерческому курсу и 8,1 млн. руб. по официальному.

Источник: ММВБ за соответствующие периоды.

Следует особо остановиться на уровне валютного курса, сформировавшегося на аукционах. Уже на первом аукционе за 1 инвалютный рубль предлагалось 15 внутренних рублей. Такой курс можно было отчасти объяснить ограничениями на участия в аукционах, относительным ростом цен, некоторыми субъективными факторами— неблагоприятными экономическими ожиданиями (все чаще говорилось об усилении разбалансированности советской экономики, начинались дискуссии о денежной реформе), престижностью обладания валютой и, наконец, самим пробным характером нового механизма установления курса, который даже с учетом вышеперечисленных обстоятельств на первых аукционах давал лишь примерные прикидки того, каким получается курс. На втором аукционе курс составил 1:17.

Во многом спекулятивный характер аукционного курса лишний раз подтвердился, когда вслед за изменениями курса рубля по неторговым операциям, о чем еще будет сказано, и изменившимся в результате курсом черного рынка цена инвалютного рубля на очередном аукционе практически совпала с ценой черного рынка и достигла соотношения доллар/рубль — 1:21. На последующих аукционах рубль обесценивался гораздо более высокими темпами, чем росли внутренние цены (табл. 6.6).

Т а б л и ц а 6.6

Курс инвалютного рубля к внутреннему рублю и доллару на московских валютных аукционах

Дата проведения аукциона	Курс инвалютного рубля к “внутреннему” рублю	Курс инвалютного рубля к доллару	Процент обесценения рубля к доллару относительно базового периода
Ноябрь 1989 г.	01:15,2	01:09,4	
Январь 1990 г.	01:17,5	01:10,7	12
Февраль 1990 г.	1:21	01:12,8	27
Апрель 1990 г.	1:23	01:13,8	32
Май 1990 г.	1:27	01:16,2	42
Июнь 1990 г.	1:35	01:21,0	55
Июль 1990 г.	01:41,2	01:24,3	61
Август 1990 г.	01:41,2	01:23,7	60
Октябрь 1990 г.	1:40	01:22,0	57
Октябрь 1990 г.	1:38	01:20,9	55
Ноябрь 1990 г.*	1:38	01:20,9	55
Ноябрь 1990 г.	01:37,8	01:20,9	55
Декабрь 1990 г.	1:12,6*	01:21,6	57
Январь 1991 г.	01:13,0	01:22,8	59
Январь 1991 г.	01:15,0	01:25,0	62
Февраль 1991 г.	01:18,0	01:29,7	68
Февраль 1991 г.	01:21,0	01:35,1	73
Март 1991 г.	01:20,5	01:35,4	73

*С ноября 1990 г. при оценках используется коммерческий курс рубля.

Источник: ММВБ за соответствующие периоды.

Только за 9 месяцев, прошедших между первым и восьмым аукционами, внутренний рубль обесценился более чем на 60%.

Интересно отметить, что когда курс превысил соотношение 1:25, можно было ожидать, что дальнейшее обесценение замедлится, так как при сложившихся условиях такой курс уже приближался к предельному уровню, обеспечивая эффективность закупок все меньшего числа товаров. Но курс следующего аукциона составил 1:27.

Некоторая стабилизация курса, которая наметилась на 8–11 аукционах, была вызвана либерализацией допуска к ним — СП и кооперативы получили разрешение на покупку и продажу валюты.

Столь подробное рассмотрение первых аукционов представляется целесообразным, поскольку эти аукционы закладывали те курсовые ориентиры, на которые в течение длительного времени опирался рынок. Было совершенно очевидно, что, несмотря на попытки увеличения объема торгов, допуска к ним новых участников⁵⁰, снятия лимитов по покупке и продаже валюты, аукционный курс не отражал реального соотношения рубля к доллару ни по потребительской корзине, ни тем более по дефляторам ВВП, будучи по экономической сути предельным, т.е. отражающим ценовые соотношения по очень узкой потребительской корзине престижных товаров импорта.

Формирование валютного рынка сопровождалось законодательной поддержкой. Постановлением Совмина СССР от 4 августа 1990 г. предусматривалось создание общесоюзного валютного рынка, которое также было закреплено в президентском Указе от 26 октября 1990 г. “О введении коммерческого курса рубля к иностранным валютам и мерам по созданию общесоюзного валютного рынка”. Предполагалось, в частности, создание постоянно действующей валютной биржи в Москве и других городах (Московская биржа начала свою работу в середине апреля 1991 г.). Все операции на биржах должны были проводиться уполномоченными банками, зарегистрированными на бирже и имеющими лицензию на проведение валютных операций (с самого начала на Московской валютной бирже было зарегистрировано 10 банков). Другим элементом

⁵⁰ В первой редакции требований аукционного комитета говорилось, что к аукционам допускаются государственные предприятия, объединения и организации, за исключением бюджетных. Позднее этот список был расширен, и к аукционам стали допускаться государственные производственные и научно-производственные предприятия, объединения и организации, их коммерческие ассоциации, производственные предприятия общественных организаций, хозрасчетные научно-исследовательские организации, колхозы, совхозы. В конце 1990 г. право участвовать в аукционах получили совместные предприятия и кооперативы.

рынка предполагался механизм межбанковских операций. Аукционы с началом функционирования биржи предполагалось отменить (на деле их проведение в течение некоторого времени продолжалось). Согласно новым правилам все предприятия и организации, являвшиеся по советскому законодательству юридическими лицами, получили право покупки и продажи иностранной валюты. Однако, несмотря на этот шаг, перспективы развития валютного рынка выглядели не очень радужно. Одной из причин этого была сохранявшаяся практика оставления за предприятиями части валютной выручки, что ослабляло базу формирования валютного рынка, по существу, сегментируя его по отдельным юридическим лицам (которые зачастую иммобилизовывали свою валюту). На начальных этапах для поддержания формирующегося механизма, очевидно, были необходимы мобилизация валютных средств, ускорение их оборачиваемости.

Серьезным препятствием на пути создания валютного рынка являлась непоследовательная валютная политика, приводящая к выработке взаимоослабляющих законов. Примером таких действий было принятие вслед за уже упомянутым постановлением о создании валютного рынка еще одного постановления Совмина СССР “О совершенствовании розничной торговли и оказании услуг на иностранную валюту на территории СССР”. Этот документ не просто вносил некоторые коррективы в существующие правила операций с валютой. Он задавал тон валютной политике, констатируя, что последняя теперь предполагала широкое использование свободно конвертируемой валюты во внутренних расчетах.

В постановлении рассматривалась главным образом система организации на территории СССР специализированной торговли товарами и услугами на валюту. Указывалось, что советские предприятия, объединения и организации, совместные предприятия и республиканские торговые дома могут осуществлять такие операции, оказывать услуги иностранным и советским гражданам, советским предприятиям. Продажа товаров и услуг внутри СССР на валюту приравнивалась к экспортным операциям.

Таким образом, речь шла о курсе на долларизацию советской экономики. О последствиях, к которым могла привести такая ориентация, говорилось не раз. Укажем еще раз, что в условиях расстройств рынка и денежного обращения введение валюты в оборот могло бы привести к ускорению бегства от рубля, возрастанию недоверия к советским деньгам, к сужению сферы их использования. Подобные процессы, в свою очередь, могли послужить катализатором гиперинфляции, ибо увеличили бы скорость обращения денег. Кроме того, эти процессы могли бы привести к повышению цен товаров на черном рынке, что в конце концов подтолкнуло бы вверх и госцены.

Очевидно, что для обеспечения успеха валютных аукционов и бирж, необходимо было отказаться от курса на долларизацию и проводить меры, направленные не на сужение, а на расширение сферы обращения рубля, с тем чтобы сделать его единственным реальным платежным средством на территории СССР.

Еще одним потенциальным источником пополнения ресурсов валютного рынка могло выступить государство. При анализе этих проблем на начальном этапе формирования валютного рынка автором указывалось, что функции государства не должны были сводиться лишь к осуществлению валютных инъекций для поддержания аукционов и бирж на плаву. Механизмы валютного рынка целесообразно было использовать и для решения внутриэкономических проблем, например для финансирования дефицитов. В перспективе государству следовало взять на вооружение механизм операций на открытом рынке и использовать его не только для продажи, но и для покупки валюты с целью проведения широкомасштабного экономического регулирования (что, по сути, и было сделано)⁵¹.

Препятствия развитию валютного рынка со стороны доллара становились все более очевидными по мере роста числа советских предприятий, желавших продавать свою продукцию за валюту.

В результате стали приниматься документы, направленные на выправление положения. В Основных направлениях стабилизации народного хозяйства и перехода к

⁵¹ В те годы представлялось очевидным, что по мере развития валютных бирж и приобретения ими “многоярусного” характера (осуществление операций по различным валютам и на различные сроки) будет необходимо прибегать к их помощи для осуществления хеджирования, сделок на срок с целью нейтрализации возможных валютных потерь. Было также очевидно, что даже на этапе, когда аукционы превратятся уже в постоянно действующие широкомасштабные механизмы, они не будут полностью эффективны, как развитый валютный рынок, поскольку могут не всегда в полной мере располагать всей необходимой информацией. Это будет проявляться в том, что, например, процентные ставки вряд ли будут полностью отражать перспективы изменения валюты. На таком рынке каждый раз будут отмечаться всплески спекулятивных операций с рублем, которые будут приводить курс рубля в соответствие с разницей по процентным ставкам между рассматриваемыми валютами. В то же время вполне логично было предположить, что на первых порах валютный рынок будет в первую очередь сориентирован на обслуживание инвестиционных или внешнеторговых операций, а чисто финансовые сделки будут ограничиваться, что в целом станет оказывать стабилизирующее влияние. Как показала практика, ограничения на покупку валюты действительно определялись осуществлением внешнеторговых операций или погашением кредитов, а имевшие место диспропорции между процентными ставками и темпами обесценения курса стабилизировались отсутствием глубокого рынка, выходящего за сверхкороткие кредиты, и использовались лишь по краткосрочным межбанковским сделкам (о чем подробнее будет сказано ниже).

рыночной экономике прямо говорится о недопустимости использования инвалюты в качестве средства платежа на территории СССР. На придание рублю статуса единственного платежного средства в СССР было направлено и новое валютное законодательство.

В ноябре 1990 г. был издан еще один Указ Президента “Об особом порядке использования валютных ресурсов в 1991 г.” В нем предусматривалось формирование Союзно-республиканского валютного фонда. При этом участники внешнеторговых операций обязаны были сдавать 40% экспортной выручки в валюту по коммерческому курсу. Суммы, которые оставались нераспределенными после формирования валютного фонда предприятий, также подлежали продаже: 90% — в общесоюзный фонд, а 10% — в валютные фонды союзных республик и местных Советов.

В результате указанных мер определенная часть валюты поступала на валютный рынок, но, как представляется, это не привело к устранению перекосов между аукционным и реальным курсами рубля к доллару.

В принципе, говорить об изменениях в реальном соотношении рубля и доллара за 1960–1980-е годы можно с большой степенью условности. Существуют, в частности, оценки, что в результате обесценения рубля в 1961 г. новый курс примерно отражал ценовые соотношения товаров на внутреннем и мировом рынках⁵². Таким образом, если брать курс 1961 г. за основу, то все дальнейшие корректировки курса могут делаться исходя из изменений цен.

Конечно, на уровень валютного курса помимо цен влияет еще целая группа факторов, которые связаны и со степенью использования валюты на мировых финансовых рынках, и с применением ее в расчетах с третьими странами, и с уровнем процентных ставок. Однако в СССР при полной неразвитости валютного и финансового рынка и отсутствии даже частичной (например, для нерезидентов) конвертируемости, изменения цен являлись за рассматриваемый период, по-видимому, главным ориентиром, с которым можно было сравнивать курс⁵³.

Попробуем оценить ППС за период 1976–1990 гг. и посмотреть, к каким курсовым соотношениям мы придем в этом случае. Если ориентироваться на данные в табл. 6.3, из которой следует, что по потребительской корзине в 1976 г. цены соотносились 1:1 при

⁵² См.: Holzman F.D. The Ruble Exchange Rate and Soviet Foreign Trade Pricing Policies, 1929–1961//The Fletcher School of Law and Diplomacy. 1968. Dec.

⁵³ Правда, как показала практика валютных аукционов, на валютный курс оказывают очень сильное давление экономические ожидания и любая информация относительно изменений на рынке (о чем будет сказано ниже).

номинальном курсе рубля к доллару примерно 75 коп.=1 долл., то увидим, что речь шла о некоторой переоценке номинального курса рубля. (Однако с учетом более низкого качества некоторых аналогичных товаров в СССР такие сопоставления весьма условны и носили чисто индикативный характер).

Далее, рассчитанные нами данные, характеризующие рост цен в США и СССР за период 1976–1990 гг., показывают, что соответствующие цены США возросли примерно на 50%, тогда как рост цен в СССР составил около 20%⁵⁴. Курс в 1990 г. составил 58 коп.=1 долл. Таким образом, с учетом переоценки рубля в 1975 г. на 33% и с поправкой на дифференциал изменения цен в СССР и США, который сводил размер переоценки рубля до 3%, тем не менее к 1990 г. произошло повышение курса рубля до уровня 58 коп. за 1 доллар (т.е. ревальвация на 23%), что вновь увеличило размер переоценки до 26%.

Как известно, если курс валюты завышен, то это является тормозом развития экспорта, поскольку экспортеры как бы платят дополнительный налог при переводе своей валютной выручки в рубли. Одновременно этот налог перераспределяется и выступает уже в качестве скрытой субсидии импортерам, для которых экспорт, таким образом, становится относительно более дешевым.

Очевидно, что сохранение курса рубля на уровне, существовавшем до ноября 1990 г., обеспечивало бы высокую эффективность импортных операций, поскольку во внутренних ценах импортные товары оценивались в среднем значительно выше, чем в инвалютных рублях. В то же время многие потенциальные экспортеры воздержались бы от участия в экспортных поставках, поскольку ни валютные коэффициенты, ни тем более официальный курс не покрывали полностью разрыв между внутренними и внешнеторговыми ценами.

По мере перехода на рыночные принципы функционирования экономики существовавшая система валютных курсов начинала все больше тормозить развитие внешней торговли, вносить перекосы в торговый баланс. Чтобы не допустить этого, становилась все более очевидной необходимость девальвации официального курса рубля применительно к внешнеторговым операциям.

При этом в условиях, когда при помощи курса, по сути, регулировались лишь внешнеторговые операции, целесообразность девальвации в указанной ситуации не вызывала сомнений. На более поздних этапах экономических преобразований, когда

⁵⁴ Рассчитано по: International Financial Statistics за соответствующие периоды; A study of the Soviet Economy IMF, IBRD, OECD, EBRD. 1991. Feb.

единый курс стал распространяться и на капитальные операции, оправданность подобного шага заслуживала бы гораздо более взвешенного изучения (об этом мы будем говорить в последующих разделах работы).

При этом девальвация не должна была рассматриваться как механическое изменение коэффициента пересчета, поскольку в этом случае ее влияние на экономику было бы минимальным. Новый курс по-прежнему связывал бы перекошенные цены. Более рациональным представлялось проводить девальвацию в увязке с корректировкой существовавшей системы цен, что позволило бы путем постепенного укрупнения валютных коэффициентов приблизить их значения к единой более реалистичной основе, на которой в конечном итоге валютные курсы могли прийти в соответствие между собой, а при достижении определенных внутренних условий могло бы произойти объединение коммерческого и официального курсов.

На практике события развивались более радикально. В преддверии изменений курсов, регулирующих внешнеторговые операции страны, с 1 ноября 1989 г. был введен новый курс рубля по неторговым операциям. Его величина была установлена в размере 6 руб. 26 коп. за 1 долл. против существовавшего официального курса 62 коп. за 1 долл. (как следствие, возросли цены на товары, ввозимые по каналам туристического импорта).

Затем президентским Указом с 1 ноября 1990 г. в СССР был введен коммерческий курс рубля, который был установлен на уровне 1,8 руб.= 1 долл.

Таким образом, применительно к тем сферам, на которые распространялось действие коммерческого курса (внешняя торговля, советские инвестиции за рубежом, иностранные инвестиции в СССР, неторговые расчеты юридических лиц), была проведена девальвация рубля. Одновременно была предусмотрена отмена системы ДВК.

Чем руководствовалось государство при проведении 200%-й девальвации? Было очевидно, что использование официального курса заставляло поддерживать значительную часть экспорта. Рыночный (аукционный) курс также не мог рассматриваться в качестве ориентира. В силу эпизодического характера аукционов, ограниченного числа участников и небольшого объема предлагаемых для продажи средств этот курс отражал лишь ажиотажный спрос на валюту, основывающийся на спекулятивных ценовых соотношениях по узкой группе товаров, главным образом потребительских. В случае его использования практически весь экспорт был бы высокорентабелен, тогда как импорт сократился бы до очень узкой номенклатуры товаров, большая часть которых не имела бы значения для структурных преобразований.

Аукционный курс практически устранил бы заинтересованность экспортеров в повышении конкурентоспособности своих товаров.

Можно было также рассмотреть возможность примерно двукратного (или чуть меньше) обесценения рубля. Такое предложение основывалось на анализе дифференцированных валютных коэффициентов, которые давали картину ценовых соотношений экспортных, импортных и внутренних цен. Следует сказать, что размеры такого обесценения представлялись, по-видимому, недостаточными. Во-первых, уровень курса и уровень цен были бы приведены лишь во временное соответствие. В то же время частые девальвации, как правило, вызывают сильное недоверие к валюте с вытекающими негативными последствиями. Во-вторых, двукратное обесценение рубля не явилось бы достаточным стимулом для развития советского экспорта. Такое обесценение, скорее, возможно было осуществить в отношении официального курса, который затем мог бы использоваться как самый общий макроэкономический ориентир, позволяющий проводить статистические сопоставления. Если же указанный уровень брался бы за основу при проведении внешнеторговых операций, то произошло бы снижение эффективности значительной части экспортеров, тогда как большая часть импорта осталась бы высокоэффективной (иными словами, нецелесообразно было проводить девальвацию на основе предельного подхода, давая своего рода режим наибольшего благоприятствования экспортерам или импортерам).

В этой связи целесообразно было установить курс, ориентируясь на тот вариант внешнеторгового развития, который предусматривал, в частности, ускоренный рост экспорта машин и оборудования при одновременной бездефицитности торгового баланса и проведение политики умеренного роста импорта. Представлялось, что примерно трехкратное обесценение рубля могло бы способствовать достижению этих целей.

Именно на такую величину и был девальвирован рубль 1 ноября 1990 г. Одновременно, как уже указывалось, отменялись ДВК, что при существовавших расхождениях внутренних и мировых цен фактически означало, что те внешнеторговые операции, чья эффективность была ниже 33% (ДВК равный 3 по отношению к инвалютному рублю и 1,8 по отношению к доллару), становились убыточными. В этой связи, как уже указывалось, более целесообразным представлялся путь по укрупнению ДВК с одновременной корректировкой цен и в конечном итоге постепенному объединению множественных курсов на новой ценовой основе.

Говоря о последствиях курсовых изменений для экспорта и импорта, следовало иметь в виду следующее. Оценки зависимости поведения экспорта по отдельным

товарным группам за период, предшествовавший экономическим преобразованиям конца 1980-х — начала 1990-х годов, как и ожидалось, практически во всех случаях показали отсутствие “традиционного” механизма взаимодействия⁵⁵.

Что касается импорта, то после обесценения рубля стоимость импортных товаров, выраженных в национальной валюте, возрастала. В то же время на страновом уровне изменения в импортном спросе были незначительными, поскольку к числу закупавшихся страной товаров относилось зерно, продовольствие, а также технологическая продукция, которой не было аналогов на внутреннем рынке. Понятно, что спрос в этом случае был крайне нечувствителен к ценам (хотя теоретически новый курс должен был явиться стимулом для внутреннего производства импортозамещающей продукции).

С точки зрения последствий обесценения курса рубля для внутриэкономического положения следует указать на традиционное в таких случаях повышение общего уровня цен, которому способствует удорожание импорта (хотя его доля в ВВП была относительно невелика и составляла около 5%, а в конечном потреблении — еще меньше).

Среди других последствий (носящих чисто статистический характер) следует указать на повышение нагрузки на бюджет в связи с большими рублевыми расходами по обслуживанию внешней задолженности.

⁵⁵ Лишь уравнение, описывающее поведение экспорта нефти, показало “нормальную” связь:

$$\ln E_f = 2,44 \ln YW - 0,26 \ln (PE_{fsu} / PE_{fw}) - 8,56; \quad (6.8)$$

(7,07) (2,34) (5,37)

$$R^2 = 0,92; DW = 1,53.$$

Примечание. Период оценивания: 1970–1985 гг., регрессия — линейно-логарифмированная, в скобках под коэффициентами приводится Т-статистика, R² — коэффициент детерминации, DW — коэффициент Дарбина–Уотсона; E_f — советский экспорт топлива в неизменных ценах 1980 г., в млрд. долл.; YW — индекс ВВП промышленно развитых капиталистических государств (1980г.=1); PE_{fsu} — индекс экспортных цен на советские энергоносители (1980г.=1); PE_{fw} — индекс экспортных цен на мировом рынке энергоносителей. (См. подробнее: Ершов М.В., Станковский С.С. Модель внешней торговли и платежного баланса СССР. М.: ИМЭМО, 1989. С. 8.)

При увеличении советских экспортных цен на нефть относительно мировых цен на 1% экспорт сокращается на 0,26%. Во всех остальных случаях поведение экспорта “аномально” с экономической точки зрения, что, впрочем, вполне объяснимо: в условиях действовавшего экономического механизма экспорт не мог изменяться вслед за колебаниями цен. Нехватка ресурсов, запланированные объемы и структура поставок делали такие изменения практически невозможными.

Очевидно, что с изменением экономических механизмов в стране курсовые изменения будут иметь гораздо более серьезные последствия. Более того, усиливающиеся процессы глобализации в условиях открытости экономики делали валютный курс и его изменения мощным рычагом, влияющим на основные направления экономической деятельности в стране и реально связывающим ее с мировыми экономическими механизмами и теми процессами, которые этими механизмами обуславливаются.

Прежде чем анализировать роль курсовых рычагов в условиях глобализации и финансового кризиса, рассмотрим, как эволюционировали основные механизмы российского валютного рынка и сам валютный рынок в новых внутренних и внешних экономических условиях.

ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ЭКОНОМИКА В НОВЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЯХ

С началом экономических преобразований в 1992 г. валютный рынок претерпел значительные изменения.

Уже в январе 1992 г. была образована Московская межбанковская валютная биржа, на которой стали осуществляться валютные торги. Вскоре развитие получил региональный аспект, и были открыты Санкт-Петербургская, Сибирская, Азиатско-Тихоокеанская, Уральская, Ростовская, Краснодарская, Самарская, Нижегородская биржи. Расширение сети бирж при относительно неразвитом в 1992–1993 гг. межбанковском валютном рынке способствовало гармонизации развития валютных операций и формированию общероссийского валютного рынка. Если в 1992 г. на Московскую и Санкт-Петербургскую биржи приходилось 99,8% биржевых операций, то в 1996 г. доля этих бирж снизилась до 70% (по доллару) при увеличении объемов операций Уральской биржи почти до 14% и Азиатско-Тихоокеанской — свыше 5%.

Расширение территориальной сети сопровождалось диверсификацией числа валют, с которыми осуществлялись операции. Как свидетельствуют данные табл. 7.1, к 1996 г. значительные объемы операций осуществлялись с долларом и маркой, сделки также осуществлялись по французскому франку, английскому фунту и ряду “мягких” валют.

Т а б л и ц а 7.1

Итоги валютных торгов на ММВБ, 1997 г.

Валюта	Брутто оборот, млн. ед. валюты	Брутто оборот, млн. долл.	% от объема торгов по всем валютам
Американский доллар	6037,7	6037,7	95,37
Немецкая марка	397,3	229,1	3,62
Французский франк	50,9	8,7	0,14
Английский фунт стерлингов	3,1	4,9	0,08
Украинская гривна	30,4	16	0,25
Белорусский рубль	767,2	29,5	0,47

Казахстанский тенге	349,8	4,6	0,07
Итого		6330,5	

Источник: материалы ММВБ за соответствующие периоды.

Структура торгов по основным валютам в целом соответствовала их значимости как резервных валют. В табл.7.2 дается структура валютных резервов основных промышленно развитых государств. При этом сопоставимые соотношения в целом выдерживались и в структуре валютных резервов России, где в первой половине 1990-х годов на доллар приходилось около 80% и на марку— свыше 15% всех валютных резервов.

При анализе отдельных валют на валютном рынке России следует иметь в виду, что все большую роль по мере формирования валютного рынка начал играть межбанковский валютный рынок. Так, если в 1992–1993 гг. на биржи приходилось до 90% всех валютных операций на рынке, то в 1996 г., по оценкам ММВБ, эта доля уменьшилась до 20%.

Т а б л и ц а 7.2

Структура валютных резервов промышленно развитых государств (середина 90-х годов) (%)*

Валюта	
Американский доллар	55,5
Английский фунт стерлингов	2
Немецкая марка	16,4
Французский франк	1,6
Швейцарский франк	0,1
Нидерландский гульден	0,2
Японская иена	5,9
ЭКЮ	11,5
Другие	6,8

* Данные за 1996 г.

Источник: IMF, Annual Report, 1997. Washington D.C.

Представляется, однако, что для крупных банков доля межбанковского рынка в их валютных операциях рубль/доллар превышала 90%. Учитывая, что на эти банки

приходится основной объем валютных операций на внутреннем рынке, можно говорить о том, что межбанковский валютный рынок занимал до кризиса 1998 года главное место на внутреннем валютном рынке (после августа ситуация изменилась). Кроме того, многие крупные банки, обладающие валютной лицензией на осуществление валютных операций за рубежом, проводят значительную часть сделок по “форексу” на международном межбанковском рынке с участием западных банков. Все межбанковские операции сложно учесть на агрегированном уровне, но можно утверждать, что доля российского и международного межбанковского рынка в общем объеме операций российских банков по сделкам рубль/доллар, а также по “форексу” до кризиса преобладала. После — вновь возросло значение биржевого рынка.

На самих торгах динамика валютного курса за 1992–1996 гг. выглядела следующим образом (табл. 7.3).

Т а б л и ц а 7.3

Итоги торгов по доллару США на ММВБ

Дата	Курс рубль/доллар на конец периода	Средневзвешенный курс рубль/доллар
1992:		
июнь	144	125,3
декабрь	414,5	414,6
Итого за год	414,5	268,3
1993:		
июнь	1060	1077,8
декабрь	1247	1240,1
Итого за год	1247	1037,2
1994		
июнь	1989	1961,8
декабрь	3550	3408,9
Итого за год	3550	2261,2
1995:		
июнь	4539	4738,4
декабрь	4640	4623,5
Итого за год	4640	4610,7
1996:		
июнь	5105	5056,7
декабрь	5554	5539,8
Итого за год	5554	4984,7
1997:		
июнь	5765	5764
декабрь	5974	5942,5
Итого за год	5974	5802,3

1998:		
июнь	6,22	6,61
декабрь	20,83	21,77
Итого за год	20,83	10,05

Источник: ММВБ. Валютный рынок России в фактах и цифрах (1992–1996). ММВБ, 1997; Информация о проведении торгов на ММВБ валютно-экономического управления МБЭС за соответствующие периоды.

Динамика изменений курса на базе агрегированной статистики отличалась от краткосрочных курсовых колебаний. За январь–июнь 1993 г. отмечалось плавное снижение курса рубля (в целом до середины июня курс обесценивался примерно на 25% в месяц). Затем до конца августа отмечалось устойчивое укрепление курса — с 1116руб. (на 15 июня) до 985 руб. (на 27 августа), вызванное некоторым ужесточением денежно-кредитной политики, после чего курс опять стал постепенно падать. Очень резкое снижение отмечалось в течение 16–23 сентября, когда курс за неделю понизился на 28% (т.е. темпы падения более чем в 4 раза превосходили темпы падения в первой половине года), что, по-видимому, можно объяснить дополнительным предложением рублей, вызванным осуществленной в тот период эмиссией. В целом за год рубль обесценился на 200%, тогда как индекс-дефлятор ВВП и индекс потребительских цен возросли более чем в 9 раз. Далее мы остановимся более подробно на том, насколько в условиях существенных структурных изменений и с учетом направлений движений финансовых потоков можно рассматривать цены как главный фактор, объясняющий поведение курса. Однако сам факт таких расхождений между ценами и курсом говорит о серьезной модификации взаимосвязей.

В 1994 г. курс менялся неравномерно. С января по сентябрь обесценение рубля составляло в среднем около 10% в месяц. 11 октября произошло обвальное падение рубля на торгах. На день, предшествующий падению (10 октября), курс составлял 3081 руб. за доллар. На следующий день курс упал до 3926 рублей.

Следует отметить, что обесценение рубля более чем на 25% не имело под собой причин реального экономического характера и было вызвано чисто спекулятивными действиями на рынке. В условиях пополнения рублевой ликвидности, благодаря сельскохозяйственным кредитам и кредитам на “северный завоз”, выданным со стороны ЦБ, а также при более мягкой политике ЦБ (отчасти вызванной сокращением валютных резервов последнего), проводимой в период, предшествовавший обвалу, дополнительные рублевые средства стали попадать на валютный рынок, оказывая давление на курс. Следует также отметить и то, что еще не была полностью отработана

необходимая система регулирования рынка. В частности, на тот момент не существовало адекватной системы защиты от невыполнения обязательств (например, отсутствовал механизм предварительного депонирования, что давало возможность участникам отказаться от исполнения заявок без существенных для себя последствий).

К 13 октября курс восстановил докризисный уровень, составив 2994 руб., и продолжал обесцениваться докризисными темпами — в пределах 10% в месяц.

В целом за год номинальный курс обесценился примерно на 184% (средневзвешенный — на 118%) при соответствующем изменении потребительских цен и дефляторов ВВП на 300 и 400%.

Укажем на то обстоятельство, что в условиях неэффективности рынка разрывы, возникавшие между разницей процентных ставок по соответствующим валютам, с одной стороны, и масштабом изменений курсов этих валют, с другой стороны, были весьма значительны, что позволяло достигать высокой эффективности при осуществлении валютного арбитража⁵⁶.

Теоретически, при среднегодовых темпах обесценения рубля к доллару, в 1993–1994 гг. составлявших около 200%, при дифференциале процентных ставок, превышавшем 100% в годовом исчислении, но не достигавшем уровня обесценения курса, можно было говорить об относительно большей привлекательности операций по размещению средств в долларах с последующим возвратом в рубли. На практике же при фактическом отсутствии глубокого рынка долгосрочных кредитов реальные операции возможно было осуществлять лишь на основе коротких кредитов.

Учитывая, что в краткосрочном плане темпы изменений курса за отдельные периоды существенно отличались, можно было достичь весьма высокой эффективности как от операций рубль/доллар (положительные значения в табл. 7.4), так и от сделок доллар/рубль (отрицательные значения в табл. 7.4).

⁵⁶ В общем виде схема проведения таких операций сводилась либо к получению долларового кредита, конвертации средств в рубли, их размещению по рублевым ставкам и через некоторое время возвращению в доллары; либо — при определенной конъюнктуре денежного рынка — к обратным цепочкам, начинающимся с рублевого кредита.

Т а б л и ц а 7.4

Доходность операций валютного арбитража рубль/доллар на некоторые операционные дни (в % годовых, в валюте)⁵⁷

Дата	% ГОДОВЫХ в валюте*
05.07.94 г.	50,35
09.08.94 г.	30,49
13.09.94 г.	–30,70
04.10.94 г.	–237,01
09.11.94 г.	120,57
06.12.94 г.	32,84

* Из расчета ставки по валютному кредиту на 7 дней 8% годовых.

Рассчитано по: ММББ, INSTAR за соответствующие периоды.

Первая половина 1995 г. характеризовалась относительно умеренным обесценением рубля — в среднем около 5% в месяц. Главным нововведением, определившим курсовую динамику во второй половине 1995 г., было введение в июле валютного коридора на три месяца в диапазоне 4300–4900 руб. за доллар. Затем его действие было продлено до конца года. Фактически в коридор закладывалась возможность обесценения рубля на 4,6% в месяц. В результате, на начало октября курс составил 4493 руб. (т.е. произошло удорожание рубля на 1,8% по сравнению с началом июля), а к концу года — 4640 руб. (т.е. курс почти не изменился с начала июля, а за год обесценился примерно на 30%, причем весь процент изменений приходится на первую половину года). В конце ноября действие валютного коридора было продлено. Его диапазон составил 4550–5150 руб.

⁵⁷ При расчетах нами использовались следующие формулы:

$$R_{1n}(t) = \left[\frac{1 + r_n(t)}{1 + r_n^f(t)} \times \frac{e(t)}{e(t+n)} - 1 \right] \times (365/n), \quad (7.1)$$

$$R_{2n}(t) = \left[\frac{1 + r_n^f(t)}{1 + r_n(t)} \times \frac{e(t+n)}{e(t)} - 1 \right] \times (365/n), \quad (7.2)$$

где $R_n(t)$ — отдача (доходность) в годовом выражении от одной арбитражной операции;

$r_n(t)$ — процент за рублевый кредит на срок n ;

$r_n^f(t)$ — процент за долларовый кредит на срок n дней.

Начало 1996 г. характеризовалось развитием динамики курса в рамках указанного коридора, который затем по истечении каждых 6 месяцев пересматривался и составил 5000–5600 руб. на 1 июля и 5500–6100 руб. на 31 декабря 1996 г. Таким образом, за год допускалась возможность обесценения рубля на 20%, что и было осуществлено на практике, — рубль обесценился на 19,7% . В этот период обесценение рубля шло примерно такими же темпами, что и повышение цен (индекс потребительских цен вырос на 20%, индекс-дефлятор ВВП — на 30%). В середине года были введены новые принципы установления официального курса рубля. Вместо ранее действовавшей привязки официального курса к курсу ММВБ вводилась система, по которой ЦБ РФ объявлял ежедневные курсы покупки и продажи долларов по своим операциям на бирже и межбанковском рынке, а средняя величина между курсом покупки и курсом продажи и определяла официальный курс.

Рассматривая курсовые изменения за период 1992–1996 гг., можно указать на то обстоятельство, что процент обесценения номинального курса за данный период весьма существенно отличался от темпов роста цен (дифференциал процентных ставок по рублю и доллару лишь отчасти отражал это расхождение) (табл. 7.5).

Т а б л и ц а 7.5

Изменения курса рубль/доллар, дефляторов ВВП, индексов потребительских цен, 1991–1998 гг.

Год	Изменения курса рубль/доллар (в разах) к 1991 г. (данные на конец периода)	Индекс потребительских цен (в разах) к 1991 г.	Индекс-дефлятор ВВП (в разах) к 1991 г.	Индекс-дефлятор ВВП США (1991 г. =1) (справочно)
1992	2,5	26,1	15,9	1,03
1993	7,4	245,3	157,4	1,07
1994	21	758,1	645,4	1,12
1995	27,5	1805,7	1807,7	1,15
1996	32,9	2166,8	2529,9	1,17
1997	35,3	2383,5	3035,9	1,18
1998*	36,9	2483,6	3218	1,19

*В расчетах использованы данные за июль 1998 г. без учета деноминации.

Рассчитано по: ММВБ, Валютный рынок России в фактах и цифрах, International Financial Statistics за соответствующие периоды; Россия в цифрах. М.: Госкомстат, 1997, 1999; Российский статистический ежегодник. М.: Госкомстат, 1998.

При этом, однако, важным для понимания данной проблемы является вопрос о начальном уровне валютного курса и цен, относительно которого ведутся сравнения. Расчеты показывают, что в преддверии либерализации цен курс рубля был недооценен примерно в 40–50 раз, если за основу сравнений брать дефляторы ВВП (более подробно такие расчеты приводятся нами в разделе “Уровень курса рубля: новые определяющие факторы”). Очевидно, что столь большая степень недооценки курса рубля относительно доллара на начальном этапе обусловила большую “сопротивляемость” курса росту цен. Недооценка рубля в таких масштабах на раннем этапе установления рыночного курса обуславливалась рядом причин. Среди них — и воздействие со стороны цен импортных товаров с предельной эффективностью, значительно превосходящей среднюю (что в целом свидетельствовало о том, что использование единого курса в таких условиях было неоправданно), и относительно большая подвижность курса по сравнению с ценами, что позволяло ему быстрее и относительно более автономно от цен менять свои значения. Эта особенность тем более проявилась в условиях, когда курс был фактически либерализован, тогда как цены еще некоторое время регулировались. Инфляционные ожидания участников рынка в преддверии либерализации во многом способствовали повышению спроса на доллары и росту его курса.

Одной из мер, также способствовавшей поддержанию спроса на рубли и сдерживанию падения курса рубля в течение 1992–1996 гг., была жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ, выразившаяся в “зажатости” денежного предложения (о чем мы будем говорить ниже) и обусловившая высокий уровень процентных ставок. В сочетании с увеличением ставки по централизованным кредитам и нормы резервирования (как было, например, в 1992 г.) это приводило к увеличению спроса на рубли (что проявлялось особенно отчетливо в те периоды, когда предприятия должны были осуществлять рублевые платежи в бюджет).

Более того, в целом можно говорить о том, что Центральному банку приходилось в определенной мере поддерживать доллар, о чем косвенно свидетельствует увеличение официальных валютных резервов (что также отчасти объяснялось привлечением внешних ресурсов).

По мере того, как валютный рынок более тесно интегрировался с денежным рынком, практически все факторы, определяющие развитие различных сегментов рынка, стали взаимообусловленными. Увеличение или уменьшение ресурсов на каждом сегменте рынка определялось циклическими факторами (необходимостью закрытия позиций, налоговыми платежами, отвлечением средств на пополнение резервных отчислений и т.д.), эффективностью размещения ресурсов (например, повышение ставки

доходности на рынке МБК приводило к переливу рублевых средств с валютного рынка на рынок кредитных ресурсов с соответствующим укреплением рубля). На ход указанных процессов, в свою очередь, оказывали воздействие более фундаментальные причины — состояние бюджетной сферы, инфляция и т.д.

С развитием курса на либерализацию внешнеэкономических связей, а также с введением жесткого контроля за денежной базой по международным принципам стало отчетливо прослеживаться влияние международного рынка на российский финансовый рынок. Принцип увязки международных и внутренних резервов фактически установил зависимость между привлеченными внешними займами и рублевой ликвидностью на рынке, также давая возможность Центральному банку при необходимости более свободно осуществлять долларовые интервенции на рынке для поддержания курса.

Доступ к операциям на рынке ГКО нерезидентов, который стал возможен с октября 1996 г., еще больше усилил влияние международной конъюнктуры.

В 1997 г. валютный курс продолжал удерживаться в рамках валютного коридора, и его изменения носили достаточно плавный характер. К октябрю курс рубля находился в диапазоне 5850–5870 руб. за 1 долл. Однако затем в связи с валютным кризисом в Юго-Восточной Азии произошли некоторые изменения курса рубля. Многие иностранные инвесторы начали продавать российские бумаги и возвращать свои капиталы, в результате чего возникло избыточное предложение рублей, и курс доллара на биржевых торгах поднялся более чем на 50 пунктов (на межбанковском рынке — более чем на 30 пунктов). Центральный банк был вынужден расширить диапазон между курсом покупки и курсом продажи, чтобы предотвратить массированное сокращение валютных резервов. Относительное выравнивание положения привело к стабилизации курса на уровне около 5900 руб.

Когда вскоре началось новое падение котировок, для стабилизации положения Центральный банк объявил о повышении ставки рефинансирования с 21 до 28%, а также об увеличении нормы резервирования по средствам в иностранной валюте с 6 до 9%. Указанные меры должны были способствовать увеличению доходности государственных бумаг и уменьшить привлекательность хранения валюты банками. Чтобы ситуация выглядела более предсказуемой, Центральный банк объявил также параметры валютного курса на период 1998–2000 г., согласно которым центральный курс устанавливался на уровне 6,2 руб. за 1 долл. при допустимых колебаниях на 15% (т.е. в диапазоне 5,25–7,15 руб. за 1 долл.).

Влияние внешней сферы стало особенно наглядным в 1998 г. При этом финансовый кризис приобрел острые формы проявления, в том числе и из-за того давления, которое оказывалось на валютный курс.

Для того чтобы более четко представить себе, какие факторы обусловили такое развитие событий, рассмотрим более подробно некоторые вопросы функционирования валютного рынка в России с точки зрения анализа складывающихся на нем соотношений и действующих механизмов.

Уровень курса рубля: новые определяющие факторы⁵⁸

Валютный курс, как представляется, был тем звеном, которое связывало внутреннюю и внешнюю сферу, и именно через него все мировые кризисные процессы доходили до внутренней экономики.

В этой связи, в частности, следовало бы еще раз оценить, насколько соответствуют реальным экономическим показателям те уровни валютного курса рубля, которые складываются на рынке, насколько объективно действующие механизмы курсообразования влияют на изменения курса, и, наконец, оправданы ли те принципы, которые определяют функционирование валютной сферы в ее увязке с внутренней экономикой. Является ли единый курс объективным отражением всех тех процессов, которые он должен обслуживать и диапазон которых в условиях глобализации значительно расширился?

В этой проблеме, как представляется, заслуживают особого внимания вопросы уровня валютного курса и курсообразования.

Как уже говорилось, изначально при формировании валютного рынка России сложились такие особенности установления валютного курса, при которых основным курсообразующим фактором стал высокоэффективный импорт (как правило, потребительский), и вся последующая динамика валютного курса уже отталкивалась от первоначального уровня. Это фактически означало, что этот уровень принимался как обоснованное и объективное отражение основных экономических процессов и соотношений.

⁵⁸ Автор выражает признательность д.э.н. Д.В. Смыслову за высказанные замечания по данному разделу.

Вся необъективность такого уровня валютного курса как общеэкономического показателя была тем не менее очевидна. Она наглядно демонстрируется таким условным примером, когда цена какого-то потребительского товара (причем даже играющего незначительную роль в потребительской корзине) возрастает. Тогда становится выгодным его импортировать, и импортер, выходя на валютный рынок для того, чтобы обеспечить себе покупку необходимой суммы долларов в рамках выставившегося на аукцион объема, готов пожертвовать частью ожидаемого от импорта дохода и предлагает за валюту более высокую цену. В результате курс рубля, естественно, фиксируется по итогам торгов на более дешевом уровне. Но это означает, что автоматически снижаются и долларовый объем ВВП, и стоимость активов, выраженная в долларах, и т.д., поскольку именно тот курс, который устанавливается на бирже (с некоторыми иногда вводимыми модификациями), и берется в качестве основы для официального курса. Все экономические показатели страны в долларовом исчислении, таким образом, неоправданно уменьшаются.

На более позднем этапе развития валютного рынка появились другие каналы получения валюты, стал развиваться межбанковский рынок, расширился диапазон тех сфер деятельности, которые могли генерировать приток валюты, а потому влиять на валютный курс. Но все последующие изменения и коррекции курса отталкивались от его маргинального уровня, который установился на начальном этапе. И как часто бывает в валютной сфере, роль здесь играли не столько объективные факторы, сколько инерционность оценок, некие психологические критерии, когда сложившийся курс в прошлом рассматривается как основа для формирования текущего курса и влияет на курс в будущем (мы давали ранее расчеты, свидетельствующие о таких особенностях, — см., в частности, главу II).

Данное положение подкреплялось и тем обстоятельством, что группы экспортеров и других держателей валюты в свою очередь были заинтересованы в возможности получения максимального объема рублей от продажи валюты (что становилось еще более актуальным в условиях “зжатости” денежной массы и недостаточности рублевой ликвидности на рынке). Это усиливало подвижность курса рубля в сторону его удешевления.

С учетом использования практики применения единого курса рубля устанавливавшийся таким образом и на такой основе валютный курс фиксировался на заниженном, недооцененном уровне с точки зрения экономики в целом. Подобное положение неоправданно уменьшало и искажало экономические характеристики страны

и вело к целому ряду последствий — снижалась эффективность привлечения валютных ресурсов, уменьшалась стоимость рублевых активов в долларовом выражении и т.д.

Если бы, как и раньше, в условиях закрытости экономики, валютный курс играл лишь ограниченную роль, то данное обстоятельство также играло скорее условную роль. Однако в ситуации, когда на валютный курс возлагаются функции реального экономического инструмента, проблема эта приобретает вполне конкретное содержание.

При этом возможности более диверсифицированного использования курсовых инструментов ограничиваются в настоящее время международными требованиями. Так, в частности, присоединение России к VIII статье Устава МВФ не допускает использование множественных валютных курсов, и любые попытки установления валютного курса на основе различных торговых сессий, как это было весной 1999 г., наталкиваются на серьезное противодействие со стороны этой организации.

Рассмотрим, однако, насколько оправданным в настоящее время выглядит использование единого валютного курса рубля в качестве объективного индикатора экономического положения, замыкающего на себе все потоки ресурсов между внутренней и мировой экономикой при всей разноплановости этих ресурсов и их разной экономической значимости. Насколько обоснованным является тот или иной уровень валютного курса и какие особенности его формирования в условиях открытости экономики и воздействия на нее процессов глобализации следует принимать во внимание при таких расчетах?

Как известно, раньше и в мире, и в России (с началом введения рыночных механизмов) валютный курс использовался главным образом для регулирования внешнеторговых операций. Именно этим объясняется то обстоятельство, что и уровень валютного курса, и его изменения рассматривались с точки зрения повышения или снижения эффективности этих операций и изменений их объемов (выше нами неоднократно рассматривались различные аспекты данного вопроса).

Если бы и дальше роль валютного курса ограничивалась рамками текущих операций платежного баланса, то такой подход был бы оправдан и в настоящее время.

В новых экономических условиях, однако, когда осуществляется привлечение валютных ресурсов для широкого круга экономических операций, в том числе капитального характера, оценки курса, основывающиеся на внешнеторговых сопоставлениях, уже являются недостаточными. От уровня валютного курса теперь уже зависит не только эффективность внешней торговли, но и в равной степени эффективность привлечения финансовых ресурсов, стоимость, по которой продаются внутренние активы иностранным инвесторам, и т.д.

Таким образом, при оценках уровня валютного курса рубля, когда говорится о его переоценке или недооценке, следует рассматривать соотношения в тех секторах экономики, которые вызвали экономический интерес у иностранных инвесторов и обусловили приток валюты на внутренний валютный рынок и последующий спрос на рубли для осуществления операций в этих секторах.

Как представляется, в преддверии кризиса главными сферами, генерировавшими приток валюты на российский внутренний рынок, были внешняя торговля, операции на рынке акций и операции с государственными ценными бумагами. Рассмотрим более подробно, на какие уровни валютного курса указывают складывавшиеся в этих секторах соотношения и сколь точно отражались эти соотношения уровнем единого курса рубля.

Применительно к внешней торговле такие расчеты дают возможность оценить эффективность экспортно-импортных операций и показывают, насколько валютный курс при этом отражает соотношения внутренних и внешнеторговых цен.

Как следует из табл. 7.6–7.8, разброс по уровню внутренних и мировых ценовых соотношений по отдельным товарным позициям весьма велик.

Т а б л и ц а 7.6

**Соотношение внутренних и мировых цен по некоторым позициям экспорта*
(в страны дальнего зарубежья)**

	1995 г.	1997 г.	1998 г. (по состоянию на последний квартал)
Природный газ	2444	3945 (400)**	5,08 (0,7)**
Нефть	2305	3365 (3200)	6,86 (4,5)
Нефтепродукты	5026	8720 (8800)	21,67 (14,7)
Алюминий	4150	6034 (5500)	11,64 (10,2)
Лесоматериалы	1153	754 (2600)	4,8 (4,5)
Минудобрения		4370 (2600)	5,19 (3,0)
Черные металлы		11530 (9600)	15,11 (12,6)
Машины и оборудование		3900 (3900)	7,29 (6,8)

*В расчетах используются цены приобретения и контрактные цены по соответствующим товарным позициям.

**В скобках справочно даются соотношения цены производителя и контрактных цен.

Рассчитано по: Вестник Банка России; Внешняя торговля; Статистический бюллетень; Россия в цифрах; Российский статистический ежегодник за соответствующие периоды.

Т а б л и ц а 7.7

Соотношение внутренних и мировых цен по некоторым позициям импорта*
(из стран дальнего зарубежья)

	1997 г.	1998 г. (по состоянию на последний квартал)
Продукты питания	14080	56,91
Алкоголь и сигареты	7200	50,41
Каучук натуральный	7800	10,36
Трубы	3230	3,29
Машины и оборудование	6140	7,26

*В расчетах используются контрактные и средние цены на отдельные виды продовольственных и непродовольственных товаров, а также средние цены приобретения отдельных видов материально-технических ресурсов. Расчеты по ряду показателей в табл. 7.6 и 7.7 проводились к.э.н. В.Ф. Лохмачевым.

Рассчитано по: Вестник Банка России, Внешняя торговля, Статистический бюллетень, Россия в цифрах, Российский статистический ежегодник за соответствующие периоды.

Т а б л и ц а 7.8

Товарный курс по экспорту и импорту* (руб. за 1 долл.)

	1997 г.	1998 г. (по состоянию на последний квартал)
Экспорт**	6620	9,45
Импорт***	8965	18,33

*Средневзвешенный показатель строится с учетом ценовых соотношений по отдельным товарным позициям и с учетом доли соответствующего товара в структуре экспорта и импорта на основе средневзвешенной структуры.

**Включает 85% экспортных товаров в страны дальнего зарубежья.

***Включает около 90% импортных товаров.

Рассчитано по: Вестник Банка России; Внешняя торговля; Статистический бюллетень; Россия в цифрах; Российский статистический ежегодник за соответствующие периоды.

В целом по ряду товарных позиций, занимающих значительное место в экспорте, курс рубля в 1997 г. был несколько недооценен, тогда как по некоторым группам товаров (черные металлы, нефтепродукты) отмечалась переоценка курса. При этом

средневзвешенный курс по экспорту и импорту в 1997 г. показывал, что его уровень был несколько выше номинального и коррекция номинального курса в сторону удешевления была в таких условиях оправданна.

После обесценения рубля в результате кризиса 1998 г. почти по всем товарным позициям отмечалась недооценка номинального курса по сравнению с уровнем цен. При этом речь уже шла и о недооценке по ряду импортных позиций. В целом средневзвешенный курс по импорту показывал на конец 1998 г. недооценку более чем на 10%, а по экспорту — более чем на 50% относительно номинального курса. Что касается “единого” курса, то он по-прежнему (хотя и в меньшей степени, чем это было в период, последовавший за отменой дифференцированных валютных коэффициентов) с большой погрешностью улавливает ценовые соотношения по целому ряду позиций, что снижает общую эффективность использования такого курса даже применительно лишь к внешней торговле.

В настоящее время, однако, не следует ограничиваться сравнениями во внешнеторговой сфере, поскольку уровень курса определяется и другими операциями, создающими спрос и предложение на валюту. Поэтому значимость собственно внешнеторговой сферы для формирования рамок валютного рынка уменьшается по мере роста значимости других сфер.

Перейдем теперь к рассмотрению другого важного сегмента финансового рынка, который генерировал спрос на валюту в предкризисный период, — рынка акций. Его также следовало бы принимать в расчет при сопоставлениях ППС в условиях либерализации капитальных операций и их связи с процессами глобализации⁵⁹.

Очевидно, что со стороны этого рынка оказывается влияние на курс через каналы спроса иностранных инвесторов (нерезидентов и созданных ими резидентов) на акции российских предприятий. При этом в условиях зажатой денежной массы (о чем подробнее будет говориться в следующих разделах работы) было совершенно очевидно, что рынок акций в таких условиях будет недооценен и что главным фактором при оценке его текущего состояния и перспектив его развития будут показатели капитализации данного рынка, и именно этим будут руководствоваться инвесторы.

До кризиса, несмотря на сложное экономическое положение многих российских компаний (большая кредиторская и дебиторская задолженность, нехватка оборотных средств и пр.), их рыночная капитализация постоянно росла. Даже после кризиса, менее

⁵⁹ При рассмотрении данного вопроса мы не выделяем специально различные подходы к осуществлению оценок, такие, например, как метод “будущих доходов”, затратный подход и др.

чем год спустя, докризисные темпы роста начали постепенно восстанавливаться, а сам индекс РТС вернулся к уровню 1996 г.

Как показал финансовый кризис осени 1997 г. и последующие события 1998 г., вывод средств нерезидентов диктовался в первую очередь необходимостью закрытия позиций в связи с падением котировок на различных финансовых рынках, а также общей нервозностью операторов рынка, что вызвало продажу многих активов и привело к соответствующему снижению цен на российские бумаги. При этом очевидно, однако, что данное снижение не было связано с реальным ухудшением положения эмитентов, а носило чисто фондовый характер, вызванный изменениями финансовой конъюнктуры.

В этой связи представлялось оправданным ожидать, что после стабилизации положения на финансовых рынках рост котировок будет возобновлен (что и начало отмечаться на практике к середине 1999 г.) (рис. 7.1).

Процентные пункты

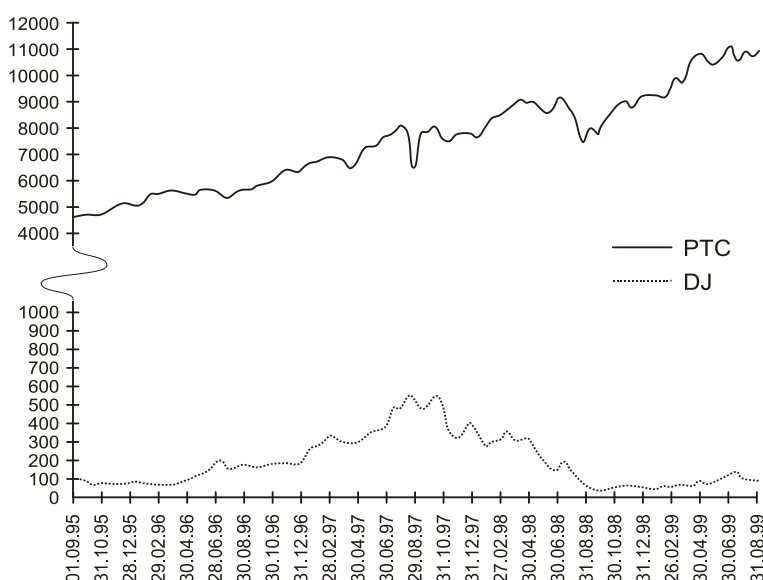


Рис. 7.1. Значения индексов РТС и Dow Jones, 1995–1999 гг.

Источник: АК & М и Bloomberg за соответствующие периоды.

Следует иметь в виду, что и в нынешних условиях, и до кризиса многие российские компании либо не выплачивали дивиденды, либо их размер был значительно ниже тех выплат, которые можно было получить благодаря альтернативным возможностям размещения капиталов. В этой связи можно утверждать, что вложения средств инвесторами носили и носят либо стратегический характер (увеличение доли на

рынке, контроль за потенциальными конкурентами и т.д.), либо сориентированы на ожидаемую капитализацию соответствующих бумаг.

Оценки перспектив возможной капитализации носят в значительной степени условный характер. Рассмотрим, однако, некоторые традиционные соотношения, используемые при рассмотрении вопросов капитализации фондового рынка и привлекательности предприятий и отраслей, чтобы иметь более четкое представление о потенциальных масштабах капитализации (а стало быть, текущей недооценки) рынка акций.

Укажем, в частности, что по имеющимся данным в целом для российской экономики, отношение рыночной цены к балансовой стоимости предприятий даже до кризиса составляло не более 30% и было при этом примерно в 10–20 раз ниже того же показателя в других странах (подробнее см. табл. 8.14).

Остановимся теперь более подробно на рассмотрении ряда показателей по отдельным рынкам и отраслям, которые дают возможность более детально проанализировать проблему капитализации российского фондового рынка.

Обратимся в первую очередь к показателю, характеризующему соотношение рыночной капитализации котируемых компаний отрасли и чистой прибыли (известному как P/E). Рассмотрим при этом относительно благополучный докризисный уровень (табл. 7.9).

Динамика этого показателя для отдельных отраслей по мере становления рынка была довольно значительной. Так, для энергетических компаний соотношение P/E на начало 1995 г. находилось в диапазоне 1,5–5, а к середине 1996 г. возросло до 1,7–9,0. По предприятиям связи соотношение P/E на середину 1995 г. находилось в диапазоне 2,7–9,0, а к сентябрю 1997 г. — в диапазоне 13–19.

При этом многие компании не всегда полностью показывают свой оборот, что искажает реальные цифры и занижает капитализацию таких компаний.

Т а б л и ц а 7.9

Соотношение P/E по отдельным отраслям

Отрасли	P/E
Россия	7,75
Нефть и газ	22,3
Энергетические компании	9,7
Газпром	4,4
Телекоммуникации (Ростелеком, ММТ)	19,5

Отдельные ГРЭС	23,1
Банки	2
Черная металлургия	2,2
Трубы, прокат	6,5
Целлюлозно-бумажная промышленность	20,1

Источник: АК & М за соответствующие периоды и United Financial Group. Sept. 1997.

Что касается соотношения P/E по основным финансовым рынкам, то оно в целом было существенно выше (табл. 7.10). После снижения котировок российского рынка в результате кризиса этот разрыв еще больше увеличился.

Другое традиционное соотношение — между уровнем капитализации и объемом продаж. Для российского рынка в целом это соотношение осенью 1997 г. составляло 0,96 (варьируя по отраслям от 2,7 и 1,4 для соответственно телекоммуникаций и нефтегазовых предприятий и до 0,7 для энергетических компаний и 0,2 для предприятий черной металлургии), тогда как для сформировавшихся финансовых рынков эта величина в среднем составляет 1–1,2.

Т а б л и ц а 7.10

Соотношение P/E по основным региональным индексам

Отрасли	P/E
Северная Америка	
INDU DOW JONES INDUS. AVG	21,47
SPX S&P 500 INDEX	24,46
Европа	
UKX FTSE 100 INDEX	20,07
AEX AMSTERDAM EXCHAN INDEX	21,96
SMI SWISS MARKET INDEX	83,51
Азия	
NKY NIKKEI 225 INDEX	91,81

Источник: Bloomberg. Oct. 1997.

Еще более значительным представляется потенциал роста с учетом соотношения рыночной капитализации к объемам или запасам производимой продукции (P/W). Для предприятий энергетики (где в знаменателе дроби может использоваться объем установленных мощностей) эта величина достигала 13 тыс. долл. за 1 МВт

установленной мощности в середине 1995 г., 32 тыс. долл. за 1 МВт к осени 1996 г. и 190 тыс. долл. за 1 МВт к октябрю 1997 г. Аналогичное соотношение для развитых рынков составляло примерно 600 тыс. долл. за 1 МВт установленной мощности.

Для предприятий связи (где в качестве W может рассматриваться число абонентских линий) величина P/W составляла 80 долл. за одну абонентскую линию в середине 1995 г. и 650 долл. за одну линию к октябрю 1997 г., тогда как для западных рынков эта величина составляла около 1000 долл. за одну линию. Для отдельных сырьевых компаний, оцененных на основе запасов, такой разрыв еще более значителен. Так, по некоторым оценкам иностранных инвесторов, Газпром стоит в настоящее время почти в 700 раз меньше (по сопоставимым критериям оценок), чем такие компании, как, например, Exxon⁶⁰.

Очевидно, что все подобные сопоставления, как уже говорилось, носят в значительной степени условный характер (ввиду различий между самими предприятиями, а также различий в условиях их функционирования как макро-, так и микроэкономического характера) и могут рассматриваться лишь как индикативные величины, позволяющие, однако, говорить о формировании общих тенденций на рынке. В целом, даже непосредственно в преддверии кризиса (когда капитализация российского рынка достигала наибольших значений), рыночная капитализация акций на российском рынке на середину 1998 г., согласно оценкам международных экспертов, была в 2 раза ниже капитализации рынка в Сингапуре, в 6 раз ниже, чем в Гонконге, почти в 5 раз меньше, чем в Бразилии, и более чем в 280 раз ниже, чем в США (табл. 7.11).

⁶⁰ International Fund Investment. 1999. № 4. P. 17.

Т а б л и ц а 7.11**Капитализация основных фондовых рынков (млрд. долл.)**

Страна	Общая капитализация рынка	Страна	Общая капитализация рынка
Россия	26,75	Германия	793,62
США	7594,29	Гонконг	160,98
Великобритания	1501,21	Индия	52,21
Швейцария	609,83	Италия	377,4
Испания	249,08	Япония	607,09
Аргентина	38,44	Мексика	103,61
Бразилия	128,13	Нидерланды	430,88
Франция	689,36	Сингапур	52,08

Источник: Bloomberg Financial Markets, Morgan Stanley Capital International and IBES Express//Forbes Global Business & Finance. 1998. July 27.

Очевидно, что со всеми оговорками относительно различий экономических условий, степени износа производственных фондов и т.д. речь все равно идет об очень большой степени недооценки российских компаний.

Вполне естественно поэтому, что, несмотря на все риски, иностранные инвесторы предъявляли спрос на акции российских компаний. Так, по мнению одного из крупных международных инвесторов, “та цена, которая отмечается на российские акции, во много раз перекрывает весь риск, связанный с экономическими и социальными проблемами России”⁶¹. И именно такой недооценкой в первую очередь руководствуются инвесторы, принимая решение об инвестировании своих средств.

Возвращаясь к анализу уровня валютного курса, складывающегося под действием процессов на фондовом рынке, укажем на необходимость учитывать при этом тот факт, что курс акций российских эмитентов существенно недооценен. Это обстоятельство само по себе (даже без учета потенциальной капитализации) делает реальную (в данном случае—“реальную” с точки зрения возможности приобретения реальных активов) покупательную способность рубля выше, поскольку дает возможность иностранному инвестору по тому валютному курсу, который существует на момент такой покупки, приобретать актив, который имеет большую реальную стоимость. В этом случае мы можем говорить о том, что, если даже чисто условно какой-то сопоставимый актив на российском рынке стоит, к примеру, в 10 раз дешевле аналогичного актива на рынке

США, то для того чтобы привести цены этих двух активов в соответствие, курс рубля (в рамках данной операции) должен подорожать в 10 раз относительно доллара. При таком более дорогом курсе для приобретения одинаковых реальных активов в российской и американской экономиках держателю долларовых средств потребуется израсходовать одинаковую сумму в своей валюте.

Таким образом, при всей неоднозначности сравнений, которые приводят к сопоставимому уровню показателей различных акций, мы можем говорить о том, что для выравнивания уровня затрат на приобретение таких сопоставимых активов на фондовом рынке рубль должен стоить значительно дороже относительно доллара. И так же, как и в случае с отдельными товарными позициями, величина такого курса будет зависеть от показателей конкретного эмитента⁶².

Помимо внешнеторговых соотношений и определений на рынке акций большую роль в формировании валютного курса в предкризисный период играли средства, которые направлялись на покупку государственных ценных бумаг. Представляется, что, несмотря на все обстоятельства, связанные с возможным колебанием котировок, со страновым и иными рисками, придающие операциям с бумагами свою специфику, в аналитических целях следовало бы по аналогии с “традиционной философией ППС” принимать в расчет сопоставления относительной доходности бумаг, поскольку именно благодаря более высокой доходности рублевых инструментов, происходил приток валюты на российский рынок, и это способствовало увеличению спроса на рубли, оказывая влияние на валютный курс.

Аналогия с товарными сопоставлениями цен применительно к примеру с ценными бумагами может исходить из предпосылки о том, что и в случае внешнеторговых товаров, и в случае с ценными бумагами в конечном итоге сравнивается тот доход, который может быть получен в сравниваемых национальных

⁶¹ International Fund Investment. 1999. № 4. P. 17.

⁶² В случае, если речь идет о финансовых спекулянтах, которые покупают акции для поднятия их цен, с тем чтобы “монетизировать” для себя эффект от повышения котировок, тогда можно говорить о том, что такие операторы предпочли полученному более дорогому реальному активу его уже более высокий денежный эквивалент. При этом присутствует и некий “запас устойчивости” рубля к динамике фондового рынка, позволяющий говорить, что курс не будет меняться в такой же пропорции, как меняются котировки акций.

валютах на единицу инвестиций от использования аналогичных инструментов в рассматриваемых странах⁶³.

И если, к примеру, можно говорить об эффективности внешнеторговых операций, сравнивая внутренние цены и цены соответствующего внешнего рынка, то по аналогии можно говорить и об эффективности финансовых операций, сравнивая доходность аналогичных инструментов на внутреннем и внешнем рынках. При этом полученные сопоставления следует трактовать не как абсолютные соотношения, а с точки зрения динамики изменений валютного курса. Так, например, если рублевая доходность по ГКО была выше доходности аналогичных государственных бумаг правительства США в среднем на 50–60%, то это, по сути, означало, что те, кто вкладывал деньги в такие рублевые инструменты фактически ожидал, что такова была рисковая премия и на такую величину мог бы обесцениться валютный курс при наступлении срока платежа по бумаге. Но даже в случае такого обесценения (поскольку речь шла о разнице в доходности) инвестор получал бы тот же реальный доход, что и при операциях с бумагами на американском рынке.

Точно такая же внутренняя логика присутствует, кстати сказать, на валютном рынке, где дифференциал процентных ставок по соответствующим валютам, определяющий различия в их доходности, показывает, на какую величину ожидается изменение их курсов между собой. И при тех же самых рисках (с учетом того, что на деле изменение курса может быть иным, и с поправками на страновой риск и т.д.) оператор валютного рынка тем не менее готов осуществлять операции с соответствующей валютой и заранее принимать изменения ее курса в соответствии с различиями доходности по рассматриваемым валютам⁶⁴.

В примере с анализом доходности по долговым инструментам также следует (по крайней мере) для аналитических целей, учитывать дифференциал их доходности в увязке с дифференциалом курсовых изменений между соответствующими валютами.

В ситуации, когда изменения валютного курса регулировались действием валютного коридора, курс не мог улавливать разницу в доходности бумаг на момент

⁶³ Так, с точки зрения продавца товаров, он может сопоставить доходность от реализации своего товара на обоих рынках. Покупатель, в свою очередь, принимает во внимание ту выгоду, которую он получает от более дешевой покупки.

⁶⁴ Укажем при этом, что на российском валютном рынке процентные ставки между рублем и другими валютами часто не отражали масштабы курсовых изменений, что свидетельствует о том, что даже применительно к такому показателю денежной сферы, как процентные ставки, связь с которым наиболее чувствительна, механизм взаимодействия валютного курса часто носил искаженный характер.

начала и окончания их действия. Попытаемся в этой связи посмотреть, каков должен был бы быть стартовый, изначальный валютный курс (курс на момент начала действия бумаг и осуществления инвестором своих вложений), соизмеряя уровень которого можно было бы говорить о выравнивающем эффекте курсовых изменений на момент окончания действия соответствующих государственных бумаг⁶⁵, т.е. фактически, речь идет об определении “курса равновесия”. Укажем, в этой связи, что одна из разновидностей теории ППС — “относительный ППС” (о чем шла речь раньше) — основное внимание уделяет именно нахождению уровня начального курса равновесия, отталкиваясь от которого проводятся сопоставления динамических изменений.

Сопоставляя показатели доходности за 1996–1997 гг., видим, что премия по рублевым бумагам была значительно выше масштабов обесценения рубля за тот же период⁶⁶. По самым общим оценкам, среднегодовая рублевая доходность ГКО на первичном рынке в 1996 г. составляла около 80% годовых (при том, что на отдельные даты эта цифра, естественно, варьировала). Аналогичные показатели для бумаг США находились в диапазоне 5–6,5% за тот же период. Таким образом, разница в доходности составляла свыше 70%. С поправкой на темпы инфляции в обеих странах мы выходим на соотношение реальной доходности бумаг, составляющее более 50% в годовом исчислении. При этом изменения валютного курса за рассматриваемый период практически не отражали различий в уровнях доходности.

Как видно из рис. 7.2 и 7.3, практически за весь период участия нерезидентов на финансовом рынке разница между уровнями доходности российских государственных казначейских обязательств и соответствующих бумаг правительства США могла рассматриваться как чистый валютный доход, поскольку она обеспечивалась в условиях, когда обесценение курса рубля было значительно ниже размеров премии по российским бумагам⁶⁷.

⁶⁵ Если бы при этом валютный коридор не действовал, а курс тем не менее менялся бы в меньших масштабах, чем это предполагали различия в доходности, то для того чтобы уловить выравнивающий эффект, следовало бы также приводить курс на начало периода к равновесному уровню.

⁶⁶ При этом на определенном этапе Центральный банк даже гарантировал валютную доходность бумаг. Она была установлена на следующем уровне

август–сентябрь 1996 г. — 19% годовых;

сентябрь–ноябрь 1996 г. — 16% годовых;

декабрь 1996 г. – январь 1997 г. — 13% годовых.

январь 1997 г. — 12,5% годовых.

⁶⁷ Следует указать, что о курсообразующей роли рынка ГКО можно говорить и при участии в таких операциях резидентов (если они созданы нерезидентами). В этом случае доходность не

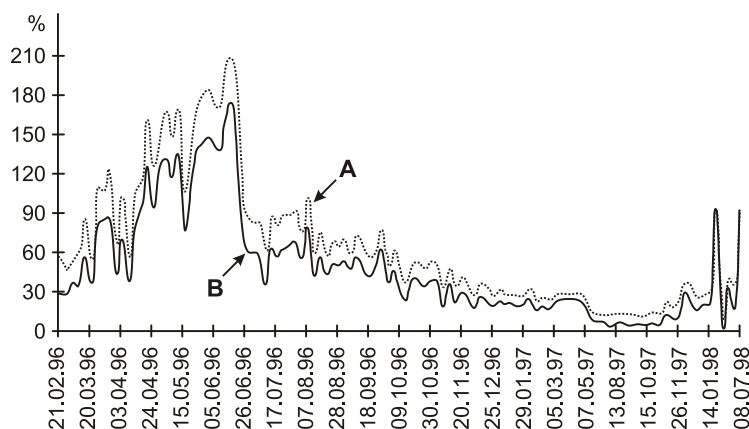


Рис.7.2. Разница между валютной и рублевой доходностью ГКО и доходностью облигаций правительства США

Примечание. Кривая А — разница между рублевой доходностью ГКО и доходностью облигаций правительства США; кривая В — разница между валютной доходностью ГКО и доходностью облигаций правительства США. При расчетах доходности ГКО рассматривались бумаги со сроком действия до одного года.

Источник: АК & М и Bloomberg за соответствующие периоды.

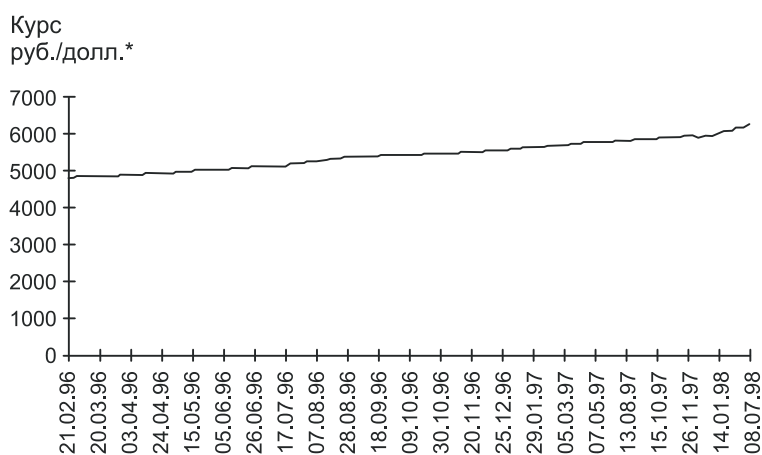


Рис. 7.3. Динамика курса рубля к доллару США

*Примечание. С января 1998 г. цифры следует рассматривать с учетом деноминации.

Источник: АК & М и Bloomberg за соответствующие периоды.

Рассмотрим, каков должен быть уровень валютного курса на момент ввода средств, который обеспечил бы ему годовую доходность, аналогичную сопоставимым

лимитируется указанными выше ограничениями (правда, здесь возникает проблема репатриации полученных доходов).

долларовым инструментам с учетом валютного курса на дату репатриации валюты и с учетом выплаченной номинальной доходности по бумагам (по аналогии речь может также вестись об использовании методики расчетов дисконтированного дохода, когда на начальную дату осуществления инвестиций вкладываемые средства сопоставляются с тем дефлированным доходом, который они приносят).

Так, на момент осуществления инвестиций (начало 1996 г.) инвестор мог бы купить рубли не по курсу 4640, а по курсу в пределах 3700–3800 руб. за доллар, а в конце года вывести валюту, продав ее по отмечавшемуся на конец года курсу 5550 руб./долл., и с учетом полученного дохода по ГКО все равно выйти на аналогичный уровень доходности по сопоставимым долларовым инструментам⁶⁸. Примерно на ту же величину курса рубля (чуть более 3600 руб. за 1 долл.) указывают и сравнения ППС на основе ВВП, проделанные статическими центрами⁶⁹.

От анализа уровня валютного курса на базе сопоставлений основных секторов, генерирующих приток валюты (при таком подходе их можно отнести к той категории операций, которые при подсчетах ППС называются “торгуемые”, т.е. участвующие в международных операциях (tradeables)), перейдем к традиционным сопоставлениям уровня валютного курса на основе сравнений общеэкономического характера, учитывающих широкую “корзину” ВВП (то, что в международных расчетах по данному вопросу относится к так называемым “неторгуемым”, не участвующим в международной торговле операциям (non-tradeables) (табл. 7.12).

⁶⁸ Мы в данном случае не рассматриваем рискованные премии и прочие внеэкономические факторы, поскольку нас интересуют экономические сопоставления в чистом виде.

⁶⁹ См.: Россия в цифрах. М.: Госкомстат, 1997. С. 351. Еще раз подчеркнем, что концепция ППС основывается на аналитических сопоставлениях, поэтому все доводы о том, что курс может измениться на величину, больше ожидаемой, а сами бумаги могут быть заморожены, не имеют отношения к рассматриваемому нами вопросу, поскольку точно так же и в случае с товарами могут произойти непредсказуемые изменения экономической или политической ситуации, вызванные шокowymi причинами, могут быть введены дополнительные внешнеторговые ограничения и т.д. Нас же интересуют те сопоставления, которыми руководствуется оператор на момент принятия решения об использовании своих средств.

Т а б л и ц а 7.12

**Паритет покупательной способности рубль/доллар за отдельные годы
(расчет по средним душевым показателям внутреннего использования ВВП
России)***

№ п/п	Наименование групп	1993 г.	1996 г.	Июль 1998 г.	Декабрь 1998 г.	Июль 1999 г.
1	Пищевые продукты	336,73	3400	5	6,5	9
	В том числе:					
2	Хлеб и зерновые продукты	102,75	2575	2,85	3	4,25
3	Мясо	526,39	3800	6	11,25	15,75
4	Рыба	198,21	2300	4,25	7,75	10,75
5	Молоко, сыр, яйца	234,25	3900	4,5	5,65	7,75
6	Растительные масла и жиры	350,59	5150	6,15	7,5	10,25
	животные					
7	Фрукты, овощи, картофель	549,93	2625	5,35	5,5	11,75
8	Алкогольные напитки	202,04	1570	3,4	5,75	8
9	Табачные изделия	117,96	1225	5,15	8,75	9,75
10	Одежда и обувь	399,68	3400	9,5	15,25	17
11	Бытовые приборы и ремонт	340,99	3285	7,3	10,8	15
12	Медицинское обслуживание**	51,44		1,5	1,8	3
13	Платные транспортные услуги	139,03	1050	4,15	5,75	8,5
14	Образование**	53,45		1,65	2,25	3,75
15	Строительство	382,91		18	24	19,5
	Валовой внутренний продукт	246,18	3650	5,25	7,15	9,5

*Автор благодарит Болотина Б.М. за предоставленные данные по ряду показателей.

**Государственные услуги.

Рассчитано по: Международные сопоставления валового внутреннего продукта за 1993 г. Стат. сб./Госкомстат России. М.,1996; данные Госкомстата за 1996 г., расчеты ИМЭМО.

Табл. 7.12 также показывает, что даже на том этапе, когда рост внутренних цен значительно опережал обесценение курса рубля, практически по всем приводимым позициям уровень курса был ниже, чем соответствующие ценовые соотношения, что вновь свидетельствует о недооценке рубля на дезагрегированном уровне, причем по отдельным позициям уровень недооценки колеблется в пределах 30–85%, а по всему ВВП в целом составляет около 60%.

Теперь взглянем на проблему уровня валютного курса еще под одним углом зрения — с точки зрения обеспеченности валюты золотовалютными резервами (иногда такие расчеты называют оценками по “золотому правилу”). Для этого используются

некоторые из тех показателей, которые рассматривались нами ранее при анализе вопроса о положении американского доллара (см. главу I), — в частности, денежная база и золотовалютные резервы.

Применять “золотое правило” в данном аспекте проблемы мы можем лишь с оговорками относительно того, что в данном случае подобные расчеты исходят из того условного предположения, что вся денежная база должна быть обеспечена золотовалютными резервами (как мы показали в главе I, развитые страны давно отказались от соблюдения этого принципа).

Тем не менее даже по такому условному показателю курс рубля к доллару на конец мая 1999 г. недооценен почти на 30% и должен был составить около 18 руб. за 1 долл. (такие оценки часто приводятся в экономической прессе).

Эти расчеты, однако, представляются неполными. При их проведении необходимо также принимать во внимание, что сами ведущие валюты не выдерживают покрытия денежной базы своими резервами. Тогда в упомянутые оценки следует внести поправки с учетом степени обеспеченности каждой валюты в наших резервах, одновременно сделав поправку на обеспеченность самого доллара, к курсу которого мы приравниваем рубль. В результате мы выходим на уровень курса рубля к доллару на начало 1999 г. в пределах 8,5–9 руб. за 1 долл., и речь уже идет о недооценке рубля более чем на 60% при использовании скорректированного “золотого правила”⁷⁰.

Нами были рассмотрены некоторые курсовые соотношения, складывающиеся в различных сферах экономической деятельности и в экономике в целом.

Остановимся более подробно еще на одном моменте, связанном с динамикой ценовых и курсовых изменений (т.е. вновь, как и в случае с анализом долговых инструментов, попытаемся оценить некоторые процессы под углом зрения “относительного ППС”).

При рассмотрении динамики роста цен и обесценения курса рубля речь действительно шла о том, что цены росли быстрее, чем обесценивался курс. Однако только это обстоятельство является недостаточным при рассмотрении “относительного ППС”. Важную роль играет то, от какого начального уровня проводится сравнение и каков был уровень курса и цен в этот стартовый период. Так вот, если при нашем

⁷⁰ В таких расчетах мы сначала пересчитывали долю каждой из валют в золотовалютных резервах с учетом степени покрытия их денежной базы (в соответствии с теми оценками, которые делались нами в главе I). После этого мы рассчитывали обеспеченность денежной базы рубля скорректированными золотовалютными резервами. В заключение рассчитывался курс рубля к доллару с поправкой на обеспеченность денежной базы доллара золотовалютными резервами США.

анализе мы обратимся к 1990 и 1991 гг., то увидим, что уже тогда уровень валютного курса был примерно в 40–50 раз (!) недооценен по “корзине” ВВП. Естественно, столь гигантский уровень недооценки обусловил большую сопротивляемость валютного курса росту цен, и все последующие ценовые изменения не приводили к пропорциональному снижению валютного курса. Даже в преддверии кризиса 1998 г. и девальвации рубля курс все еще отставал от ППС. После проведения девальвации этот разрыв вновь увеличился (табл. 7.13).

Т а б л и ц а 7.13

Динамика валютного курса рубль/доллар и паритет покупательной силы*

Год	Средневзвешенный биржевой курс рубль/доллар	ППС рубль/доллар	Отношение курс/ППС
1990	19,9	0,52	38,2
1991	58,05	1,15	50,5
1992	268,3	19,4	13,8
1993	1037,2	231	4,5
1994	2261,2	922	2,5
1995	4610,7	2508	1,8
1996	4984,7	3611	1,4
1997**	5802,3	3875	1,5
1998**	20,8	7,15	2,9

* С учетом “корзины” ВВП (по показателям внутреннего использования).

** Данные на конец периода.

Рассчитано по: материалы ММВБ, Госкомстата и ИМЭМО за соответствующие периоды.

Как свидетельствуют, в частности, данные на конец 1998 г., ценовые соотношения по соответствующим компонентам ВВП России и США указывают на примерно трехкратную недооценку курса рубля, который, согласно указанным расчетам, составляет около 7 руб. за 1 долл.

Рассмотренная ситуация с ценами лишь раз подтверждает, что тесная связь между динамикой курса рубля и цен отсутствует, причем не только в условиях валютного коридора (чем можно было бы объяснить такие несоответствия), но и при отсутствии жестких рамок, регулирующих курс⁷¹.

⁷¹ Кстати, когда в силу разных причин на рынке складывается ситуация, при которой спрос на рубли толкает российскую валюту в сторону удорожания, то проводимые интервенции со стороны ЦБ, по

Аналогичная ситуация отмечается и в случае с процентными ставками — показателем, на который валютный курс должен был бы реагировать наиболее чувствительно. Однако дифференциал процентных ставок между рублем и соответствующей валютой, как и раньше, не отражает процента изменений курса между ними. В настоящее время возникновению таких перекосов могут способствовать некоторые регулирующие нормы (в частности, существование операционной валютной позиции, обязывающей банки продавать валюту, превышающую установленный лимит по итогам дня).

Раньше к таким перекосам могло вести существование валютного коридора. Но и в первые годы функционирования валютного рынка, когда указанные факторы отсутствовали, связь между рынком МБК и валютным рынком имела очень гипертрофированный характер. Неестественность механизма взаимодействия валютного курса и процентных ставок на российском рынке также наглядно иллюстрируется той ролью, которую играет ставка рефинансирования ЦБ, когда в большинстве случаев эта ставка устанавливается, не упреждая или определяя изменения на финансовом рынке, а вслед за ними, как бы констатируя уже сложившийся порядок вещей. И используется она скорее для учетных целей, нежели для целей денежно-кредитной политики.

Подводя итог сказанному, укажем, что в конечном итоге в условиях рынка валюта, конечно, стоит ровно столько, сколько за нее готовы платить покупатели и получать продавцы. Но при этом нужно отдавать себе отчет в том, что такая цена может отражать лишь реалии какого-то сектора экономики или даже узкого круга операций (или вообще субъективные действия операторов, продиктованные иными целями).

При столь больших перекосах, отмечающихся на различных сегментах российского рынка, вообще, строго говоря, не совсем оправданно говорить об использовании единого курса ни как общеэкономического индикатора, ни тем более как фактора, участвующего во всех операциях между рублем и долларом, поскольку такое использование предполагает, что уровень курса адекватно отражает основные соотношения, сложившиеся в экономике. Сама экономика при этом опирается на сформировавшиеся и устойчивые экономические взаимосвязи, в том числе между финансовым и реальным секторами и т.д., осуществляется эффективная двусторонняя

сути, поддерживают американскую валюту и не дают рынку осуществить, пусть и конъюнктурную, но коррекцию уровня валютного курса.

связь, когда курс реагирует на сигналы из реальной экономики, а та, в свою очередь, реагирует на курсовые изменения⁷².

В нынешних же условиях параметры, складывающиеся в реальной экономике, часто оказывают пока еще слабое и неустойчивое влияние на формирование текущего валютного курса. Впрочем, в большинстве стран текущий курс определяется настроениями операторов рынка, экономическими ожиданиями и вызываемыми в соответствии с такими оценками переливами финансовых ресурсов. Но реальная экономика задает там общие ориентиры, рамки, в диапазоне которых меняется текущий валютный курс. На российском же валютном рынке отмечается ситуация, когда многие реальные показатели не всегда имеют даже индикативное значение, которое определяло бы общие рамки колебаний текущего курса (что отчасти является отражением того, что вся финансовая сфера слабо связана с реальной экономикой).

В этой связи вообще уместен вопрос о том, насколько оправданно то значение, которое придается валютной сфере в экономических преобразованиях при тех незначительных масштабах операций этой сферы и принимая при этом во внимание роль внешнего сектора не только при создании текущего ВВП, но и с точки зрения объемов российского валютного рынка и его сопоставимости с масштабами экономики в целом.

Достаточно искаженную и часто незначительную роль играет и ряд показателей финансовой сферы, которые должны были бы демонстрировать очень тесную зависимость с валютным курсом (ставки рефинансирования и МБК).

В такой ситуации краткосрочные операции на рынке и субъективные настроения его операторов начинают приобретать уже не только краткосрочный характер воздействия на текущий курс. В отсутствие сколько-нибудь существенного корректирующего курсообразующего влияния системного, долгосрочного характера со стороны реальных экономических показателей краткосрочные операции на рынке сами начинают определять контуры таких долгосрочных курсовых ориентиров, отталкиваясь при этом от текущих изменений в экономике (в частности, изменений темпов роста цен, принимая при этом как данность их стартовый уровень и не подвергая сомнению его обоснованность) и в политике.

⁷² В этой связи присоединение России к VIII статье Устава МВФ, которая, среди прочего, накладывает ограничения на возможное использование множественных курсов, как представляется, в условиях столь значительных расхождений по финансовым и другим экономическим показателям между различными секторами экономики серьезно затрудняет “плавное подстраивание” и выравнивание этих различий между собой.

Принимая во внимание инерционность и субъективность таких оценок (с точки зрения курсовых ожиданий), это может еще больше законсервировать оторванность валютного курса от основных экономических процессов.

Представляется, что по мере нормализации экономического положения влияние реальной экономики на валютно-финансовую сферу и на валютный курс должно проявляться более отчетливо, а при относительном выравнивании эффективности валютных и финансовых операций (в том числе и в международном аспекте) роль собственно финансового рынка должна в первую очередь проявляться при формировании краткосрочного валютного курса.

В условиях глобализации, когда значительная часть операций на российском рынке, в которых задействован валютный курс, связана с капитальными операциями или с другими сегментами рынка, обуславливающими движение финансовых ресурсов, и где при этом сама финансовая сфера часто оторвана от реальной экономики, единый валютный курс рубля не может рассматриваться как объективный общеэкономический индикатор, механизмы установления курса не ведут к выравниванию существующих различий, а в отдельные, особенно кризисные моменты еще более усугубляют эти расхождения.

Сохранение указанных выше расхождений между номинальным курсом и показателями реальной экономики нежелательно, особенно в условиях, когда ко всем экономическим операциям текущего и капитального характера применяется единый валютный курс, когда экономика немонетизирована (о чем будет подробнее говориться ниже) и не может эффективно нейтрализовать приток или отток ресурсов, поскольку глубина валютного рынка настолько незначительна, что курс может быть расшатан относительно небольшим переливом средств (то же относится и к финансовому рынку). В такой ситуации экономика становится особо уязвимой от процессов, протекающих во внешней сфере, или от действий, предпринимаемых участниками международного рынка.

С учетом сказанного перейдем теперь к анализу развития событий на валютном рынке России на его кризисном этапе.

КРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД РАЗВИТИЯ РЫНКА

1998 г. был ознаменован тем, что негативные последствия мирового финансового кризиса в сочетании с неблагоприятным положением внутри самой России, а также целый ряд других, более системных факторов (о чем будет говориться ниже) привели к тому, что очередной виток вывода средств нерезидентами, которые закрывали свои позиции и фиксировали прибыль, сделал невозможным для ЦБ удержание курса рубля в заданных пределах.

Ни установление лимитов на продажу валюты со стороны ЦБ коммерческим банкам (сначала в пределах 500млн. долл. в день, а затем еще меньше), ни попытки снизить давление на рубль за счет изменения нормы резервирования по рублям и валюте (с начала года была введена единая норма для рублевых и валютных средств независимо от сроков привлечения — 11%) не смогли принципиально изменить этого процесса.

Так, начиная с ноября 1997 г. объем золотовалютных резервов ЦБ постоянно сокращался и достиг к лету 1998г. 14,6 млрд. долл. При этом на наиболее ликвидный компонент резервов — иностранную валюту приходилось 9,6 млрд. долл. Согласно данным табл. 8.1 некоторый рост валюты в резервах к августу 1998 г. объясняется лишь тем, что в резервы были зачислены суммы полученного кредита МВФ.

Т а б л и ц а 8.1

Международные валютные резервы Российской Федерации(млрд. долл.)

Дата	Золотовалютные резервы	В том числе иностранная валюта
01.01.97 г.	15,32	11,27
01.06.97 г.	20,01	15,8
01.08.97 г.	24,45	20,18
01.11.97 г.	22,91	18,44
01.12.97 г.	16,81	12,2
01.01.98 г.	17,78	12,77
01.06.98 г.	14,62	9,62
01.08.98 г.	18,4	13,79
01.12.98 г.	12,48	8,17
01.01.99 г.	12,22	7,8

Источник: Вестник Банка России за соответствующие периоды.

На укрепление “запаса прочности” это повлияло лишь в краткосрочном плане. Между тем на настроения иностранных инвесторов получение кредита не оказало существенного влияния, и вывод средств продолжался — к декабрю 1998 г. валюта в резервах составляла 8,2 млрд. долл. В то же время на соответствующую величину полученного кредита возрос объем внешнего долга страны (см. табл. 8.1).

Более того, в связи с имеющимися объемами валютных ресурсов в экономике в целом (т.е. даже с учетом их возможной мобилизации на внутреннем валютном рынке со стороны денежных властей), в принципе, встал вопрос о возможности обслуживания государственного долга по прежним курсовым и ценовым параметрам.

В преддверии событий августа ЦБ пришлось существенно повышать учетную ставку, чтобы снизить давление на рубль. Так, в мае ее величина достигла 150%, а затем была снижена до 60% в июне и вновь повышена до 80% в июле. Изменения учетной ставки в тот период часто отражали развитие ситуации на рынках рублевых инструментов. Установившийся на этих рынках высокий уровень доходности (к июлю 1998 г. ее величина на рынке ГКО в среднем составляла 50–60% годовых), по мнению регулирующих органов, должен был увеличить привлекательность работы с рублевыми активами и предотвратить продажу бумаг, последующую конвертацию полученной рублевой выручки в валюту и ее вывод из страны. Однако столь высокие уровни доходности при относительно стабильном валютном курсе рубля, по сути, позволяли получать сопоставимую доходность в валюте. Это при ограниченном объеме золотовалютных резервов страны делало подобное обслуживание долга экономически неоправданным (хотя формально стоимость рублевых ресурсов на внутреннем рынке была в отдельные периоды дороже, что было вызвано, по нашему мнению, общими перекосами в денежно-кредитной политике, о чем будет говориться ниже).

Ситуация осложнилась еще и тем, что в этот же период произошло падение котировок валютных облигаций (“вэбовок”). Эти бумаги часто выступали в качестве залога по привлеченным кредитам у многих финансовых структур. Естественным, с падением цен величина залога автоматически уменьшилась, и перед такими компаниями встал вопрос о доведении залоговых вкладов (маржинального взноса (*margin call*)) или о возврате кредита. Для того чтобы выручить требующиеся дополнительные средства, стали использоваться и ГКО, что еще больше обострило напряженность на рынке.

В результате очередной волны вывода средств из рублей 17 августа ЦБ был вынужден расширить рамки валютного коридора от 6 до 9,5 руб. Параллельно с этим было решено приостановить на срок до 90 дней выплаты в пользу нерезидентов по погашению финансовых кредитов (на срок более 180 дней), страховым платежам по

кредитам, которые обеспечены залогом ценных бумаг, а также срочным валютным контрактам. Кроме того, был введен мораторий на платежи по краткосрочному государственному долгу со сроком погашения до 31 декабря 1999 г., который подлежал переоформлению в новые ценные бумаги.

Уже вскоре давление на рубль усилилось (поскольку многие участники рынка стремились продать рубли и уйти в валюту) и курс рубля начал постоянное снижение, превысив к концу 1998 г. уровень 20 руб. за 1 долл.

Очевидно, что события, которые произошли в августе, имели серьезные последствия для ряда сфер экономической деятельности. Прежде чем остановиться на анализе этих последствий, следует более подробно рассмотреть, каковы те факторы, которые лежат в первооснове процессов, приведших к событиям августа. Как представляется, центральным из них является денежно-кредитная политика.

Денежно-кредитная сфера и экономический кризис

Еще задолго до августовского кризиса мы слышали обсуждение проблем о недостаточности денег в экономике, об отсутствии инвестиций, о неплатежах, о нехватке средств у предприятий. Указывалось на низкий уровень ликвидности финансового рынка, где основным источником притока ресурсов были средства иностранных участников и где любой мало-мальски значимый отток средств вовне тут же приводил к существенному падению котировок ценных бумаг. Говорилось и о невысоком уровне капитализации банковской системы (размер совокупного уставного капитала банковской системы даже до кризиса августа 1998 г. составлял около 10 млрд. долл., что было меньше величины капитала одного крупного американского или японского банка), и на связь между низким платежеспособным спросом, обусловленным денежными ограничениями, и экономическим спадом.

Несмотря на то, что речь идет о разных экономических секторах и кажущихся различными явлениях, очевидно, что, по сути, мы имеем дело с одной группой проблем, уходящих корнями в денежно-кредитную сферу. В этой связи следует еще раз более внимательно проанализировать, каким образом сформировалась нынешняя ситуация в денежно-кредитной сфере.

Либерализация цен привела к тому, что их рост значительно обогнал рост денежной массы, что вызвало ее реальное сжатие. Так, за период 1992–1998 гг. индекс потребительских цен и индекс-дефлятор ВВП возросли примерно в 2400–2500 раз, тогда

как агрегат денежной массы M2 увеличился за тот же период примерно в 280 раз. В результате реальная денежная масса (т.е. с поправкой на рост соответствующих цен) сократилась более чем в 8 раз (табл. 8.2).

Т а б л и ц а 8.2

Показатели денежной массы за 1992–1998 гг.

	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.*
M2, трлн. руб.	1,32	8,55	38,26	103,83	220,8	295,2	374,1	452,5
M2, трлн. руб. в ценах 1991 г.	1,32	0,53	0,24	0,16	0,12	0,12	0,12	0,13
Индекс-дефлятор ВВП, в размах (1991 г. = 1)	1	16	157	645	1808	2530	3036	4281

*Без учета деноминации.

Рассчитано по: Вестник Банка России за соответствующие периоды, Россия в цифрах. М.: Госкомстат, 1997.

При этом не произошло адекватного увеличения скорости оборачиваемости денег, которая могла бы компенсировать сжатие. Более того, с учетом отмечавшихся частых задержек с переводом средств, осуществлением платежей и т.д. скорость оборота для экономики в целом даже несколько замедлилась (при всей условности этого показателя в российских условиях в принципе, когда лишь около 20% экономики обеспечивалось “живыми” деньгами, а 80% операций осуществлялось без их участия).

Ситуация еще более усугубилась тем, что в результате политики приватизации на денежную массу, которая до этого традиционно обслуживала текущие операции (расчеты между предприятиями, операции на потребительском рынке и т.д.), стала ложиться дополнительная нагрузка по обслуживанию и обеспечению ликвидности принципиально нового сегмента рынка — акций, облигаций и т.д., ранее не являвшихся объектами сделок, а потому не обслуживавшихся денежной массой.

Поскольку приток дополнительных активов на рынок не сопровождался приростом в объеме денежной массы, то очевидно, что возникновение новых объектов купли-продажи, во-первых, привело к еще большей нагрузке на денежную массу и, во-вторых, обусловило недооценку и низкую ликвидность фондового рынка.

В результате сжатия денежная масса составляла менее 15% ВВП при том, что в развитых странах эта величина колеблется в диапазоне 60–100%, и даже в государствах с переходной экономикой — 25–30% (табл. 8.3).

Т а б л и ц а 8.3

Доля денежной массы (агрегат М2) в ВВП ряда государств, 1991–1997 гг.*

Страна	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.
Россия	0,94	0,45	0,22	0,17	0,14	0,13	0,15
Великобритания	0,88	0,86	0,86	0,93	0,88	0,92	0,92
США	0,57	0,55	0,54	0,51	0,5	0,5	0,5
Франция	0,42	0,4	0,4	0,41	0,42	0,41	0,45
Италия	0,57	0,54	0,54	0,52	0,47	0,46	0,41
Германия	0,35	0,36	0,38	0,39	0,35	0,35	0,35
Колумбия	0,31	0,33	0,36	0,39	0,39	0,39	—
Бразилия	0,23	0,37	0,48	0,21	0,17	0,21	0,23

* В качестве показателя, характеризующего достаточность денег в экономике, используется соотношение М2/ВВП страны.

Источник: International Financial Statistics и Вестник Банка России за соответствующие периоды.

При этом для реальной экономики проблема выглядела еще более остро, поскольку часть этих денег утекала на обслуживание теневого оборота.

Если мы рассмотрим количество денег с учетом валютных вкладов населения, то и в этом случае их доля в обслуживании ВВП принципиально не увеличится (табл. 8.4)⁷³.

⁷³ Подчеркнем в этой связи, что когда в качестве довода приводятся аргументы об остатках средств на счетах банков или даются примеры благополучного состояния какого-то предприятия, а затем на основании этого делается вывод о том, что проблема достаточности денег неактуальна, то в этом случае на основе частных признаков делаются некорректные обобщения. Речь идет не о наличии средств у какого-то экономического агента, проблема рассматривается с точки зрения обеспечения функционирования экономики в целом.

Т а б л и ц а 8.4

Доля денежной массы с учетом валютных вкладов (агрегат M2X) в ВВП для ряда стран, 1991–1997 гг.

Страна	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.
Россия	0,67	0,31	0,24	0,21	0,16	0,17	0,17
Великобритания	0,92	0,96	0,95	0,96	1,03	1,09	1,06
США	0,66	0,63	0,61	0,58	0,58	0,59	0,59
Финляндия	0,6	0,61	0,62	0,59	0,58	0,54	0,51
Греция	0,48	0,43	0,41	0,4	0,43	0,43	0,45
Польша	0,32	0,36	0,36	0,37	0,36	0,38	0,4
Чехия	—	—	0,7	0,73	0,8	0,75	0,71

Рассчитано по: International Financial Statistics и Вестнику Банка России за соответствующие периоды.

Высказывается мнение, что проблема нехватки денег не столь остра, поскольку следует учитывать и такой элемент, который мог бы смягчить нехватку рублей, как использование валюты, находящейся на руках (достигающей, по оценкам, 60 млрд. долл.). Учет этого фактора, однако, представляется, также не оказывает существенного эффекта с точки зрения рассматриваемого вопроса в силу ряда обстоятельств. Во-первых, большая часть этой валюты используется как средство накопления и не поступает в деловой оборот. Во-вторых, та валюта, которая все-таки направляется на платежи, обслуживает, как правило, теневую экономику, не учитываемую официальной статистикой, и в официальном ВВП не происходит увеличения ресурсов. И наконец, в-третьих, если валюта поступает на обслуживание некоторых операций официального ВВП, то речь идет, как правило, о таких операциях, учитываемая стоимость которых занижена (недвижимость и т.д.).

Таким образом, увеличение денежной массы на сумму неучтенной валюты одновременно увеличивает и обслуживаемый ею ВВП — с учетом добавления теневой части валового продукта, а также до оценки его официального компонента⁷⁴. Это фактически говорит о том, что дополнительная ликвидность в обслуживание немонетизированных операций при создании официального ВВП не поступает.

Также за счет того, что на обслуживание теневой экономики утекает часть наличных денег, увеличивается их доля в денежной массе и перекрывается возможность

⁷⁴ Те же оговорки применимы и к расчетам с использованием офшорных схем.

мультипликационного роста ликвидности. Косвенным подтверждением этого является то, что величина мультипликатора в российской денежной массе составляет всего около 2–2,5, тогда как в экономиках с нормальным уровнем монетизации она колеблется в диапазоне 8–10.

Очевидно, что нехватка денег (согласно “классическим” законам рынка) обусловила их дороговизну. Как известно, на отдельных этапах ставка рефинансирования и ставки на рынке межбанковских кредитов превышали 100%. При рентабельности большинства рублевых инвестиционных проектов, находящейся в пределах 25%, ни один инвестиционный проект не позволял предприятиям или банкам окупать привлеченные средства с денежного рынка по ставкам, в несколько раз превышающим уровень рентабельности (мы здесь заведомо не касаемся проблемы инвестиционных рисков, возвратности средств, качества залога и т.д., поскольку при всей своей важности они носят второстепенный характер относительно таких основополагающих проблем, как объемы, сроки и стоимость инвестиционных ресурсов). Кроме того, объемы средств, которые можно было получить на внутреннем рынке в таких условиях, были недостаточны для осуществления сколько-нибудь крупномасштабных инвестиций. Ресурсы при этом носили краткосрочный характер, поскольку были сориентированы на краткосрочные параметры доходности, которые определялись денежными ограничениями. В тех же случаях, когда предприятия и получали инвестиционные кредиты, средства часто использовались ими не на цели инвестирования, а на пополнение оборотных средств, что было для них более актуально.

Иногда при обсуждении вопросов о необоснованно завышенном уровне ставки рефинансирования, и в первую очередь ломбардного кредитования (инструмента, позволявшего банкам заимствовать средства у ЦБ под обеспечение ценными бумагами), приводился довод о том, что ставки являлись оправданными и носили объективный характер, поскольку отражали спрос на денежные ресурсы, а потому являлись равновесными, т.е. приводили в соответствие предложение денег с имеющимся спросом. Поэтому, утверждали сторонники таких доводов, нельзя было говорить о недостаточности денег для экономики, так как все, кто хотел, могли получить их по таким равновесным ставкам.

Необоснованность подобной логики очевидна. Если вспомнить историю формирования валютного рынка и проводившихся валютных аукционов в конце 1980-х годов (о чем шла речь в главе VI), то можно увидеть очень схожую аналогию при установлении курса рубля к доллару на таких аукционах. Формально устанавливавшийся на них курс — 15–20 руб. и более за 1 долл. тоже отражал

равновесие спроса и предложения на валюту. Именно по такому курсу находилось определенное количество продавцов и покупателей, которые были готовы осуществить куплю-продажу валюты. Однако, как уже было показано, этот уровень отражал эффективность лишь очень узкого набора операций, главным образом в сфере потребительского импорта. Было абсолютно неправильным при этом утверждать, что по такому равновесному курсу можно было осуществлять промышленный импорт или любой другой импорт, эффективность которого выходила бы за пределы указанных рамок. И уж тем более нельзя было говорить, что такой маргинальный, предельный курс отражал ценовые соотношения в США и СССР с учетом паритета покупательной способности по широкой “корзине” промышленных товаров в указанных странах (имея в виду, по сути, фиксированный и дотированный уровень цен в СССР).

Аналогично и в рассматриваемой нами ситуации с денежными ресурсами в 1990-е годы равновесная ставка на такие ресурсы отражала не потребности экономики в этих ресурсах, а ту предельную эффективность, по которой они могли использоваться.

Понятно, что по такой цене окупаемость можно было обеспечить только на краткосрочных операциях финансового рынка. Этому способствовал бурный рост рынка ГКО, который притянул к себе значительную часть имеющихся финансовых ресурсов, тем самым еще больше оголив реальный сектор. К середине 1998 г., в частности, объем рынка ГКО составил свыше 300 млрд. руб. при денежной массе M2, равной около 370 млрд. руб. за тот же период.

Такой перекося ускорил развитие двух встречных процессов — падение экономического роста, с одной стороны, и восполнение недостающей денежной массы различными суррогатами — с другой.

Очевидно, что столь существенное сжатие денежной массы и ее концентрация лишь в одном узком сегменте экономических операций были одними из главных факторов, обусловивших сокращение внутреннего спроса, что усилило экономический спад.

В свою очередь, сжатие денежной массы обусловило и то, что ее недостаток стал восполняться на местах. Возникающие там средства расчетов (векселя и пр.), а также неплатежи, которые, по сути, являлись вынужденным коммерческим кредитом, выдаваемым со стороны продавца неплатежеспособному покупателю, фактически являли собой стихийную эмиссию, минуя каналы ЦБ.

При этом бурный рост неплатежей пришелся как раз на период наиболее интенсивного сжатия денежной массы, что подтверждает вывод о том, что таким

образом экономика пыталась имеющимися у нее способами нейтрализовать отсутствие денег (табл. 8.5).

Т а б л и ц а 8.5

Неплатежи в Российской Федерации, 1993–1997 гг.(в трлн. руб.)

	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.
Просроченная суммарная задолженность по обязательствам	17,4	96	250	538	782
В том числе:					
Просроченная задолженность по кредитам банков и займам	1	5,6	10,6	23,5	26
Просроченная кредиторская задолженность предприятий и организаций	16,4	90,4	239	514	756

Рассчитано по: Российский статистический ежегодник 1998. М.: Госкомстат России, 1999; Россия в цифрах 1997. М.: Госкомстат России, 1998.

В этой связи укажем, что неплатежи, при всей их нежелательности, сыграли свою положительную роль. Они, по сути, защитили экономику от полного коллапса и обеспечили осуществление экономических операций, пусть и путем применения таких “нецивилизованных” методов.

Отсутствие денег усилило и натурализацию обмена — бартерные операции. Несмотря на то, что бартер существовал и раньше, именно в этот период его использование стало повсеместным. Зачастую предприятия шли на это как на вынужденную меру. Довод о том, что предприятия добровольно отказываются от использования “живых” денег для минимизации расходов или налоговых платежей, представляется некорректным. Как показывает практика, использование бартера вынуждает оценивать товары по более высоким ценам, что увеличивает налогооблагаемую базу, приводит к недоимкам, равно как и применение бумаг для обслуживания оборота ведет к потерям и удорожанию денежных ресурсов для продавцов, которые в большинстве случаев предпочли бы “живые” деньги в качестве платежа за свои товары.

Подобная разнородная структура денежной массы, значительная часть которой, по сути, возникла за пределами сферы компетенции ЦБ, естественно, весьма осложнила для последнего задачу эффективного осуществления денежно-кредитной политики,

поскольку многие из существующих агрегатов в такой денежной массе не реагируют на традиционные рычаги денежно-кредитной политики.

Сжатие денежной массы привело и к очень важным последствиям с точки зрения усиления роли международных финансовых рынков.

Некоторые внешнеэкономические последствия и их влияние на финансовый сектор

В условиях необходимости “живых” денег и невозможности получить их внутри страны регионы, предприятия и банки были вынуждены выходить на внешние рынки, где ресурсы были дешевле и вплоть до ухудшения положения на мировых финансовых рынках в 1997–1998 гг. более доступны. Привлекаемые таким образом средства частично восполняли недостающую внутреннюю денежную массу в масштабах экономики в целом. При этом, однако, рос внешний долг — на федеральном, региональном и корпоративном уровнях.

Начиная с середины 1990-х годов российские юридические лица стали активно использовать различные финансовые инструменты — депозитарные расписки, еврооблигации и т.д. для получения ресурсов. В значительной степени это было связано либо с невозможностью получить деньги из бюджета (это касалось в первую очередь регионов), либо с дороговизной ресурсов на внутреннем финансовом рынке (из-за их дефицита) (табл. 8.6).

Т а б л и ц а 8.6

Выпуски еврооблигаций субъектами РФ

Эмитент	Дата размещения	Объем выпуска(млрд. долл.)	Срок (лет)	Купон (%)
Москва (USD)	1997 г.	0,5	3	9,5
Санкт-Петербург (USD)	1997 г.	0,3	5	9,5
Нижний Новгород (USD)	1997 г.	0,1	5	8,75
Москва (DEM)	1998 г.	0,28	3	9,13
Москва (ITL)	1998 г.	0,23	3	9,875

Источник: Бюро экономического анализа. Обзор экономической политики в России за 1998 год. ИНТЕРФАКС-АФИ, Рейтер, ПРАЙМ-ТАСС за соответствующие периоды.

Помимо некоторых муниципальных выходов на международные финансовые рынки в 1995–1997 гг. целый ряд крупных компаний и банков также начали активно использовать ресурсы из-за рубежа⁷⁵ (табл. 8.7).

В целом представляется, что с точки зрения общеэкономических интересов привлечение таких средств было оправданно в тех случаях, когда речь шла или о погашении валютных долговых обязательств, или (как в примере с некоторыми предприятиями) об осуществлении капиталобразующего импорта и ряда других подобных операций (в том числе экспортных кредитов и т.д.). Однако в тех случаях, когда речь шла просто о расширении ресурсной базы или привлечение внешних кредитов использовалось для осуществления внутренних платежей, в том числе в отношениях с бюджетом, то в данном примере мы имеем дело с некими системными, общеэкономическими перекосами, которые вынуждали российские предприятия и банки обращаться к имеющимся источникам финансирования, чтобы обеспечить бесперебойное осуществление своей экономической деятельности.

Т а б л и ц а 8.7

Международные несвязанные синдицированные кредиты, полученные некоторыми российскими банками и компаниями

Банк, компания	Объем, млн. долл.	Срок, мес.	Ставка	Дата
Мосбизнесбанк	20	6	LIBOR+5–1/2	27.10.95 г.
Инкомбанк	20	12	LIBOR+5–1/2	03.06.96 г.
Российский кредит	21	6	LIBOR+5–1/2	10.09.96 г.
Токобанк	85	12	LIBOR+4–1/2	26.11.96 г.
Инкомбанк	25	6	LIBOR+4–1/2	12.12.96 г.
МЕНАТЕП	25	6	LIBOR+5–1/2	17.12.96 г.
Альфа	40	10	LIBOR+5–1/2	25.02.97 г.
Российский кредит	50	6	LIBOR+4–1/2	25.02.97 г.

⁷⁵ Причем, как правило, эти ресурсы носили краткосрочный характер, что не позволяло эффективно использовать их в инвестиционных целях. Даже в тех случаях, когда предусматривалась возможность пролонгации предоставленных кредитов, все равно из-за отсутствия полной уверенности в том, что это произойдет, указанные ресурсы также размещались на краткосрочной основе. Что же касается самих кредиторов, то по соображениям риска, а также ввиду того, что в случае предоставления кредитов больше, чем на 1 год, по регулирующим нормам ряда стран предполагалось формирование дополнительных страховых резервов, это делало долгосрочное кредитование для большинства зарубежных кредиторов нецелесообразным, и кредиты, в результате, выдавались в основном на срок в пределах одного года.

Империял	25	12	LIBOR+3–7/8	28.02.97 г.
Ростелеком	100	36	LIBOR+3–1/2	март 1997 г.
Межкомбанк	30	6	LIBOR+5–1/4	08.04.97 г.
Газпром	2500	96	LIBOR+2	21.04.97 г.
ОНЭКСИМбанк	50	6	LIBOR+4–1/8	30.04.97 г.
Внешторгбанк	120	24	LIBOR+3,7	14.05.97 г.
Возрождение	30	6	LIBOR+5–1/8	24.06.97 г.
Газпром	3000	–	LIBOR+1,75	ноябрь 1997 г.
Сбербанк РФ	225	12	LIBOR+2	02.12.97 г.
Промстройбанк	36	18	LIBOR+4	17.12.97 г.

Источник: ИНТЕРФАКС-АФИ, Рейтер, ПРАЙМ-ТАСС за соответствующие периоды.

Расширение ресурсной базы было одним из главных мотивов, подталкивающих российские банки к привлечению иностранных инвесторов в качестве акционеров (табл. 8.8).

Т а б л и ц а 8.8

Некоторые российские банки с иностранным участием

Название банка	Доля иностранного капитала (%)
Автобанк	29
Банк “Находка”	31
Зенит	16
Инкомбанк	8
МЕНАТЕП	10
Мосбизнесбанк	1,12
Промстройбанк России	14

Источник: Банки России–97. М.: Интелбридж Плюс, 1997; Приложения: вып. 1 и 2. М., 1997–1998.

Естественно, использование таких механизмов на всех уровнях — федеральном, муниципальном, а также на уровне отдельных компаний — своим прямым следствием имело увеличение внешней задолженности также на всех уровнях экономической деятельности.

В тех случаях, когда эти средства использовались для осуществления стратегического импорта или обслуживания внешнего долга, или осуществления международных инвестиций за счет уникальных иностранных технологий, такое привлечение можно было считать оправданным. Однако привлечение внешних ресурсов

для финансирования внутренних расходов, как это делалось в случае с федеральным или региональными бюджетами России, представляется спорным.

Действительно, в международной практике используется финансирование бюджета с участием иностранных инвесторов, но это происходит в условиях нормальной монетизации экономики, когда имеется достаточный внутренний рынок финансовых ресурсов, на котором могут также работать нерезиденты (и внешняя сфера в этом случае является балансирующим источником дополнительных денежных ресурсов, при этом она, как правило, не является главным источником финансирования бюджета). В России же, равно как и в ряде стран СНГ и некоторых развивающихся государствах, внешнее финансирование имело в условиях зажатости денежной массы в предкризисные годы все более растущее значение в финансировании внутренних (что вызывает некоторое удивление) государственных расходов.

Как следует из табл. 8.9, если еще в 1994 г. на внутренние источники приходилось свыше 90% финансирования дефицита федерального бюджета, то уже в предкризисный период мы можем говорить о том, что внешние источники начали занимать преобладающее место в этом процессе, и в 1998 г., по сути, из внешних источников гасился внутренний долг.

Действительно, на российском финансовом рынке было относительно немного свободных средств, и для того чтобы заинтересовать его участников вкладывать их в ценные бумаги, требовалось установление очень высокого уровня доходности таких бумаг. Но одновременно эта же доходность (на более поздних, предкризисных этапах развития рынка) стала распространяться и на нерезидентов, что в условиях валютного коридора обеспечивало им уже валютную доходность в десятки процентов годовых.

Возвращаясь к вопросу об увеличении ресурсов в экономике, которые затем могли поступить и на денежный рынок, следует отметить, что при жестких денежных ограничениях, которые были рекомендованы МВФ, единственным источником таких ресурсов также становилась внешняя сфера. При этом, по сути (с некоторыми модификациями), применялся механизм “валютного правления”, когда рубль был привязан к доллару, и любое увеличение денежной базы и, как следствие, денежных ресурсов в экономике могло осуществляться только через привлечение валютных ресурсов из-за рубежа.

Т а б л и ц а 8.9

Источники покрытия дефицита федерального бюджета РФ

	1994 г.		1995 г.		1996 г.	
	трлн. руб.	в % от дефицита	трлн. руб.	в % от дефицита	трлн. руб.	в % от дефицита
Общее финансирование	71,8	110	43,1	100	74,3	100
В том числе:						
Внутреннее	63,6	97,5	19,7	45,7	41	55,2
Внешнее	5,6	8,6	23,4	54,3	33,3	44,8

	1997 г.		1998 г. (январь–июль)		1998 г.(справочно)	
	трлн. руб.	в % от дефицита	трлн. руб.	в % от дефицита	трлн. руб.	в % от дефицита
Общее финансирование	93,2	100	54,6	100	86,5	100
В том числе:						
Внутреннее	39,7	42,6	–8,4		–3,6	
Внешнее	53,5	57,4	63	115,4	90,2	104,3

Источник: Финансы России, 1998. М., 1998; Российский статистический ежегодник, 1998. М., 1998.

“Валютное правление” в условиях России

Используемые механизмы по расширению ликвидности в российской экономике в середине 1990-х годов, а также кризисные события 1998 г. заставили с повышенным вниманием говорить о привязке рубля к устойчивым валютам, в том числе о необходимости введения режима “валютного правления” (“currency board”), которое, по сути, означает жесткую привязку национальной валюты и всей денежной системы страны к более устойчивой валюте (“валюте-якорю”).

В этой связи хотелось бы обратить внимание на следующее.

Введение механизма “валютного правления” оправдано лишь в том случае, если экономика полностью зависит от страны, к чьей валюте осуществляется привязка, и образует с таким государством единое экономическое пространство. Исторически “валютное правление” применялось либо в маленьких колониальных экономиках, полностью сориентированных на экономику метрополии (Бруней, Джибути), либо

просто в небольших экономиках, чье положение полностью зависит от внешнего сектора и, как следствие, от положения основных торговых партнеров (Эстония, Литва), или в странах, где вообще отсутствовал свой центральный банк (Гонконг). Кроме того, оно вводилось также в странах, исторически сориентированных на экономику какого-либо более крупного государства, поддерживающих с ним длительные крупномасштабные экономические контакты и по сути образующего с ним единую экономическую зону (Аргентина).

Во всех случаях главной экономической предпосылкой, которая делала бы “валютное правление” экономически обоснованным и повышала эффективность его введения, является наличие устойчивых, масштабных экономических отношений со “страной-якорем”, формирующих с ним (как это было в случае с колониальными экономиками) единое экономическое пространство, большая степень открытости экономики (что делает ее в значительной степени завязанной на внешнюю сферу), зависимость ее от определенных рынков и стран и желательно небольшие масштабы экономики (чтобы более легко вписать ее в рамки валюты “страны-якоря”).

Очевидно, что Россия не соответствует ни одному из указанных условий. И привязка к стране единой валюты при существующих различиях в экономиках этих стран, при слабой зависимости России от рынка “страны-якоря” выглядит как искусственная, экономически необоснованная мера.

Более того, серьезным отрицательным последствием введения “валютного правления”, на которое указывается, в частности, в исследованиях МВФ по данному вопросу, является утрата Центральным банком основных рычагов денежно-кредитной политики⁷⁶. Центральный банк перестает осуществлять функции кредитора последней инстанции, лишается возможности осуществлять выпуск национальной валюты в условиях кризисов ликвидности, не может кредитовать правительство и вынужден действовать исходя из возможности привлечения валютного обеспечения с внешних рынков. Таким образом, рычаги по осуществлению такого важного инструмента экономической политики как денежно-кредитная политика, передаются в Центральный банк “страны-якоря” (о чем мы уже говорили в главе I). Более того, по своей экономической сути такое положение фактически означает объединение денежной системы страны с привязываемой валютой “страны-якорем”.

Отметим, что даже относительно более мягкие формы валютной координации, чем те, которые предполагаются механизмом “валютного правления”, рассматриваются

⁷⁶ См., напр.: IMF, Frameworks for Monetary Stability. Washington D.C. 1994. P. 198–203.

многими ведущими экономистами как ограничение экономической самостоятельности, а потому считаются неприемлемыми.

Как справедливо указывал еще в конце 1980-х годов Председатель Совета экономических Советников при Президенте США М. Фельдстейн, характеризуя предлагаемые некоторыми экономистами меры по более тесной увязке курса доллара с маркой и иеной, “Соединенные Штаты не могут позволить, чтобы их валютная политика определялась во Франкфурте или Токио”⁷⁷.

Наконец, напомним еще одно принципиальное обстоятельство. Основные страны давно уже отошли от жесткой привязки ликвидности в экономике к золотовалютным резервам (о чем мы подробно говорили в главе I). Если бы все экономические операции обслуживались деньгами (как это и должно быть) или в экономике был бы, например, избыток денежного предложения, то тогда при условии, что центральный банк решил увеличить денежную базу, нужно было бы предусмотреть стерилизационные рычаги, которые при необходимости могли бы снять денежный навес с рынка. В условиях же, когда российская экономика немонетизированна и целый ряд экономических операций не обслуживается деньгами, такие операции сами по себе являются генератором спроса на деньги (как это происходит в основных странах). Связь между ростом ликвидности в экономике и привлечением внешних ресурсов выглядит весьма спорной, тем более с учетом того, что привлекаемая в качестве обеспечения валюта сама не соответствует тем параметрам, которым должны соответствовать валюты “привязываемых” государств, поскольку принципы и критерии пополнения ликвидности в развитых странах давно модифицировались и исходят из иных экономических ориентиров.

Вернемся к анализу предкризисной ситуации на российском рынке.

В результате упора на внешние ресурсы при осуществлении внутреннего финансирования на самом рынке госдолга (ГКО-ОФЗ), так же как и на ряде других важных сегментов финансового рынка, в частности на рынке акций (о чем мы будем говорить ниже), большую роль стали играть нерезиденты.

К середине 1998 г. объем так называемых обращающихся бумаг составлял около 400 млрд. долл. Из указанной величины около 30% приходилось на Центральный банк, еще около 40% находилось в портфеле российских банков-резидентов (из этой величины

⁷⁷ Feldstein M. National Bureau of Economic Research // Working Paper. № 2838. Cambridge: Massachusetts. P. 2.

25–28% приходилось на Сбербанк и 12–15% — на остальные коммерческие банки, в том числе на банки-резиденты с иностранным участием) и, наконец, 30–32% приходилось на нерезидентов⁷⁸. При этом на деле доля иностранных ресурсов, по некоторым оценкам, приближалась к 50% с учетом тех средств, которые использовались иностранными банками-резидентами, работавшими, так же как и российские банки, без использования счетов типа С.

Экономические последствия использования подобных механизмов при проведении экономической политики были вполне очевидны и предсказуемы. На государственном уровне возрастал внешний долг, причем фактически за счет конвертации внутреннего долга (который естественен при бюджетном дефиците) во внешний. Речь при этом шла не только о том, что бюджет был вынужден осуществлять масштабные рублевые платежи по обслуживанию долга. Как уже говорилось, в условиях гарантированного уровня валютного курса это обеспечивало валютную доходность для нерезидентов сопоставимую с рублевой. Кроме того, это приносило особенности, с которыми связано внешнее финансирование с точки зрения уменьшения возможностей для маневра национальных денежных властей и дополнительных ограничений, которые могли при этом вводиться внешними кредиторами.

Также следует указать и на то обстоятельство, что в условиях низкой капитализации национального финансового и банковского секторов (вследствие перечисленных выше проблем, связанных со сжатием денежной массы) основную поддержку рынка ГКО-ОФЗ осуществляли иностранные ресурсы. И любые сколько-нибудь значительные притоки или оттоки ресурсов извне тут же существенно влияли на котировки бумаг и их доходность.

Таким образом, весьма незначительными (с точки зрения масштабов операций на развитых рынках) объемами транзакций можно было “делать погоду” на российском финансовом рынке. (Кстати, и с точки зрения масштабов экономики в целом та роль, которая отводится валютному рынку в экономической политике (при его ограниченных масштабах), выглядит несколько гипертрофированно.) При этом российские банки, по сути, могли лишь следовать за рынком, подстраиваясь под формирующиеся там процессы, со своей стороны не оказывая на эти процессы ощутимого влияния.

Последствия такого крена в сторону внешних источников финансирования стали отчетливо проявляться и на уровне страны в целом, и применительно к отдельным компаниям и банкам (табл. 8.10).

⁷⁸ ЦБ РФ “Текущие тенденции в денежно-кредитной сфере” за соответствующие периоды.

Т а б л и ц а 8.10

Внешний долг государственного и частного секторов России (основная сумма без накопленных процентов на конец периода, млрд. долл.)

Показатель	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	01.08.98 г.
Внешний долг РФ*	2,8	9	11,3	17,4	24,2	32,1	51,18
В том числе:							
Кредиты МФО	1	3,5	5,4	11,4	15,3	18,67	26,24
Кредиты, полученные от иностранных коммерческих банков и фирм	0	0	0	0	1	4,53	15,84
Субъекты Федерации и местные органы власти	—	—	—	—	—	1,26	2,21
Частный сектор	4,5	4,3	4,9	6,3	11,3	50,89	57,29
В том числе:							
Банковский сектор	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	37,24	34,48
Нефинансовые предприятия	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	13,65	22,81

*Без облигаций государственного внутреннего валютного займа и валютных облигаций 1988 г., а также задолженности Банка России МВФ.

Источник: Вестник Банка России; Бюллетень банковской статистики, материалы Госкомстата за соответствующие периоды. Бюро экономического анализа. Обзор экономической политики в России за 1998 год.

Следует при этом указать еще на одну особенность. Столь значительный рост внешнего долга России не дает полной картины о масштабах происходивших процессов. Данную проблему нужно рассматривать с учетом того, что проводимая политика заимствований, по существу, предполагала конвертацию внешнего долга во внутренний, когда для целей бюджетного финансирования на рынок рублевых долговых инструментов привлекались средства нерезидентов. При этом, учитывая, что параллельно с конвертацией валютных средств нерезидентов в рубли осуществлялось заключение форвардных контрактов, это, по сути, означало, что перед нерезидентами все равно брались валютные обязательства, только лишь с той разницей, что должниками по таким сделкам становилось не государство, а банки (об этом будет сказано подробнее ниже). Но даже и в этом случае было очевидно, что в конечном итоге банки должны были выйти на внутренний валютный рынок для покупки валюты, с тем

чтобы выполнить взятые обязательства. Это означало, что так или иначе, с учетом того, что теоретически речь могла идти о выводе нерезидентами 20 млрд. долл. вложенных ими средств в ГКО-ОФЗ, именно на такую величину мог возрасти дополнительный спрос на валюту с соответствующим увеличением нагрузки на валютные резервы ЦБ. И фактически с учетом этой величины следовало оценивать величину долгового бремени для экономики в целом.

Результатом отмечавшихся тенденций также стали изменения в структуре балансов компаний и банков. Возрос удельный вес их валютных обязательств в пассивах, а также значительно возросла их зависимость от международных кредиторов (табл. 8.11).

Как следует из табл. 8.11, за рассматриваемый период отмечался постоянный рост иностранных обязательств кредитных организаций при относительно стабильной величине иностранных активов (характеризующих активные операции российских банков за рубежом). Так, если последние за 1994–1998 гг. оставались примерно на одном уровне, то за тот же период наблюдалось резкое увеличение привлеченных иностранных ресурсов — с 1,5 млрд. до 20,5 млрд. долл. Непосредственно в преддверии кризиса, к июлю 1998 г. “нетто”-обязательства российских банков перед внешним миром достигли своего наибольшего значения и составили 8,06 млрд. долл.

Т а б л и ц а 8.11

Динамика иностранных активов и обязательств кредитных организаций Российской Федерации в консолидированном виде за 1994–1997 гг. и 6 месяцев 1998 г. (млрд. долл.)

Наименование показателя	Остаток на 01.01. 94 г.	Остаток на 01.01. 95 г.	Остаток на 01.01. 96 г.	Остаток на 01.01. 97 г.	Остаток на 01.01. 98 г.	Остаток на 01.04. 98 г.	Остаток на 01.07. 98 г.
Иностранные активы кредитных организаций	12,44	12,17	9,02	10,16	12,08	11,65	12,43
Иностранные обязательства кредитных организаций	1,48	2,65	5,15	9,21	19,24	19,2	20,48
Чистые иностранные активы кредитных организаций	10,96	9,52	3,87	0,95	–7,16	–7,55	–8,06

Источник: Вестник Банка России 1999. 8 февр. № 8.

Естественно, это в первую очередь затронуло крупнейшие российские банки. У большинства из них такая ситуация обусловила увеличение короткой валютной позиции⁷⁹ (табл. 8.12). Причем, если в приводимых валютных активах сделать поправку на величину валютных кредитов, выданных предприятиям, то реальная величина “валютной уязвимости” банка становится еще больше (из-за кредитных рисков).

Т а б л и ц а 8.12

Валютная структура балансов крупнейших российских банков (по состоянию на 1 апреля 1998 г.)

Банк*	Объем валютных активов, млн. руб.	Объем валютных обязательств, млн. руб.	Открытая валютная позиция (ОВП), млн. руб.
Сбербанк России	13022,7	17484	–4461,3
Инкомбанк	14347,4	17117,2	–2769,8
СБС “Агро”	11051,3	12433,7	–1382,4
ОНЭКСИМбанк	12286,3	11447,5	838,8
Внешторгбанк	15981,9	11447,4	4534,6
МЕНАТЕП	6632,5	9671,9	–3039,5
Межпромбанк	3354,2	3049	305,3
Газпромбанк	5392,4	3758,1	1634,3
МФК	2600,7	1813,6	787,1
Мосбизнесбанк	4024,8	4931,5	–906,7
Империял	5545,4	6365,6	–820,2
НРБ	6723,8	4692,5	2031,4
ММБ	6212,8	5786,5	426,3
Автобанк	2382,5	3993,2	–1610,8
Мостбанк	3049,6	3079,6	–30,0
Токобанк	5179,3	3915,6	1263,7
Альфабанк	3547,2	3834,2	–287,1
Чейз Манхеттен бэнк инт	320,9	2489,5	–2168,6
Промстройбанк России	1577,3	2121,3	–544,0
Ситибанк т/о	2848,2	4646,6	–1798,5
Итого	126081,2	134078,5	–7997,4

* Банки в списке расположены по убыванию размеров активов.

Источник: Компания. 1998. 21 июня. ЦЭА Интерфакс.

⁷⁹ Оговоримся, что вообще для многих банков на начальном этапе капитал формировался за счет валютной составляющей. Это в отдельные периоды нехватки рублей при небольшой угрозе девальвации, а также при относительно большей привлекательности работы с рублевыми активами обуславливало продажу валюты за рубли и возникновение короткой валютной позиции.

Совершенно очевидно, что при столь высокой зависимости финансового сектора, а также денежно-кредитной и бюджетной сфер от международных рынков и от валютных ресурсов любые колебания курса, равно как и любые действия на рынке, которые могли спровоцировать такие колебания, были чреваты крайне отрицательными последствиями для финансового положения страны и для банковского и финансового секторов.

Более того, с учетом того обстоятельства, что объемы свободных средств российских участников рынка были крайне ограничены, а основную погоду на рынке, как уже указывалось, делали средства иностранных инвесторов (когда новый приток или отток средств значительно изменял котировки и доходность), именно этому сегменту рынка следовало уделять первостепенное внимание с точки зрения выработки механизмов, которые смягчали бы негативные последствия, вызванные решениями иностранных участников рынка.

Это было тем более важно, учитывая то, что бумаги были относительно краткосрочными (средневзвешенный срок действия на предкризисный период составлял около 150 дней), а также то, что концентрировались они у небольшого числа иностранных участников, поэтому, если принималось решение о продаже бумаг, то оно сразу затрагивало большой сегмент рынка (в отличие от ситуации, когда бумаги рассредоточены среди большого числа участников и те или иные решения кого-либо из них носят ограниченный характер и могут быть нейтрализованы другими игроками).

Указанные обстоятельства имели значение и с точки зрения формирования общей конъюнктуры рынка государственного долга. Уже говорилось о том, что настроения операторов рынка могут формироваться какими-либо разовыми крупномасштабными действиями даже небольшого числа операторов, что задает общую тенденцию поведения всех участников рынка. Поэтому в условиях небольшого объема рынка эффект от подобных разовых действий особенно ощутим⁸⁰.

Между тем на этом сегменте финансового рынка были поэтапно проведены меры, которые, по сути, устранили возможность нейтрализации непредвиденных конъюнктурных процессов.

⁸⁰ В этой связи различные аналитические сопоставления, показывающие динамику тех или иных процессов за длительный срок (к примеру, оценивая долю нерезидентов на рынке в течение года, предшествующего кризису), имеют лишь теоретическое значение, оставляя без внимания конкретные особенности формирования текущей конъюнктуры на финансовых рынках, когда “вход” на рынок может осуществляться постепенно и не привлекать внимания, а вывод средств может носить резкий, а потому дестабилизирующий характер.

Либерализация рынка ГКО

Так, на начальном этапе участия нерезидентов на рынке ГКО существовали ограничения на вывод ими валютных средств из страны. Если иностранный инвестор выходил из ГКО, то он все равно вынужден был оставаться в рублях в течение трех месяцев и лишь потом мог конвертировать их в валюту и перевести полученную валюту за рубеж. Позднее этот срок был сокращен сначала до двух, а потом до одного месяца. Однако затем был введен так называемый режим “Т+1”, который предполагал возможность репатриации валюты на третий рабочий день. Естественно, при столь значительных объемах валютных ресурсов, которые были привлечены на рынок ГКО, такая мера делала российскую экономику полностью уязвимой от субъективных или конъюнктурных настроений иностранных участников рынка. При ограниченном объеме валютных резервов представлялось весьма опрометчивым использование механизмов, допускавших возможность вывода средств в режиме реального времени.

Помимо этого, для того чтобы привлечь иностранных инвесторов на рынок ГКО, были установлены правила, согласно которым Центральный банк осуществлял так называемые компенсирующие сделки, гарантируя этим инвесторам, что они могут в случае выхода из страны купить валюту по оговоренному курсу. Через этот механизм осуществлялось и регулирование доходности, когда курс компенсирующей сделки (своего рода курс “форвард”) устанавливался в такой привязке к курсу “спот” (т.е. к курсу, по которому нерезиденты продавали валюту и покупали рубли для инвестиций в бумаги), что обеспечивал им заранее определенную величину доходности (эта величина с середины 1996 г. до начала 1997 г. уменьшилась с 19 до 12,5%). Впоследствии с осуществлением дальнейшей либерализации финансового рынка регулирование доходности для нерезидентов было отменено.

По установленным правилам осуществления компенсирующих сделок Центральный банк покупал определенную часть валюты, ввозимой для операций ГКО-ОФЗ, а затем на момент истечения срока действия бумаг продавал ее по курсу, оговоренному компенсирующими соглашениями. Причем, что важно, на начальном этапе допуска нерезидентов к этому рынку участие ЦБ распространялось на 75% указанных операций, а остальные 25% привлекаемой валюты поступали на валютный рынок и страховые сделки по ним осуществлялись на обычных рыночных условиях. Такая практика была важна, поскольку давала гарантии участникам рынка относительно того, что если ЦБ участвует в компенсирующих сделках, то это означает, что будут соблюдаться определенные рамки изменений валютного курса и не будет допущено его

чрезмерного обесценения. Участие ЦБ выглядело оправданным и с той точки зрения, что ресурсы привлекались для осуществления государственного финансирования, и участие в этом процессе денежных властей было вполне логичным.

Однако затем участие ЦБ стало ограничиваться 50%, с осени 1997 г. этот уровень был уменьшен до 25%. В первые недели 1998 г. непосредственное участие ЦБ в этих процессах прекратилось и вся работа по хеджированию средств, привлекаемых для государственных нужд, стала вестись коммерческими банками, которые, по сути, взяли на себя весь курсовой риск.

Фактор курсового риска в сложившихся условиях был для коммерческих банков тем более ощутим не только потому, что объемы заключаемых ими форвардных контрактов по хеджированию этого риска были весьма значительны в абсолютном размере (как-никак эта величина по сути отражала размер той части государственного долга, в которой из-за описанных выше механизмов внешняя государственная задолженность была трансформирована во внутреннюю). В условиях низкой капитализации всей экономики и, как следствие, банковской системы величина этих обязательств относительно собственных средств банков была крайне высока⁸¹. Так, к середине 1998 г. при величине собственных средств 30 крупнейших банков в 83 млрд. руб. обязательства по форвардным контрактам российских банков составляли свыше 70 млрд. руб. (табл.8.13).

Т а б л и ц а 8.13

Объем форвардных контрактов российских банков (млрд. долл.)

	1997 г.	01.08.98 г.
Валютные форвардные контракты*	18	14,00**

*Оценка.

**Оговоримся, что эта сумма, по-видимому, включает и форвардные контракты, заключенные российскими банками между собой. Собственно, величина форвардных обязательств перед нерезидентами составляла, как представляется, около 10 млрд. долл. Тот факт, что эта сумма меньше, чем доля нерезидентов на рынке ГКО, объясняется тем, что нерезиденты хеджировали не всю сумму своих операций.

Источник: Бюро экономического анализа. Обзор экономической политики в России за 1998 год. М.: РОССПЭН, 1999.

⁸¹ Мы даем это сравнение в аналитических целях, имея в виду, что форвардные контракты до даты исполнения отражаются на внебалансовых счетах.

Очевидно, что при столь низкой капитальной базе российской банковской системы и при таком объеме форвардных обязательств российские банки становились крайне уязвимыми от возможных курсовых изменений и от всех действий, которые к этим изменениям могли привести (вывод валютных средств иностранных инвесторов, игра на понижение на валютном рынке и т.д.). Практически весь курсовой риск, связанный с финансированием бюджетного дефицита, лежал на российских коммерческих банках. Именно поэтому обесценение рубля, которое произошло в послеавгустовский период, имело весьма негативные последствия для финансового сектора.

Кризис и девальвация

Мы уже не раз и достаточно подробно рассматривали последствия девальвации для экономики, в том числе с точки зрения внешней торговли⁸².

Очевидно, однако, что в условиях либерализации движения капиталов последствия курсовых изменений отмечаются во всех областях, которые так или иначе вовлечены в операции с международными финансовыми ресурсами.

Поэтому в данном разделе мы остановимся на этой проблеме в первую очередь с точки зрения последствий для финансового и банковского секторов.

Важнейшим вопросом с учетом сложившихся в этом секторе соотношений был вопрос о возможности банков выполнять обязательства по хеджированию валютного риска иностранных инвесторов в ГКО.

Форвардные контракты со сроками исполнения на конец 1998 г. были сориентированы на объявленные параметры валютной политики и заключались по курсу 6,4–6,7 руб. за 1 долл. При общей величине захеджированных обязательств составляющей свыше 10 млрд. долл., обесценение курса до величины 20 руб. за 1 долл. означало убытки банков в размере свыше 250 млрд. руб. Напомним, что величина собственных средств у 30 крупнейших банков составляла на середину 1998 г. около 83 млрд. руб.

⁸² В послекризисный период отмечалось заметное влияние обесценения курса на внешнюю торговлю, в частности, существенно сократился импорт, что обусловило рост положительного сальдо торгового баланса. Что касается экспорта, то он сократился в дальнейшем зарубежье за первые 5 месяцев 1999 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Стало также отмечаться оживление производства, вызванное, среди прочего, импортозамещением.

Более того, банки были поставлены в еще более сложное положение. Многие из них имели на рынке статус так называемых первичных дилеров, что предполагало, среди прочего, покупку не менее 1% объема каждой размещаемой эмиссии ГКО, и, что более важно, поддержание обязательного объема этих бумаг в активах таких банков.

Другими словами, банки брали на себя обязательства постоянно иметь определенную сумму ГКО-ОФЗ в своих активах. На предкризисный момент данный лимит был установлен на уровне не менее 20% величины портфеля (для ОФЗ). При этом рыночная стоимость собственного портфеля ГКО-ОФЗ должна была быть не меньше 500 млн. руб. Это, по сути, определило большой вес данных бумаг, который сформировался в банковских портфелях.

В среднем доля ГКО-ОФЗ занимала около 20% в активах банков, причем в наиболее крупных из них, на которые приходилось около 40% активов всей банковской системы, доля этих бумаг составляла свыше 35% в их активах. Очевидно, что в ликвидных активах эта величина была еще выше. Именно такой объем ресурсов банков был иммобилизован, когда был введен мораторий на операции с указанными бумагами. Таким образом, и без того достаточно ограниченная ресурсная база банковской системы, по сути, была сведена этим решением до минимума.

Когда стали вестись переговоры по реструктуризации государственных бумаг с нерезидентами, было логично предположить, что эта проблема будет обсуждаться в увязке с проблемой форвардов, поскольку форвардные контракты использовались для того, чтобы снять валютный риск с вложений нерезидентов в ГКО-ОФЗ. Без использования этого механизма средства нерезидентов вряд ли можно было бы привлечь в требующихся объемах или стоимость их привлечения была бы еще выше.

Срочные контракты по сути представляли собой часть единого механизма привлечения внешних ресурсов для целей бюджетного финансирования, причем на основе официально декларируемых параметров курсовых изменений. Таким образом, когда пусть в силу конъюнктурных обстоятельств курсовые параметры не были соблюдены — курс рубля обесценился и при этом был введен мораторий на ГКО, оба обстоятельства (первое — косвенно, второе — непосредственно) можно было рассматривать как невозможность денежных властей выполнять взятые на себя обязательства по соблюдению правил при привлечении внешних ресурсов.

Поэтому переговорный процесс с кредиторами в таких условиях тоже следовало вести по обоим проблемам в комплексе, как по разным составным частям одного и того же вопроса. В действительности, однако, обсуждать проблему во взаимосвязи не стали, и с учетом пожеланий иностранных кредиторов она была разведена на два отдельных

вопроса. Это во-первых, означало, что все потери, которые возникали из-за невыполнения параметров курсовых изменений, целиком ложились на российские коммерческие банки, во-вторых, что российские банки оставались один на один с иностранными инвесторами, не имея рычагов для нахождения сбалансированных решений.

При этом в качестве наблюдения за рамками нашего анализа, скажем, что такой результат можно было бы считать закономерным, если бы деньги привлекались этими банками для собственных нужд, а не для нужд бюджета, или если бы эти банки были заинтересованы в обвале курса рубля, получая в результате выигрыш, тогда в таком результате банки должны были винить только сами себя⁸³.

В рассматриваемом же случае имела место несколько парадоксальная ситуация, когда российские банки, обслуживая поток средств от кредиторов, т.е. иностранных инвесторов, к заемщику, т.е. бюджету, находясь по сути “рядом” с этим потоком, оказались между тем основными пострадавшими.

Учитывая объемы обязательств, а также низкую ликвидность и капитальную базу российских банков, можно предположить, что кредиторы могут добиваться передачи в их собственность активов, имеющихся у этих банков, получения акций самих банков (что в ряде случаев может означать тот же результат) и других подобных действий, означающих переход контроля за российской банковской системой с ее активами к иностранным инвесторам.

Что же касается посткризисного положения в российской банковской системе в целом, то, имея в виду, что в результате кризиса и без того низкая капитальная база российских банков еще больше сжалась и перспективы для ее расширения ограничены⁸⁴, в таких условиях иностранные банки, имеющие несопоставимо большие возможности опоры на финансовые ресурсы, будут занимать преобладающие позиции в российской экономике.

Еще одно важное последствие девальвации для финансовых рынков в условиях “зажатости” капитальной базы хотелось бы рассмотреть более подробно — это рынок акций.

⁸³ В чем банки действительно еще больше осложнили для себя положение, так это в том, что они стали более активно, чем это иногда было необходимо для обслуживания нерезидентских ресурсов, вовлекаться в операции с форвардными контрактами между собой, что в конечном итоге лишь усугубило для них остроту девальвации.

⁸⁴ Так, только за август 1998 г. банковские капиталы (без учета Сбербанка РФ) сократились более чем на 13 млрд. руб. (Вестник Банка России. 1998. 18 нояб. № 80 (335)).

Как указывалось ранее, сокращение денежной массы сопровождалось увеличением объема активов на рынке, которые эта денежная масса обслуживала. Недвижимость, акции и прочие активы, ранее не являвшиеся объектами купли-продажи, стали обращаться на рынке. Очевидно, что поскольку под поступления этих активов не было проведено увеличения денежной массы, более того, она сократилась, это обстоятельство во многом предопределило недооценку акций. Важно и то, что начальные этапы приватизации не предусматривали использования механизма оценки продаваемого имущества, и, по сути, стоимость устанавливалась с учетом наличия в экономике денежных ресурсов.

При этом любые дополнительные средства, необходимые предприятиям для их развития, в значительном числе случаев притекали извне. Это же касалось и каждодневного участия в работе российской торговой системы по купле и продаже акций, где на движение их котировок решающее влияние оказывали средства нерезидентов. По некоторым оценкам, еще в преддверии кризиса около 90% несвязанных пакетов акций (т.е. акций, реально обращающихся на рынке) принадлежало нерезидентам⁸⁵, и после кризиса эта цифра, как представляется, не уменьшилась.

При этом важно то обстоятельство, что контролируя значительные пакеты акций, можно влиять на их котировки на рынке в целом. А с учетом незначительного объема финансовых ресурсов на рынке даже небольшими средствами можно существенно воздействовать на изменения котировок (также, впрочем, как и на рынке ГКО-ОФЗ, о чем уже говорилось). Так, по некоторым оценкам, потратив суммы в пределах 20 млн. долл., можно было на десятки процентов обрушить котировки любого эмитента⁸⁶. При этом, когда объем торгов на рынке в условиях кризиса резко сжался, речь могла идти о значительно меньших суммах, которые могли повлиять не только на котировки одного эмитента, но и на весь рынок.

В преддверии августа 1998 г. вывод ресурсов иностранных участников вследствие кризисных процессов в мировой финансовой системе привел в целом к значительному снижению котировок российских акций и уменьшению объема операций.

В табл. 8.14 показано, как соотносились рыночные цены и балансовая стоимость акций на рынках различных стран. Уже упоминалось, что в России этот показатель на июль 1998 г. составил 0,3. Это означает, что даже при использовании такого показателя, часто дающего заниженные оценки стоимости предприятий, каким является балансовая

⁸⁵ Эксперт. 1998. 13 июля.

⁸⁶ Компания. 1998. 21 июля. С. 16.

стоимость, за каждый доллар (или рубль) такой балансовой стоимости на рынке готовы были платить 30 центов (или копеек). В таких странах, как, например, США, каждый доллар балансовой стоимости котирующихся там компаний оценивался рынком более чем в 4 доллара. То же самое можно сказать и о ряде других стран.

Т а б л и ц а 8.14

Некоторые показатели рынка ценных бумаг в России и других странах (июль 1998 г.)

Страна	Рыночная цена/балансовая стоимость	Страна	Рыночная цена/балансовая стоимость
Россия	0,3	Германия	3,9
США	4,4	Гонконг	0,8
Великобритания	3,5	Индия	1,9
Швейцария	4,8	Италия	2,9
Испания	3	Япония	1,7
Аргентина	1,4	Мексика	1,8
Бразилия	0,7	Нидерланды	3,3
Франция	2,9	Сингапур	0,8

Источник: Forbes Global Business & Finance. 1998. July 6.

Применительно к рассматриваемому вопросу о девальвации речь идет о том, что получаемая в ее результате стоимость акций в долларовом исчислении становится еще меньше. При этом эффект удешевления в свете августовских событий усилился, поскольку отток средств иностранных инвесторов привел к еще большему снижению цены акций. Так, если на рассматриваемую нами дату (июль 1998 г.) величина индекса РТС составляла 150–190, то к сентябрю–октябрю этот уровень снизился почти в 4 раза и составил примерно 40–50.

С учетом того, что к тому времени уровень валютного курса уже составлял не менее 15 руб. за 1 долл., речь шла о более чем 10-кратном удешевлении акций для иностранных покупателей, причем об удешевлении по сравнению и без того с достаточно низким уровнем капитализации рынка (каким он был к середине 1998 г.).

При этом соотношение рыночной цены и балансовой стоимости к октябрю 1998 г. также снизилось и составило 0,19⁸⁷.

⁸⁷ Forbes Global Business & Finance. 1998. November 2. P. 65.

Что касается капитализации рынка в целом, то нами уже приводились данные, характеризующие этот показатель в России и в основных государствах в предкризисный период. После кризиса разрыв в уровнях капитализации рынков других стран и российского рынка еще больше увеличился (табл. 8.15).

Т а б л и ц а 8.15

Капитализация основных фондовых рынков (млрд. долл.)

Страна	Общая капитализация рынка	Страна	Общая капитализация рынка
Россия	15	Германия	777
США	8522	Гонконг	194
Великобритания	1767	Индия	82
Швейцария	552	Италия	340
Испания	237	Япония	2062
Аргентина	21	Мексика	94
Бразилия	68	Нидерланды	476
Франция	792	Сингапур	85

Источник: FactSet Research Systems, Morgan Stanley Capital International and IBES Express за соответствующие периоды // Forbes Global Business & Finance. 1999. September 20.

Так, суммарная капитализация российских компаний, акции которых обращаются на рынке, после кризиса была в 570 раз меньше, чем объем капитализации рынка США, почти в 13 раз ниже, чем в Гонконге, в 4,5 раза ниже, чем в Бразилии.

Учитывая, что для целого ряда международных институциональных инвесторов снижение стоимости бумаг рассматривается как возможность их покупки, а не как сигнал для их сброса, можно таким образом объяснить, во-первых, почему на рынке акций остается большая доля иностранных участников и, во-вторых, то, что, несмотря на все риски и оценки неблагоприятного экономического положения России, средства нерезидентов начинают постепенно возвращаться (именно с этим многие операторы рынка связывают рост котировок акций, который отмечается на рынке с весны 1999 г.).

Таким образом, более низкий уровень валютного курса рубля оказал на финансовую сферу неоднозначное воздействие. С одной стороны, по сути, произошло обесценение рублевого госдолга. Это касается в первую очередь тех случаев, когда его финансирование осуществлялось с привлечением валютных средств.

С другой стороны, абсолютные объемы рублевых и валютных обязательств остались неизменными, поэтому для экономики в целом абсолютная величина долга не

уменьшилась (а рублевый эквивалент внешнего долга, как он учитывается в бюджете, соответственно возрос). Для отдельных же секторов, в частности, российского финансового сектора, взявшего на себя весь валютный риск от курсовых изменений, девальвация имела крайне негативные последствия. Их окончательный масштаб будет понятен тогда, когда будут определены конкретные условия погашения обязательств по форвардным контрактам перед нерезидентами (нельзя исключить того, что в результате значительные пакеты акций крупнейших российских банков могут перейти под контроль иностранных кредиторов).

Кроме того, из-за более низкого курса рубля в целом снижается валютная эффективность привлечения внешних ресурсов — любые рублевые активы в валютном исчислении будут стоить дешевле, и, следовательно, будет привлекаться меньше валюты.

И наконец, в чисто операционном плане (автор не рассматривает это с точки зрения положительных или отрицательных последствий) любой приток средств иностранных инвесторов на российский финансовый рынок будет означать, что при тех же самых валютных вложениях инвесторы будут получать больше рублевых ресурсов на этом рынке и автоматически увеличивать свою долю на нем. Следовательно, будет уменьшаться роль национальных компаний с точки зрения возможностей формирования и определения конъюнктуры на различных сегментах российского финансового рынка, а возможности нерезидентов соответственно возрастут.

Таким образом, в условиях либерализации финансовых потоков и увеличения влияния валютного курса на различные сферы экономической деятельности влияние обесценения курса рубля неоднозначно.

Девальвация может рассматриваться как эффективный инструмент экономической, в том числе внешнеторговой, политики только тогда, когда сложилась относительно эффективная структура экономики, когда в самой экономике уже сформировались устойчивые отношения собственности, сложилась валютно-финансовая сфера. В этом случае девальвация лишь добавляет своего рода дополнительную эффективность для внешнеторговых субъектов, общая деятельность которых как субъектов своей экономики продолжает тем не менее определяться уже сложившимися к тому времени устойчивыми экономическими рамками.

Когда же экономика немонетизирована, активы ее недооценены, а валютный курс при этом можно легко подтолкнуть в сторону дальнейшего обесценения, подобное сочетание факторов может изменить сами основополагающие принципы такого функционирования.

Понятно, что в условиях нехватки денежных ресурсов в экономике такой дефицит денег является дополнительным стимулом к подталкиванию валюты в сторону обесценения, поскольку приводит не только к получению большего количества рублей от продажи валюты (что является стимулом и в нормальной экономике), но также решает для многих проблему обеспечения бесперебойного функционирования в экономике с дефицитом денег. Нехватка денег, по сути, подталкивает пополнять их через использование инструмента валютного курса.

Однако в результате это может привести к увеличению конкурентных возможностей определенных групп инвесторов на российском рынке и, как следствие, к ослаблению или потере контроля со стороны некоторых собственников, в том числе и тех, которые заинтересованы в обесценении рубля, над своим производством (нами уже приводились ведущие к таким же последствиям примеры, когда увеличение доли иностранного участия в российских компаниях и ослабление контроля за ними происходило вследствие использования внешних кредитов).

В этой ситуации для стимулирования экспорта при одновременном недопущении отрицательных последствий в области инвестиций целесообразно больший упор делать на использование рычагов налоговой и таможенной политики, чем на валютный курс.

Завершая наше рассмотрение последствий финансового кризиса и тех причин, которые обусловили как этот кризис, так и целый ряд других негативных экономических процессов, мы вновь возвращаемся к тем факторам, с анализа которых начали исследование наших проблем. Очевидно, что если не будут устранены отмечающиеся перекосы в денежно-кредитной сфере, то многие из перечисленных выше проблем сохранятся.

Будет по-прежнему тормозиться развитие инвестиционного процесса, отмечаться сдерживание экономического роста. Сохранятся проблемы неплатежей, низкой исполняемости доходной части бюджета, сбора налогов и т.д. Попытки решить проблему через ужесточение налоговой и платежной дисциплины по отношению к российским предприятиям не снимут вопроса для экономики в целом, поскольку текущая собираемость налогов и осуществление платежей в нынешних условиях возможны только при “монетизации” неплатежей, т.е. при реальном вытеснении неплатежей “живыми” деньгами, с которых будет возможно взимание налогов. То же самое можно сказать и о других сферах.

Намерения устранить причины, которые лежат на поверхности и могут показаться главным источником проблем (к примеру, ввод санкции против неплательщиков), не дадут желаемого результата. Указанные причины возникнут вновь, поскольку являются

следствием более глубинных процессов, без решения которых эффективность предлагаемых шагов будет невысокой. Одним из центральных вопросов такого уровня, без сомнения, является вопрос об увеличении капитальной базы российской экономики, решение проблемы ее монетизации, бесперебойного осуществления экономических операций в стране.

НЕКОТОРЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

Решение проблемы капитализации российской экономики имеет ряд аспектов, которые в нынешних еще несформировавшихся экономических условиях по своей важности приобретают стратегическое значение и от характера решения которых будут во многом зависеть основные “точки опоры” и движущие силы российской экономики в будущем. Речь идет о том, из каких источников — внутренних или внешних — будет осуществляться пополнение недостающей ликвидности в экономике.

В случае сохранения внутренних денежных ограничений (т.е. возможности пополнения ликвидности Центральным банком) монетизация, по-видимому, должна будет главным образом осуществляться в увязке с привлечением внешних ресурсов⁸⁸.

При таком подходе следовало бы, однако, принимать во внимание некоторые обстоятельства, которые, действуя одновременно, могут привести к отрицательным последствиям системного, так сказать, “геоэкономического” характера для российской экономики.

Напомним еще раз те факторы, которые в данном случае заслуживают дополнительного внимания:

- 1) применение единого курса рубля по всем операциям текущего и капитального характера;
- 2) адекватность отражения уровнем валютного курса рубля ценовых параметров лишь ограниченного числа экономических операций при недооценке рубля по целому ряду операций, в первую очередь капитального характера;
- 3) установление официального курса рубля на основе торговых сессий;
- 4) небольшие объемы ресурсов на российском валютном и финансовом рынках, что затрудняет для экономики возможность эффективно нейтрализовывать приток или отток ресурсов, в результате чего незначительное движение средств может расшатывать котировки бумаг и валютного курса;
- 5) многократно сжатая в реальном исчислении денежная масса;
- 6) недооценка значительной части российских внутренних активов.

Упор на внешние ресурсы при таком сочетании факторов будет прежде всего означать, что те компании, которые имеют возможность выхода во внешнюю сферу для

⁸⁸ Нами рассматриваются более долгосрочные, системные тенденции, выходящие за рамки текущих краткосрочных процессов в экономике.

привлечения ресурсов, получают преимущества гораздо большие, чем дают международные рынки в обычных условиях сбалансированной экономики, причем преимущества как в ресурсном, так и в общеэкономическом плане.

В частности, это предоставит таким участникам рынка дополнительные рычаги денежной конкуренции, поскольку каждый привлекаемый в таких условиях доллар предоставляет большую “удельную эффективность”, позволяя получать в результате (после продажи валюты) не просто дополнительные рублевые ресурсы, а дополнительные рублевые ресурсы в денежной массе, характеризующейся зажатостью, нехваткой средств. Получаемые таким образом рубли будут иметь большую долю в денежной массе, что повышает конкурентный эффект их применения.

Учитывая, что в нынешних условиях посткризисного состояния финансового рынка возможности выхода на рынки внешних ресурсов для российских компаний и банков выглядят достаточно ограниченно, можно предположить, что такими преимуществами будут в первую очередь обладать иностранные участники российского рынка или аффилированные с ними компании.

Если при этом еще будут осуществлены меры, направленные на либерализацию доступа иностранных участников на российский рынок финансовых услуг, как это предполагается, в частности, условиями Всемирной торговой организации (ВТО), то такое развитие событий приведет к тому, что и в ресурсном плане (с точки зрения источников роста, финансирования экономики), и в институциональном аспекте (с точки зрения структуры состава участников) на российском финансовом рынке и в ряде других секторов экономики будут преобладать позиции иностранных участников.

Это, естественно, будет означать и перенос центра тяжести в возможности влиять на экономическую ситуацию в целом, поскольку указанные финансовые ресурсы будут находиться под контролем таких участников, а по мере увеличения монетизации эта величина будет иметь всевозрастающую долю в денежной массе со всеми вытекающими из этого возможностями влиять на котировки, цены, курсы, да и вообще определять приоритетность экономического развития.

С учетом того, что еще отмечается и недооценка внутренних активов, такие международные компании получают и кумулятивный эффект от недооценки рубля по капитальным операциям и недооценки активов, более легко поставив эти активы под свой контроль.

При этом, если прирост рублевой денежной массы будет происходить из привлечения валютных ресурсов из одного или ограниченного числа внешних источников, то это, по сути, даже без использования механизма “валютного правления”

поставит значительную часть внутренней денежной сферы (а стало быть, и всей экономики) в зависимость от таких внешних кредиторов. Более дешевый курс рубля при этом будет способствовать тому, что указанные последствия будут обусловлены использованием относительно малого объема валютных средств.

Рассматриваемая ситуация приобретает еще один аспект. Он связан с избытком долларов в мире и его обеспеченностью как валюты. Как уже говорилось, из-за нарушений финансовой дисциплины при осуществлении Соединенными Штатами денежно-кредитного регулирования обеспечение американской валюты резервами денежных властей США в настоящее время является достаточно слабым. Основным фактором, который выступает таким обеспечением, являются теперь реальные экономические операции, которые могут удерживать валюту и обеспечивать на нее спрос. У российской экономики в этом смысле есть огромный неиспользованный потенциал — те имеющиеся реальные операции, которые не обслуживаются “живыми” деньгами. Поэтому, если расширение денежной массы в российской экономике будет осуществляться через привлечение долларов, то это, помимо всего сказанного выше, означает, что те активы, которые могли бы выступать обеспечением собственной валюты через рассмотренные выше механизмы, начинают использоваться для обеспечения доллара.

Более того, излишние доллары в этом случае “завязываются” на российскую экономику, и острота долларového навеса (о чем шла речь в главе I) для американской экономики и для мира уменьшается.

Таким образом, при решении проблемы капитализации российской экономики на основе внешнего сектора следует принимать во внимание указанные выше обстоятельства.

Очевидно, что при решении проблемы капитализации основное внимание заслуживает подход, который должен применяться в странах с таким экономическим и ресурсным потенциалом, как Россия, где основной упор следует делать на внутренние рычаги пополнения ликвидности.

Немонетизированные операции, осуществляемые в экономике, могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики. При этом следует иметь в виду, что в условиях отсутствия валютной паники российская экономика уже демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безынфляционной основе. Практика ряда лет (в частности, 1996–1997 гг.) показала, что тогда в экономику поступали дополнительные рублевые средства как через покупку ЦБ бумаг правительства, так и путем эмиссии рублей под

привлеченные валютные средства. При этом привлекаемая в те годы валюта практически не использовалась (как и бумаги) для обратного оттягивания эмитированных под валюту рублей из экономики (т.е. для целей стерилизации), а экономика между тем не демонстрировала роста цен, вызванного пополнением рублей. Ситуация изменилась лишь под действием внешних кризисных событий второй половины 1997 г., но тогда и в последующем главным генератором инфляции стал валютный курс.

Таким образом, валютный элемент рынка приобретает особую значимость, тем более с учетом перечисленных выше особенностей его функционирования. И с точки зрения дестабилизирующей роли, которую может сыграть валютная сфера, следует вновь указать на то, что в условиях немонетизированной экономики глубина валютного рынка настолько незначительна, что не может эффективно нейтрализовать колебания курса, возникающие из-за даже относительно небольшого перелива средств. При этом установление официального курса на основе торговых сессий лишь фиксирует те перекосы в уровне курса, которые в результате возникают.

Таким образом, особого внимания заслуживает отработка специальных механизмов, которые не допустили бы разбалансировку валютного рынка и позволили бы сгладить негативный эффект от курсовых изменений.

В целом пополнение ликвидности должно сочетаться с нормализацией структуры денежной массы через постепенное вытеснение тех ее компонентов, которые стихийно возникли, минуя каналы ЦБ, а потому в меньшей степени поддаются централизованному регулированию, что снижает эффективность денежно-кредитной политики.

Следует иметь в виду при этом, что в течение периода пока экономика будет адаптироваться к работе в условиях вытеснения суррогатов и не будет в состоянии эффективно принимать поступающие ресурсы, необходимо предусмотреть возможность использования дополнительных рычагов, регулирующих движение финансовых потоков и предотвращающих разбалансировку других сегментов рынка (в том числе путем использования налоговых и иных стимулов или ограничений).

Понятно, что все это предполагает очень филигранную работу, требующую аккуратных, взвешенных подходов, чтобы не дестабилизировать положение на других сегментах рынка, не спровоцировать инфляцию.

Однако, как представляется, если правильно отработать механизмы, которые учитывали бы те возможности, которые заключены в специфике нынешней экономической ситуации, то выход из кризиса можно было бы начать осуществлять, не прибегая к неоправданным рычагам, не имеющим под собой объективной

экономической основы. Это позволит России на основе собственных возможностей заложить основу для своего будущего экономического развития.

Об авторе

Ершов Михаил Владимирович окончил факультет международных экономических отношений Московского финансового института (в настоящее время — Финансовая академия).

В 1986 г. окончил очную аспирантуру Института мировой экономики и международных отношений (ИМЭМО) АН СССР.

В 1987 г. защитил кандидатскую диссертацию в ИМЭМО по международным валютно-финансовым проблемам.

В 1998 г. защитил докторскую диссертацию в Институте Европы РАН по валютно-финансовым проблемам.

Работал в крупных международных и российских финансовых компаниях и банках, в том числе в течение ряда лет возглавлял консультационный департамент “Делойт и Туш СНГ”.

Участвовал в работе официальных делегаций в рамках встреч “Большой семерки” (G-7).

В настоящее время является Вице-президентом Росбанка.

Ершов М.В.

Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). – М.: ОАО «НПО «Издательство «Экономика», 2000. – 319 с.

В книге показано, как в условиях глобализации действуют валютно-финансовые механизмы и какую пользу могут извлечь для себя отдельные страны в результате правильного учета особенностей действия этих механизмов.

Делается вывод о шаткости современной валютной системы, основывающейся на долларе США. Говорится о допущенных при развитии этой системы фундаментальных нарушениях, которые могут обусловить мировой финансовый кризис.

Подробно рассматривается этап становления и кризисного развития валютного рынка в России, говорится об основных причинах и путях решения возникших проблем, раскрывается ряд вопросов внешнеторговой практики и валютных операций.

Книга может представлять интерес для ученых и практиков, работающих в валютно-финансовой и внешнеторговой отраслях.