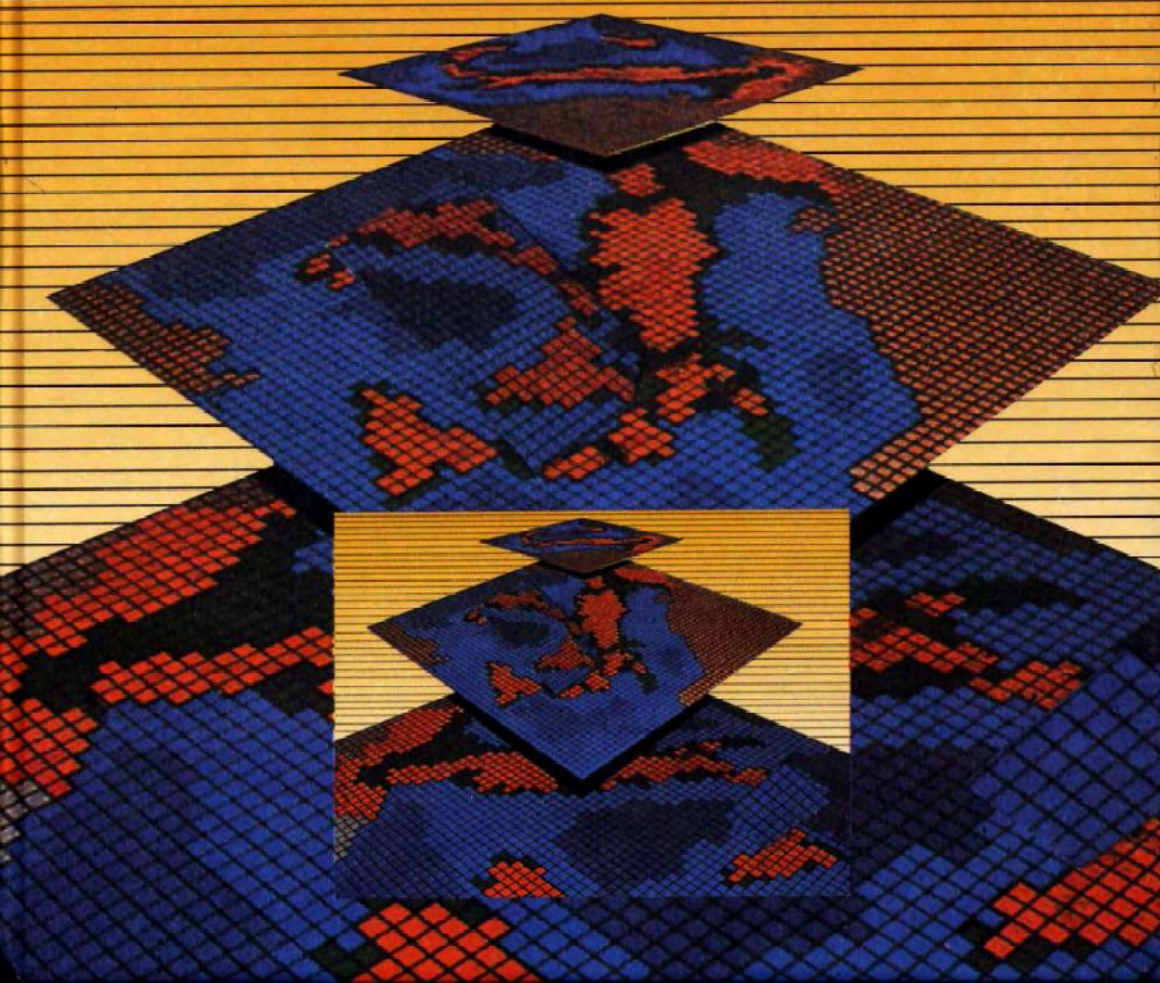


Алексей Киреев

МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА



Алексей Киреев

**МЕЖДУНАРОДНАЯ
ЭКОНОМИКА**

Алексей Киреев

**МЕЖДУНАРОДНАЯ
ЭКОНОМИКА**

В двух частях

Часть вторая

**Международная
макрэкономика:**

**ОТКРЫТАЯ ЭКОНОМИКА
И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ
ПРОГРАММИРОВАНИЕ**

Рекомендовано Министерством общего и профессионального образования Российской Федерации в качестве учебного пособия для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению «Экономика» и специальности «Мировая экономика»

Москва
«Международные отношения»
2001

УДК 339 (075.8)
ББК 65.5Я73
К43

Взгляды, содержащиеся в публикации, принадлежат автору
и не обязательно совпадают со взглядами МВФ

The views expressed are those of the author
and do not necessarily represent those of the IMF

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение. Экономика открытой экономики	11
РАЗДЕЛ I. ОТКРЫТАЯ ЭКОНОМИКА	15
Глава 1. Международная валютно-финансовая система	17
1. Валютные и финансовые элементы системы	17
Валюта	
Конвертируемость	
Параллельное обращение	
2. Эволюция валютной системы	27
Золотой стандарт	
Золотодевизный стандарт	
Современная валютная система	
3. Европейская валютная система	32
Механизм валютных курсов	
Европейский валютный союз	
Введение единой валюты	
4. Резюме	36
5. Контрольные задания	37
Вопросы на повторение	
Проблемы для обсуждения	
Задачи	
Глава 2. Стоимость валюты и валютный курс	40
1. Валютный курс и его разновидности	40
Понятие и котировки валютного курса	
Расчетные виды валютного курса	
Множественная валютная практика	
Виды валютных курсов по степени гибкости	
Гибридные виды валютного курса	
2. Равновесный валютный курс	57
Спрос и предложение на иностранную валюту	
Изменение стоимости иностранной валюты	
Зависимость цен от валютного курса	
3. Эластичность спроса и предложения иностранной валюты	67
Предложение как обратный спрос	
Условие Маршалла—Лернена	
Стабильность валютного рынка	
Джей-кривая	

	4. Резюме	75
	5. Контрольные задания	76
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
Глава 3.	Теории валютного курса	80
	1. Теория общего равновесия	80
	Макроэкономический баланс	
	Подход платежного баланса	
	2. Теория паритета покупательной способности	85
	Закон одной цены	
	Абсолютный ППС	
	Относительный ППС	
	3. Влияние процентных ставок на валютный курс	91
	Баланс процентных ставок	
	Паритет процентных ставок	
	Равновесный валютный курс	
	Эффект Фишера	
	4. Денежная теория валютного курса	100
	Предложение денег	
	Спрос на деньги	
	Внутреннее денежное равновесие	
	Валютный курс в краткосрочной перспективе	
	Валютный курс в долгосрочной перспективе	
	5. Общая теория валютного курса	114
	Основа — реальный валютный курс	
	Отклонение от ППС	
	Гиперреакция валютного курса	
	6. Резюме	121
	7. Контрольные задания	123
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
Глава 4.	Платежный баланс	126
	1. Теория платежного баланса	126
	Основные параметры	
	Источники информации	
	Принципы классификации	
	2. Счет текущих операций	133
	Товары	
	Услуги	
	Доходы	
	Текущие трансферты	
	3. Счет операций с капиталом и финансовых операций	140
	Капитальные трансферты	
	Прямые инвестиции	
	Портфельные инвестиции	
	Другие инвестиции	
	4. Финансирование платежного баланса	146
	Резервные активы	
	Исключительное финансирование	
	Баланс международных инвестиций	
	5. Резюме	151

	6. Контрольные задания	153
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
Глава	5. Международные финансовые рынки	157
	1. Международный рынок валют	158
	Формы торговли валютой	
	Структура валютного рынка	
	Арбитраж	
	Валютные риски	
	2. Международный рынок долговых обязательств	167
	Структура кредитного рынка	
	Международный рынок долговых обязательств	
	Проблема международной задолженности	
	3. Международный рынок титулов собственности	176
	Структура рынка акций	
	Зрелые рынки	
	Развивающиеся рынки	
	4. Международный рынок финансовых дериватов	179
	Структура рынка дериватов	
	Торговля на биржах	
	Внебиржевая торговля	
	5. Резюме	188
	6. Контрольные задания	190
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
Глава	6. Автоматическая макроэкономическая корректировка открытой экономики	193
	1. Доходы и расходы в открытой экономике (кейнсианская модель)	193
	Базовая модель закрытой экономики	
	Корректировка в малой открытой экономике	
	Корректировка в большой открытой экономике	
	2. Внутренний и внешний баланс в открытой экономике (IS-LM-BP модель)	208
	Построение IS, LM, BP кривых	
	Свойства IS, LM, BP кривых	
	3. Совокупный спрос и совокупное предложение в открытой экономике (AS-AD модель)	217
	Структура модели	
	Свойства AD и AS кривых	
	Равновесие в AS-AD модели	
	4. Адаптация открытой экономики к экзогенным шокам	224
	Шоки реального сектора	
	Шоки денежного сектора	
	5. Резюме	229
	6. Контрольные задания	230
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
Глава	7. Целенаправленная макроэкономическая корректировка открытой экономики	234
	1. Принципы построения механизмов макроэкономической корректировки	234

	Цели и инструменты	
	Диаграмма Суона	
	Эффективная рыночная классификация	
2.	Целенаправленная корректировка при фиксированном валютном курсе	245
	Бюджетная политика	
	Денежная политика	
	Валютная политика	
	Смешанная политика	
3.	Целенаправленная корректировка при плавающем валютном курсе	256
	Особенности корректировки	
	Бюджетная политика	
	Денежная политика	
	Смешанная политика	
4.	Влияние целенаправленной корректировки на цены	265
	Бюджетная политика при фиксированном валютном курсе	
	Денежная политика при плавающем валютном курсе	
	Стимулирование долгосрочного роста	
5.	Резюме	271
6.	Контрольные задания	273
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
Глава 8.	Мониторинг и регулирование международной экономики	275
1.	Механизмы многостороннего регулирования	275
	Система международных организаций	
	Сферы деятельности	
	Выполняемые функции	
2.	Регулирование международной торговли	281
	ВТО: торговля товарами	
	ВТО—ГТУ: торговля услугами	
	ЮНКТАД: политические консультации	
3.	Регулирование международного движения факторов производства	291
	МАГИ—ЦУИС: международное инвестирование	
	МОТ: миграция рабочей силы	
	ВТО—МОИС—ПРООН: движение технологии	
4.	Регулирование международной макроэкономики	297
	МВФ: платежный баланс	
	Парижский и Лондонский клубы: внешняя задолженность	
	БМР: расчеты и надзор	
5.	Резюме	308
6.	Контрольные задания	310
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
РАЗДЕЛ II. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ ПРОГРАММИРОВАНИЕ	313	
Глава 9.	Макроэкономическое программирование для открытой экономики	315
1.	Основные параметры макроэкономических программ	315
	Цели макроэкономических программ	
	Виды макроэкономических программ	
	Композиция макроэкономических программ	
	Корректировка спроса и предложения	
2.	Теоретические основы программ макроэкономической корректировки....	321
	Модель базового баланса	

	Модель платежного баланса	
	Модель бюджетного баланса	
	Модель баланса центрального банка	
	Учет изменений валютного курса	
3.	Регулирование спроса в открытой экономике	332
	Инструменты денежной политики	
	Инструменты бюджетной политики	
	Инструменты внешнеэкономической политики	
4.	Регулирование предложения в открытой экономике	344
	Роль политики регулирования предложения	
	Инструменты улучшения размещения ресурсов	
	Инструменты расширения производственных возможностей	
5.	Резюме	348
6.	Контрольные задания	350
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
Глава 10.	Программирование реального сектора	353
1.	Структура реального сектора	353
	Измерение производства	
	Измерение дохода	
2.	Представление агрегатов	357
	Основные параметры	
	Качество данных	
3.	Прогнозирование реального производства	360
	Оценка объема производства	
	Дефлирование	
4.	Составление баланса инвестиций-сбережений	365
	Концепция баланса	
	Конструкция баланса	
	Использование ICOR	
5.	Прогнозирование цен	369
	Индикаторы инфляции	
	Моделирование цен со стороны издержек	
	Моделирование со стороны спроса	
6.	Резюме	374
7.	Контрольные задания	376
	Вопросы на повторение	
	Проблемы для обсуждения	
	Задачи	
Глава 11.	Программирование бюджетного сектора	379
1.	Структура бюджетного сектора	379
	Бюджетные системы	
	Состав правительственного сектора	
2.	Представление агрегатов	382
	Типы бюджетных операций	
	Композиция бюджета	
	Государственный долг	
3.	Прогнозирование бюджета	392
	Статьи доходов и грантов	
	Статьи расходов	
	Финансирующие статьи	
4.	Резюме	398

5. Контрольные задания	399
Вопросы на повторение	
Проблемы для обсуждения	
Задачи	
Глава 12. Программирование денежного сектора	402
1. Структура денежного сектора	402
Уровни денежной системы	
Процентные ставки	
2. Представление агрегатов	406
Баланс центрального банка	
Консолидированный баланс коммерческих банков	
Агрегированное представление	
Аналитические соотношения	
3. Прогнозирование обзора денежной сферы	418
Широкие деньги	
Чистые иностранные активы	
Чистые внутренние активы	
Баланс ЦБ	
4. Резюме	426
5. Контрольные задания	427
Вопросы на повторение	
Проблемы для обсуждения	
Задачи	
Глава 13. Программирование внешнего сектора	430
1. Структура и представление агрегатов	430
Структура внешнего сектора	
Сокращенный вариант	
Аналитические соотношения	
2. Прогнозирование текущего баланса	435
Экспорт	
Импорт	
Услуги, доходы и трансферты	
3. Прогнозирование движения капитала	440
Счет движения капитала	
Финансирующие статьи	
Внешняя задолженность	
4. Резюме	445
5. Контрольные задания	447
Вопросы на повторение	
Проблемы для обсуждения	
Задачи	
Заключение. Международная экономика на рубеже столетий	451
Ответы на контрольные задания	455
Глоссарий	457
Дополнительная литература	479
Указатель	481

Введение

ЭКОНОМИКА ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ

“Ну, говори, сестра!”
И вот сестра разводит,
Раскрыв, как Библию, пузатый “Капитал”,
О Марксе,
Энгельсе...

Ни при какой погоде
Я этих книг, конечно, не читал.

С. Есенин. “Возвращение на Родину”.

Перед вами вторая часть учебника, посвященная международной макроэкономике — части теории международной экономики, раскрывающей закономерности функционирования открытых национальных экономик и мирового хозяйства в целом в условиях глобализации финансовых рынков¹. Учитывая, что изолированные от внешнего мира национальные хозяйства, так же как и идеологизированные экономические догмы, — реликт прошлого, а преимущества активного участия в международной торговле и движении капитала более не требуют специального доказательства, международная макроэкономика превратилась сегодня в универсальную экономическую теорию, применимую с теми или иными модификациями для большинства стран мира. Понимание как директивного наследия прошлого, так и рыночной экономики настоящего значительно облегчило работу над этим учебником по международной экономике, который делает специальный акцент на проблемах стран,двигающихся от централизованной экономики к рыночной. Сколь ни привлекательны переводы западных учебников на

русский язык, они не учитывают, да и не могут учитывать реалии России, других стран бывшего СССР и Восточной Европы. Эта книга специально написана с учетом как этих реальностей, так и мирового опыта экономических реформ в целом.

Международная экономика как наука основана на теории рыночной экономики, развивает ее применительно к открытым национальным экономикам и выступает неотъемлемым связующим звеном между базовыми университетскими курсами макроэкономики и микроэкономики и прикладными бизнес-дисциплинами, такими как международный бизнес, маркетинг, менеджмент, бухгалтерский учет и пр. Единой и неоспоримой теории международной макроэкономики не существует. В учебнике избран прагматический подход, который предполагает изложение главных, порой противоположных, точек зрения на те или иные проблемы, каждая из которых устоялась в экономической литературе, доказана и проверена эмпирически и поэтому имеет право на самостоятельное существование. Главными критериями отбора материала служили его практическая значимость, максимальная приближенность к решению конкретных проблем — будь то прогнозирование валютного курса или макроэкономическое программирование — и полезность как для сотрудников экономических ведомств государственного ап-

¹ Первая часть вышла отдельной книгой: Алексей Киреев. Международная экономика. В 2-х ч. — Ч. I. Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства. Учебное пособие для вузов. — М.: Международные отношения, 1997. — 416 с.

парата и международных организаций, так и бизнесменов, работающих на международной арене. Поэтому не считайте автора ни приверженцем какой-либо одной экономической школы, ни интеллектуальным эклектиком — в книге вы найдете наиболее полезные элементы и классической, и кейнсианской, и монетаристской экономических теорий, и теории ожиданий, так же как и просто прикладные подходы к решению практических проблем. Дело читателя — также быть прагматиком, изучить все подходы, но выбрать те из них, которые ближе его пониманию проблем или просто лучше служат решению конкретных задач.

Первая часть учебника познакомила с международной микроэкономикой — движением товаров и факторов производства на мировом рынке. Вторая часть посвящена закономерностям функционирования международной макроэкономики в целом. В разделе I рассматриваются теория и практика функционирования открытой экономики. Он начинается с изучения базового механизма международной валютно-финансовой системы, обслуживающей международную экономику, включая понятия валютного курса и теории его образования. Затем детально рассматриваются платежный баланс, дающий наиболее полную количественную картину участия страны в международной экономике, а также международные финансовые рынки, которые во многом стали самостоятельным элементом международной экономики. Завершается раздел изложением теорий автоматической и целенаправленной макроэкономической корректировки открытой экономики, а также принципов ее мониторинга и регулирования. Раздел II представляет собой иллюстрацию того, как знания, полученные в процессе изучения международной микроэкономики и макроэкономики, могут быть применены для практических целей макроэкономического программирования. В нем показаны принципы построения программ развития, направленные на корректировку типичных для большинства стран макроэкономичес-

ких проблем — низких темпов роста, бюджетного дефицита, высокой инфляции, дефицита платежного баланса и т.п. Соответственно, после изложения существа прикладной модели макроэкономической корректировки и перечисления имеющихся для ее воплощения инструментов учебник концентрируется на принципах программирования каждого из четырех секторов — реального, бюджетного, денежного и внешнего.

Каждая глава второй части учебника имеет одинаковое внутреннее строение, аналогичное главам первой части. Она открывается списком ключевых терминов и понятий, которые предстоит усвоить, изучив данную главу. Затем следует изложение существа вопроса, включающее максимально точные определения основных понятий, их логическое и математическое объяснение, числовые и фактические примеры, биографические данные об ученых, внесших наибольший вклад в ту или иную конкретную область международной макроэкономики. Каждый параграф заканчивается краткими выводами. Выводы по всем параграфам сведены в резюме в конце главы, по которому можно быстро и легко освежить свою память перед экзаменом. Завершается каждая глава контрольными заданиями, которые состоят из трех групп: вопросы на повторение обеспечивают самопроверку и требуют простого запоминания основных понятий; проблемы для обсуждения нацелены на развитие мыслительного процесса, требуют дискуссии и не нуждаются в однозначном ответе; наконец, задачи предполагают точное математическое или логическое решение. Ответы на некоторые из них, так же как и глоссарий основных терминов и постраничный указатель, расположены в конце учебника.

Научный аппарат во второй части такой же, как и в первой. Он предполагает прочные знания основ макроэкономики и микроэкономики. Алгебраический и геометрический аппарат не выходит за пределы знаний, которые получает выпускник средней школы, правда хороший выпускник. Учитывая, что английс-

кий язык однозначно превратился в рабочий язык общения всех специалистов по экономике, и особенно по международной экономике, практически для всех терминов, содержащихся в учебнике, приводится английский эквивалент. Иногда “великий и могучий” русский язык оказывался бессильным перед новой экономической, и особенно финансовой, терминологией, которую рожают каждый день конвульсии мировых рынков. В этих случаях приходилось прибегать к описанию или прямому заимствованию. Определения основных понятий, которые надо помнить, отмечены значком @; вспомогательные понятия и составляющие части основных понятий отмечены значком •; наиболее важные формулы заключены в рамку; все таблицы, рисунки, формулы, примеры и биографические справки имеют двойную нумерацию, показывающую номер главы и их порядковый номер в этой главе. Все это несложно.

Сложна и неоднозначна сама международная экономика, если ею как наукой заниматься серьезно. Максим Горький как-то заметил: “Наука — слиток золота, приготовленный шарлатаном-алхимиком. Вы хотите упростить ее, сделать понятной всему народу, — значит: начеканить множество фальшивой монеты. Когда народу станет понятна истинная ценность этой монеты — не поблагода-

рит он нас”. Я не стремился упрощать сложности, не чеканил фальшивых монет. Некоторые вещи в этом учебнике потребуют серьезных затрат труда страждущих для полного овладения ими. Более того, одного этого текста явно недостаточно — в конце приведен список наилучших, с моей точки зрения, источников по международной экономике, практически все на английском языке, которые имелись на мировом рынке научной литературы на момент выхода этой книги. Но динамика международной экономики настолько велика, что довольно быстро устареют и они. Тогда единственный шанс не отстать от движения мысли, не превратиться в тугодума, оперирующего понятиями, которые были актуальны на момент окончания вами университета много лет назад, заключается в постоянном самообразовании, самосовершенствовании, быстром освоении всего нового, которого, несомненно, будет более чем достаточно. Грядущее столетие не примет чиновников, способных только на ограниченный круг технических операций, будь то в государственном министерстве или в частной фирме. Оно потребует творчества и динамизма, что означает постоянное совершенствование и обновление знаний. С книги, лежащей перед вами, можно только начать. Ею нельзя закончить.

Успехов!

Раздел I

ОТКРЫТАЯ ЭКОНОМИКА

Глава 1

МЕЖДУНАРОДНАЯ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

Кредит и заграничная торговля, биржа и банк, курс и фонды — вот заколдованный кружок, ограничившись которым ученый теряет всякую возможность понимать общественное положение, важнейшие национальные нужды, все живые факты и живые мысли.

Н. Чернышевский. "Политико-экономические письма к президенту Американских Соединенных Штатов Г.К. Кэре".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Валюта	Европейский валютно-экономический союз
резервная	Золотодевизный стандарт
иностранная	Золотой стандарт
конвертируемая	Конвертируемость
национальная	внешняя
свободно используемая	внутренняя
твердая	по капитальным операциям
Валютное замещение	по текущим операциям
Долларизация	товарная
Европейская валютная система	Международная валютная система

1. ВАЛЮТНЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ СИСТЕМЫ

Вынося столь категоричный приговор ученым, погруженным в изучение международной макроэкономики, великий русский писатель еще в середине прошлого века подметил две ее важнейшие характерные черты — связь с общественно-политической жизнью стран и высокую теоретическую сложность изучаемых ею проблем. За прошедшее с тех пор время сложность международной экономики удесятирилась и ее влияние на практически все остальные стороны жизни общества стало несоизмеримо глубже.

Валюта

Международная макроэкономика в большей степени, чем международная

микроэкономика, оторвана от производства и торговли конкретными товарами и услугами, а также от движения факторов производства. В основе ее функционирования лежит существующая международная валютно-финансовая система, которая опосредствует связи между отдельными субъектами в международной экономике.

@ *Международная валютно-финансовая система* (international monetary system) — закрепленная в международных соглашениях форма организации валютно-финансовых отношений, функционирующих самостоятельно или обслуживающих международное движение товаров и факторов производства.

Валютно-финансовая система является необходимым звеном, позволяющим развиваться международной торговле товарами, финансовыми инструментами и движению факторов производства. Она состоит из двух групп элементов. Валютными элементами системы являются национальные валюты, условия их взаимной конвертируемости и обращения, валютный паритет, валютный курс и национальные и международные механизмы его регулирования. Финансовыми элементами системы являются международные финансовые рынки и механизмы торговли конкретными финансовыми инструментами — валютой, ценными бумагами, кредитами. Самостоятельным элементом международной финансовой системы выступают международные расчеты, обслуживающие движение как товаров и факторов производства, так и финансовых инструментов. Механизмы международного финансирования являются ключевыми элементами макроэкономической корректировки, которую осуществляют страны в открытой экономике, и будут подробно рассмотрены в последующих главах. Поскольку валютные элементы валютно-финансовой системы порождают целый комплекс проблем, не связанных непосредственно с финансированием, валютную систему обычно рассматривают отдельно.

@ *Валюта* (currency) в широком смысле слова — любой товар, способный выполнять денежную функцию средства обмена на международной арене, в узком — наличная часть денежной массы, циркулирующая из рук в руки в форме денежных банкнот и монет.

Валюта разделяется в зависимости от ее принадлежности на:

- *национальную валюту* (national currency) — законное платежное средство на территории выпускающих ее стран (доллар в США, рубль в России, угия в Мавритании);

- *инострannую валюту* (foreign currency) — платежное средство других стран, законно или незаконно использу-

емое на территории данной страны (доллары в России, рубли на Украине, марки в Латвии).

Валюты стран мира могут быть разделены на различные группы на основе тех или иных признаков. Наиболее типичные из них следующие:

- *Резервная валюта* (reserve currency) — валюта(ы), в которой(ых) страны держат свои ликвидные международные резервные активы, используемые для покрытия отрицательного сальдо платежного баланса (пример 1.1).

- *Свободно используемая валюта* (freely usable currency) — валюта, которая широко используется для осуществления платежей по международным сделкам и активно продается и покупается на главных валютных рынках. Это более узкое понятие, характеризующее степень конвертируемости валюты. Разумеется, никаких твердых критериев того, насколько широко валюта используется в международных платежах и торгуется на валютных рынках, не существует. Поэтому в практических целях свободно используемыми считаются только пять валют — доллар США, японская иена, французский франк, английский фунт стерлингов и немецкая марка.

- *Твердая валюта* (hard currency) — валюта, которая характеризуется стабильным валютным курсом, движения которого следуют в основном фундаментальным макроэкономическим закономерностям. Нередко понятие твердой валюты используется как синоним конвертируемой валюты. Это правомерно, однако стабильность валютного курса — только одна из важных предпосылок конвертируемости валюты.

Конвертируемость

В международной экономике в широком смысле слова конвертируемость означает свободу обмена любых финансовых активов. Одним из наиболее распространенных проявлений конвертируемости является конвертируемость валюты.

Пример 1.1

Резервные валюты
(валютный состав международных резервов, %)

	1977 г.	1995 г.
Доллар США	80,3	56,5
Фунт стерлингов	1,8	3,4
Марка ФРГ	9,3	13,7
Французский франк	1,3	1,8
Швейцарский франк	2,3	0,9
Голландский гульден	0,9	0,4
Японская иена	2,5	7,1
Экю	0	6,5
Прочие валюты	1,6	9,7
Все страны	100,0	100,0

Перечень валют, которые можно относить к резервным, существенно не менялся на протяжении последней четверти века, хотя удельный вес отдельных валют изменился. Доллар, в котором все страны мира, вместе взятые, держали более 80% своих резервов в 1977 г., потерял свою роль доминирующей резервной валюты наряду с немецкой маркой. В 1995 г. только несколько больше половины резервов были деноминированы в долларах. Это было связано с тем, что значительно окрепли экономики Японии, Германии и других западноевропейских стран, чьи валюты потеснили доллар в международных расчетах.

@ *Конвертируемость валюты* (currency convertibility) — способность резидентов и нерезидентов свободно, без всяких ограничений, обменивать национальную валюту на иностранную и использовать иностранную валюту в сделках с реальными и финансовыми активами.

Различие между степенями конвертируемости валюты зависит от того, какие ограничения накладывает правительство на обмен валюты. С точки зрения типов международных операций, отражаемых обычно в платежном балансе по текущим операциям или по операциям с капиталом, валюта может быть конвертируемой по текущим операциям, по капитальным операциям или полностью конвертируемой.

• *Конвертируемость по текущим операциям* (current account convertibility) — отсутствие ограничений на платежи и трансферты по текущим международным операциям, связанным с торговлей товарами, услугами, межгосударственными переводами доходов и трансфертов. Такие ограничения могут иметь многочисленные конкретные формы. Например,

авансирование импортных платежей означает законодательно установленное требование к импортеру депонировать, обычно в национальной валюте, определенную часть предстоящего платежа по импортной сделке в национальном центральном или коммерческом банке до того, как контракт по этой сделке подписан. Это является условием получения импортером необходимой валюты из банка для оплаты импорта и увеличивает стоимость этой валюты по сравнению с ее прямой покупкой на свободном валютном рынке. Во многих странах ЦБ или правительство напрямую распределяют иностранную валюту между импортерами в форме либо индивидуальных квот для каждой отдельной фирмы, либо генеральных квот, определяющих максимальный объем иностранной валюты, который правительство готово выделить для оплаты импорта в текущем году, полугодии, месяце и т.п. Ограничениями на платежи по текущим операциям могут также считаться различные административные требования, например такие, как необходимость получения предварительного разрешения ЦБ на осуществление

платежа по импорту или на открытие импортного аккредитива. При платежах за услуги может также существовать еще более сложная система ограничений на международные платежи, которые также препятствуют конвертируемости национальной валюты по текущим операциям. Наиболее типичные среди них — ограничения на выплату командировочных в иностранной валюте, на переводы за рубеж зарплаты и дивидендов, на платежи процентов по внешнему долгу.

Все страны — члены Международного валютного фонда (МВФ), подписывая соглашение о вступлении в его ряды, обязуются в соответствии со статьей VIII соглашения (Устава) МВФ устроить все ограничения на международные платежи по текущим операциям. В зависимости от существующего режима валютного курса конвертируемость по текущим операциям бывает жесткой (*hard*), когда национальная валюта имеет фиксированный курс по отношению к иностранной валюте, и мягкой (*soft*), когда национальная валюта имеет плавающий курс по отношению к иностранной валюте. Несмотря на то что конвертируемость — финансовое понятие и относится прежде всего к международным платежам, она не может существовать без либеральной торговой системы. Если даже ограничения на платежи отсутствуют, то ограничения на международную торговлю могут сделать валюту неконвертируемой по текущим операциям. Если резидент не может свободно обменять национальную валюту на иностранную в силу того, что существует усложненная система лицензирования экспорта или импорта, количественные ограничения, запретибельные тарифы или требования обязательной продажи валюты, полученной от экспорта, центральному банку, то национальная валюта не может считаться конвертируемой по текущим операциям.

• *Конвертируемость по капитальным операциям* (*capital account convertibility*) — отсутствие ограничений на платежи и трансферты по международным операциям, связанным с движением капитала, таким как прямые и портфель-

ные инвестиции, кредиты и капитальные гранты. Наиболее типичные формы таких ограничений — ограничение объектов прямых иностранных инвестиций отдельными отраслями, требование об обязательной репатриации прибыли национальными компаниями, инвестирующими за рубежом, требование сдавать или продавать иностранную валюту, полученную из-за рубежа, запрет на покупку резидентами иностранных ценных бумаг, ограничения на предоставление кредитов иностранцам и пр. Конвертируемость по капитальным операциям не является требованием при вступлении страны в МВФ. Более того, ограничения по капитальным платежам считаются оправданными, особенно в странах с переходной экономикой, на период достижения необходимой макроэкономической стабилизации в целях препятствия нежелательному оттоку капитала, необходимого для финансирования реформ. Если страна использует в больших масштабах заемные ресурсы, то по согласованию с МВФ она может вводить ограничения на платежи по капитальным операциям, чтобы предотвратить утечку капитала. По мере устранения крупных макроэкономических дисбалансов переход к конвертируемости валюты по капитальным операциям становится все более желательным, особенно для тех стран, которые рассчитывают на существенный приток иностранного частного капитала.

• *Полная конвертируемость* (*full convertibility*) — отсутствие какого бы то ни было контроля и каких-либо ограничений и по текущим, и по капитальным операциям. Полная конвертируемость предполагает также отсутствие ограничений на экспорт или импорт товаров и услуг, которые могут повлиять на их цену. Незначительные процедурные элементы регулирования внешней торговли, не искажающие существенно мировые цены, считаются приемлемыми для того, чтобы признать валюту полностью конвертируемой (*пример 1.2*).

Переход к полной конвертируемости национальной валюты — длительный и

Пример 1.2

Из 182 стран — членов МВФ около 40 продолжают осуществлять контроль за платежами по текущим операциям (и, следовательно, их валюта не является конвертируемой по текущим операциям) и порядка 130 стран — по капитальным операциям (и, следовательно, их валюта не является конвертируемой по капитальным операциям). Кроме того, многие страны поддерживают многочисленные ограничения на экспорт и импорт товаров и услуг, что также лишает их валюты признака полной конвертируемости, даже если ограничения на все платежи сняты. Полностью конвертируемыми могут считаться валюты следующих стран: Антигуа и Барбуда, Австралия, Австрия, Бельгия и Люксембург, Бруней, Великобритания, Канада, Дания, Финляндия, Франция, Гамбия, Германия, Гонконг, Исландия, Индонезия, Иран, Италия, Кирибати, Кувейт, Маршалловы Острова, Микронезия, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Оман, Португалия, Катар, Саудовская Аравия, Сингапур, Испания, Швеция, Швейцария, Тринидад и Тобаго, ОАЭ, США. Из числа стран с переходной экономикой к этой группе относятся только валюты Латвии, Литвы и Эстонии.

На середину 1997 г. валюты 140 стран были конвертируемы по текущим операциям, в их числе валюты всех развитых стран. Первыми странами, осуществившими конвертируемость своих валют по текущим операциям в 1946 г., были США, Сальвадор, Мексика и Панама. Однако многие развитые страны, такие как Япония, Португалия и ЮАР, поддерживают ограничения на платежи по операциям с капиталом. В Западной Европе ограничения на движение капитала были устранены постепенно в течение 80-х гг. в рамках движения к Европейскому Союзу. Снятие ограничений на движение капитала не означает, что они не осуществляются на временной основе. Например, США в 1964—1973 гг. проводили политику “добровольных ограничений” на прямые инвестиции за рубеж, а в 1968—1970 гг. вводили резервные требования для банков по займам в евродолларах.

Из числа стран с переходной экономикой, за исключением стран Балтии, ни одна не имеет полностью конвертируемой валюты. Однако многие страны, приняв обязательства статьи VIII Устава МВФ, ввели конвертируемость своих валют по текущим операциям. По состоянию на середину 1997 г., в их числе Чехия, Грузия, Казахстан, Киргизия, Молдова, Польша, Россия, Словакия, Словения и Украина.

Переход от конвертируемости по текущим операциям к полной конвертируемости национальной валюты обычно занимает много времени. Например, Великобритания ввела конвертируемость по текущим операциям со второй попытки в 1961 г. (первая и неудачная была предпринята в 1947 г.), а по капитальным — только в 1979 г.; Австралия — соответственно в 1965 и в 1983 гг.; Германия — в 1961 и 1981 гг.

сложный процесс, предусматривающий обеспечение достаточной внутренней макроэкономической стабильности, устойчивости государственного бюджета, жесткой денежно-кредитной политики, низкой инфляции и безработицы, устойчивых темпов экономического роста. Конвертируемость валюты означает, что правительство готово в случае необходимости поддерживать платежеспособность государства с помощью методов макроэкономической корректировки — путем регулирования валютного курса, денежной массы, валютных резервов, жесткого надзора за состоянием банковской системы, нежели путем введения прямых ограничений и запретов на использование иностранной валюты. Опыт

развитых стран свидетельствует, что обычно переход к полной конвертируемости осуществляется в два этапа: на первом — страны обеспечивают конвертируемость по текущим операциям путем отмены ограничений на платежи по торговле товарами и услугами, устранения количественных ограничений во внешней торговле и снижения ставок импортного тарифа до весьма низкого уровня, унифицированных для большинства товарных групп; на втором, весьма длительном этапе введения конвертируемости по капитальным операциям страны постепенно устраняют ограничения по платежам, связанным с прямыми и портфельными инвестициями, полностью либерализуют как отток, так и приток ка-

питала, который начинает двигаться вне и внутри страны, подчиняясь только макроэкономическим закономерностям. Последний шаг, особенно в связи со спекулятивными атаками в 90-х гг. в Мексике и некоторых странах Азии, наиболее труден. Предпринимая его, власти должны быть абсолютно уверены, что любые спекулятивные переливы капитала — как его отток из страны, так и его внезапный прилив — могут быть надежно стерилизованы косвенными методами денежной политики, такими как операции на открытом рынке, и не будут оказывать разрушительного воздействия на экономику страны.

Мировой опыт показывает, что переход к конвертируемости по капитальным операциям, который обычно означает переход страны к полной конвертируемости национальной валюты, зависит от ситуации с платежным балансом. Страны, которые традиционно имели положительное сальдо платежного баланса (Япония, Германия), обычно до самого последнего момента перед либерализацией поддерживали контроль за притоком капитала, тогда как страны с отрицательным сальдо платежного баланса (Франция, Италия) осуществляли контроль за его оттоком. Поскольку потоки краткосрочного капитала считаются более дестабилизирующими для экономики, чем долгосрочного, практически все страны, осуществившие переход к конвертируемости по капитальным операциям, до последнего момента осуществляли контроль за потоками краткосрочного капитала, тогда как движение долгосрочного капитала уже в течение длительного времени осуществлялось без всяких ограничений.

С точки зрения отношения к валюте резидентов — всех физических и юридических лиц, находящихся в стране более года, — и нерезидентов, которые находятся в стране менее года или вообще располагаются за ее пределами, конвертируемость валюты разделяется на внутреннюю и внешнюю.

• *Внутренняя конвертируемость* (internal convertibility) — право резидентов

покупать, иметь и совершать операции внутри страны с активами в форме валюты и банковских депозитов, деноминированных в иностранной валюте. Тем самым внутренняя конвертируемость относится к сделкам между резидентами внутри своей страны и означает, например, право россиянина обменять рубли на доллары и заплатить долларами за покупку товара в российском магазине или положить их на валютный счет в российском банке. Внутренняя конвертируемость, по определению, охватывает как текущие, так и капитальные операции, но не подразумевает параллельного обращения нескольких валют. Все развитые страны имеют внутреннюю конвертируемость: иностранную валюту там могут принимать к платежам, если на то согласны продавец и покупатель. Однако практически везде продавцу технически легче и операционно дешевле осуществлять расчеты в национальной валюте, и он не соглашается принимать иностранную, вынуждая тем самым покупателя обменять ее сначала на национальную и только затем произвести платеж (*пример 1.3*).

• *Внешняя конвертируемость* (external convertibility) — право резидентов совершать операции с иностранной валютой с нерезидентами. В зависимости от того, о конвертируемости по каким операциям идет речь, понятие внешней конвертируемости практически полностью совпадает с конвертируемостью валюты по текущим или капитальным операциям.

В связи с проблемой конвертируемости используется еще и понятие товарной конвертируемости (commodity convertibility) — способность экономики генерировать достаточное количество товаров и услуг, чтобы удовлетворить спрос, предъявляемый резидентами и нерезидентами, осуществляющими платежи как в национальной, так и в иностранной валюте.

Параллельное обращение

Внутренняя конвертируемость национальной валюты не обязательно означа-

Пример 1.3

В США законным средством платежа является доллар. Какие-либо ограничения на осуществление расчетов между резидентами в иностранной валюте отсутствуют. Но все сделки с иностранной валютой должны регистрироваться в федеральных органах. Банки могут принимать депозиты в иностранной валюте. Однако подавляющий объем платежей за американские товары внутри США осуществляется в долларах, хотя теоретически они могли бы осуществляться в иенах или марках, если бы продавец был готов их принять как средство платежа. Аналогичная ситуация наблюдается в большинстве других развитых стран.

В развивающихся странах и странах с переходной экономикой практически всегда имеются ограничения на внутреннюю конвертируемость. В Кении, например, резиденты могут открывать счета в иностранной валюте в местных банках. Однако процент по валютным депозитам выплачивать запрещено, банк обязан поддерживать 100-процентное покрытие этих депозитов своими резервами, и использовать эти валютные депозиты можно только для деловых сделок, связанных с оплатой долгов.

В России внутренняя конвертируемость рубля также сильно ограничена. Физические и юридические лица могут открывать счета в иностранной валюте только в уполномоченных на то коммерческих банках. Условием открытия счета является регистрация его владельца в налоговых органах, хотя раскрыть источник доходов при этом не требуется. Продажа товаров и услуг резидентам за иностранную валюту возможна только с разрешения ЦБ, которое выдается весьма редко. Использовать валюту с валютных счетов можно только для оплаты импорта или покупки ценных бумаг, во всех остальных случаях она должна быть сначала конвертирована в рубли. Предприятиям запрещено получать наличную валюту со своих валютных счетов. На осуществление конвертации сумм свыше 10 тыс. долл. банки должны получать разрешение ЦБ. Однако в силу сложностей с принуждением к выполнению валютного законодательства, по оценкам, примерно 90% сделок с иностранной валютой совершаются нелегально.

На Украине легальная внутренняя конвертируемость отсутствует. Несмотря на то что резиденты на определенных условиях могут открывать валютные счета, использование иностранной валюты во внутренних операциях запрещено законодательно с 1995 г. В Казахстане, напротив, остатки с валютных счетов могут быть свободно использованы резидентами для любых платежей.

ет, но может привести к возникновению параллельного обращения двух или нескольких валют на внутреннем рынке страны. Параллельное обращение валют означает, что несмотря на то, что по закону единственным законным средством платежа является национальная валюта, эмитируемая государственным банком, валюты других стран, чаще всего американский доллар, широко используются как резидентами, так и нерезидентами во внутреннем денежном обороте. Параллельное обращение может возникнуть и без официально введенной внутренней валютной конвертируемости просто как результат нелегального использования иностранной валюты для расчетов и платежей. Главной причиной возникновения параллельного обращения является высокая инфляция, в результате которой

национальная денежная единица стремительно теряет свою покупательную способность и население стремится обезопасить свои сбережения и доходы путем превращения их в более стабильную иностранную валюту.

@ Параллельное обращение валют (currency co-circulation) — использование одной или нескольких иностранных валют в денежной системе государства наряду с национальной валютой, признаваемой законным платежным средством.

Параллельное обращение может иметь следующие конкретные формы:

- *Долларизация (dollarization)* — использование иностранной валюты в качестве средства обращения, единицы расчета и средства сбережения.

• *Валютное замещение* (currency substitution) — использование иностранной валюты только в качестве средства обращения.

На практике, однако, любое параллельное обращение нескольких валют называют либо долларизацией, либо валютным замещением, используя эти понятия как синонимы. Некоторые авторы считают, что долларизация — начальная стадия валютного замещения, когда масштабы использования иностранной валюты еще не приобрели достаточного размаха, чтобы можно было говорить о замещении национальной валюты иностранной в государственном денежном обращении.

Использование иностранной валюты во внутреннем денежном обращении обычно начинается как средства сбережения. Для того чтобы обезопасить свои сбережения в национальной валюте от обесценения, их конвертируют в иностранную. По мере того как инфляция развивается, цены на многие товары, особенно такие дорогие, как недвижимость и потребительские товары длительного пользования, становятся неудобно устанавливать в национальной валюте с большим количеством нулей. Цены начинают квотировать в долларах или, как это было в России, неких “условных единицах”, равных доллару. Тем самым иностранная валюта приобретает и функцию средства расчета. Наконец, люди, уставшие носить с собой кипы обесцененных бумаг, называемых национальной валютой, начинают оплачивать товары и услуги в иностранной валюте, в результате чего она становится и средством обращения.

Наличная иностранная валюта может поступать в страну по следующим основным каналам: ввозиться уполномоченными на то коммерческими банками, которые получают ее в зарубежных центральных банках путем снятия соответствующих сумм со своих депозитов в иностранной валюте в иностранных банках; привозиться туристами, экипажами самолетов и судов, командировочными; путем снятия наличной валюты с валют-

ных счетов компаний и организаций под видом выплаты командировочных, премий, бонусов и т.п.; оплаты наличной валютой контрабанды наркотиков, оружия и пр.; перевода наличной валюты из-за рубежа работающими там гражданами данной страны; перевода наличной валюты на личные счета в результате занижения стоимости экспорта, завышения стоимости импорта или использования отличного от официального валютного курса.

Точно измерить масштабы параллельного обращения иностранных валют в тех странах, где оно существует, практически очень сложно: параллельное обращение иностранной валюты не учитывается ни одной страной мира ни в рамках денежной статистики, ни в статистике движения капитала платежного баланса. Приблизительным показателем могут служить доля валютных депозитов в общем объеме широких денег (уровень долларизации), ввоз наличной валюты коммерческими банками и населением, расходы населения на покупку иностранной валюты. Предпринимались также попытки измерить изменения в размерах запасов наличной валюты, приходящихся на душу населения, в странах, чья валюта активнее всего вывозится за рубеж (прежде всего США). В некоторых странах проводились статистические обследования предприятий и домашних хозяйств на предмет выяснения их запасов наличной иностранной валюты, которые не дали желаемых результатов в силу нежелания респондентов раскрывать такие данные. Наконец, высказываются предложения о создании международной системы учета каждой конкретной денежной купюры. Теоретически это возможно, поскольку каждая из них имеет серийный номер, однако технически пока неосуществимо в силу того, что ни техники, ни законодательной процедуры по этому поводу не существует ни в одной из стран. Поэтому уровень долларизации используется только как один из показателей параллельного обращения, который нетрудно вычислить по банковской статистике. Для полноты картины

Пример 1.4

Параллельное обращение иностранной валюты, где она составляет 20% и более денежной массы, существует в более чем 30 странах. В той или иной степени иностранная валюта используется для внутренних платежей — легально или нелегально — практически во всех странах. Законным является параллельное обращение иностранной валюты наряду с национальной, если страны являются членами денежного союза: сингапурского доллара в Брунее, южноафриканского рэнда в Лесото и Свазиленде, бельгийского франка в Люксембурге, американского доллара в Панаме и Либерии. Параллельное обращение в существенных масштабах свойственно для ряда латиноамериканских стран (Аргентина, Боливия, Сальвадор, Перу, Уругвай), большинства стран Восточной Европы (Болгария, Чехия, Польша, Румыния), ближневосточных стран (Израиль, Ливан, Турция) и практически для всех стран бывшего СССР, включая Россию. В странах с переходной экономикой уровень долларизации составлял от 0 до 10% в начале реформ (за исключением Польши и бывшей Югославии), но достигал порядка 30—60% в 1992—1993 гг.

В России уровень долларизации увеличился с 15% в декабре 1991 г. до 45% в середине 1993 г. и продолжал оставаться на уровне 35—40% в 1994—1995 гг. Позже в силу высокой привлекательности рублевых вложений в депозиты и в ГКО он несколько снизился. Неразгаданным феноменом в России, безусловно связанным с проблемой доверия к власти, продолжает оставаться тот факт, что, несмотря на значительное превышение доходности по рублевым активам над доходностью по валютным активам в течение практически всего 1996 г. и первой половины 1997 г., население продолжало упорно приобретать иностранную валюту. На Украине активная долларизация началась в марте 1992 г., уровень которой достиг 20% к июню 1993 г., что стало следствием временного сокращения резервных требований для банков и требований к экспортерам продавать иностранную валюту украинским банкам. Вслед за кратким периодом унифицированного валютного курса последовал период множественности курсов и ужесточения требований о сдаче иностранной валюты, что стимулировало развитие черного рынка валюты и дальнейшую долларизацию экономики.

В странах, которые успешно реализовали стабилизационные программы, подавили инфляцию и сделали процент по активам в национальной валюте более привлекательным для инвесторов, уровень долларизации резко сократился, особенно в Эстонии, Литве, Латвии, Монголии и Польше.

должны делаться поправки на обращение и запасы наличной валюты, которые не учтены статистически (*пример 1.4*).

Параллельное обращение имеет свои плюсы и минусы. С одной стороны, разрешение операций с иностранной валютой в целом может способствовать облегчению социального бремени кризисного и переходного периода, когда невозможно вложить стремительно обесценивающуюся национальную валюту в другие активы по причине просто их отсутствия или недоступности для рядового гражданина по цене. Депонирование средств в долларах позволяет сохранить часть индивидуальных сбережений, которые в последующем могут использоваться для производительных инвестиций или финансировать текущее потребление. Либерализация операций с иностранной валютой внутри страны

также помогает привлечь иностранных инвесторов, которые оправданно опасаются риска обесценения валютного курса или внезапной девальвации и чувствуют себя более комфортно в операциях, деноминированных в долларах. Однако, с другой стороны, параллельное обращение приводит к тому, что государственный бюджет теряет пошлину, которая взимается за печатание национальных денег и чеканку монет (*seigniorage*) и достигает в некоторых странах 10% всех доходов бюджета. Более того, параллельное обращение, особенно в крупных масштабах, может подрвать денежную политику правительства, которое не имеет контроля над той частью денежной массы, которая деноминирована в иностранной валюте, и лишь в весьма ограниченном масштабе может регулировать ее размеры через резервные требования к

депозитам в иностранной валюте. На практике это означает, что в условиях долларизации экономики правительство может лишиться монетарных методов контроля за инфляцией, поскольку спрос на товары будет предъявляться не только за рубли, но и за доллары, объем которых неизвестен.

Меры по сокращению и устранению параллельного обращения основаны на политике макроэкономической стабилизации, которая в развитых странах попросту сделает невыгодным использование иной валюты, кроме национальной, во внутреннем денежном обращении. Все остальные способы на деле будут неминуемо носить половинчатый характер и ограничивать внутреннюю конвертируемость национальной валюты. В числе таких мер, которые использовались многими странами в период стабилизации, — ограничение или запрещение использования иностранной валюты для внутренних платежей, ограничение или запрещение открытия счетов в иностранной валюте, введение высоких резервных требований для банков по депозитам в иностранной валюте, поддержание высокой процентной ставки по активам, деноминированным в национальной валюте, что делает невыгодным держать их в иностранных валютах. Техническим способом повышения привлекательности национальной валюты по сравнению с долларом является выпуск денежных купюр высокой деноминации, что избавит потребителя от необходимости пересчитывать ворох денег при совершении простейших платежей. Опыт других стран свидетельствует, что в странах, где, как в России, преобладают расчеты наличными, необходимо иметь в обращении купюры, по стоимости равные половине минимальной зарплаты. Необходимо отметить, что любые прямые запрещения на использование иностранной валюты неминуемо ведут к развитию черного рынка иностранной валюты, который в силу его гибкости практически невозможно контролировать полицейскими средствами. Поэтому косвенные методы вытеснения ино-

странной валюты через повышение привлекательности депозитов и иных активов в национальной валюте являются предпочтительными.

Итак, международная валютно-финансовая система представляет собой закрепленную в международных соглашениях форму организации валютно-финансовых отношений, функционирующих самостоятельно или обслуживающих международное движение товаров и факторов производства. Валютными элементами системы являются национальные валюты, условия их взаимной конвертируемости и обращения, валютный паритет, валютный курс и национальные и международные механизмы его регулирования. Финансовыми элементами системы являются международные финансовые рынки и механизмы торговли конкретными финансовыми инструментами — валютой, ценными бумагами, дериватами, кредитами. Механизмы международного финансирования выступают ключевыми элементами макроэкономической корректировки. С точки зрения принадлежности валюта разделяется на национальную и иностранную. Среди всех валют, обращающихся в мире, можно выделить резервные, свободно используемые и твердые валюты. Важнейшей характеристикой валют является степень их конвертируемости — способности резидентов и нерезидентов свободно и без всяких ограничений обменивать национальную валюту на иностранную и использовать иностранную валюту в сделках с реальными и финансовыми активами. С точки зрения платежного баланса конвертируемость бывает по текущим операциям, капитальным операциям и полной, а с точки зрения резидентов — внутренней и внешней. Внутренняя конвертируемость может стать причиной возникновения параллельного обращения валют — использования одной или нескольких иностранных валют в денежной системе государства наряду с национальной валютой, признаваемой законным платежным средством, которое может принять форму валютного замещения или долларизации.

2. ЭВОЛЮЦИЯ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ

История валютных систем длинна и насыщена событиями. Классификация этих систем основывается на том, какой именно актив признается резервным, т.е. с помощью какого актива можно урегулировать дисбалансы в международных платежах. По этому признаку стандарты валютных систем разделяются на золотой, золотодевизный и девизный.

Золотой стандарт

Золотой стандарт в международной валютной системе существовал дважды — с 1880 до 1914 г. и с 1925 до 1931 г.

@ *Золотой стандарт* (gold standard) — международная валютная система, основанная на официальном закреплении странами золотого содержания в единице национальной валюты с обязательством центральных банков покупать и продавать национальную валюту в обмен на золото.

Поскольку золотое содержание каждой валюты было зафиксировано, валютные курсы также были фиксированными, что называлось монетным паритетом (mint parity). Валютные курсы могли колебаться вокруг монетного паритета в рамках золотых точек (gold points) на размер стоимости пересылки золота, эквивалента одной единице иностранной валюты, между двумя денежными центрами. В пределах золотых точек валютный курс определялся на основе спроса и предложения. В случае, если в результате обесценения валютный курс выходил за рамки золотых точек, начинался отток золота из страны, что возвращало курс на место. Размер оттока золота составлял отрицательное сальдо платежного баланса. Напротив, рост курса сдерживался притоком золота, который равнялся положительному сальдо платежного баланса страны. Фиксированная система валютных курсов при золотом

стандарте означала, что страны были не в состоянии контролировать свою денежную массу: при дефиците платежного баланса денежная масса сокращалась, что, исходя из количественной теории денег, вызывало падение цен, стимулируя экспорт и сокращая импорт до тех пор, пока баланс не восстанавливался. При положительном сальдо платежного баланса происходила обратная корректировка. Тем самым при золотом стандарте дефицит платежного баланса покрывался золотом. Однако, поскольку золотые резервы стран были ограничены, любые дисбалансы должны были исправляться быстро. На практике в период золотого стандарта дисбалансы международных расчетов покрывались не столько за счет перевозки золота, сколько за счет переливов краткосрочного капитала. Например, в Великобритании, испытывавшей дефицит платежного баланса в период золотого стандарта, денежная масса автоматически сжималась, в результате чего росли процентные ставки, которые привлекали краткосрочный капитал из-за рубежа, с помощью которого и финансировался дефицит (пример 1.5).

Первый этап золотого стандарта был периодом экономической стабильности и быстрого роста в ведущих странах мира. Он был основан на том, что политическая ситуация в мире была относительно стабильной, государственные бюджеты были относительно небольшими, экономические циклы большинства стран совпадали, основные страны проводили рестриктивную денежную политику, инфляция была низкой; мировая валютная стабильность зависела в основном от одной валюты — фунта стерлингов, а валютная политика определялась Лондоном — основным финансовым центром мира; механизм валютной корректировки, действовавший в основном на основе международных переливов краткосрочного капитала, работал без перебоев; наконец, в распоряжении всех стран мира было достаточно монетарно-

Пример 1.5

Период золотого стандарта в международной валютной системе был периодом фиксированных валютных курсов. С 1837 по 1934 г. золотое содержание доллара было официально зафиксировано путем установления официальной цены на золото на уровне 20,672 долл. за унцию. По этой цене правительство покупало доллары в обмен на золото в неограниченном количестве. Только в период гражданской войны в США правительство отменило официальный обмен доллара на золото, который был восстановлен по довоенному паритету в 1879 г. В то же время британское правительство установило официальную цену золота в размере 4,248 ф. ст. за унцию. Соотношение между ценой на золото, выраженной в долларах и фунтах, составляло валютный курс $\$20,672/£4,248=4,866\$$, т.е. за 1 фунт давали 4,866 долл. Это соотношение называлось монетным паритетом. Если валютный курс повышался сверх монетного паритета, становилось выгодно покупать золото в США, пересылать его в Англию, там продавать за фунты и обменивать на большее, чем прежде, количество долларов, получая тем самым прибыль. Учитывая стоимость транспортировки золота через Атлантику, которая равнялась примерно 0,02 долл. за унцию, вывозить золото из США становилось выгодно, если валютный курс поднимался выше 4,886\$. Аналогичным образом, если курс в США падал ниже 4,886\$, становилась выгодной обратная операция по ввозу золота из Англии. Поэтому курс примерно 4,89\$ назывался экспортной золотой точкой, тогда как курс примерно 4,85\$ — импортной золотой точкой. Таким образом, валютный курс хотя и был практически фиксированным, но мог все же немного колебаться вокруг монетного паритета.

В России свободная добыча и реализация золота, с уплатой соответствующих податей в казну, была разрешена с 1812 г., однако реально свободно продавать золото в обход государства было невозможно. Ренессанс золотого рынка наступил в 1897 г., когда министр финансов граф Витте провел денежную реформу, в основе которой было введение золотого стандарта: рубль был приравнен к 0,774234 г чистого золота. В 1901 г. было разрешено свободное обращение слиткового золота, что немедленно привлекло в золотодобычу иностранных инвесторов. К 1913 г. Россия добывала 61,8 т золота в год и занимала первое место в мире по его производству и экспорту. Золотой запас страны вырос в 1900—1915 гг. с 626 до 1338 т, рубль был надежно обеспечен золотом и конвертировался в него по паритету. С началом первой мировой войны, так же как и везде в мире, золотой стандарт был отменен. Пытались повторить финансовую реформу Витте в начале 20-х гг., правительство большевиков выпустило советский червонец. Обращение обеспеченных золотом денег продолжалось до апреля 1924 г., когда монеты были заменены казначейскими билетами в золотом исчислении, о котором, правда, довольно скоро забыли, поскольку в золото они не обращались.

го золота, необходимого для функционирования золотого стандарта.

В самом начале первой мировой войны золотой стандарт распался, валютные курсы стали сильно колебаться, что неминуемо сказывалось на экономической стабильности. В начале века значительно увеличилась экономическая мощь США и Франции, что подорвало конкурентные позиции Великобритании. Ее попытка восстановить довоенный золотой стандарт успехом не увенчалась: курс фунта оказался завышенным, что привело к росту дефицита платежного баланса. В то же время Франция стремилась превратить Париж в самостоятельный финансовый центр и, имея большое

положительное сальдо платежного баланса, в 1928 г. приняла закон, по которому все платежи ей должны были осуществляться в золоте, а не в фунтах или долларах, даже несмотря на то, что они свободно менялись на золото. Более того, Франция решила конвертировать все свои запасы фунтов в золото. Осознавая, что в ее распоряжении нет достаточного количества золота, чтобы удовлетворить это требование Франции, Великобритания в сентябре 1931 г. была вынуждена отменить конвертируемость фунта в золото. Нельзя забывать, что все это происходило на фоне большой депрессии конца 1920-х гг., валютных курсов, установленных без учета фундамен-

тальных экономических закономерностей и ожесточенной конкуренции между Лондоном, Парижем и Нью-Йорком за право считаться мировым финансовым центром.

Середина и конец 30-х гг. были хаотичными. Пытаясь первыми вырваться из депрессии, страны начали наперегонки девальвировать свои валюты. США дошли до того, что в 1933 — 1934 гг. вопреки простейшей экономической логике девальвировали доллар путем увеличения долларовой стоимости унции золота с 20,65 до 35 долл. даже тогда, когда они имели положительное сальдо платежного баланса, для того чтобы максимально форсировать экспорт и создать тем самым рабочие места в экспортных отраслях и хоть как-то рассосать безработицу. Но из-за того, что все страны девальвировали свои валюты, к 1936 г. курсы оказались примерно такими же, как и в 1930 г., т.е. ни одна из стран не получила преимущества. Кроме того, защищаясь от иностранной конкуренции, страны начали поднимать импортные тарифы, вводить количественные ограничения, в результате чего международная торговля сократилась наполовину. Понимая, что безумному колебанию валютных курсов надо положить конец, в 1930-е гг. ведущие страны мира несколько раз собирались на международные конференции, чтобы согласовать параметры реформы международной валютной системы, но ни одна из них не закончилась сколько-нибудь существенными результатами.

Золотодевизный стандарт

В разгар второй мировой войны, подорвавшей экономику большинства стран мира, возникла острая необходимость в разумной мировой валютной системе в послевоенный период, а также в создании организации, которая могла бы ею управлять. У истоков этой организации стояли США и Англия (*пример 1.6*).

Целями МВФ, которые оставались практически неизменными со дня его основания, являются:

- содействие международному сотрудничеству путем создания постоянного форума для консультаций по международным валютным проблемам;

- содействие сбалансированному росту международной торговли, что будет способствовать росту производства и занятости;

- содействие стабильности валютных курсов, платежных соглашений и избежание конкурентной девальвации валют;

- содействие в организации многосторонней платежной системы по текущим операциям и устранению валютных ограничений;

- предоставление временного финансирования странам для урегулирования платежных дисбалансов, чтобы они могли избежать использования в этих целях средств, которые могут быть разрушительными для международной экономики;

- сокращение периода и размеров платежных дисбалансов стран-членов.

Несмотря на то что поначалу МВФ рассматривался самими его создателями как экспериментальная организация, очень быстро стало понятно, что на его базе в международной экономике возник новый кодекс поведения стран, согласившихся придерживаться согласованных правил в валютно-финансовой сфере во имя достижения общих целей стабильности, роста и социального благополучия. Страны-члены предоставили МВФ право руководить достижением поставленных целей и снабдили его достаточными финансовыми ресурсами, необходимыми для исправления временно возникающих платежных дисбалансов.

Главными элементами Бреттон-Вудской валютной системы были следующие:

- введение унифицированной системы валютных курсов в соответствии с установленным паритетом — официально зафиксированным курсом валюты к золоту, другой валюте или валютному композиту;

- установление паритета валют к золоту либо напрямую, либо косвенно через золотое содержание доллара США, зафиксированное на 1 июля 1944 г. в размере 0,88571 г чистого золота за 1 долл., или 35 долл. за унцию;

Пример 1.6

После длительной подготовительной работы Конференция ООН по валютным и финансовым вопросам состоялась 1—22 июля 1944 г. в гостинице, названной по имени горного пика, находящегося неподалеку, в курортном местечке Бреттон-Вудс в американском штате Нью-Хэмпшир. Место было выбрано по настоянию тогдашнего министра финансов США Х. Моргантау и одного из сенаторов от штата Нью-Хэмпшир, предложившего Бреттон-Вудс. Всего в конференции участвовало 730 представителей из 44 стран. Все страны, участвовавшие в конференции, включая СССР, подписали заключительный акт 22 июля, из них 29 стран впоследствии подписали и Статьи соглашения МВФ, который формально начал действовать 27 декабря 1945 г., а финансовые операции — 1 марта 1947 г. Одновременно был создан и Мировой банк. СССР отказался подписать этот документ и надолго исключил себя из международной валютной системы.

Во главе делегации США стоял сотрудник министерства финансов Г. Уайт, британской делегации — Дж. Кейнс. Планы делегаций существенно различались. Кейнс предложил создать международный расчетный союз и международную расчетную единицу, которую он называл “банкор”, курс которого был бы привязан к золоту. Его предполагалось использовать для многосторонних расчетов между членами расчетного союза. Страны, испытывавшие трудности с внешними платежами, могли бы получить от расчетного союза банкоры в размерах установленной для них кредитной квоты и заплатить ими по своей внешней задолженности. Количество банкоров, которыми могла располагать страна, чей платежный баланс имеет положительное сальдо, не ограничено. Хотя за предоставление банкоров страны получали бы процент от расчетного союза, а страны, получающие их, платили бы процент расчетному союзу, США опасались, что может возникнуть ситуация, особенно в послевоенные годы, когда они весьма скоро остались бы единственной страной, фактически оплачивающей счета всех остальных. Американская делегация предложила свой план, подготовленный высокопоставленным сотрудником министерства финансов Г. Уайтом. В его основе лежала идея того, что все страны должны предоставить валюту и золото в резервный фонд, который будет использоваться для предоставления временной помощи странам, испытывающим трудности с платежным балансом. Главная задача такого фонда — обеспечение стабильности валютных курсов и стимулирование многосторонней торговли. Изначально страны, участвовавшие в Бреттон-Вудской конференции, согласились с планом Уайта и образовали МВФ, но позже МВФ эволюционировал, приобретя некоторые черты плана Кейнса, особенно после создания СДР, которая имела многие характеристики банкора.

- обеспечение конвертируемости двух резервных валют (доллара США и фунта стерлингов) в золото по официальному курсу;

- поддержание рыночного валютного курса всех валют в пределах 1% отклонения в любую сторону от паритета;

- получение согласия МВФ на любое изменение курса, превышающее 10% отклонения от паритета.

По своему характеру Бреттон-Вудская валютная система была золотодевизной системой фиксированных валютных курсов. Смысл ее заключался в том, что США должны были по первому требованию обменивать доллары на золото в любых масштабах и без каких бы то ни было ограничений. Остальные страны

должны были зафиксировать курсы своих валют к доллару и поддерживать этот курс в пределах 1% колебаний по отношению к паритету.

@ *Золотодевизный стандарт* (gold-exchange standard) — международная валютная система, основанная на официально установленных фиксированных паритетах валют к доллару США, который, в свою очередь, был конвертируемым в золото по фиксированному курсу.

В 50—60-е гг. система фиксированных валютных курсов работала успешно: если в 1946 г. 13 из 40 членов МВФ использовали множественность валютных курсов, то к концу 1962 г. только 15 из

82 стран-членов имели систему множественных валютных курсов. Однако к середине 60-х гг. система фиксированных курсов стала все меньше отвечать потребностям развивающейся международной экономики. Конкурентные позиции отдельных стран изменились, уровень инфляции в отдельных странах стал отличаться из-за различий во внутренней денежно-кредитной политике, в странах с резервной валютой возникли большие дефициты платежного баланса, многие страны отказывались своевременно пересматривать валютные курсы. В марте 1968 г. главные промышленные страны разделили официальный и частный рынки золота, а в августе 1971 г. США официально прекратили конвертировать доллары в золото по официальному курсу. Стремясь спасти систему фиксированных валютных курсов, в декабре того же года членам МВФ удалось договориться о расширении пределов колебаний курсов в пределах 2,25% в каждую сторону от паритета. Эта договоренность продержалась около года, но затем также была отменена. Бреттон-Вудская валютная система фиксированных валютных курсов рухнула¹.

Современная валютная система

Еще в 1972 г., когда стало ясно, что система фиксированных паритетов больше не отвечает интересам подавляющего большинства стран, был создан Комитет по реформе международной валютной системы в составе 20 стран (так называемый Комитет двадцати), позже преобразованный во Временный комитет Совета управляющих МВФ, в задачу которого входило сформулировать принципы новой валютной системы, которая отвечала бы потребностям стран в последней четверти XX века. В январе 1978 г. Временный комитет провел заседание на Ямайке, на котором были сфор-

мулированы основные принципы новой валютно-финансовой системы, закрепленные в 1978 г. во второй поправке к Статьям соглашения МВФ.

На этих принципах основана международная валютно-финансовая система и сегодня. Ее главные черты следующие:

- Страны могут использовать любую систему валютного курса по своему выбору — фиксированного или плавающего, установленного в одностороннем порядке или на основе многосторонних соглашений.

- МВФ получил полномочия осуществлять жесткий надзор за развитием валютных курсов и соглашениями об их установлении.

- Отменена официальная цена золота, и оно перестало играть роль официального средства платежа между МВФ и его членами.

- Созданы специальные права заимствования (СДР) как дополнительный резервный актив в международной валютной системе.

Современная валютная система, которая будет в деталях рассмотрена в последующих главах, не подчиняется каким-либо жестким правилам функционирования. По своему характеру это девиантная система с комбинацией фиксированных и плавающих валютных курсов, регулируемая как на двусторонней основе путем соглашений между странами, так и на многосторонней — через механизмы МВФ.

Итак, классификация валютных систем основывается на том, какой именно актив признается резервным, т.е. с помощью какого актива можно урегулировать дисбалансы в международных платежах. Такими активами на протяжении разных периодов истории были золото; доллар, обратимый в золото по фиксированному курсу; любые валюты, принимаемые к международным платежам, но прежде всего свободно используемые валюты. Золотой стандарт основывался на официальном закреплении странами золотого содержания в единице национальной валюты с обязательством центральных банков покупать и продавать нацио-

¹ Подробнее о причинах краха Бреттон-Вудской системы см. *Международные валютно-кредитные и финансовые отношения*. — М.: Финансы и статистика, 1994.

нальную валюту в обмен на золото. Золотодевизный стандарт основывался на официально установленных фиксированных паритетах валют к доллару США, который, в свою очередь, был конвертируемым в золото по фиксированному курсу. Главные черты девизного стандарта заключаются в том, что страны могут использовать любую систему валютного курса по своему выбору — фиксированного или плавающего, установленных в

одностороннем порядке или на основе многосторонних соглашений; МВФ имеет полномочия осуществлять жесткий надзор за развитием валютных курсов и соглашениями об их установлении; отменена официальная цена золота и ликвидирована его роль как официального средства платежа между МВФ и его членами; как дополнительный резервный актив созданы специальные права заимствования (СДР).

3. ЕВРОПЕЙСКАЯ ВАЛютНАЯ СИСТЕМА

Эта специфическая валютная система существует в Европе. Она эволюционировала от координации валютной политики стран ЕС через создание общей расчетной единицы — эю — и совместное установление валютных курсов к единой денежной политике и единой европейской валюте евро. Процесс еще не завершен, но за ним будущее.

Механизм валютных курсов

В рамках движения к большей экономической интеграции в марте 1979 г. ЕС объявил о формировании европейской валютной системы.

@ *Европейская валютная система* (European Monetary System) — созданная странами — членами ЕС зона скоординированного плавления по отношению к доллару курсов национальных валют с целью обеспечения их большей стабильности.

Основными параметрами ЕВС являются:

- Ограничение колебаний курсов валют в пределах 2,25% в каждую сторону от согласованного центрального курса каждой валюты к эю. Великобритания на протяжении ряда лет не принимала участия в системе установления валютных курсов в рамках ЕВС и присоединилась к ней только в октябре 1990 г. с ус-

ловием, что фунт может колебаться в пределах 6% от центрального курса. На аналогичных условиях входила в ЕВС и испанская песета. После выхода Великобритании и Италии из ЕВС в августе 1993 г. пределы колебаний всех валют были расширены до 15%.

- Создание европейской валютной единицы — эю (European Currency Unit — ECU) — расчетной единицы, курс которой определяется как взвешенное среднее курсов стран — членов ЕС. Кредиты, получаемые странами в рамках единой сельскохозяйственной политики, так же как и в рамках других программ, бюджет ЕС и долги между странами ЕС деноминировались в эю.

- Образование Европейского фонда валютного сотрудничества (European Monetary Cooperation Fund) — созданный за счет взносов международный фонд для предоставления временной финансовой поддержки стран-членам для финансирования дефицита платежного баланса и для осуществления расчетов по валютным интервенциям стран-членов в целях поддержки валютных курсов. Капитал фонда состоял из взносов членов согласно установленным квотам для каждого из них и состоял на 20% из золота, оцененного по рыночной стоимости, и на 80% из долларов. Взаем его члены получили эю, которая превратилась в одну из важнейших резервных валют мира.

Механизм регулирования валютных курсов в рамках ЕВС назывался “змеей

в туннеле” в силу того, что курсы могли плавать только в ограниченных пределах. Если отклонение курса от центрального паритета достигало 75% установленного соглашения размера, страна должна была принять ряд мер по недопущению выхода курса ее валюты за установленные пределы. Чаще всего эти меры выражались в валютных интервенциях ЦБ с целью продажи национальной валюты, если курс ее повышался, и скупки национальной валюты, если курс ее нежелательно падал. При этом интервенции должны были проводиться симметрично как ЦБ страны, курс валюты которой укрепляется, так и ЦБ той страны, курс валюты которой падает по отношению к валюте первой страны. Например, если размер обесценения французского франка достигает предела 75% от 2,25% возможного колебания от центрального курса по отношению к немецкой марке, французский ЦБ должен начать продавать свои резервы марок, а немецкий ЦБ должен одолжить ему недостающее количество марок. Расчеты осуществлялись через Европейский фонд валютного сотрудничества, действующий совместно с Банком международных расчетов. За время существования ЕВС произошло 15 крупных интервенций ЦБ с целью поддержания валютных курсов в рамках установленных параметров.

Европейский валютный союз

В июне 1989 г. комиссия под председательством тогдашнего председателя Комиссии европейских сообществ Жака Делора рекомендовала переход к валютному и экономическому союзу стран — членов ЕС. Этот переход должен состояться в три этапа. На первом, начавшемся в июле 1990 г., произошла полная ликвидация ограничений на движение капитала между странами ЕС и началось постепенное сближение ключевых макроэкономических показателей их экономик. На втором этапе, который начался на основе соглашения о Европейском Союзе (Маастрихтское соглашение),

вступившего в силу в ноябре 1993 г., страны-члены пошли по пути дальнейшего углубления валютной интеграции на основе соглашения о конвергенции национальных экономик и создания механизма многостороннего наблюдения за этим процессом. Переход к третьей стадии в ключевой степени зависит от успехов конвергенции экономик на второй стадии и начнется на позднее 1999 г. Во время третьей стадии предполагается введение общей европейской валюты и образование Европейского центрального банка.

@ *Европейский валютно-экономический союз* (European Economic and Monetary Union) — стадия развития валютно-финансовой интеграции стран ЕС, предусматривающая переход к единой денежной политике, создание единого центрального банка и введение единой валюты.

Ключевой в движении к полному валютному союзу является вторая стадия, которая длится с 1993 по 1999 г. Основными политическими решениями, принятыми в это время, являются:

- Введение требований конвергенции (convergence requirements) — жестких показателей сближения хозяйств в области государственных финансов, долгосрочных процентных ставок и валютных курсов, достижение которых сделает возможным переход к третьему этапу валютного союза. Чтобы претендовать на участие в валютном союзе, страна, согласно Маастрихтскому соглашению, должна отвечать следующим требованиям: ее бюджетный дефицит не должен превышать 3% ВВП, а валовой правительственный долг — 60% ВВП; инфляция потребительских цен не должна превышать инфляцию в трех странах-членах с наиболее низкой инфляцией более чем на 1,5 процентных пункта; процентные ставки по долгосрочным долговым ценным бумагам правительства не должны превышать более чем на 2 процентных пункта такие ставки в трех странах-членах с наиболее низкой инфляцией; страна должна придерживаться пределов ко-

лебаний курсов валют, установленных для ЕВС в течение двух лет перед присоединением к валютному союзу, и не подвергать свою валюту девальвации по собственной инициативе. Практически по каждому из этих пунктов в соглашении имеется оговорка, что показатель, характеризующий конвергенцию, должен быть стабилен на протяжении некоторого периода времени, любые отклонения от него должны носить временный характер и тенденции. Если же страна не в состоянии обеспечить количественное достижение установленных требований, то она должна показать тенденцию, которая свидетельствовала бы, что данный показатель будет достигнут в течение разумного периода времени. Разумеется, такие формулировки оставили достаточное поле для интерпретации, что потребовало создания в ЕС соответствующего механизма.

- Создание Европейского валютного института — ЕВИ (European Monetary Institute — ЕМІ) — организации стран ЕС, ответственной за осуществление ко-

ординации валютной политики между ними, подготовку создания Европейского центрального банка и разработку единой валютной политики.

- Создание механизма надзора за экономической политикой. Надзор осуществляют Совет ЕС и ЕВИ, действующие на основе решений Совета ЕС, по следующим основным направлениям: ежегодный анализ ее критериев конвергенции на предмет соответствия текущим реалиям; ежегодный анализ бюджетной ситуации стран-членов на предмет ее соответствия критериям конвергенции и предоставление конфиденциальных рекомендаций для обеспечения скорейшего их достижения; разработка совместно со странами программ конвергенции, их периодический анализ и пересмотр по мере надобности; осуществление принятой в 1994 г. Европейской стратегии в области занятости; текущее функционирование ЕВС (*пример 1.7*).

Решение о переходе к валютному союзу отражает политическое стремление стран ЕС укрепить многосторонние свя-

Пример 1.7

По оценкам КЕС, создание единой валюты устранило бы расходы по обмену одной валюты на другую и позволило бы сэкономить порядка 18—26 млрд. долл. в год только на транзакционных издержках. Устранение валютного риска позволило бы привлечь новые инвестиции, повысило бы темпы роста реальной экономики примерно на 1% и укрепило экономику стран ЕС перед лицом потенциально возможных внешних шоков. По состоянию на середину 1997 г., четыре страны — Греция, Италия, Испания и Португалия — не выполнили требований по уровню инфляции. В то же время только три страны — Германия, Ирландия и Люксембург — удовлетворяли критериям в области бюджетной политики. Критерий колебаний валют на 15% вокруг центрального курса в целом выполнялся оставшимися членами ЕВС, но специалисты ЕВИ предупреждали о возможности спекулятивных атак на отдельные, относительно слабые, валюты, которые могут привести к выходу колебаний их курсов из установленного диапазона. В силу сложностей с обеспечением точного выполнения критериев конвергенции было решено, что отдельные страны будут присоединяться к валютному союзу по мере их достижения. В то же время 1 января 1999 г. был определен не как день введения единой европейской валюты (евро), а как день “начала третьего этапа по переходу к единой валюте”. Как только первые страны вступят в валютный союз, функции их центральных банков должны быть немедленно переданы Европейской системе ЦБ, в центре которой будет стоять Европейский центральный банк. Европейский ЦБ должен быть создан немедленно после принятия решения о переходе к третьему этапу валютного союза. Страны, в нем участвующие, должны немедленно прекратить проводить какую бы то ни было независимую денежную политику и передать эти функции ЕЦБ.

По мере продвижения к валютному союзу страны достигли серьезного прогресса в достижении Маастрихтских критериев, которые стали стимулом решения внутренних проблем. Средний уровень бюджетного дефицита снизился с 6,5% ВВП в 1993 г. до 4,4% в 1996 г.

зи во имя достижения большей экономической, финансовой и валютной стабильности, что должно привести к стабилизации цен. Единая денежная политика, осуществляемая Европейским ЦБ, призвана сократить инфляцию, снизить реальные процентные ставки, особенно в тех странах, где премия за риск была особенно высокой, что позволит стимулировать экономический рост. Введение единой валюты позволит углубить финансовые рынки, упростить расчеты, сократить транзакционные издержки.

Введение единой валюты

Кульминационным этапом развития валютного союза должны стать ликвидация ЕВС и переход к единой валюте — евро (euro). Этот переход предполагается осуществить в три этапа, первый из которых начнется не позже 1999 г.

• Первый этап продлится с момента определения участников валютного союза до взаимной фиксации их валютных курсов. Во второй половине 1998 г. страны ЕС должны установить, какие из них полностью выполнили условия Маастрихтских соглашений и могут участвовать в валютном союзе. Как только список стран будет определен, ЕВС и все ее механизмы, включая эю, упраздняются, полномочия денежной политики передаются Европейской системе центральных банков (ЕСЦБ), в которой Европейский ЦБ (ЕЦБ) будет играть основную роль. ЕСЦБ начнет проводить полностью координированную денежную политику, что позволит определить точный уровень валютных курсов, который должен быть зафиксирован между странами к концу этого периода. Тем самым курсы валют стран, участвующих в валютной системе, перестанут колебаться относительно друг друга. Евро будет использоваться только как безналичная валюта, и все интервенции с целью поддержания курсов будут проводиться в евро.

• Второй этап продлится с момента фиксации валютных курсов до изъятия

из обращения национальных валют. На этом этапе безналичный евро будет обращаться наряду с наличными национальными валютами, хотя все операции ЕСЦБ будут осуществляться только в евро.

• Третий этап, который начнется не позднее 1 января 2002 г., ознаменуется выпуском в наличное обращение евро в виде банкнот и монет. Замена эю на евро произойдет по курсу 1:1; следовательно, курс евро к остальным валютам участвующих стран будет соответствовать их курсу к эю.

Итак, европейская валютная система представляет собой созданную странами — членами ЕС зону скоординированного плавления по отношению к доллару курсов национальных валют с целью обеспечения их большей стабильности. Основными параметрами ЕВС являются: ограничения колебаний курсов валют в каждую сторону от согласованного центрального курса каждой валюты к эю. Великобритания на протяжении ряда лет не принимала участия в системе. Европейская валютная единица эю — расчетная единица, курс которой определяется как среднее взвешенное курсов стран — членов ЕС. Ее возникновение произошло за счет взносов членов Европейского фонда валютного сотрудничества для предоставления временной финансовой поддержки странам-членам в целях финансирования дефицита платежного баланса. На основе Маастрихтского соглашения к 1999 г. страны ЕС должны создать Европейский валютно-экономический союз, фактически перейти на новую стадию развития валютно-финансовой интеграции стран ЕС, предусматривающую переход к единой денежной политике, создание единого центрального банка и введение единой валюты. Переход будет осуществляться постепенно в рамках выполнения установленных требований конвергенции ключевых макроэкономических показателей, под руководством Европейского валютного института и под надзором со стороны Совета ЕС.

4. РЕЗЮМЕ

1. Международная валютно-финансовая система представляет собой закрепленную в международных соглашениях форму организации валютно-финансовых отношений, функционирующих самостоятельно или обслуживающих международное движение товаров и факторов производства. Валютными элементами системы являются национальные валюты, условия их взаимной конвертируемости и обращения, валютный паритет, валютный курс и национальные и международные механизмы его регулирования. Финансовыми элементами системы являются международные финансовые рынки и механизмы торговли конкретными финансовыми инструментами — валютой, ценными бумагами, кредитами. Механизмы международного финансирования выступают ключевыми элементами макроэкономической корректировки. С точки зрения принадлежности валюта разделяется на национальную и иностранную. Среди всех валют, обращающихся в мире, можно выделить резервные, свободно используемые и твердые валюты. Важнейшей характеристикой валют является степень их конвертируемости — способности резидентов и нерезидентов свободно и без всяких ограничений обменивать национальную валюту на иностранную и использовать иностранную валюту в сделках с реальными и финансовыми активами. С точки зрения платежного баланса конвертируемость бывает по текущим операциям, капитальным операциям и полной, а с точки зрения резидентов — внутренней и внешней. Внутренняя конвертируемость может стать причиной возникновения параллельного обращения валют — использование одной или нескольких иностранных валют в денежной системе государства наряду с национальной валютой, признаваемой законным платежным средством, которое может принять форму валютного замещения или долларизации.

2. Классификация валютных систем основывается на том, какой именно ак-

тив признается резервным, т.е. с помощью какого актива можно урегулировать дисбалансы в международных платежах. Такими активами на протяжении разных периодов истории были только золото; только доллар, обратимый в золото по фиксированному курсу; любые валюты, принимаемые к международным платежам, но прежде всего свободно используемые валюты. Золотой стандарт основывался на официальном закреплении странами золотого содержания в единице национальной валюты с обязательством центральных банков покупать и продавать национальную валюту в обмен на золото. Золотодевизный стандарт основывался на официально установленных фиксированных паритетах валют к доллару США, который, в свою очередь, был конвертируемым в золото по фиксированному курсу. Главные черты девизного стандарта заключаются в том, что страны могут использовать любую систему валютного курса по своему выбору — фиксированного или плавающего, установленных в одностороннем порядке или на основе многосторонних соглашений; МВФ имеет полномочия осуществлять жесткий надзор за развитием валютных курсов и соглашениями об их установлении; отменена официальная цена золота и ликвидирована его роль как официального средства платежа между МВФ и его членами; как дополнительный резервный актив созданы специальные права заимствования (СДР).

3. Европейская валютная система представляет собой созданную странами — членами ЕС зону скоординированного плавания по отношению к доллару курсов национальных валют с целью обеспечения их большей стабильности. Ее основными параметрами являются ограничения колебаний курсов валют в каждую сторону от согласованного центрального курса каждой валюты к экю. Великобритания на протяжении ряда лет не принимала участия в системе. Европейская валютная единица (экю) — расчетная единица, курс которой определя-

ется как среднее взвешенное курсов стран — членов ЕС. Ее возникновение произошло за счет взносов членов Европейского фонда валютного сотрудничества для предоставления временной финансовой поддержки странам-членам в целях финансирования дефицита платежного баланса. На основе Маастрихтского соглашения к 1999 г. страны ЕС должны создать Европейский валютно-экономический союз, фактически перейти на но-

вую стадию развития валютно-финансовой интеграции стран ЕС, предусматривающую переход к единой денежной политике, создание единого центрального банка и введение единой валюты. Переход осуществляется постепенно в рамках выполнения установленных требований конвергенции ключевых макроэкономических показателей, под руководством Европейского валютного института и под надзором со стороны Совета ЕС.

5. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Что такое международная валютно-финансовая система и каковы ее ключевые элементы?

2. Дайте определение понятию валюты и ее разновидностей с точки зрения ее принадлежности.

3. Что делает валюту резервной и в каких основных валютах страны держат свои валютные резервы?

4. Какие валюты считаются свободно используемыми и в чем заключаются основные предпосылки для широкого использования валют в международных платежах?

5. В чем сходство и различие твердых и конвертируемых валют?

6. В чем заключается конвертируемость по текущим операциям и сколько стран имеют валюту, конвертируемую по этим операциям?

7. Достаточна ли для полной конвертируемости валюты ее конвертируемость по текущим и капитальным операциям?

8. Каковы макроэкономические предпосылки перехода к конвертируемости национальной валюты?

9. Чем отличается внутренняя и внешняя конвертируемость?

10. В чем причины возникновения параллельного обращения валют и в чем его макроэкономическая сущность?

11. Объясните сходство и различие между понятиями долларизации и валютного замещения.

12. В чем заключаются положительные и отрицательные стороны параллельного обращения?

13. Дайте определение золотого стандарта и коротко опишите его историю.

14. Чем золотодевизный стандарт отличается от золотого?

15. Каковы были ключевые элементы Бреттон-Вудской валютной системы?

16. Дайте характеристику современной валютной системы и ее основных элементов.

17. В чем заключается сущность европейской валютной системы и каковы ее основные параметры?

18. Охарактеризуйте механизм регулирования валютных курсов в рамках ЕВС.

19. Каковы этапы движения стран ЕС к валютно-экономическому союзу?

20. В чем заключаются требования конвергенции основных макроэкономических показателей и каковы эти показатели?

21. В чем заключаются функции Европейского валютного института в рамках перехода к валютно-экономическому союзу?

22. Как осуществляется надзор за выполнением критериев конвергенции?

23. Каковы предполагаемые этапы введения единой западноевропейской валюты? Какие институты для этого будут созданы?

24. В чем заключаются потенциаль-

ные выгоды для участвующих стран от введения общей валюты?

25. Как будет устанавливаться курс евро?

Проблемы для обсуждения

27. При золотом стандарте, особенно до 1914 г., валютные курсы были весьма стабильны и изменялись редко. Напротив, в межвоенный период резкие колебания курсов стали обычным явлением. Что, на ваш взгляд, мешало странам зафиксировать стоимость своих валют в золоте?

28. Некоторые ученые полагают, что золотой стандарт является наиболее приемлемым для современных условий способом организации международной валютной системы. С их точки зрения, привязка основных валют к золоту позволила бы избежать резких колебаний валютных курсов, на которые можно было бы воздействовать с помощью купли-продажи золота. Другие полагают, что восстановить золотой стандарт невозможно ни при каких условиях, поскольку это потребовало бы ликвидации какого бы то ни было регулирования цен, зарплат и процентных ставок и создания единого международного валютного центра, такого, каким был Лондон в начале века. Какова ваша точка зрения по данному вопросу?

29. Каким образом в рамках Бреттон-Вудской валютной системы страна

26. На каком этапе находится процесс перехода к валютно-экономическому союзу на момент, когда вы читаете эти строки?

могла предохранить себя от неожиданного прилива или отлива краткосрочного спекулятивного капитала? Действуют ли эти механизмы в рамках современной валютной системы?

30. Одна из идей по реформе международной валютной системы, которая высказывалась еще Кейнсом, заключается в создании мирового центрального банка. Для этого часть валютных резервов участвующих стран должна быть размещена в мировом ЦБ, который мог бы использоваться для регулирования мирового предложения денег путем покупки/продажи государственных казначейских векселей на открытом рынке. Кроме того, мировой ЦБ мог бы предоставлять займы участвующим странам, которые испытывают сложности с внешними платежами, а также выпустить мировую валюту. Критики этой идеи считают, что без эффективной координации макроэкономической политики осуществить ее невозможно. Что вы думаете об этом?

31. После перехода стран ЕС к валютному союзу как вы представляете себе систему валютных курсов и валютно-экономических отношений между членами ЕС и Россией?

Задачи

32. В 1996 г. общий размер валютных резервов всех стран мира составил примерно 947 млрд. СДР (\$1=SDR1,45). Рассчитайте:

а) размер резервов в долларах;

б) исходя из таблицы в примере 1.1, размер резервов, поддерживаемых в каждой из валют.

33. Уровень инфляции в 15 странах ЕС в 1995 г. составил: 1,5; 2,2; 1,9; 9,7;

4,8; 1,7; 2,6; 5,2; 2,1; 2,1; 2,4; 4,3; 1,2; 2,9; 2,8%. По условиям Маастрихтского соглашения стандартное отклонение уровня инфляции от ее среднего значения по 15 странам не должно превышать 3. Выполнили ли страны это требование?

34. В колонке I таблицы показана относительная доля каждой валюты в эю, в колонке II — курс каждой валюты

к доллару на указанное число. Курс всех валют выражен в количестве единиц национальной валюты за 1 доллар, кроме ирландского фунта и фунта стерлингов, которые, напротив, показаны

в количестве долларов за их единицу. В колонке III рассчитайте:
а) долларовый эквивалент каждой валюты;
б) курс экю к доллару.

Композиция ЭКЮ на 3 июня 1996 г.

	I	II	III
Бельгийский франк	3,301	35,1	
Датская крона	0,1976	6,5363	
Немецкая марка	0,6242	1,7055	
Французский франк	1,332	5,7725	
Греческая драхма	1,44	177	
Ирландский фунт	0,008552	1,5664	
Итальянская лира	151,8	1269,33	
Люксембургский франк	0,13	35,1	
Голландский гульден	0,2198	1,9224	
Португальское эскудо	1,303	149,55	
Фунт стерлингов	0,08784	1,7405	
Испанская песета	6,885	105,71	
Экю за 1 доллар			

Глава 2

СТОИМОСТЬ ВАЛЮТЫ И ВАЛЮТНЫЙ КУРС

Курс. Барометр, который легко можно испортить.

А.П. Чехов. "3000 иностранных слов, вошедших в употребление русского языка".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Валютная котировка	Девальвация валюты
кросс-котировка	Джей-кривая
косвенная	Единство валютного курса
прямая	Множественность валютных курсов
Валютный коридор	Обесценение валюты
Валютный (обменный) курс	Оптимальные валютные зоны
реальный	Подорожание валюты
реальный эффективный	Ползущая фиксация
ограниченно гибкий	Реальная девальвация
плавающий	Ревальвация валюты
независимо плавающий	Спекулятивная атака
номинальный	Управляемое плавание
номинальный эффективный	Условие Маршалла—Лернена
спот-курс	Целевые зоны
фиксированный	Эластичность спроса на валюту
форвардный курс	

1. ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ЕГО РАЗНОВИДНОСТИ

Главным элементом валютной системы каждой страны является ее национальная валюта. Весь учет макроэкономических операций осуществляется каждой из стран в национальной валюте. Очевидно, что для развития взаимодействия институциональных единиц разных стран в рамках международной экономики необходимо наличие какого-то механизма, позволяющего, с одной стороны, сравнивать между собой параметры экономического развития, а с другой — рассчитываться за товары и услуги, приобретаемые за рубежом. Таким механизмом является валютный курс.

Понятие и котировки валютного курса

Если рассматривать валюты как специфический товар, то они, как и любой другой товар, имеют цену. Поскольку цену валюты невозможно определить в той же валюте (цену рубля нельзя выразить в рублях, так же как и доллара в долларах), то их цена выражается в других валютах: рубля — в долларах, доллара — в марках, марки — в фунтах стерлингов и т.д.

@ Валютный (обменный) курс (exchange rate) — цена единицы националь-

Пример 2.1

Прямая котировка своей валюты используется большинством стран мира. Например, если курс составляет 6 рублей за 1 долл., то для доллара это прямая котировка, а для рубля — косвенная. Если курс выражен в обратной форме — 0,0002 долл. за 1 рубль, то для рубля это прямая котировка, а для доллара — косвенная. Косвенная котировка применяется в Великобритании, что связано с тем, что исторически фунт стерлингов являлся основной валютой международных расчетов и большинство остальных валют мира приравнивалось к нему. В практических целях в начале 1997 г. известная газета деловых кругов “Wall Street Journal” ежедневно публиковала как прямые к доллару (currency per U.S.\$), так и косвенные (U.S. \$ equivalent) котировки 56 основных валют, СДР (расчетной единицы МВФ) и эцю (коллективной расчетной единицы стран ЕС), сложившиеся на Нью-Йоркской валютной бирже. “Bank of America” ежедневно публикует прямую котировку доллара США к более чем 200 валютам практически всех стран мира, включая все страны с переходной экономикой. Косвенная котировка доллара дается только для кипрского фунта, фунта Фолклендских Островов, гибралтарского фунта, ирландского фунта, мальтийской лиры, фунта Остров Святой Елены и английского фунта.

ной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты.

Валютный курс как базовое соотношение цен двух валют может устанавливаться законодательно или определяется в процессе их взаимной котировки.

@ *Валютная котировка* (currency quotation) — определение валютного курса на основе избранных рыночных механизмов.

В разных странах используются два основных метода валютной котировки — прямая котировка и косвенная (пример 2.1).

- *Прямая котировка* — выражение валютного курса единицы национальной валюты через определенное количество единиц иностранной валюты.

- *Косвенная котировка* — выражение валютного курса единицы иностранной валюты через определенное количество единиц национальной валюты.

- *Кросс-котировка* — выражение курсов двух валют друг к другу через курс каждой из них по отношению к третьей валюте, обычно доллару США.

Если применяется прямая котировка доллара, скажем, к одной из европейских валют, то считается, что котировка осуществляется на европейских условиях (on European terms). Если применяется

косвенная котировка доллара к европейской валюте, то считается, что котировка осуществляется на американских условиях (on American terms). В настоящее время большинство валют мира котируется к американскому доллару на европейских условиях. Для облегчения расчетов в США все иностранные валюты также котируются на европейских условиях. Основное исключение заключается в том, что в США английский фунт стерлингов, ирландский фунт и западно-европейские эцю котируются прямо.

Косвенная котировка является величиной, обратной прямой котировке. Если прямая котировка рубля выражается формулой (2.1):

$$Rb\ 1 = (x)\ \$1, \quad (2.1)$$

то косвенная котировка рубля, которая одновременно оказывается прямой котировкой доллара, составит (2.2):

$$\$1 = Rb \times \frac{1}{x}. \quad (2.2)$$

В связи с тем что основная часть международных расчетов осуществляется в долларах, в целях облегчения расчетов курсов национальные валюты котируются большинством стран не друг к другу, а к доллару США, а через него — и к остальным валютам мира, т.е. используется кросс-курс. Если косвенная котировка рубля к доллару составляет 1 долл.=

6 рублей, а прямая котировка доллара к марке ФРГ — 1 долл.=1,5 немецкой марки, то кросс-курс через доллар рубля к марке составит: 1 немецкая марка=6:1,5=4 рубля.

Котировки валютного курса, которые устанавливаются в процессе сопоставления спроса и предложения на иностранную валюту на рынке, имеют также и временное измерение. Курс может котироваться, как если бы обмен ее на другую валюту происходил в настоящий момент и как если бы ее обмен совершался в некий момент в будущем. Для сделок на настоящий момент считается, что двух рабочих дней достаточно для банков, чтобы обменяться документами, дебетовать и кредитовать соответствующие счета, свидетельствующие о переводе и зачислении иностранной валюты.

@ *Спот-курс* (spot rate) — курс, по которому обмениваются валюты в течение не более двух рабочих дней с момента достижения соглашения о курсе.

Единственное, и весьма существенное, исключение составляет спот-курс доллара США по отношению к канадскому доллару в Нью-Йорке: спот-курсом считается курс, при котором расчеты происходят в течение одного рабочего дня. Котировка курса валюты сегодня с учетом того, что реальный обмен валют произойдет через определенное время в будущем, с точки зрения международной экономики важен как механизм оценки рынком динамики развития курса той или иной валюты в будущем. Обычно время обмена валют в будущем устанавливается в пределах от трех дней до одного года и бывает кратно 30.

@ *Форвардный курс* (forward rate) — согласованный курс, по которому обмениваются валюты в определенный момент в будущем, более чем через три дня после достижения соглашения о курсе.

Обычно в международной экономике под валютным курсом понимается спот-курс, за исключением тех случаев, когда

специально исследуются закономерности формирования форвардного курса.

Расчетные виды валютного курса

В практических целях для оценки темпов экономического развития и экономического программирования на будущее используется несколько расчетных разновидностей валютного курса. Тем самым стремятся уловить движение макроэкономических переменных, которые не входят в понятие валютного курса, но на него влияют.

@ *Номинальный валютный курс* (nominal exchange rate) — курс между двумя валютами, цена единицы национальной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты (2.3):

$$E_n = C_f / C_d, \quad (2.3)$$

где E_n — номинальный валютный курс;
 C_f — иностранная валюта;
 C_d — национальная валюта.

Определение номинального валютного курса совпадает с общим определением самого валютного курса, данным выше, и устанавливается или на валютном рынке, или каким-либо другим способом, принятым в данной стране. В большинстве случаев, говоря о валютном курсе, понимают номинальный валютный курс. Однако номинальный валютный курс более применим для измерения текущих сделок и расчетов с клиентами, но для измерения тенденций в долгосрочной перспективе он неудобен, поскольку стоимость как иностранной, так и национальной валюты изменяется, как и у любого другого товара, параллельно с изменением общего уровня цен в стране. Подобно тому как цены товаров и другие макроэкономические показатели (ВВП, национальный доход) в целях межвременной сопоставимости переводят из текущих цен в постоянные, так и валютный курс может быть переведен в реальное измерение. Для этого нужно принять во внимание уровень инфляции как в своей стране, поскольку он влияет на

стоимость национальной валюты, так и в зарубежном государстве, поскольку он влияет на стоимость иностранной валюты, к которой котируется национальная валюта.

Изменения общего уровня цен в странах обычно оцениваются с помощью тех или иных индексов цен, чаще всего с помощью индекса потребительских цен (consumer price index, CPI), который, как считается, наилучшим образом отражает уровень инфляции. Экономический смысл любого индекса цен заключается в том, что стоимость определенной корзины товаров и услуг, принятая за базовую в определенном году, сравнивается со стоимостью той же корзины в текущем году. Учет уровня инфляции в обеих странах при оценке валютного курса позволяет перевести номинальный валютный курс в реальный.

@ *Реальный валютный курс* (real exchange rate) — номинальный валютный курс, пересчитанный с учетом изменения уровня цен в своей стране и в той стране, к валюте которой котируется национальная валюта (2.4):

$$E_r = E_n \times \frac{P_f}{P_d}, \quad (2.4)$$

где E_r — реальный валютный курс;
 P_f — индекс цен зарубежной страны;
 P_d — индекс цен своей страны.

Формула 2.4 показывает, что реальный валютный курс — это соотношение цены корзины товаров за рубежом, переведенной из иностранной валюты в национальную с помощью номинального валютного курса (номинальный валютный курс, умноженный на индекс цен зарубежной страны), и цены корзины тех же товаров в своей стране (индекс цен своей страны). Проще говоря, для выяснения реального обменного курса цену корзины иностранных товаров переводят в национальную валюту по номинальному курсу и делят на цену корзины таких же местных товаров. Индекс реального валютного курса показывает его динамику с поправкой на темпы инфляции в обеих странах. Если темп инфляции у себя в стране превышает зарубежный, то реальный валютный курс национальной валюты будет выше номинального (*пример 2.2*).

В зависимости от того, к какой именно валюте котируется национальная валюта, динамика движения валютного курса может быть различной. Например, в 1995 г. американский доллар падал по отношению к иене и марке, но укреплялся по отношению к мексиканскому песо. Поэтому для того, чтобы оценить динамику валютного курса не по отношению к какой-либо одной иностранной валюте, а по отношению ко многим валютам, рассчитывают эффективный валютный

Пример 2.2

Россия: номинальный и реальный курсы рубля

В 1992—1995 гг. динамика номинального и реального курса рубля в России не совпала. Эту взаимозависимость хорошо иллюстрирует курс рубля по отношению к доллару, который для удобства дается в косвенной котировке реального валютного курса рубля: если номинальный курс по отношению к доллару стабильно падал, то реальный в отдельные периоды возрастал. Например, за апрель 1995 г. номинальный валютный курс рубля по отношению к доллару E_n упал с 4749 до 5025 руб./долл. Однако за этот же месяц цены в США выросли на 0,4, а в России — на 8,5%. В результате реальный валютный курс рубля к концу апреля составил $E_r = 5025 \times 100,4 / 108,5 = 4648$ руб./долл., то есть не упал, а, напротив, вырос. Это же соотношение между номинальным и реальным валютным курсами в динамике можно проиллюстрировать через индексы. Если принять номинальный курс начала апреля за 100, то к концу месяца он составил 105,8, т.е. упал на 5,8%. Динамика же реального валютного курса рубля в апреле обратная: $E_r = 105,8 \times 100,4 / 108,5 = 97,9$, т.е. реальный валютный курс вырос на 2,1%.

курс. В практических целях, разумеется, в расчет принимается динамика движения валют тех стран, которые являются основными торговыми партнерами данной страны, поскольку на их валюты предъявляют основной спрос национальные импортеры и в их валютах получают платежи национальные экспортеры.

@ *Номинальный эффективный валютный курс* — НЭВК (nominal effective exchange rate, NEER) — индекс валютного курса, рассчитанный как соотношение между национальной валютой и валютами других стран, взвешенными в соответствии с удельным весом этих стран в валютных операциях данной страны.

Формула расчета НЭВК следующая:

$$E_n^e = \sum (P_n^E \times W_i), \quad (2.5)$$

где E_n^e — номинальный эффективный валютный курс;

\sum_i — знак суммы показателей по i странам;

i — страна—торговый партнер;

$P_n^E = E_1/E_0$ — индекс номинального валютного курса текущего года (E_1) по сравнению с базовым годом (E_0) каждой страны — торгового партнера;

$W_i = (X_i + IM_i) / (X_{total} + IM_{total})$ — удельный вес каждой страны ($X_i + IM_i$) в торговом обороте данной страны с теми странами, которые считаются главными торговыми партнерами.

В расчете номинального эффективного валютного курса значительную роль играют экспертные оценки. Например, по методологии МВФ, для его составления нужно прежде всего выбрать базовый год, к которому будут пересчитаны все индексы валютных курсов, затем выбрать способ усреднения валютного курса за год, определить, какие страны можно считать главными торговыми партнерами данного государства, вычислить удельный вес каждой из них в торговом обороте этого государства, рассчитать индексы среднегодовых обменных

курсов национальной валюты к валютам стран—главных торговых партнеров по отношению к базовому году и взвесить их по удельному весу этих стран в торговом обороте данной страны. В результате номинальный эффективный валютный курс покажет усредненную динамику движения курса национальной валюты по отношению уже не к одной, а к нескольким, наиболее важным для данного государства, валютам.

Однако номинальный эффективный валютный курс отражает изменение не только стоимости самих валют, но и уровней цен в каждой из стран. Чтобы определить реальные тенденции эффективного валютного курса, в нем, как и в случае с реальным валютным курсом, учитывают движение цен или показателей издержек производства как в своей стране, так и во всех принимаемых в расчет зарубежных странах.

@ *Реальный эффективный валютный курс* — РЭВК (real effective exchange rate, REER) — номинальный эффективный валютный курс с поправкой на изменение уровня цен или других показателей издержек производства, показывающий динамику реального валютного курса данной страны к валютам стран—основных торговых партнеров.

Формула расчета РЭВК следующая:

$$E_r^e = \sum_i (P_r^E \times W_i), \quad (2.6)$$

где E_r^e — реальный эффективный валютный курс;

\sum_i — знак суммы показателей по i странам;

i — страна—торговый партнер;

$P_r^E = E_r/E_0$ — индекс реального валютного курса текущего года по сравнению с базовым годом каждой страны—торгового партнера;

$W_i = (X_i + IM_i) / (X_{total} + IM_{total})$ — удельный вес каждой страны в торговом обороте данной страны с теми странами, которые считаются главными торговыми партнерами.

Индекс реального эффективного валютного курса является основным показателем, характеризующим обобщенную динамику и направление движения курсов основных валют, и может служить основанием для ориентировочных выводов о тенденциях их развития. Кроме того, он является основным показателем, характеризующим конкурентоспособность стран на мировом рынке (пример 2.3). Если реальный эффективный курс национальной валюты повышается, то конкурентные позиции страны на мировом рынке ухудшаются: экспорт становится дороже и сокращаются его размеры, импорт, напротив, будет дешевле и размеры его растут (пример 2.4). Более того, величина роста реального эффективного валютного курса по сравнению с периодами, когда экономика страны находилась в относительно приличном состоянии, показывает размер девальвации национальной валюты, необходимый для восстановления ее международной конкурентоспособности и достижения сбалансированности платежного баланса.

Динамика реального эффективного курса валют крупнейших стран в начале 90-х гг. показывает, что курсы доллара и фунта стерлингов в реальном выражении росли по отношению к валютам других развитых стран, конкурентоспособность товаров США и Великобритании снижалась. Реальный эффективный валютный курс иены и марки, напротив, снижался, и конкурентоспособность Японии и Германии росла. Курс франка остался практически неизменным.

Тенденция развития реального эффективного валютного курса обычно в целом следует тенденциям номинального эффективного валютного курса. Существенные различия могут возникать только в силу резких скачков в уровнях инфляции с января 1997 г. в отдельных странах.

Множественная валютная практика

С точки зрения теории международной экономики курс валюты каждой

страны по отношению к валютам других стран должен быть единым, т.е. в каждой стране должен существовать единый валютный рынок. Устав МВФ (ст. VIII) прямо требует от стран, принявших на себя обязательство по конвертируемости национальной валюты по текущим операциям, воздерживаться от “множественной валютной практики” (“multiple currency practices”), которая неминуемо приводит к дискриминации других стран. Введение странами нескольких валютных курсов возможно лишь с одобрения МВФ, только на ограниченный период исключительно в целях быстрого решения проблем с внешними платежами и только как переходный этап к последующей унификации валютного курса.

@ *Единство валютного курса* (single exchange rate) — использование одного и того же эффективного курса для всех видов валютных операций всех участников этих операций и валют, в которых они осуществляются.

На практике, однако, многие страны поддерживают режим двойного валютного рынка, означающий использование страной нескольких валютных курсов. Для целей международных сопоставлений обычно используется рыночный валютный курс, установленный на основе соотношения спроса и предложения. В странах, где существует несколько валютных курсов, в зависимости от степени важности для экономики они разделяются на главный курс (principle rate), вторичный курс (secondary rate) и третичный курс (tertiary rate).

@ *Множественность валютных курсов* (multiple exchange rate) — законодательно установленное использование различных эффективных курсов национальной валюты в зависимости от видов валютных операций, участников этих операций и валют, в которых они осуществляются.

Множественность валютных курсов заключается в том, что отдельные страны

Пример 2.3

Расчет валютных курсов

На перечисленные в таблице семь стран приходится существенная доля внешней торговли США, поэтому они считаются их главными торговыми партнерами. В колонках 1 и 2 приведены данные о номинальном курсе валюты каждой из этих стран к доллару США в среднем в 1990 и 1996 гг. в косвенной котировке доллара (например, 0,552 долл. = 1 марке). Колонка 3 содержит индекс изменения номинального валютного курса в течение 1990—1996 гг. Колонки 4—6 содержат данные соответственно об экспорте, импорте и обороте внешней торговли США с каждой из этих стран. Данные об удельном весе каждой страны во внешней торговле США с этой группой стран в колонке 7 получены в результате деления оборота внешней торговли каждой страны в колонке 6 на общий объем торговли США с этой группой стран (385 207 млн. долл.).

Операции	1	2	3=2/1	4	5	6=4+5	7=6/ 385207	8=Σ3×7	9	10	11=2× 10/138	12=11/1	13= Σ12×7
	E_n		P_n^E	Внешняя торговля США, 1996 г. (млн. долл.)			w	E_n^*	Индекс цен		E_r	P_r^E	E_r^*
	1990 г.	1996 г.	1996 г.	экспорт	импорт	оборот	1996 г.	1996 г.	1990 г.	1996 г.	1996 г.	1996 г.	1996 г.
Франция	0,237	0,166	0,700	7959	10450	18409	0,048		100	167,3	0,201	0,849	
Германия	0,552	0,556	1,007	11548	26952	38500	0,100		100	121,0	0,488	0,883	
Италия	0,0012	0,0008	0,667	5468	11035	16503	0,043		100	214,0	0,0012	1,034	
Великобритания	2,278	1,64	0,720	13791	17209	31000	0,080		100	152,5	1,812	0,796	
Канада	0,855	0,754	0,882	61092	72647	133739	0,347		100	155,4	0,849	0,993	
Япония	0,0044	0,0069	1,568	27604	84548	112152	0,291		100	115,4	0,006	1,311	
Мексика	0,0436	0,0007	0,016	14582	20322	34904	0,091		100	4625,0	0,023	0,538	
Итого						385207	1,000	США	100	138,0			

Номинальный эффективный валютный курс (E_n^*) рассчитан в колонке 8 как сумма произведения индекса номинального валютного курса для каждой страны на ее удельный вес в торговле США: $0,983=0,700 \times 0,048 + 1,007 \times 0,100 + 0,667 \times 0,043 \dots$ То, что номинальный эффективный валютный курс меньше единицы, свидетельствует, что доллар укрепился по отношению к данной группе валют. Хотя, как видно, по отношению к индивидуальным валютам его поведение было разным: доллар упал по отношению к немецкой марке и японской иене, но вырос по отношению ко всем другим валютам.

Реальный валютный курс в колонке 11 (E_r) может быть рассчитан путем умножения номинального валютного курса (колонка 2) на частное индекса цен в 1990—1996 гг. в каждой из стран (колонка 10) и индекса цен в США за тот же период (138,0). Если рост цен в стране за этот период был выше, чем в США, то реальный курс будет выше номинального (все страны, кроме Японии и Германии), и наоборот (Япония, Германия). В колонке 12 рассчитан индекс реального валютного курса путем деления реального курса в 1996 г. из колонки 11 на соответствующий номинальный курс базового 1990 г. Динамика индекса реального валютного курса, как видно, отлична от динамики индекса номинального курса. Например, доллар подешевел по отношению к немецкой марке в номинальном выражении, но подорожал в реальном. Это значит, что динамика номинального и реального курсов может быть различной. Обратная ситуация — с итальянской лирой из-за существенного превышения темпа инфляции в Италии над темпом инфляции в США.

Реальный эффективный валютный курс (E_r^*) в колонке 13 рассчитан как сумма произведения индекса реального валютного курса для каждой страны на ее удельный вес в торговле США: $1,012=0,849 \times 0,048 + 0,883 \times 0,100 + 1,034 \times 0,043$. То, что индекс реального эффективного валютного курса больше единицы, означает, что с учетом инфляции курс доллара несколько снизился.

Пример 2.4

Наиболее полные индексы реальных эффективных курсов 17 главных валют публикуются МВФ. За базу, которая меняется каждое десятилетие, в настоящее время принят 1990 г. Индексы курса каждой из валют взвешены по удельному весу каждой страны во взаимной торговле продукцией обрабатывающей промышленности, усредненному за период 1989—1991 гг. В качестве поправочного коэффициента используются индексы стоимости единицы труда в обрабатывающем секторе каждой из стран.

Индекс реального эффективного валютного курса
(1990 г. = 100)

	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.
США	100,0	97,8	95,0	95,7	93,2
Япония	100,0	105,1	112,5	137,2	149,8
Германия	100,0	97,3	104,2	112,7	112,1
Великобритания	100,0	103,1	101,2	93,3	96,0
Франция	100,0	99,0	98,2	101,8	100,0

Источник: *International Financial Statistics Yearbook, 1996. — Wash.: IMF, 1997. — P. 104.*

используют специальные валютные курсы, которые могут быть установлены на базе основного курса или без связи с ним. Ситуация множественности валютных курсов возникает, если в стране существуют:

- Два или несколько валютных курсов, применяемых к различным типам валютных операций. В этом случае обычно существует официальный валютный курс, применяемый к определенному набору валютных операций, и курс свободного рынка для всех остальных операций. Официальный курс во всех случаях завышен, неблагоприятен для тех, кто вынужден продавать по нему валюту (частные экспортеры), и благоприятен для тех, кто покупает валюту по нему (государственные органы).

- Отдельный фиксированный валютный курс для определенного типа валютных операций. Он используется властями, когда необходимо поощрить или, напротив, ограничить определенные типы валютных операций — покупку валюты для обслуживания государственного долга, стимулирование репатриа-

ции доходов мигрантами, ограничение перевода прибыли за рубеж и т.п. Поэтому специальный курс может быть либо завышен, либо занижен.

- Налоги собираемые или субсидии, выплачиваемые денежными властями или фискальными органами при осуществлении определенных валютных операций. Они аналогичны по воздействию фиксации валютного курса в определенных операциях и включают экспортные субсидии, обязательные авансовые беспроцентные депозиты по импортным сделкам, налоги на переводы денег за рубеж, налоги на обмен валют.

- Узаконенный значительный разрыв между курсом покупки и курсом продажи иностранной валюты. Считается, что к множественности валютных курсов ведет директивное установление центральным банком лага между курсом покупки и курсом продажи валюты более 2% от центрального курса.

- Несоблюдение пропорций между разными валютами на основании их кросс-котировок при установлении их курсов.

Валютные курсы, установленные с отклонением от главного, используются в целях форсирования экспорта или сокращения импорта, ограничений оттока и поощрения притока капитала, для поощрения отдельных типов валютных операций, осуществления контроля за ценами, субсидирования отдельных секторов. Вне зависимости от того, какую конкретно цель преследует политика множественности валютных курсов, она искажает относительные цены, распределение доходов и размещение ресурсов. С социально-экономической точки зрения, создавая более благоприятные условия для одних экономических субъектов, она неминуемо дискриминирует все остальные, которые не имеют возможности пользоваться более благоприятными курсами. Множественность валютных курсов обычно вводится странами в целях обеспечения постепенности снижения курса национальной валюты, поскольку резкое падение ее стоимости может иметь сильные социальные последствия; удержания валюты внутри страны, если

страна испытывает ее нехватку для осуществления внешних платежей; изучения на практике макроэкономических последствий различного уровня валютного курса для последующей его фиксации на наиболее приемлемом для экономики уровне. С переходом к конвертируемости национальной валюты ее курс обычно унифицируется (*пример 2.5*).

Параллельный рынок валюты, создаваемый обычно при участии государства в целях искусственного поддержания ее завышенного эффективного курса, сосуществует с параллельным свободным рынком, на котором курс национальной валюты значительно ниже. Такое различие в курсах возможно поддерживать только в том случае, если валютный рынок сегментирован, т.е. существуют различные законодательные ограничения для доступа на официальный валютный рынок. В послевоенные годы в международной экономике очевидна тенденция к отходу от практики множественных валютных курсов и к их унификации. В 1955 г. более половины стран мира,

Пример 2.5

Двойной валютный рынок в той или иной форме существовал в середине 90-х гг. в более чем 70 странах. Однако официально множественность валютных курсов поддерживали 36 государств, в том числе все 36 стран использовали разные курсы национальной валюты для торговли товарами и операций с капиталом, 29 стран использовали не менее двух валютных курсов для расчетов по товарному импорту, те же 29 — использовали не менее двух валютных курсов для расчетов по товарному экспорту и у тех же 29 стран валютный курс, применяемый для импорта, отличался от курса, используемого для экспорта. Искажающее влияние такой политики на международную торговлю было не очень велико: на эти страны приходилось всего 3,6% мировой торговли. В числе стран, использующих множественность валютных курсов, нет ни одной индустриальной страны, большинство из них — с переходной экономикой (Армения, Азербайджан, Беларусь, Чехия, Грузия, Казахстан, Польша, Румыния, Туркменистан, Украина), а также развивающиеся страны (Замбия, Йемен, Сирия, Судан, Сомали, Нигерия, Иран и др.). Из числа развитых стран одной из последних отменила множественность валютных курсов Бельгия: до марта 1990 г. курс бельгийского франка в рамках Европейской валютной системы применялся по всем торговым операциям, а свободный рыночный курс — к операциям с капиталом. В Сирии, например, сосуществуют официальный курс, используемый для расчетов по сделкам государственного сектора, экспорту нефти государственными предприятиями и импорту некоторых сельскохозяйственных продуктов, поощрительный курс, применяемый для расчетов по некоторым видам услуг, и курс для соседних стран, используемый для расчетов за услуги по туризму. При частных переводах — 25% обязательной продажи частным сектором доходов от экспорта и ряда других платежей. Число стран, использующих множественность валютных курсов, постепенно сокращается.

осуществлявших свыше 30% мировой торговли, имели несколько валютных курсов, что было связано с нехваткой резервов у большинства стран и неконвертируемостью валют. Система курсов была в основном двусторонней, крайне громоздкой и неудобной на практике. В начале 60-х гг. большинство развитых стран ввели конвертируемость национальных валют и многие из них унифицировали валютные курсы (пример 2.6).

Виды валютных курсов по степени гибкости

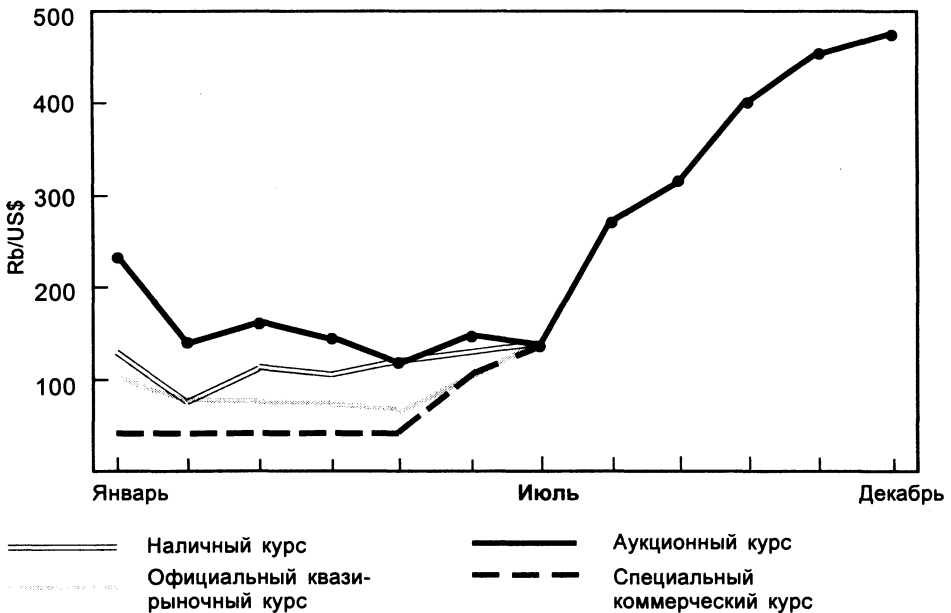
В зависимости от того, как устанавливается валютный курс, возможны два

крайних варианта: курс может быть жестко фиксирован к иностранной валюте либо может свободно плавать в зависимости от соотношения спроса на иностранную валюту и ее предложения. Естественно, между этими крайними вариантами возможны многочисленные комбинации элементов плавающего и фиксированного курсов. По классификации, одобренной МВФ в 1982 г., все валюты стран мира в зависимости от степени свободы изменения их курсов делятся на валюты с фиксированным курсом, валюты с ограниченно гибким курсом и валюты с плавающим курсом.

@ Фиксированный валютный курс (pegged/fixed exchange rate) — офици-

Пример 2.6

Россия: унификация валютного курса в 1992 г.



Россия унифицировала свой валютный курс в 1993 г. До июля 1993 г. использовалось четыре валютных курса: наличный — для сделок с наличной валютой, официальный — для покупки 10% валютной выручки экспортеров в государственные валютные резервы, специальный коммерческий — для покупки 40% валютной выручки экспортеров, аукционный — свободный рыночный для всех остальных расчетов. После унификации используется плавающий рыночный валютный курс.

ально установленное соотношение между национальными валютами, допускающее временное отклонение от него в одну или другую сторону не более чем на 2,25%.

Курс может фиксироваться одним из следующих способов:

- Фиксация курса к одной валюте (single currency peg) — привязка курса национальной валюты к курсу наиболее значимых валют международных расчетов. Курс, фиксированный к доллару США, имеют многие страны Латинской Америки (Аргентина, Барбадос, Белиз, Венесуэла и др.), Африки (Либерия, Нигерия), некоторые страны с переходной экономикой (Литва, Туркменистан). В рамках группы валют с фиксированным курсом выделяются несколько подгрупп.

- Использование валюты других стран в качестве законного платежного средства. Так, Сан-Марино использует итальянскую лиру, Кирибати — австралийский доллар, Либерия, Маршалловы Острова и Федеральные Штаты Микронезии — американский доллар. На протяжении 1992—1994 гг. большинство стран бывшего СССР использовали российский рубль в качестве законного платежного средства. В этих случаях устранение административных расходов на конвертацию валют и сеньоража — расходов на печатание денег — считается более важным, чем отсутствие независимой денежной политики.

- Валютное правление (currency board) — фиксация курса национальной валюты к иностранной, причем выпуск национальной валюты полностью обеспечен запасами иностранной (резервной) валюты. Валютное правление как альтернатива центральному банку существовало в 70 странах мира, включая Россию. В 1918—1920 гг. в Архангельске и Мурманске белогвардейское правительство использовало валютное правление, основанное на английском фунте стерлингов, в 1920—1926 гг. правительство большевиков также использовало валютное правление, выпустив золотой червонец. Валютное правление с теми

или иными модификациями существует в Аргентине, Гонконге и Сингапуре. Из числа стран с переходной экономикой — в Эстонии и Литве.

- Фиксация курса общей валюты к одной зарубежной валюте. К французскому франку зафиксирован курс общей валюты зоны франка КФА, используемой 14 франкоговорящими африканскими странами (Бенин, Буркина-Фасо, Камерун и др.). Курс восточнокарибского доллара, используемого восемью государствами Карибского бассейна (Ангилья, Антигуа и Барбуда, Доминика, Гренада, Монтсеррат, Сент-Китс и Невис, Сент-Люсия и Сент-Винсент и Гренадины), зафиксирован к доллару США.

- Фиксация курса национальной валюты к валютам других стран — главных торговых партнеров: Бутан — к индийской рупии, Эстония — к немецкой марке, Лесото, Намибия и Свазиленд — к южноафриканскому ранду. В этих случаях денежные власти стран обычно поддерживают запасы иностранных валют, к которым фиксирован их курс, на полную сумму национальной валюты, выпущенной в обращение, что иногда позволяет считать этот тип фиксации курса разновидностью валютного правления.

- Фиксация курса к валютному композиту (currency composite peg) — привязка курса национальной валюты к курсам коллективных денежных единиц, таким как СДР, или к различным корзинам валют стран — основных торговых партнеров. К СДР фиксируют курс своей национальной валюты Ливия, Мьянма и Сейшельские Острова. К другим корзинам валют, оставленным на усмотрение самих стран, фиксируют свои курсы Бангладеш, Ботсвана, Бурунди, Кот-д'Ивуар, Кипр, Фиджи, Исландия, Иордания, Кувейт, Мальта, Мавритания, Марокко, Непал, Соломоновы Острова, Таиланд, Тонга, Вануату и Западное Самоа. Из числа стран с переходной экономикой так устанавливают обменный курс Чехия и Словакия. Удельный вес валют в корзинах, составляемых для фиксации курса, обычно отражает удельный вес стран, использующих эту валюту во

внешней торговле товарами и услугами и движении капитала данной страны.

@ *Ограниченно гибкий валютный курс* (limited flexible exchange rate) — официально установленное соотношение между национальными валютами, допускающее небольшие колебания валютного курса в соответствии с установленными правилами.

Такой курс может устанавливаться следующими основными способами:

- Ограниченно гибкий курс к одной валюте (limited flexible vis-a-vis single currency) — поддержание колебаний валютного курса в определенных пределах (7,25%) от официально зафиксированного паритета к какой-либо одной иностранной валюте. Бахрейн, Катар, Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты определяют обменный курс своей национальной валюты как ограниченно гибкий по отношению к доллару США.

- Ограниченно гибкий курс в рамках совместной политики (limited flexible within cooperative arrangements) — совместное плавание национальных валют в пределах 2,25% от центрального расчетного курса. Этот способ определения валютных курсов используют 10 из 15 западноевропейских стран—членов ЕС в рамках Европейской валютной системы (Австрия, Бельгия, Дания, Франция, Германия, Ирландия, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Испания).

@ *Плавающий валютный курс* (flexible/floating exchange rate) — курс, свободно изменяющийся под воздействием спроса и предложения, на который государство может при определенных условиях оказывать воздействие путем валютных интервенций.

Обычно плавающим считается валютный курс, который может изменяться в любых пределах, причем эти пределы законодательно не устанавливаются. Известны его следующие разновидности:

- Корректируемый валютный курс (adjusted exchange rate) — курс, авто-

матически изменяемый в соответствии со сменой определенного набора экономических показателей. Текущий валютный курс может автоматически изменяться, например вслед за изменением уровня инфляции в данной стране и стране — основном торговом партнере. Такой метод установления курса применяется в Чили, Эквадоре и Никарагуа.

- Управляемо плавающий валютный курс (managed floating exchange rate) — курс, устанавливаемый центральным банком, а не валютным рынком, но с частым его изменением. Причем эти изменения не носят автоматического характера и принимают во внимание такие широкие макроэкономические показатели, как состояние платежного баланса страны, объемы международных резервов, развитие параллельного рынка валюты. Такой метод установления валютного курса применяется 38 странами мира, в числе которых — индустриальные (Норвегия, Греция), развивающиеся (Алжир, Ангола, Бразилия, Камбоджа, Колумбия, Египет, Пакистан и др.) и многие страны с переходной экономикой (Китай, Хорватия, Латвия, Польша, Словения, Вьетнам, Грузия). В эту же группу входит и Россия.

- Независимо плавающий валютный курс (independently floating exchange rate) — курс, определяемый на основе соотношения спроса и предложения на валюту на валютном рынке при невмешательстве государства в этот процесс. Государство в лице денежных властей может также торговать на валютном рынке, осуществляя валютные интервенции с целью сглаживания слишком сильных колебаний курса национальной валюты. Таким образом устанавливают курсы своих валют подавляющее большинство индустриальных стран, кроме стран ЕС, многие развивающиеся страны (Афганистан, Боливия, Коста-Рика, Эфиопия, Гана, Ямайка и др.) и многие государства с переходной экономикой (Армения, Азербайджан, Казахстан, Киргизия, Молдавия, Монголия, Румыния, Таджикистан, Украина, Узбекистан и др.).

Общая тенденция в эволюции способов определения валютных курсов заключается в настоящее время в увеличении количества стран, которые используют различные виды плавающих курсов, и сокращении количества стран, придерживающихся политики фиксированного валютного курса. В целом примерно $\frac{1}{3}$ стран мира придерживается той или иной разновидности фиксированного валютного курса, тогда как $\frac{2}{3}$ стран используют плавающий валютный курс (табл. 2.1).

Фиксация курса, как правило, носит односторонний характер: факт фиксирования малой страной курса своей валюты к валюте большой страны означает только то, что власти малой страны средствами денежной политики обязываются защищать и поддерживать курс, но никоим образом не означает, что его также будут поддерживать власти большой страны. Единственное исключение — взаимные обязательства по поддержанию курсов в странах ЕС.

Механизмы курсообразования при плавающем режиме валютного курса делятся на:

- *чистое плавание* (clean floating) — курсообразование без вмешательства центрального банка в валютный рынок;
- *“грязное плавание”* (“dirty floating”) — курсообразование при активных интервенциях центрального банка на валютном рынке.

Гибридные виды валютного курса

По меньшей мере с начала 50-х гг. не утихает дискуссия о том, какой курсовой политики — свободно плавающих курсов или регулируемых курсов — должны придерживаться государства. Одна из причин неоднозначности ответа на этот вопрос заключается в том, что фиксированный курс может быть оптимальным вариантом для взаимоотношений стран с примерно одинаковыми уровнями экономического развития и темпами инфляции, жестко координируемой денеж-

ТАБЛИЦА 2.1

Классификация стран по степени гибкости валютного курса

Валютный курс	По отношению к		Количество стран	
			1989 г.	1995 г.
Фиксированный	одной валюте	доллару США	32	23
		французскому франку	14	14
		другим валютам	5	7
	валютному композиту	СДР	7	3
		другим композитам	35	20
Ограниченно гибкий	одной валюте		4	4
	в рамках совместной политики		9	10
Плавающий	корректируемый		5	3
	управляемо плавающий		21	40
	независимо плавающий		20	57
Всего стран			152	181

ной и фискальной политикой, но абсолютно невыгодным для отношений с другими странами. В результате родилась концепция оптимального валютного пространства.

@ *Оптимальное валютное пространство* (optimum currency area) — поддержание фиксированного валютного курса между ограниченной группой стран и плавающего валютного курса с остальными странами.

Оптимальным может считаться пространство между странами, входящими в интеграционное объединение, находящееся на высоком уровне зрелости. Яркий пример — страны ЕС, которые практически поддерживают фиксированный курс в отношениях друг с другом и плавающий курс в отношении всех других стран. В принципе считается, что чем теснее экономическая интеграция, тем выше должна быть степень фиксации валютного курса. В крайнем случае оптимального валютного пространства — при валютных отношениях между штатами, областями или регионами одной страны — используется единая валюта, которая может рассматриваться как имеющая жесткий фиксированный курс сама к себе.

Другим вариантом валютного курса, регулируемого, но менее жестко, чем в случае оптимальных валютных пространств, является искусственное его поддержание в рамках целевых зон, определенных правительством.

@ *Целевые зоны* (target zones) — параметры валютного курса, к которым страна считает необходимым стремиться.

На определенный период времени для стимулирования тех или иных сфер экономики правительство может считать целесообразным поддержание несколько заниженного курса национальной валюты (например, для форсирования экспорта и выправления диспропорций в платежном балансе) или сокращение до

минимума колебаний курса для ограничения инфляции. Частным случаем целевой зоны является ограничение колебаний валютного курса определенными границами в рамках валютного коридора.

@ *Валютный коридор* (exchange rate band) — установленные пределы колебания валютного курса, которые государство обязуется поддерживать.

Валютный коридор может устанавливаться несколькими основными способами:

- Поддержание колебаний курса валюты в определенных границах ее паритетной стоимости (par value) — зафиксированного соотношения между валютами. Например, Чили в 1986—1992 гг. имела паритет национальной валюты по отношению к доллару, Израиль с 1986 г. — по отношению к корзине валют, состоящей из валют стран — основных торговых партнеров. На протяжении всего послевоенного времени вплоть до 1973 г. страны были обязаны поддерживать колебания своих курсов в пределах 1% в каждую сторону от паритета. В некоторых странах устанавливалась значительно большая ширина валютного коридора — до 20% (по 10% в каждую сторону от паритета).

- Установление пределов колебания курса национальной валюты в номинальных терминах без определения центральной паритетной стоимости. В этом случае просто определяются границы в национальной валюте, в пределах которых может колебаться валютный курс (Мексика в 1991 г., Россия в 1995—1997 гг.). В обоих случаях чем шире валютный коридор, тем больше свобода маневра правительства в макроэкономической сфере и тем реже возникает потребность в изменении его параметров. Чем уже валютный коридор, тем жестче должна быть государственная политика его поддержания, тем меньше автономия в области государственного регулирования у правительства и тем чаще может возникать потребность в изменении его границ.

• Введение наряду с валютным коридором правил изменения его границ: расширение или сужение коридора с течением времени, изменение параметров границ при определенных условиях. Например, в Мексике нижняя граница была зафиксирована твердо, а верхняя ежедневно повышалась на заранее объявленную величину, позволяя мексиканскому песо постепенно удешевляться. В России параметры валютного коридора несколько раз изменялись властями: сначала он был горизонтальным, затем горизонтальный коридор был перенесен на новый уровень, что несколько приблизило этот способ курсообразования к рассматриваемой ниже скользящей фиксации, а потом горизонтальный коридор был заменен на наклонный.

• Определение механизмов поддержания и защиты валютного коридора методами государственной экономической политики. Обычно они включают введение неофициального внутреннего коридора колебаний национальной валюты, по достижении границ которого центральный банк предпринимает валютные интервенции для выравнивания курса. Условия, при которых поддержка коридора прекращается (неприемлемые масштабы сокращения государственных валютных ресурсов), механизмы перехода на новый уровень валютного коридора или формул его скольжения в соответствии с динамикой определенного набора макроэкономических показателей.

Мировой опыт показывает, что введение валютного коридора оправданно в тех случаях, когда в стране достигнута стабилизация основных макроэкономических показателей, но уровень инфляции продолжает оставаться высоким и это не позволяет сразу перейти к фиксированной системе валютного курса. Макроэкономической целью введения валютного коридора является либо сокращение темпов инфляции, либо стабилизация реального валютного курса и, как следствие, выправление внешних платежных дисбалансов (*пример 2.7*).

Частным случаем валютного коридора является ограничение колебаний валют-

ного курса не только границами валютного коридора, но и его фиксацией к центральному паритету с возможностью отклонения от него на весьма незначительную величину (обычно $\pm 1\%$). Принимая во внимание изменение определенного набора макроэкономических показателей (международные резервы, денежная масса и др.), центральный паритет периодически пересматривается (как бы ползет), и валютный коридор устанавливается уже вокруг нового центрального паритета.

@ *Ползущая фиксация* (crawling peg) — механизм установления валютного курса как процента колебаний вокруг центрального паритета, предусматривающий регулярное его изменение на определенную величину.

Момент, когда необходимо пересматривать уровень центрального паритета, может либо задаваться формулой и временными параметрами (раз в месяц, раз в квартал и т.п.), либо определяться политическим решением денежных властей по их усмотрению, что обычно связано с истощением либо, напротив, накоплением валютных резервов. В Чили, например, изменение центрального паритета объявлялось в начале 90-х гг. ежемесячно, а процент изменения вычислялся как разность темпа инфляции в предыдущем месяце и прогнозируемой инфляции на ближайший год. В Израиле он менялся раз в год, а процент изменения вычислялся как разность уровня инфляции, который является целью правительства, и прогнозируемой инфляции на ближайший год. Система ползущей фиксации валютного курса существовала в 80-е гг. в Колумбии.

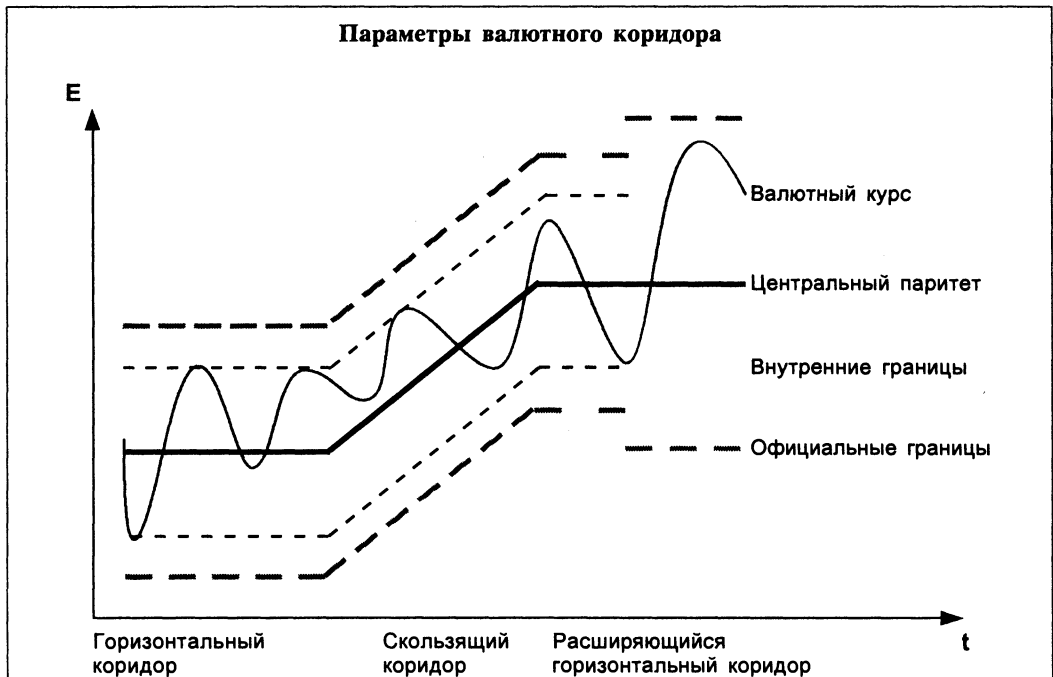
Как видно из рисунка 2.1, при ползущей фиксации валютный курс может колебаться в довольно узких пределах валютного коридора вокруг центрального паритета. Когда валюта обесценивается настолько, что курс упирается в верхнюю границу коридора (точка А), то денежные власти вынуждены начинать поддерживать курс, продавая часть ва-

лютных резервов. Если тенденция к обесценению продолжается достаточно долго (отрезок АВ), то власти, чтобы избежать потерю резервов, передвигают паритет и коридор на новый уровень. Если в дальнейшем национальная валюта продолжает терять в цене и ее курс снова упирается в верхнюю границу коридора (отрезок CD), его снова сдвигают на новый уровень. Если же затем национальная валюта будет укрепляться и ее курс упрется в нижнюю границу коридора (отрезок FG), то правительство может снова несколько передвинуть коридор, но уже в обратную сторону.

Ползущая фиксация валютного курса приносит большую дисциплину в валютный рынок, позволяет избежать резких спекулятивных атак на валютный курс, вносит элемент дисциплины в денежное хозяйство в целом. Однако такая политика может быть неудобной в случае, когда макроэкономические показатели требуют значительных изменений валютного курса.

Даже относительно свободное плавание курсов большинства валют друг к другу не означает полного государственного невмешательства в валютный курс. Практически все страны индивидуально

Пример 2.7



Валютный коридор в России был введен 6 июля 1995 г. изначально сроком на три месяца, с 1 октября был продлен еще на три, а с 1 января 1996 г. — еще на шесть месяцев. Коридор был введен в номинальных терминах, т.е. без определения центрального паритета, а просто как верхняя и нижняя границы колебания валютного курса рубля, которые российское правительство обязалось поддерживать. Смысл введения валютного коридора заключался в том, чтобы дать участникам валютных операций количественные ориентиры будущей динамики плавающего валютного курса, сократить инфляционные ожидания и удержать курс рубля от роста, что негативно влияло бы на экспорт. Ширина коридора составляла в 1995 г. 4300—4900 руб./долл. (14%), в первой половине 1996 г. — 4550—5150 руб./долл. (13%), а затем — в диапазоне от 5000—5600 до 5500—6100 руб./долл.

или скоординированно используют механизмы денежной политики для воздействия на валютный курс в необходимом направлении. В результате этого валютный курс определяется уже не только соотношением спроса и предложения на валюту, но и решениями денежных властей, плавание валют оказывается “грязным”, а сам валютный курс осуществляет “грязное плавание” (“dirty floating”).

@ *Управляемое плавание* (managed floating) — политика управления валютным курсом с помощью валютных интервенций, предусматривающих скупку или продажу иностранной валюты.

Если правительство, уловив тенденцию движения курса национальной валюты, стремится с помощью интервенций притормозить тенденцию движения валютного курса, это в приблизительном переводе на русский язык называется “грести против ветра” (“leaning against the wind”). Если правительство, напротив, стремится своими интервенциями ускорить движение курса в направлении, по которому он и так уже движется сам, это называется “грести по ветру”

(“leaning with the wind”). Преимущество управляемого плавания как способа влияния на валютный курс заключается в том, что правительство не связано никакими обязательствами по поддержанию курса и может проводить ту политику в этой сфере, которая наиболее оптимальна для существующей в экономике ситуации. Недостаток такой политики состоит в том, что страны—торговые партнеры могут преследовать различные цели в своей валютной политике. Например, в определенные периоды Япония может быть заинтересована в понижении курса иены по отношению к доллару, а США, напротив, в понижении курса доллара по отношению к иене.

Итак, цена единицы национальной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты, называется валютным курсом. Валютная котировка — способ определения валютного курса — может быть прямой, когда курс единицы национальной валюты выражается определенным количеством единиц иностранной валюты, и косвенной — в обратном случае. По временному горизонту валютные курсы делятся на: спот-курс, по которому валюты обмениваются друг на друга в

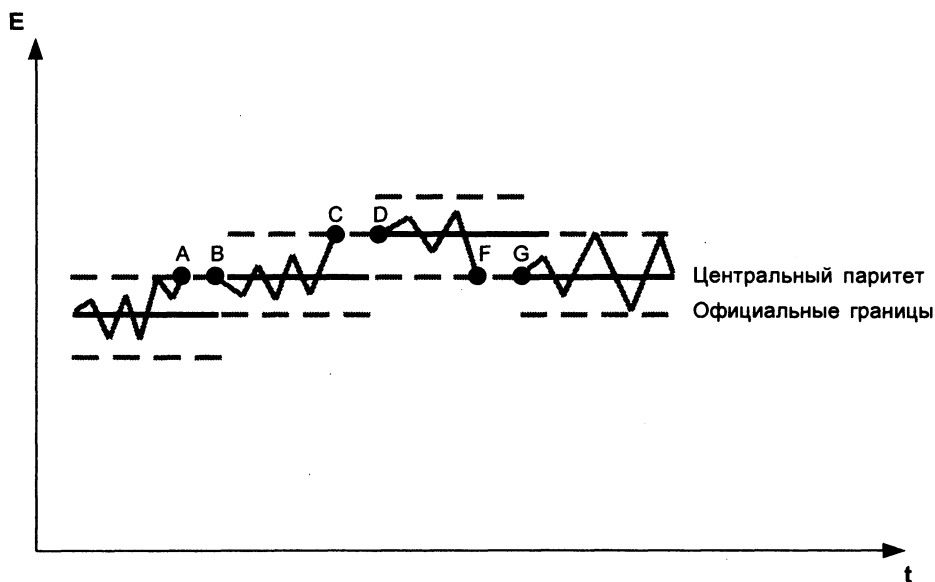


Рис. 2.1. Ползущая фиксация валютного курса

течение не более двух рабочих дней с момента достижения соглашения о котировке курса, и форвардный курс, по которому обмениваются валюты в определенный момент в будущем. Для выяснения реальных тенденций движения валютного курса используются его расчетные виды: номинальный — текущая валютная котировка, реальный — номинальный курс, пересчитанный с учетом инфляции, номинальный эффективный — индекс валютного курса по отношению к валютам стран — торговых партнеров и реальный эффективный — номинальный эффективный курс с поправкой на изменение уровней цен. В рамках отдельных государств может действовать единый валют-

ный курс или существовать множественность валютных курсов, когда используются различные курсы в зависимости от видов валютных операций и их участников. По степени жесткости определения валютные курсы делятся на фиксированные, предусматривающие жестко установленное соотношение между валютами; ограниченно гибкие курсы, предполагающие возможность плавания курса в определенных пределах, и плавающие под воздействием спроса и предложения. Гибридными видами валютного курса, сочетающими элементы фиксированных и плавающих курсов, являются валютный коридор, ползущая фиксация и управляемое плавание.

2. РАВНОВЕСНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ КУРС

Знакомый ветеринарный фельдшер, товарищ Птицын, давеча осматривал меня и даже, знаете, задрожал. У вас, говорит, полная девальвация. Где, говорит, печень, где, говорит, почки, где, говорит, ваш пузырь для содержания всякой жидкости, распознать, говорит, нет никакой возможности.

М. Зоценко. "Лимонад".

Иностранная валюта, как и любой другой товар, имеет цену, которая устанавливается на валютном рынке под воздействием спроса и предложения. В зависимости от изменяющихся рыночных условий она может расти в цене или, напротив, обесцениваться, девальвироваться. По Зоценко, даже после употребления лимонада человек, несмотря на глубокую девальвацию внутренних органов, все-таки остался жив и пришел на прием к фельдшеру. Для стран же во многих случаях девальвация национальной валюты является единственным способом экономического выживания.

Спрос и предложение на иностранную валюту

Валютный курс является основным связующим звеном между экономикой

каждой страны и остальными странами. Каждое государство использует свою денежную единицу, которая называется национальной валютой. Денежные единицы других стран являются для нее иностранной валютой. Иностранная валюта оценивается в национальной, в результате чего возникает равновесный валютный курс иностранной валюты по отношению к национальной. Если резиденты (предприятия, физические лица, правительство и т.д.) осуществляют экономические операции внутри своей страны, то для осуществления расчетов между собой им нужна только национальная валюта и спрос они предъявляют только на нее. Международная экономика изучает экономические операции между институциональными единицами, находящимися в разных государствах, в каждом из которых используется своя национальная валюта. Поэтому для осуществ-

ления международных расчетов требуется валюта тех стран, с которыми эти операции осуществляются. В результате резиденты одной страны предъявляют спрос на валюту других стран, т.е. на иностранную валюту. Спрос резидентов на иностранную валюту возникает потому, что им нужно оплатить импорт иностранных товаров, покупку иностранных ценных бумаг, приобретение собственности за рубежом или просто они стремятся заработать на изменении валютных курсов.

Предположим, однако, что объем совокупного спроса резидентов, уровень цен внутри страны и за рубежом остаются постоянными и международное движение капитала отсутствует. Тем самым спрос на иностранную валюту определяется только стоимостью импорта товаров. Если иностранная валюта дорога и много национальной валюты надо отдать за ее единицу, то спрос на иностранную валюту, как и на любой другой товар в этом случае, будет низким. Если иностранная валюта дешевеет, то все меньше национальной валюты приходится отдавать за ее единицу и спрос на иностранную валюту со стороны резидентов растет. Другими словами, при росте курса иностранной валюты спрос на нее сокращается, а при падении — увеличивается.

Предложение иностранной валюты приходит из-за рубежа, из тех стран, для которых эта валюта является национальной. Причины, по которым нерезиденты предлагают к продаже свою национальную валюту резидентам, примерно схожи с причинами, по которым резиденты проявляют спрос на иностранную валюту. Нерезидентам необходимо оплатить импорт товаров от резидентов или покупку их ценных бумаг, приобрести собственность у резидентов или также заработать на колебании валютных курсов. Если же предположить, что объем совокупного спроса резидентов, уровень цен внутри страны и за рубежом остаются постоянными и международное движение капитала отсутствует, то предложение иностранной валюты ограничи-

вается поступлениями, получаемыми резидентами от экспорта. Если иностранная валюта дорога, т.е. за нее можно купить много национальной валюты, то предложение иностранной валюты, как и любого другого товара, будет высоким. Если же иностранная валюта подешевеет, то все меньше национальной валюты удастся купить нерезидентам у резидентов и ее предложение нерезидентами сократится. Другими словами, при росте курса иностранной валюты ее предложение увеличивается, при падении — сокращается.

На взаимозависимость спроса и предложения на иностранную валюту можно посмотреть и с точки зрения валютного курса. Если курс национальной валюты растет (меньше национальной валюты надо отдавать за единицу иностранной), то спрос на импорт, а значит, и на иностранную валюту для его оплаты увеличивается. В то же время предложение валюты со стороны нерезидентов, т.е. их заинтересованность в покупке товаров национального экспорта, сокращается, ибо за единицу своей (иностранной) валюты они получают все меньше национальной валюты. Если курс национальной валюты падает (больше национальной валюты надо отдавать за единицу иностранной), то спрос на импорт, а значит, и на иностранную валюту для его оплаты сокращается. В то же время предложение валюты со стороны нерезидентов, т.е. их заинтересованность в покупке товаров национального экспорта, увеличивается, ибо за единицу своей (иностранной) валюты они получают все больше национальной валюты.

@ *Равновесный валютный курс* (equilibrium exchange rate) — курс валюты, обеспечивающий достижение равновесия платежного баланса при условии отсутствия ограничений на международную торговлю, специальных мотивов для притока или оттока капитала и чрезмерной безработицы.

Другими словами, равновесие платежного баланса в результате изменения

курса валюты должно обеспечиваться в результате действия фундаментальных экономических закономерностей, а не с помощью краткосрочных мер государственной экономической политики. Тем самым равновесный платежный баланс выступает ключевой фундаментальной экономической закономерностью, необходимой для поддержания равновесного валютного курса.

Равновесный валютный курс национальной валюты возникает на пересечении кривых спроса на иностранную валюту и ее предложения и графически выглядит примерно так же, как и график баланса спроса и предложения на товар. Если считать рубль национальной валютой, а доллар — иностранной и отложить по горизонтальной оси расходы на импорт и доходы от экспорта в долларах, а по вертикальной — стоимость доллара в рублях (валютный курс рубля), то валютный курс при определенном объеме спроса на доллар и его предложения можно определить следующим образом (рис. 2.2). Валютный рынок находится в равновесии в точке А, показывающей,

что спрос на доллар соответствует его предложению. В данном случае это произошло, когда доллар, условно говоря, стоил 5 рублей, т.е. при курсе 5 рублей за доллар. Если доллар подешевеет и будет стоить только 4 рубля, то предложение долларов сократится и переместится в точку В, притом что спрос на них возрастет и переместится в точку С. Дефицит валюты на рынке составит [BC]. В результате превышения спроса над предложением цена доллара будет увеличиваться до тех пор, пока рынок не станет снова равновесным в точке А. Аналогичным образом, если доллар подорожает и будет стоить 7 рублей, спрос на него упадет и переместится в точку D, тогда как предложение долларов при этом курсе возрастет и окажется в точке E. Избыток предложения над спросом достигнет [DE]. В результате цена доллара упадет до состояния равновесия спроса и предложения в точке А.

В числовом выражении пример на рисунке 2.2 выглядит следующим образом. При курсе 5 руб./долл. покупается и продается 4 (млн.) долл. При падении курса

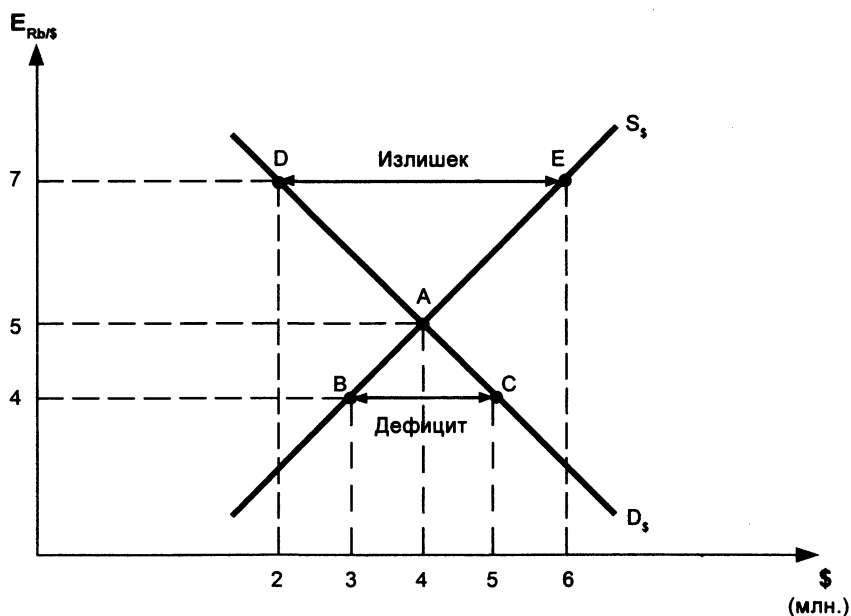


Рис. 2.2. Равновесный валютный курс

доллара (что равносильно росту курса рубля) до 4 руб./долл. предложение долларов составляет 3 (млн.) долл., тогда как спрос — 5 (млн.) долл., дефицит валюты — $[3-5]=-2$ (млн.) долл. При росте курса доллара (падении курса рубля) до 7 руб./долл. предложение долларов составит 6 (млн.) долл., а спрос — только 2 (млн.) долл. Избыток предложения над спросом составит $[6-2]=4$ (млн.) долл.

Изменение стоимости иностранной валюты

В рыночных условиях спрос и предложение на иностранную валюту постоянно изменяются под влиянием массы факторов, которые в совокупности отражают изменение относительного места страны в международной экономике. Соответственно изменяется и валютный курс национальной валюты. Экономический смысл изменения валютного курса при режиме плавающего и фиксированного валютного курса различен.

Если страна придерживается режима плавающего валютного курса, то его из-

менение происходит как результат простого взаимодействия рыночных сил спроса и предложения. В результате национальная валюта может либо обесцениться, что означает одновременное и соизмеримое подорожание иностранной валюты, либо подорожать, что означает одновременное обесценение иностранной валюты (рис. 2.3). Если предположить, что при постоянном предложении валюты (постоянных размерах экспорта) спрос на нее возрос в силу увеличения импорта товаров, то кривая спроса сдвинется на уровень D_s' . Возникший дефицит спроса на иностранную валюту в размере $[AB]$ сдвигает баланс спроса и предложения в точку A' , что означает рост ее курса до E' . Аналогичным образом падение спроса на иностранную валюту из-за сокращения размеров импорта приводит к перемещению кривой спроса на уровень D_s'' . Возникает излишек предложения иностранной валюты в размере $[AC]$, в результате чего баланс спроса и предложения устанавливается на более низком уровне A'' , что означает падение валютного курса до E'' . Аналогичные эффекты возникают при посто-

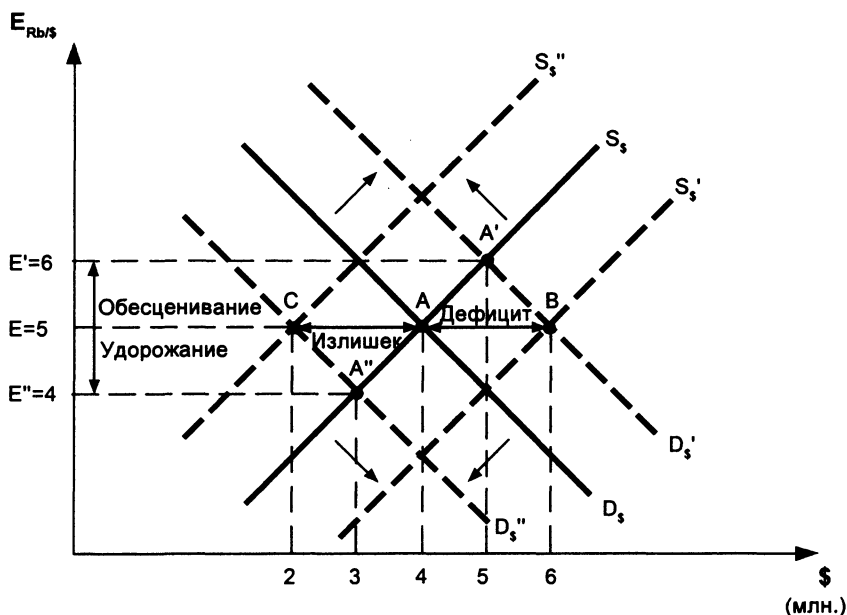


Рис. 2.3. Адаптация плавающего валютного курса

янном спросе на валюту, но при увеличении ее предложения до уровня S_3' , например в силу роста экспорта, или при сокращении ее предложения до S_3'' .

@ *Обесценение валюты* (currency depreciation) — снижение стоимости валюты при режиме плавающего валютного курса.

@ *Подорожание валюты* (currency appreciation) — увеличение стоимости валюты при режиме плавающего валютного курса.

В числовом выражении: при увеличении спроса на доллары с 4 до 6 млн. долл. и неизменном их предложении валютный курс рубля упадет (а доллара вырастет) до 6 руб./долл. При сокращения спроса на доллары с 4 до 2 млн. и том же их предложении курс рубля вырастет (а доллара упадет) до 4 руб./долл. При увеличении предложения долларов с 4 до 6 млн. долл. и неизменном спросе на них валютный курс рубля вырастет до 4 руб./долл. При сокращении предложения долларов с 4 до 2 млн. и том же спросе на них курс рубля упадет до 6 руб./долл. При одновременном росте спроса и предложения до 6 млн. долл. или при одновременном их сокращении до 2 млн. долл. курс останется неизменным на уровне 5 руб./долл.

В случае фиксированного режима валютного курса его адаптация к изменившимся объемам спроса и предложения на иностранную валюту происходит иначе (рис. 2.4). Изначально баланс спроса и предложения на иностранную валюту находится в точке А, однако валютный курс жестко фиксирован правительством и на уровне Е не может изменяться под влиянием спроса и предложения. Из-за увеличения импорта спрос на иностранную валюту возрастает, в результате чего кривая спроса сдвигается на уровень D_3' , а предложение остается прежним — S_3 . При плавающем валютном курсе возникновение дефицита иностранной валюты [АВ] однозначно привело бы к росту ее курса. Но если

государство обязалось поддерживать фиксированный валютный курс, то при росте спроса на иностранную валюту центральный банк начинает продавать иностранную валюту из своих резервов, чтобы удержать курс на уровне Е. Тем самым увеличивается ее предложение и кривая предложения начинает смещаться в сторону S_3' . Одновременно продажа иностранной валюты центральным банком означает сокращение объема национальной валюты, находящейся в обращении. Уменьшение денежной массы означает сокращение расходов, в том числе и на импорт, поскольку в распоряжении резидентов остается все меньше национальной валюты, чтобы покупать иностранную валюту. В результате кривая спроса D_3' постепенно смещается назад к уровню D_3'' . Процесс адаптации происходит до тех пор, пока кривые спроса и предложения не пересекутся в точке А', в которой валютный курс останется на прежнем уровне Е.

Однако валютные резервы государства не безграничны. Если по каким-либо причинам спрос на иностранную валюту в течение длительного времени превосходит ее предложение, искусственно удерживать курс национальной валюты от падения путем продажи иностранной валюты из резервов невозможно. Когда резервы снижаются до уровня менее чем до восьми недель объема импорта товаров и услуг, перед государством встает вопрос чрезвычайной важности о необходимости отказаться от защиты фиксированного курса и перейти к режиму плавающего курса либо законодательно снизить стоимость своей национальной валюты до уровня, приблизительно соответствующего рыночному равновесию. В этой ситуации валютные спекулянты, играющие на курсовой разнице на валютном рынке, могут опередить государство, которое неминуемо будет вынуждено снизить стоимость своей валюты вследствие растущей потери резервов, и начинают активно продавать национальную валюту в обмен на иностранную, стремясь тем самым избежать потерь. В результате возникает ситуация,

известная в международной экономике под названием "спекулятивная атака на валюту".

@ *Спекулятивная атака* (speculative attack) — резкий рост предложения валюты на рынке в период ослабления ее курса, приводящий к потере валютных резервов страны в случае попыток поддержать слабеющий валютный курс.

В значительно более редком случае, когда предложение иностранной валюты стабильно превосходит спрос на нее и центральный банк для поддержания валютного курса вынужден постоянно скупать иностранную валюту, нежелательно раздувая тем самым национальную денежную массу, что ведет к росту инфляции и другим негативным последствиям, наступает момент, когда государство вынуждено либо опять перейти к плавающему режиму, либо законодательно повысить стоимость курса своей валюты.

@ *Девальвация валюты* (currency devaluation) — законодательное снижение курса валюты или центрального па-

ритета при режиме фиксированного валютного курса.

@ *Ревальвация валюты* (currency revaluation) — законодательное повышение курса валюты или центрального паритета при режиме фиксированного валютного курса.

В числовом выражении пример на рисунке 2.4 выглядит следующим образом. Изначальный баланс спроса и предложения существует при курсе 5 руб./долл., по которому продается и покупается 2 млн. долл. При повышении спроса на доллары до 6 млн. долл. возникает их дефицит в размере $2 - 6 = -4$ млн. долл. Государство для поддержания курса продает 2 млн. долл., и в результате сокращения денежной массы спрос на доллары сокращается также на 2 млн. долл. В результате при том же курсе 5 руб./долл. продается и покупается уже 4 млн. долл. Если государство считает экономически необоснованным потерю 2 млн. долл. резервов, оно осуществляет девальвацию валютного курса своей валюты до 7 руб./долл. и фиксирует валютный курс на этом пониженном уровне.

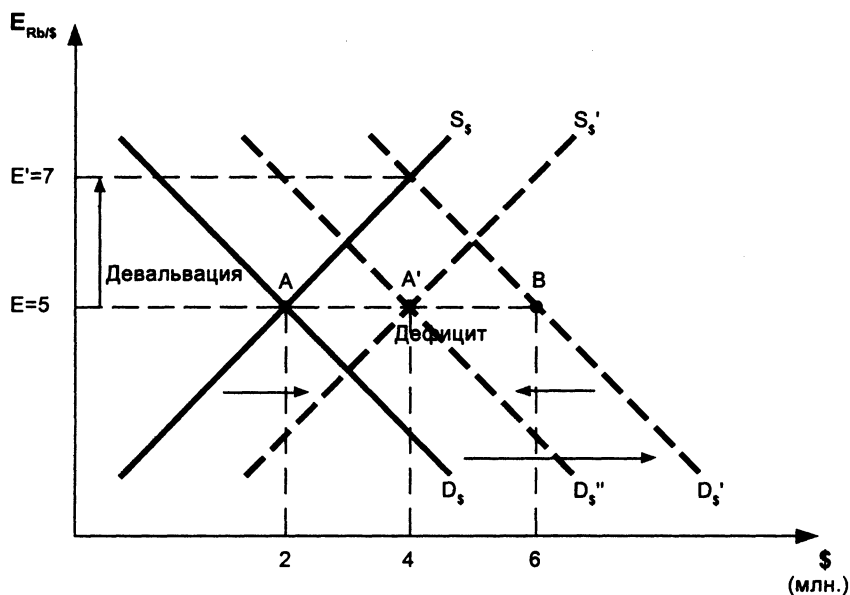


Рис. 2.4. Адаптация при фиксированном валютном курсе

Суммируя варианты изменения валютного курса при различных его режимах, можно констатировать, что курсы — это сообщающиеся сосуды, подорожание национальной валюты неизбежно означает обесценение иностранной, к которой она котируется. Подорожание иностранной валюты свидетельствует об обесценении национальной. Поэтому всегда, когда сравниваются стоимости нескольких валют, необходимо точно указывать, о курсе какой валюты — национальной или иностранной — идет речь. Сложности в интерпретации конкретных данных могут возникнуть и в силу метода котировки валют. Например, изменение курса рубля в косвенной котировке с 6 до 7 руб./долл. означает обесценение рубля. А изменение курса марки в прямой котировке с 0,667 до 0,679 долл. за марку означает подорожание марки. В целом взаимозависимость различных направлений движения валютного курса суммирована в таблице 2.2.

Любое изменение стоимости иностранной валюты, так же как и сам валютный курс, может быть номинальным и реальным. Понятие номинального изменения курса полностью совпадает с обесценением и подорожанием валюты в случае плавающего курса и девальвации и ревальвации в случае фиксированного курса. Реальное изменение курса, по существу, означает изменение реального

валютного курса, т.е. изменение номинального курса, пересчитанное с учетом изменения уровня цен в своей стране и в той стране, к валюте которой котируется национальная валюта. В практических целях из всех возможных движений валютного курса в том или ином направлении наибольшее значение имеет реальная девальвация, которая используется как мощный инструмент экономической политики странами с фиксированным валютным курсом.

@ *Реальная девальвация* (real devaluation) — снижение реального курса национальной валюты при режиме фиксированного валютного курса, происшедшее с учетом изменения уровня цен в своей стране и в той стране, к валюте которой котируется национальная валюта.

Девальвация важна именно в реальном, а не в номинальном выражении, поскольку рост цен в стране, девальвирующей свою валюту, если он значительно превышает рост цен в стране, по отношению к валюте которой котируется национальная валюта, может свести на нет весь положительный эффект от девальвации (пример 2.8). Из формулы реального валютного курса (2.4) следует, что для того, чтобы девальвация сработала как инструмент экономической полити-

ТАБЛИЦА 2.2

Интерпретация изменений валютного курса

Изменение стоимости	Плавающий курс		Фиксированный курс	
	национальная валюта	иностранная валюта	национальная валюта	иностранная валюта
Снижение курса национальной валюты	обесценение	подорожание	девальвация	ревальвация
Рост курса национальной валюты	подорожание	обесценение	ревальвация	девальвация
Снижение курса иностранной валюты	подорожание	обесценение	ревальвация	девальвация
Рост курса иностранной валюты	обесценение	подорожание	девальвация	ревальвация

Пример 2.8

Допустим, что в основе решения правительства России изменить валютный коридор с начала 1996 г. лежало решение девальвировать расчетный центральный паритет рубля по отношению к доллару E_a с 4600 в конце 1995 г. до 4750 руб./долл., т.е. на 3,3%. Правительство полагало, что более низкий курс рубля будет лучше отражать его стоимость в первые шесть месяцев 1996 г. и снижение курса приведет к росту экспорта. Однако за эти месяцы цены в США выросли на 1,4, а в России — на 28%. В результате реальный курс рубля к середине 1996 г. составил $E_r = 4750 \times 101,4 / 128 = 3763$ руб./долл., т.е. начальный эффект девальвации центрального паритета рубля на 3,3% был полностью перекрыт ростом цен, в результате чего произошла ревальвация рубля на 22%.

ки, инфляция в стране, осуществляющей девальвацию своей валюты, должна быть как минимум не больше, чем у ее основных торговых партнеров. Только в этом случае девальвация в реальном измерении будет положительной. В противном случае она будет компенсирована ростом внутренних цен или даже окажется отрицательной, что по мере развития инфляционных процессов потребует через некоторое время проведения еще одной девальвации. Это может оказаться замкнутым кругом. В большинстве случаев обеспечить реальную девальвацию очень сложно, поскольку неизбежное подорожание импортных товаров приводит к требованиям о повышении зарплаты, что вызывает новый виток инфляции. Тем самым, чтобы сыграть реальную роль в восстановлении конкурентоспособности отечественных товаров на мировых рынках, девальвация национальной валюты должна происходить на фоне жесткой фискально-денежной политики, подавляющей инфляцию. Обратной стороной реальной девальвации является реальная ревальвация национальной валюты — политика, обеспечивающая ее реальное подорожание по отношению к другим валютам, которая на практике используется очень редко.

Зависимость цен от валютного курса

В рассмотренных выше моделях для простоты предполагалось, что единственным источником предложения иностранной валюты являются доходы от

экспорта товаров, так же как и единственным источником спроса — расходы на их импорт. Однако спрос и предложение иностранной валюты могут возникать не только в результате необходимости обслуживать международное движение товаров, но и вследствие международного перемещения факторов производства, и прежде всего капитала. В основе спроса на иностранную валюту для оплаты товаров и услуг лежит как цена самой валюты, так и соотношение цен на одинаковые товары в разных странах (относительные цены). Если некий товар относительно дешевле за рубежом, чем у себя в стране, то вполне вероятно, что увеличится спрос на валюту этой страны для того, чтобы приобрести этот товар. Если же этот товар относительно дешевле у себя в стране, то спрос на иностранную валюту упадет, поскольку резидентам она не нужна: они будут покупать отечественный товар за национальную валюту.

Однако спрос на иностранную валюту и ее предложение возникают не только в результате потребности обслуживать международную торговлю товарами. Капитал в форме портфельных и прямых инвестиций активно перемещается из страны в страну. В основе движения капитала в форме портфельных инвестиций лежит в основном разница в процентных ставках, а в форме прямых инвестиций — разница в прибыльности его вложения, существующая между странами. Поскольку в каждой стране и ценные бумаги, и активы деноминированы в национальной валюте, нерезидентам, что-

бы купить их, нужна национальная валюта другой страны. Если в нашей стране доходность по иностранным ценным бумагам и прибыльность вложений в активы при сопоставимом уровне риска выше, чем за рубежом, то она оказывается пунктом притяжения для иностранной валюты, которая устремляется в нашу страну и создает дополнительный спрос на нашу национальную валюту, повышая ее курс. В обратной ситуации, когда процент и прибыльность активов выше за рубежом, спрос повышается на иностранную валюту, а на национальную, соответственно, сокращается. В результате падает ее курс.

Спрос на иностранную валюту зависит также от относительного уровня доходов. Когда доходы в стране растут относительно доходов в странах — ближайших торговых партнерах, резиденты приобретают больше товаров, в том числе и импортных, создавая спрос на иностранную валюту и повышая ее курс. Если доходы относительно снижаются, спрос резидентов на импортные товары и, соответственно, на иностранную валюту падает, курс ее снижается. Наконец, на валютном рынке делаются оценки возможной будущей стоимости иностранной валюты, форвардного валютного курса, что также приводит к перемещению валюты между странами.

Изменение курсов валют оказывает непосредственное и неодинаковое воздействие на стоимость товаров в международной торговле и на стоимость прямых и портфельных инвестиций, которые выражены в этих валютах. В любом случае под изменением курсов понимается изменение реального валютного курса, т.е. с поправкой на темпы инфляции у себя в стране и за рубежом. В целом это воздействие сводится к следующему:

- Падение курса национальной валюты приводит к снижению цен национальных товаров на мировом рынке, выраженных в иностранной валюте, что способствует росту экспорта, который в результате становится более конкурентоспособным. В то же время цены на иностранные товары, выраженные в на-

циональной валюте, становятся выше, в результате чего их импорт сокращается. В результате падения курса национальной валюты деноминированные в ней национальные активы и ценные бумаги дешевеют и становятся более привлекательными для иностранных инвесторов, что приводит к увеличению притока капитала из-за рубежа.

- Рост курса национальной валюты приводит к росту цен национальных товаров на мировом рынке, выраженных в иностранной валюте, что приводит к сокращению их экспорта, который в результате становится менее конкурентоспособным. В то же время цены на иностранные товары, выраженные в национальной валюте, снижаются, в результате чего их импорт увеличивается. В результате роста курса национальной валюты деноминированные в ней национальные активы и ценные бумаги дорожают относительно иностранных, что приводит к увеличению оттока капитала за рубеж.

Таким образом, падение курса национальной валюты ведет к росту экспорта товаров и импорта капитала, тогда как рост ее курса имеет обратные последствия — увеличение импорта товаров и экспорта капитала (*пример 2.9*). В любом случае подразумевается неизменность внутренних цен в каждой из стран. Воздействие изменений валютного курса на цены показано в таблице 2.3.

Итак, иностранная валюта, как и любой другой товар, имеет цену, которая устанавливается на валютном рынке под воздействием спроса и предложения. Спрос на нее возникает в основном в силу необходимости оплачивать импортные товары, приобретать иностранные ценные бумаги и другие активы, а ее предложение — из-за получения доходов от экспорта, а также приобретения иностранцами национальных ценных бумаг и прочих активов. Под воздействием колебания спроса и предложения валютный курс изменяется. При режиме плавающего (фиксированного) валютного курса снижение курса национальной

ТАБЛИЦА 2.3

Зависимость цен от изменений валютного курса

Влияние изменения курса на:	Падение курса	Рост курса	Падение курса	Рост курса
	национальной валюты		иностранной валюты	
Цены национальных товаров на мировом рынке	снижает	увеличивает	увеличивает	снижает
Торговлю национальными товарами на мировом рынке	увеличивает экспорт/ сокращает импорт	сокращает экспорт/ увеличивает импорт	сокращает экспорт/ увеличивает импорт	увеличивает экспорт/ сокращает импорт
Цены национальных ценных бумаг и активов	снижает	увеличивает	увеличивает	снижает
Приток капитала из-за рубежа/отток капитала за рубеж	увеличивает приток капитала/ сокращает отток капитала	сокращает приток капитала/ увеличивает отток капитала	сокращает приток капитала/ увеличивает отток капитала	увеличивает приток капитала/ сокращает отток капитала

валюты называется ее обесценением (девальвацией), а повышение — подорожанием (ревальвацией). При этом изменение плавающего курса происходит автоматически, а фиксированного — по решению государственных органов. Номинальное изменение валютного курса в ту или иную сторону с поправкой на темпы инфляции у себя в стране и в странах—основных торговых партнерах счи-

тается реальным изменением валютного курса, а в наиболее часто встречающихся случаях его снижения — реальной девальвацией. Снижение реального курса национальной валюты приводит к снижению выраженных в иностранной валюте цен национальных товаров, ценных бумаг и других активов, росту экспорта товаров и увеличению импорта капитала. Рост реального валютного курса при-

Пример 2.9

Допустим, что цена спортивного самолета, произведенного в России, — 500 тыс. рублей. Россия экспортирует эти самолеты в США, где их цена при курсе 5 руб./долл. составит $500\ 000/5=100$ тыс. долл. Если уровень цен в обеих странах считать постоянным, то при снижении курса рубля до 6,25 руб./долл. цена самолета в США упадет до $500\ 000/6,25=80$ тыс. долл., что сделает его значительно более конкурентным на американском рынке. Напротив, при росте курса рубля до 4 руб./долл. цена российского самолета в США увеличится до $500\ 000/4=125$ тыс. долл., что может привести к полной потере экспортного рынка.

В то же время акция российского авиационного предприятия, производящего эти самолеты, изначально стоила 100 тыс. рублей и при курсе 5 руб./долл. продавалась иностранным инвесторам за $100/5=20$ долл. После падения курса до 6,25 руб./долл. она стала стоить инвесторам только $100/6,25=16$ долл., в результате чего спрос на эти акции активизируется и приток иностранного капитала увеличится. Если же курс вырастет до 4 руб./долл., то стоимость акции возрастет до $100/4=25$ долл., что сделает ее значительно менее привлекательной для иностранных инвесторов. Если же учесть, что рост курса национальной валюты означает пропорциональное падение курса иностранной валюты, то иностранные акции и активы подешевеют и национальный капитал устремится за рубеж.

водит к повышению цены национальных товаров на мировом рынке, ценных бу-

маг и других активов, росту импорта товаров и экспорта капитала.

3. ЭЛАСТИЧНОСТЬ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ

Сапоги почистить — 1.000.000.

Состояние!

Раньше б дом купил —
и даже не плохой.

Привыкли к миллионам.

Даже до Луны расстояние
советскому жителю кажется чепухой.

В. Маяковский.

*“Стихотворение о Мясницкой, о бабе
и всероссийском масштабе”.*

Как было установлено выше, предложение валюты означает количество иностранной валюты, которое будет выпущено на рынок при различных уровнях валютного курса. Маяковский зафиксировал свыкание людей с обесценением рубля в условиях гиперинфляции первых лет советской власти. Доинфляционная цена дома сравнялась с послеинфляционной ценой чистки сапог. При условии неизменности всех остальных макроэкономических переменных снижение цены национальной валюты означает в большинстве, но не во всех случаях рост товарного экспорта и, следовательно, увеличение предложения иностранной валюты.

Предложение как обратный спрос

Снижение стоимости национальной валюты в форме девальвации при фиксированном или обесценение при плавающем валютном курсе приводит к следующим экономическим эффектам:

- увеличивает объемы национального экспорта, поскольку его цена для нерезидентов, выраженная в иностранной валюте, снижается;
- снижает физические объемы импорта, поскольку его цена для резидентов в национальной валюте становится выше;
- увеличивает валютные доходы от национального экспорта, если спрос нерезидентов на него эластичный, и снижает эти доходы, если спрос неэластичный.

Последний эффект схож по содержанию с известным из общей экономической теории эффектом эластичности спроса по цене: при эластичном спросе изменение цены ведет к большему процентному изменению объемов спроса, при неэластичном спросе спрос меняется относительно меньше или даже вообще остается неизменным. В международной макроэкономике спрос предьявляется на специфический товар — иностранную валюту.

@ *Эластичность спроса и предложения валюты* (elasticity of currency demand and supply) — соотношение изменения в объемах спроса и предложения валюты с процентным изменением валютного курса.

В практических целях для измерения эластичности обычно используют арковую эластичность — изменение показателей в промежутке между двумя усредненными показателями объемов валюты и ее курса:

$$r = \frac{\Delta Q / [(Q_1 + Q_2) / 2]}{\Delta P / [(P_1 + P_2) / 2]} \quad (2.7)$$

Если отвлечься от международного движения капитала, то наибольшее значение для эластичности спроса и предло-

жения валюты имеют следующие виды эластичности.

Со стороны спроса:

- эластичность спроса со стороны зарубежных стран на национальный экспорт;

- эластичность национального спроса на импорт из-за рубежа.

Со стороны предложения:

- эластичность иностранного предложения импорта со стороны зарубежных стран;

- эластичность предложения национального экспорта зарубежным странам.

Однако спрос страны на валюту зарубежного государства является по сути ее предложением со стороны этого государства. Точно так же спрос зарубежного государства на валюту данной страны эквивалентен предложению национальной валюты этой страной. Поэтому если известен спрос на валюту в данной стране и в зарубежной стране, то известно и ее предложение. Следовательно, для определения параметров спроса и предложения валюты достаточно знать только спрос на нее в каждой из стран, который, в свою очередь, определяется спросом на

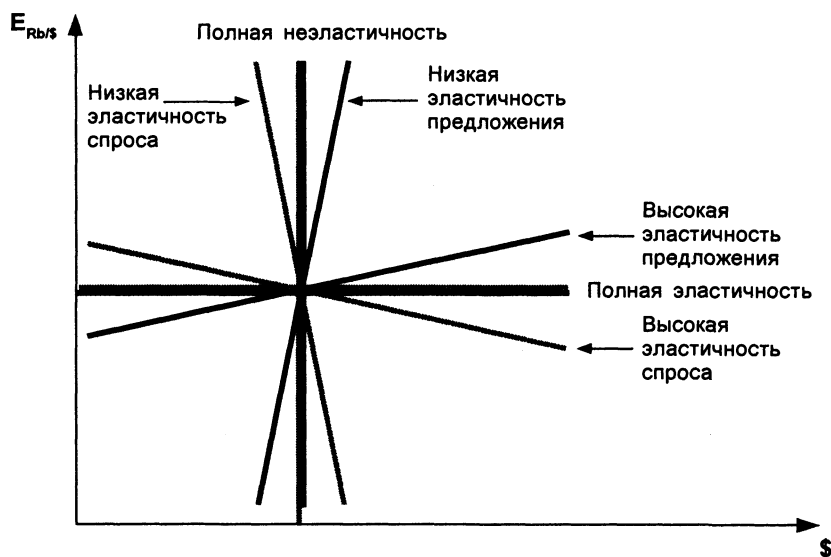


Рис. 2.5. Эластичность спроса и предложения иностранной валюты

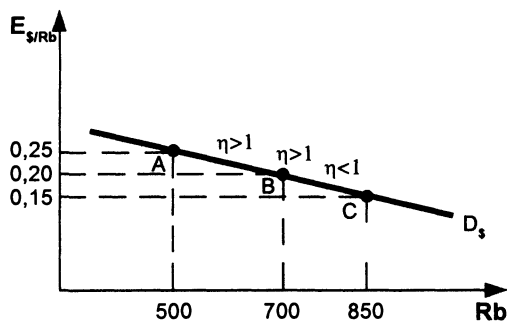


Рис. 2.6. Эластичность спроса на экспорт

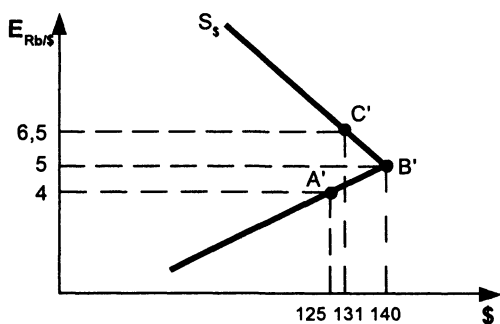


Рис. 2.7. Кривая предложения долларов

импорт товаров и иностранные активы.

Спрос на валюту считается эластичным, если $r > 1$, т.е. процентное изменение в объеме спроса на валюту превосходит процентное изменение ее курса. Спрос на валюту считается неэластичным, если $r < 1$, т.е. процентное изменение в объеме спроса на валюту меньше процентного изменения ее курса. Если $r = 1$, то процентное изменение спроса равно процентному изменению курса валюты. Графически чем ближе спрос и предложение иностранной валюты к горизонтальной линии на рисунке 2.5, тем выше их эластичность. Если они сливаются с горизонтальной прямой, то спрос и предложение валюты считаются бесконечно эластичными: любое, даже незначительное изменение курса приводит к бесконечно большим изменениям в спросе и предложении валюты. Чем ближе спрос и предложение иностранной валюты к вертикальной линии на рисунке 2.5, тем ниже их эластичность. Если они сливаются с вертикальной прямой, то спрос и предложение валюты считаются бесконечно неэластичными: любое, даже значительное, изменение курса не приводит к каким-либо изменениям в спросе и предложении валюты.

Спрос нерезидентов на национальную валюту, необходимую для оплаты национального экспорта, взаимосвязан с предложением иностранной валюты нерезидентами. Спрос нерезидентов на национальные экспортные товары и, следовательно, на национальную валюту для его оплаты может быть эластичным, нейтральным и неэластичным. При эластичном и нейтральном спросе предложение иностранной валюты растет, при неэластичном — убывает. Допустим, что торговыми партнерами выступают Россия и США, национальными валютами которых являются, соответственно, рубль и доллар. Рисунок 2.6 представляет собой график спроса со стороны США на товары, экспортируемые туда Россией, а рисунок 2.7 — график предложения со стороны США долларов для покупки рублей, необходимых для оплаты российского экспорта.

Россия, предлагая товары на экспорт, предъявляет спрос на доллары D_1 , который растет по мере снижения курса доллара (рис. 2.6). На отрезке [AB] спрос на российский экспорт эластичный и предложение долларов растет, что соответствует отрезку [A'B'] на графике предложения долларов (рис. 2.7). На отрезке [BC] спрос на российский экспорт оканчивается неэластичным и предложение долларов падает [B'C'].

Аналогичным образом определяют и степень эластичности национального спроса на импорт из-за рубежа. Если страна импортирует простые базовые товары и сырье, необходимые для поддержания жизнедеятельности, то в большинстве случаев эластичность спроса на импорт у этой страны будет низкой. Если же страна импортирует предметы роскоши, для которых существуют приемлемые местные субституты, эластичность спроса на импорт должна быть очень высокой. Если в стране существует сектор, конкурирующий с импортом, то эластичность спроса на импорт наверняка высокая. В краткосрочной перспективе спрос на импорт может быть не очень эластичным, но в долгосрочной перспективе он может оказаться более эластичным. Большинство развитых стран имеют развитый сектор, конкурирующий с импортом, и поэтому высок эластичный спрос на импорт. В большинстве развивающихся стран сектор, конкурирующий с импортом, вообще отсутствует. Они импортируют базовые товары и сырье, и их спрос на импорт очень неэластичен. Низкая эластичность спроса на импорт и на экспорт является стандартным аргументом, приводимым многими развивающимися странами, не желающими девальвировать свою валюту, курс которой явно завышен, что могло бы способствовать притоку капитала из-за рубежа и сокращению дефицита платежного баланса.

Спрос на импорт, из которого вытекает спрос на иностранную валюту, и спрос других стран на экспорт данной страны, из которого вытекает ее предложение, являются частью более широкого спроса

Пример 2.10

Владимирский тракторный завод экспортирует часть своей продукции в США. Предположим, что параметры предложения тракторов на экспорт следующие:

1	2	3	4	5	6=1×5	7=4×5	8
Цена в руб. (млн.)	$E_{\$/Rb}$	$E_{Rb/\$}$	Цена в долл. (тыс.)	Кол-во	Спрос на руб. (млн.)	Предложение, долл. (тыс.)	r
50	0,25	4	12,5	10	500	125	
50	0,2	5	10	14	700	140	1,50
50	0,15	6,5	7,7	17	850	131	0,74

Цена трактора в рублях — 50 млн. и остается постоянной. Курс составляет 1 долл.=4 руб. (тыс.), или, что то же самое, 1 руб.=0,25 долл. Цена одного трактора в долларах для американских покупателей — 12,5 тыс. долл. По этой цене американский заказчик готов купить 10 тракторов, для чего ему надо приобрести на валютном рынке 50 руб.×10=500 млн. руб. (точка А на рис. 2.6), потратив на это, т.е. предложив на валютный рынок, 12,5 тыс. долл.×10=125 тыс. долл. (точка А' на рис. 2.7).

Россия, которая нуждается в долларах, решает стимулировать экспорт и, соответственно, приток долларов. Для этого курс рубля понижается. Если курс рубля понизится до 1 долл.=5 руб., или 1 руб.=0,2 долл., то тот же трактор будет стоить американской фирме 10 тыс. долл., и она по этой более низкой цене решает купить 14 тракторов. Для этого ей надо приобрести на валютном рынке 700 млн. руб., истратив на это 140 тыс. долл. (точки В и В'). Как видно, предложение долларов (их приток в Россию) возросло со 125 тыс. до 140 тыс. долл. Воодушевленная успехом, Россия решает и дальше девальвировать рубль. При курсе 1 долл.=6,5 руб., или 1 руб.=0,15 долл., владимирский трактор будет стоить американской фирме всего 7,7 тыс. долл. По этой цене она решает купить еще больше — 17 тракторов, приобретает 850 млн. руб. за 131 тыс. долл. Как видно, несмотря на продолжающееся падение рубля, приток долларов сократился со 140 тыс. до 131 тыс. долл. Причина — в разной эластичности спроса на российский экспорт на участках [АВ] и [ВС]. На участке [АВ] взятая по модулю эластичность спроса на экспорт больше единицы и составляет $[(500-700)/(500+700)/2]/[(0,25-0,2)/(0,25+0,2)/2]=1,5$. Это означает, что падение курса рубля на 1% ведет к росту спроса на российский экспорт на 1,5%. Затем, несмотря на продолжающееся падение курса рубля, предложение долларов сократилось. Взятая по модулю эластичность спроса на экспорт на участке [ВС] меньше единицы и составляет $[(700-850)/(700+850)/2]/[(0,2-0,15)/(0,2+0,15)/2]=0,74$. Это означает, что при продолжающемся падении курса рубля спрос на российский экспорт стал неэластичным: падение курса рубля на 1% приводит к значительно меньшему росту спроса на экспорт — всего на 0,74%. Тем самым рост предложения долларов соответствует эластичному спросу на экспорт, сокращение предложения долларов — неэластичному спросу на экспорт.

и предложения. Спрос на импорт является частью спроса на импортируемые товары, часть из которых может производиться внутри данной страны. Спрос на экспорт является частью более широкого спроса на экспортируемые товары, часть которых может производиться самими зарубежными странами. Более того, на спрос на импорт влияет предложение. Так, спрос на импорт находится под влиянием предложения импортных

субститутов, произведенных внутри страны: если цена импортных товаров достигает определенного уровня, импорт просто прекращается и весь спрос на них покрывается только за счет внутреннего производства. Спрос иностранцев на экспорт находится под влиянием предложения конкурирующих товаров, произведенных за рубежом. Страны сильно различаются с точки зрения эластичности спроса и предложения иностранной

валюты, в результате чего валютный курс одних валют колеблется значительно сильнее, чем курс других.

Условие Маршалла—Лернена

Эластичность спроса других стран на национальный экспорт и эластичность национального спроса на импорт из-за рубежа являются важнейшими параметрами, позволяющими судить о том, позволит ли снижение стоимости национальной валюты в результате рыночного обесценения или преднамеренной девальвации улучшить торговый баланс. На этот феномен обратили внимание сразу три экономиста — Альфред Маршалл, Абба Лернен и Дж. Робинсон¹. Их выводы строились на следующих допущениях:

- Международное движение капитала отсутствует, и торговый баланс представляет собой простую разность экспорта и импорта товаров. Поэтому текущий спрос и предложение на иностранную валюту определяются только спросом на импорт и доходами от экспорта.

- Спрос резидентов на иностранные товары, так же как и их предложение товаров на экспорт, зависит только от уровня цен на них, выраженных в национальной валюте. Предложение нерезидентов товаров на экспорт и их спрос на импорт зависят только от их цен в иностранной валюте.

- Предложение иностранной валюты считается бесконечно эластичным: любое изменение валютного курса приводит к значительно большему росту или сокращению предложения валюты — график предложения является горизонтальной линией.

- Изначальный торговый баланс предполагается равным нулю (стоимость товарного импорта, эквивалентная спросу на иностранную валюту, равна стоимости товарного экспорта, эквивалентного

ее предложению), т.е. экономика находится в состоянии равновесия.

При соблюдении этих допущений снижение курса национальной валюты приводит к улучшению торгового баланса в случае, если соблюдается условие Маршалла—Лернена.

@ *Условие Маршалла—Лернена* (Marshall—Lerner condition) — снижение стоимости национальной валюты (девальвация) приводит к улучшению торгового баланса, если сумма абсолютных значений эластичности национального спроса на импорт и иностранного спроса на национальный экспорт больше единицы:

$$r_x + r_{im} > 1, \quad (2.8)$$

где r_x — эластичность спроса на экспорт (эластичность экспорта);

r_{im} — эластичность спроса на импорт (эластичность импорта).

Если эластичность экспорта больше единицы, это означает, что девальвация оставит доходы в иностранной валюте неизменными, устранив тем самым второе и третье допущения. Тогда при любой эластичности импорта девальвация приведет к улучшению торгового баланса. Аналогичным образом если эластичность импорта больше единицы или если эластичность и экспорта, и импорта больше 0,5, то девальвация опять приведет к улучшению торгового баланса. В случае, если сумма эластичностей экспорта и импорта страны меньше единицы, девальвация ухудшит состояние торгового баланса².

Стабильность валютного рынка

Условие Маршалла—Лернена считается условием стабильности валютного рынка. Валютный рынок считается стабильным, если на спрос и предложение

¹ Marshall A. Money, Credit and Commerce. — L., 1923; Lerner A. The Economics of Control. — L., 1944.

² Алгебраическое доказательство условия Маршалла—Лернена см. P. Barr. Политическая экономия. — Т. 2. — М., 1995. — С. 650—654; Salvatore D. International Economics. — New Jersey, 1995. — P. 507—509.

действуют центростремительные силы, возвращающие их в случае колебаний в состояние равновесия. Валютный рынок считается нестабильным, если на спрос и предложение действуют центробежные силы, усугубляющие дисбаланс в случае колебаний (рис. 2.8). На рисунках 2.8,а и 2.8,б, которые отличаются только расположением кривой S_s , при предложении иностранной валюты S_s и спросе на нее D_s равновесный валютный курс составляет $E_{Rb\$/\$} = 5$ руб./долл., по которому продается и покупается 4 млн. долл. (точка А). Если по какой-либо причине курс доллара упадет до 4 руб./долл., тогда возникнет превышение спроса (С) долларов над их предложением (В), что вернет курс к исходному равновесию (А). С другой стороны, если курс доллара вырастет до 7 руб./долл., то возникнет избыточное предложение (Е), которое значительно превысит спрос (D). Курс снова вернется к своему равновесному состоянию (А). Поэтому валютный рынок считается стабильным.

На рис. 2.8,в представлен единственно возможный случай нестабильного валютного рынка. Кривая спроса на валюту находится на своем прежнем месте, но кривая ее предложения более полого. Это означает, что предложение валюты более эластично, чем спрос на нее. В этой ситуации при том же изначальном валютном курсе последствия его изменения будут иными. Снижение курса доллара до 4 руб./долл. приведет к превышению предложения (В") над спросом (С), что оттолкнет значение курса еще дальше от равновесного. Если курс доллара, напротив, повысится до 7 руб./долл., то предложение долларов (Е") будет меньше спроса на них (D), что также будет отталкивать курс дальше от равновесия. В результате валютный рынок окажется нестабильным.

Определение факта стабильности или нестабильности валютного рынка зависит от расчетов эластичности спроса и предложения на валюту. Только если достоверно определено, что рынок можно считать стабильным, разумно использовать в той или иной конкретной форме

снижение курса национальной валюты при соблюдении условия Маршалла—Лернера для уравнивания торгового баланса. Если же валютный рынок нестабилен, то, напротив, удорожание, или ревальвация, национальной валюты сможет привести в равновесие торговый баланс.

Джей-кривая

Многочисленные исследования эластичности экспорта и импорта на примере развитых стран, осуществленные в основном в 40—50-е гг., показали, что, хотя валютный рынок являлся стабильным, сумма эластичностей экспорта и импорта оказывалась меньше или очень близкой к единице. Из этого следовало, что девальвация как метод экономической политики неприемлема. В результате царивший до этого “эластический оптимизм” (“elasticity optimism”) перешел в “эластический пессимизм” (“elasticity pessimism”). Дополнительные исследования показали, что, несмотря на верность подхода, существует проблема идентификации — правильного выбора механизма и временного периода для оценки. Оказалось, что существуют краткосрочная и долгосрочная эластичности. На достаточно коротком промежутке времени (до года) импорт и экспорт могут оказаться весьма неэластичными. Однако если учесть, что для осуществления количественных сдвигов в результате изменения цен необходимо время, то в долгосрочной перспективе (свыше года) экспорт и импорт могут стать более эластичными.

Отсутствие немедленной реакции количественного спроса и предложения валюты на изменение валютного курса объясняется несколькими временными лагами: время требуется, чтобы рынок признал изменение курса, чтобы принять решение об изменении количества импорта и экспорта при новом валютном курсе, чтобы заключить контракты и осуществить поставку товаров по новым ценам, чтобы изменить параметры производства, приспособив его к новым ценам. В

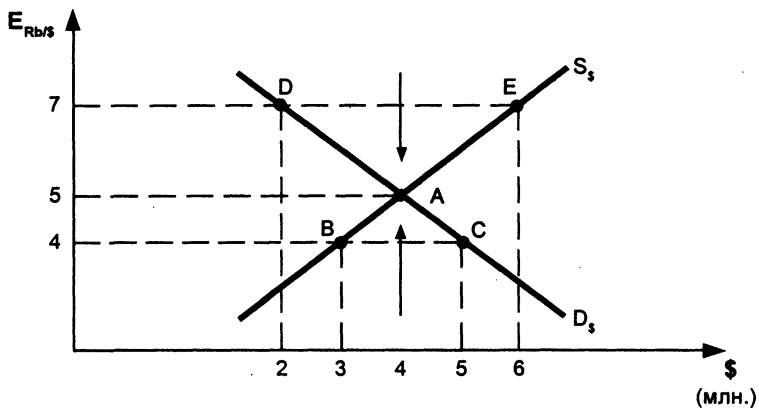


Рис. 2.8а. Стабильный валютный рынок

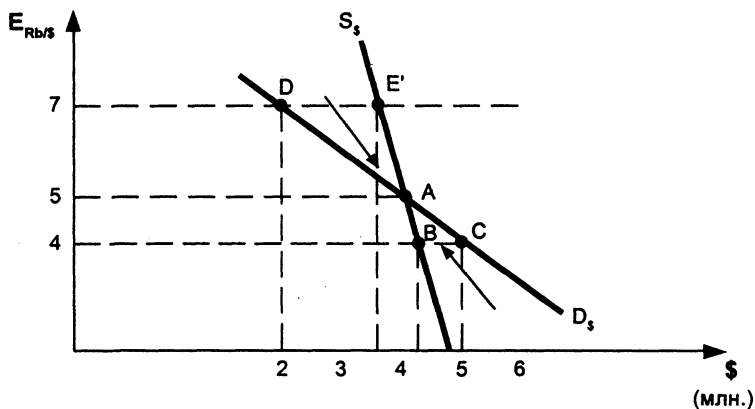


Рис. 2.8б. Стабильный валютный рынок

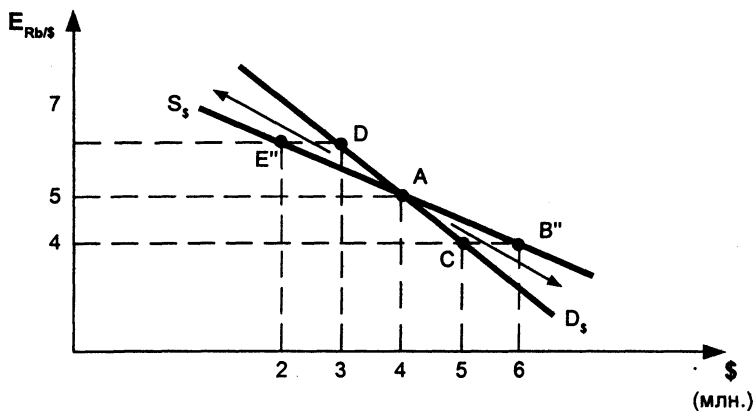


Рис. 2.8в. Нестабильный валютный рынок

результате практически для всех стран краткосрочная эластичность экспорта и импорта значительно ниже долгосрочной. И в долгосрочной перспективе практически все страны удовлетворяют условию Маршалла—Лернена. Поэтому девальвация даже в условиях стабильного валютного рынка и выполнения условия Маршалла—Лернена может на начальном этапе вызвать ухудшение торгового баланса, улучшив его лишь по прошествии определенного времени.

@ *Джей-кривая* (J-curve) — временное ухудшение торгового баланса в результате снижения реального курса национальной валюты, ведущее к его последующему улучшению.

Эффект джей-кривой возникает в силу того, что в результате девальвации внутренняя цена в национальной валюте на импортные товары растет быстрее, чем падают цены на экспортные товары в иностранной валюте, при том что количественно экспорт и импорт меняются незначительно. Девальвация проводится внезапно, а экспорт и импорт продолжают осуществляться на базе контрактов, заключенных некоторое время назад при

более высоком курсе национальной валюты. Поэтому расходы на внезапно подорожавший в национальной валюте импорт, объемы которого пока не сократились, немедленно не перекрываются увеличивающимися доходами от количественного роста доходов в иностранной валюте национального экспорта. Считается, что в среднем для экономики требуется 3—12 месяцев, чтобы приспособиться к новому уровню цен. После года эластичность экспорта, и импорта резко возрастает и девальвация улучшает торговый баланс.

По своей графической форме этот экономический эффект девальвации напоминает букву “J” английского алфавита (рис. 2.9), от которой и происходит его название. На отрезке [AB] валютный курс стабилен и не изменяется. Власти проводят девальвацию, и курс национальной валюты падает. Это изначально приводит к ухудшению торгового баланса [BC]. Но по мере того, как экономика приспосабливается к новым ценам, торговый баланс, так же как и баланс текущих операций (CAB), постепенно выравнивается до уровня, предшествующего девальвации [CD], и в долгосрочной перспективе [DE] улучшается.

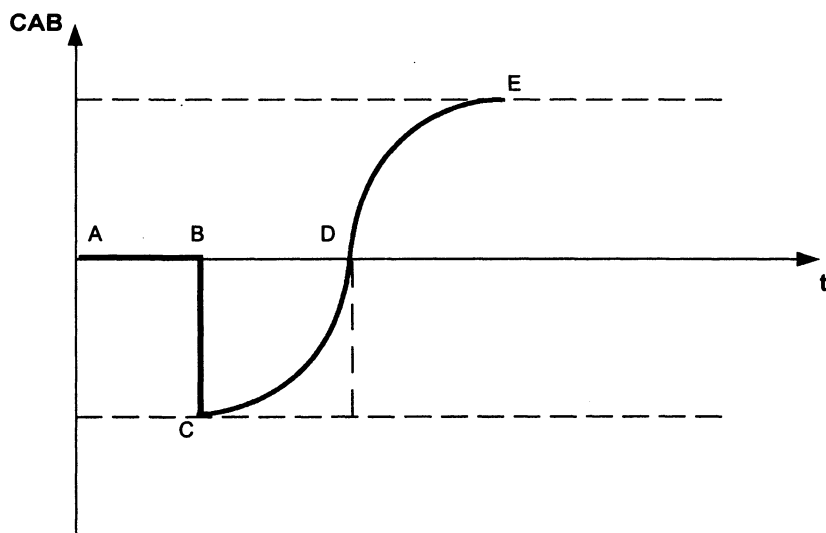


Рис. 2.9. Влияние девальвации на торговый баланс (джей-кривая)

Итак, эластичность спроса и предложения валюты выражает соотношение изменений в объемах спроса и предложения валюты с процентным изменением валютного курса. Спрос на валюту одного государства является ее предложением другим государством. Поэтому достаточно знать параметры спроса на валюту в любой стране, которые определяются спросом на импорт и на иностранные активы, чтобы определить параметры ее предложения. Если спрос на экспорт страны эластичен, то предложение иностранной валюты растёт, если не эластичен, то падает. В соответствии с условием Маршалла—Лернена снижение курса национальной валюты путем девальвации при фиксированном курсе или в результате обесценения при плавающем курсе приводит к увеличению притока иностранной валюты и улучшению

торгового баланса, если сумма эластичностей экспорта и импорта страны больше единицы. В этом случае валютный рынок считается стабильным. В противном случае снижение курса национальной валюты приведет к оттоку иностранной валюты и ухудшению торгового баланса. В этом случае валютный рынок считается нестабильным. Но даже в условиях стабильного валютного рынка в результате снижения реального курса национальной валюты может произойти временное ухудшение торгового баланса, ведущее к его последующему значительному улучшению на основе экономического эффекта джей-кривой. Следовательно, девальвация может использоваться как инструмент экономической политики только на основе очень серьезных предварительных исследований.

4. РЕЗЮМЕ

1. Цена единицы национальной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты, называется валютным курсом. Валютная котировка — способ определения валютного курса — может быть прямой, когда курс единицы национальной валюты выражается определенным количеством единиц иностранной валюты, и косвенной — в обратном случае. По временному горизонту валютные курсы делятся на спот-курс, по которому валюты обмениваются друг на друга в течение не более двух рабочих дней с момента достижения соглашения о котировке курса, и форвардный курс, по которому обмениваются валюты в определенный момент в будущем. Для выяснения реальных тенденций движения валютного курса используются его расчетные виды: номинальный — текущая валютная котировка, реальный — номинальный курс, пересчитанный с учетом инфляции, номинальный эффективный — индекс валютного курса по отношению к валютам стран—торговых партнеров и реальный эффективный — номинальный

эффективный курс с поправкой на изменение уровней цен. В рамках отдельных государств может действовать единый валютный курс или существовать множество валютных курсов, когда используются различные курсы в зависимости от видов валютных операций и их участников. По степени жесткости определения валютные курсы делятся на фиксированные, предусматривающие жестко установленное соотношение между валютами; ограниченно гибкие курсы, предполагающие возможность плавания курса в определенных пределах, и плавающие под воздействием спроса и предложения. Гибридными видами валютного курса, сочетающими элементы фиксированных и плавающих курсов, являются валютный коридор, ползущая фиксация и управляемое плавание.

2. Иностранная валюта, как и любой другой товар, имеет цену, которая устанавливается на валютном рынке под воздействием спроса и предложения. Спрос на нее возникает в основном в силу необходимости оплачивать импортные това-

ры, приобретать иностранные ценные бумаги и другие активы, а ее предложение — из-за получения доходов от экспорта, а также приобретения иностранцами национальных ценных бумаг и прочих активов. Под воздействием колебания спроса и предложения валютный курс изменяется. При режиме плавающего (фиксированного) валютного курса снижение курса национальной валюты называется ее обесценением (девальвацией), а повышение — подорожанием (ревалвацией). При этом изменение плавающего курса происходит автоматически, а фиксированного — по решению государственных органов. Номинальное изменение валютного курса в ту или иную сторону с поправкой на темпы инфляции у себя в стране и в странах — основных торговых партнерах считается реальным изменением валютного курса, а в наиболее часто встречающемся случае его снижения — реальной девальвацией. Снижение реального курса национальной валюты приводит к снижению выраженной в иностранной валюте цены национальных товаров, ценных бумаг и других активов, росту экспорта товаров и увеличению импорта капитала. Рост реального валютного курса приводит к росту цены национальных товаров на мировом рынке, ценных бумаг и других активов, росту импорта товаров и экспорта капитала.

3. Эластичность спроса и предложения валюты выражает соотношение из-

менений в объемах спроса и предложения валюты с процентным изменением валютного курса. Спрос на валюту одного государства является ее предложением другим государством. Поэтому достаточно знать параметры спроса на валюту в любой стране, которые определяются спросом на импорт и иностранные активы, чтобы определить параметры ее предложения. Если спрос на экспорт страны эластичен, то предложение иностранной валюты растет, если не эластичен, то падает. В соответствии с условием Маршалла—Лернена снижение курса национальной валюты путем девальвации при фиксированном курсе или в результате обесценения при плавающем курсе приводит к увеличению притока иностранной валюты и улучшению торгового баланса, если сумма эластичностей экспорта и импорта страны больше единицы. В этом случае валютный рынок считается стабильным. В противном случае снижение курса национальной валюты приведет к оттоку иностранной валюты и ухудшению торгового баланса. В этом случае валютный рынок считается нестабильным. Но даже в условиях стабильного валютного рынка в результате снижения реального курса национальной валюты может произойти временное ухудшение торгового баланса, ведущее к его последующему значительному улучшению на основе экономического эффекта джей-кривой.

5. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Что такое валютный (обменный) курс, спот-курс, форвард-курс?

2. Какие виды валютных котировок вам известны? В чем их различия?

3. В чем заключаются различия номинального и реального валютного курса?

4. Как рассчитываются номинальный эффективный и реальный эффективный валютные курсы?

5. В чем причины возникновения множественной валютной практики и в каких формах она проявляется?

6. Каковы основные способы фиксации валютного курса?

7. Какими основными способами устанавливается ограниченно гибкий валютный курс?

8. Какие разновидности плавающего валютного курса вам известны?

9. В каких случаях и в каких формах осуществляется политика гибридных валютных курсов?

10. Каковы основные параметры валютного коридора?

11. Как осуществляется политика ползущей фиксации валютного курса?

12. Что определяет спрос и предложение на иностранную валюту?

13. Как определяется равновесный валютный курс?

14. Как происходит адаптация валютного курса в условиях плавающего валютного курса?

15. Как происходит адаптация валютного курса в условиях фиксированного валютного курса?

Проблемы для обсуждения

22. Считается, что при выборе режима валютного курса необходимо принимать во внимание следующие четыре параметра: его влияние на рост эффективности использования факторов производства; его потенциальное воздействие на темп инфляции; насколько хорошо он защищает национальную экономику от нежелательных внешних макроэкономических шоков; является ли он удобным для осуществления тех мер экономической политики, которые планирует правительство. Исходя из этих критериев, оцените:

а) унификацию валютного курса в России в 1992 г.;

б) последующий переход к плавающему режиму валютного курса;

в) введение валютного коридора в 1995 г.;

г) переход к фиксированному курсу рубля в 1998 г.

23. В последние годы в литературе возродился интерес к множественной валютной практике в форме отдельных курсов по торговым операциям и по движению капитала. Система двойного валютного курса представляется как надежная защита внешнеторговых сделок, а также национальных заработных плат и цен от колебаний валютно-

16. Как называются изменения стоимости валюты при фиксированном и плавающем валютном курсе?

17. Как рост или падение валютного курса влияет на цены отечественных и иностранных товаров?

18. Как измеряется эластичность спроса и предложения иностранной валюты и почему она важна для экономической политики?

19. В каком случае девальвация приводит к улучшению торгового баланса? Сформулируйте и объясните условие Маршалла—Лернена.

20. Каковы параметры стабильного и нестабильного валютного рынка?

21. Что показывает джей-кривая?

го курса. При каких условиях это справедливо и с какими проблемами может быть связано?

24. До перехода к единой валюте страны Европейского сообщества фиксировали курсы своих валют друг к другу и использовали плавающий режим валютного курса в отношениях с третьими странами. Каковы преимущества и недостатки такой схемы с точки зрения:

а) России (страны, не входящей в ЕС);

б) Нидерландов (небольшой страны—члена ЕС);

в) Германии (большой страны—члена ЕС)?

25. Правительство Узбекистана поддерживает фиксированный валютный курс. Официальный курс составляет 1 долл. = 50 сомов, курс черного рынка за год упал до 1 долл. = 100 сомов. Реальный эффективный валютный курс возрос за год на 50%. Какой из показателей вы бы использовали в качестве ориентира для масштаба возможной девальвации сома?

26. Девальвация снижает международную стоимость накопленного национального богатства, реальную стоимость национальных финансовых

активов и реальную зарплату. В результате совокупный спрос в экономике снижается. Но, с другой стороны, девальвация расширяет совокупное предложение. Каким образом, в каком слу-

Задачи

28. Курсы следующих валют по состоянию на два конкретных дня 1997 г. характеризовались следующими параметрами (в единицах национальной валюты за 1 долл. США):

Валюта	14 февраля	15 февраля
1. Бельгийский франк	30,220	30,210
2. Канадский доллар	1,3780	1,3805
3. Российский рубль	4760	4756
4. Сингапурский доллар	1,4127	1,4137
5. Южноафриканский ранд	3,6566	3,6452

Используя любую компьютерную программу электронной таблицы, выполните следующие задания:

а) рассчитайте прямую котировку каждой валюты на 15 февраля;

б) определите, курс каких валют вырос;

в) определите, курс каких валют упал;

г) рассчитайте, на сколько процентов и в какую сторону изменился курс рубля и остальных валют;

д) рассчитайте кросс-курс каждой валюты к рублю.

29. В 1978—1985 гг. реальный валютный курс сингапурского доллара вырос на 12%, тогда как номинальный — на 30%. За тот же период реальный эффективный валютный курс вырос на 40%.

А. Что можно сказать об инфляции в Сингапуре по сравнению с темпами инфляции в странах — его торговых партнерах?

Б. Если для расчета реального эф-

фективного валютного курса использо-

вался индекс средней зарплаты в Сингапуре, должен ли он быть больше или меньше изменения индекса реального эффективного валютного курса?

27. Всегда ли случай падения стоимости национальной валюты малой страны улучшает ее платежный баланс? Почему?

В. Что можно сказать о конкурентоспособности сингапурских товаров на мировом рынке в 1985 г. по сравнению с 1978 г.?

Г. Если считать экономическую ситуацию 1978 г. стабильной и сбалансированной, на сколько процентов необходимо девальвировать сингапурский доллар для восстановления торгового баланса?

Д. На основе имеющейся информации решите, какая еще мера могла бы усилить эффект девальвации.

30. Эластичность экспорта составляет 0, импорта — 1. Страна девальвирует свою валюту на 10%.

А. Как изменится цена экспорта в местной валюте?

Б. Как изменится цена экспорта в иностранной валюте?

В. Как изменится физический объем экспорта?

Г. Как изменится цена импорта в местной валюте?

Д. Как изменится цена импорта в иностранной валюте?

Е. Как изменится физический объем импорта?

Ж. Как изменится торговый баланс?

31. Как повлияет на торговый баланс 10-процентная девальвация, если:

а) $r_x > 0$, $r_{im} = 1$;

б) $r_x = 0$, $r_{im} < 1$;

в) $r_x = 0$, $r_{im} = 1$?

32. Россия экспортирует в Германию 10 млн. бутылок водки по цене 10 рублей за бутылку и импортирует

20 тыс. копировальных машин по цене 10 тыс. немецких марок за штуку. Исходный курс составляет 1 немецкая марка = 3 рубля. При нижеследующих предположениях об эластичности экс-

порта и импорта России рассчитайте последствия 10-процентного обесценения рубля для следующих экономических параметров, приведенных в таблице.

	Перед девальвацией	После девальвации				
		$r_x=0$	0,5	1	4	
		$r_{im}=0$	0	0,5	1	
Экспорт	10 млн.					
Импорт	0,02 млн.					
Цена экспорта	10 рублей					
Цена импорта						
Доходы от экспорта						
Расходы на импорт						
Торговый баланс						
Цена экспорта		10 тыс. немецких марок				
Цена импорта						
Доходы от экспорта						
Расходы на импорт						
Торговый баланс						

А. Дайте вашу оценку влияния обесценения на торговый баланс при эластичности в первой и второй колонках по сравнению с эластичностью в третьей и четвертой колонках.

Б. В каком случае расходы на импорт в рублях после девальвации окажутся очень близкими к расходам до девальвации и почему?

В. В каком случае доходы от экспорта в марках после девальвации оказываются очень близкими к доходам до девальвации и почему?

Г. Сделайте аналогичные расчеты и оценки на случай, если объем импорта копировальных машин составит 0,03 млн.

Глава 3

ТЕОРИИ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Бредит Америкой Русь,
К ней тяготея сердечно,
Шуйско-Ивановский гусь —
Американец? Конечно!

Что ни попало — тащат.
"Наш идеал, говорят,
Заатлантический брат:
Бог его — тоже ведь доллар!.."

Правда! Но разница в том:
Бог его — доллар, добытый трудом,
А не украденный доллар!

Н. Некрасов. "Современник".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Баланс
внешний
внутренний
Валютный курс на основе ППС
Гиперреакция валютного курса
Денежная масса/предложение денег
Денежная теория валютного курса
Денежный мультипликатор
Денежный нейтралитет
Закон одной цены
Инструменты денежной политики
косвенные
прямые

Паритет
процентных ставок
покупательной способности
Переоцененная/недооцененная валюта
Подход платежного баланса
Подход с точки зрения активов
Правило иностранных инвестиций
Предложение денег
Спрос на деньги
Теория абсолютного ППС
Теория относительного ППС
Эффект Фишера

1. ТЕОРИЯ ОБЩЕГО РАВНОВЕСИЯ

Описывая современную ему реальность последней четверти XIX в., Некрасов отметил тенденцию, важную и по сей день: результаты труда в разных странах оцениваются в национальной валюте этих стран и имеют ключевое значение для определения стоимости этой валюты на мировом рынке. "Добытый трудом" американский доллар именно потому считался идеалом для тех, кто и сегодня готов продать за него "что ни попало", что его покупательная способность значительно выше рубля. Отсюда возникает закономерный вопрос о механизме определения валютного курса, делающем

одну валюту "дешевой", а другую — "дорогой". Практически все теории валютного курса обращают главное внимание на поиск ответа на вопрос о том, как определяется равновесный реальный валютный курс, а затем — какие факторы приводят к отклонению курса от равновесия.

Макроэкономический баланс

Теория макроэкономического баланса как основы равновесного валютного курса берет свое начало с исследований

60-х гг. Он определяется как курс, возникающий в результате достижения экономики внутреннего и внешнего баланса в среднесрочной перспективе. Теория макроэкономического баланса устанавливает зависимость между внутренним реальным спросом (D_d) и реальным обменным курсом (E_r). Равновесный валютный курс (E_q) определяется точкой пересечения (A^q) кривых внутреннего (YY) и внешнего (BP) равновесия (см. рис. 3.1). Движение от нулевой точки вверх по оси ординат как всегда означает падение курса национальной валюты (рост курса иностранной валюты), вниз — рост курса национальной валюты (падение курса иностранной валюты). Наиболее сложной стороной теории является формализация понятий внутреннего и внешнего баланса.

• *Внутренний баланс* (internal balance, YY) — такой уровень производства внутри страны, который обеспечивает полную занятость и устойчиво низкий уровень инфляции.

Кривая внутреннего баланса показывает обратную зависимость между переменными реального спроса и реального валютного курса, поскольку по мере роста реального валютного курса все большая доля реального внутреннего спроса

переключается с импортных товаров, которые дорожают на внутреннем рынке, на местные. Сегменты II и III, находящиеся справа от кривой внутреннего баланса, показывают, что объем производства находится на уровне ниже оптимального, что приводит к излишнему агрегированному спросу и выражается в росте инфляции. Сегменты I и IV, находящиеся слева от кривой внутреннего баланса, показывают, что объем производства находится на уровне выше оптимального, агрегированный спрос недостаточен, что проявляется в росте безработицы.

• *Внешний баланс* (external balance, BP) — чистый приток капитала, обеспечивающий баланс национальных сбережений и инвестиций в среднесрочной перспективе.

Внешний баланс в модели общего равновесия нередко сводят к балансу текущих операций (балансу торговли товарами и услугами), что не вполне правомерно, поскольку международные переливы капитала оказывают непосредственное влияние на уровень валютного курса. В то же время такая узкая трактовка внешнего баланса оправдана с точки зрения осуществления конкретных расчетов, ибо установить математически точно равновесный уровень внешнего баланса с учетом переливов капитала не представляется возможным. Дополнительные проблемы возникают и из-за различий в оценках уровней эластичности спроса на торгуемые товары и эластичностей дохода, что значительно усложняет расчет внешнего баланса даже в его текущей части. Поэтому любые расчеты равновесного уровня внешнего баланса неизбежно носят весьма приблизительный характер, и, как результат, реальный валютный курс определяется с использованием этих расчетов только как некоторый диапазон колебаний, нежели как точная величина.

Кривая внешнего баланса показывает прямую зависимость между переменными, поскольку растущий реальный внутренний спрос ухудшает внешний баланс

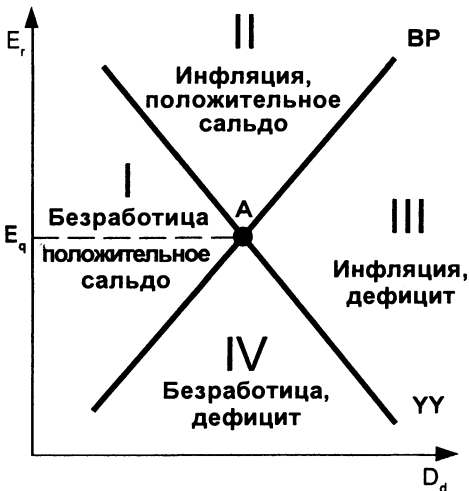


Рис. 3.1. Макроэкономический баланс как основа валютного курса

и ведет к реальному обесценению валюты, что необходимо для поддержания внешнего равновесия. Если баланс переменных достигается в сегментах I или II, расположенных слева от кривой внешнего баланса, то имеет место положительное сальдо текущего баланса, что свидетельствует о том, что курс национальной валюты может быть занижен. Если же баланс достигается в сегментах III и IV, расположенных справа от кривой внешнего баланса, то имеет место дефицит текущего баланса, что обычно свидетельствует о том, что курс национальной валюты завышен.

Пересечение кривых внутреннего и внешнего баланса в точке общего равновесия A определяет равновесный реальный валютный курс E_q , который на некотором уровне реального внутреннего спроса отражает все экономические процессы, опережающие как внутренних, так и внешний баланс. Такой уровень реального валютного курса считается курсом, соответствующим фундаментальным экономическим закономерностям (consistent with economic fundamentals). Сегменты I—IV вокруг точки общего равновесия A представляют собой четыре типа дисбаланса, в которых может находиться экономика и которые будут влиять на реальный валютный курс.

Сегмент I — положительный текущий баланс на фоне перепроизводства, недостаточного внутреннего спроса и безработицы — может свидетельствовать о заниженности валютного курса и излишне рестриктивной бюджетной политике государства. Исторически такая ситуация встречается довольно редко, прежде всего в развитых странах (ФРГ, Япония).

Сегмент II — положительный текущий баланс на фоне недопроизводства, излишнего внутреннего спроса и инфляции — может свидетельствовать о заниженном валютном курсе и излишне экспансионистской бюджетной или денежной политике. Типичный пример — экономика Японии, находившаяся в состоянии спада в 1993 и 1998 гг., когда

падение производства происходило на фоне положительного сальдо текущего баланса, а иена была сильно занижена.

Сегмент III — дефицит текущего баланса на фоне недопроизводства, излишнего внутреннего спроса и инфляции — говорит о завышенности валютного курса и рестриктивной бюджетной политике. Это экономическая ситуация Англии, Швеции, Италии и Испании в 1987—1992 гг., в которых дефицит текущего баланса сопровождался высоким уровнем инфляции, что явно свидетельствовало о завышенности реальных курсов национальных валют. Это и ситуация в России в 1992—1994 гг.

Наконец, сегмент IV — дефицит текущего баланса на фоне перепроизводства, недостаточного внутреннего спроса и безработицы — говорит о завышенности валютного курса при излишнем расширении государственных расходов и денежной массы. Типичный пример — США в 1985 г., когда объем производства был выше оптимального, текущий баланс — дефицитным и реальный курс доллара был действительно завышен.

Анализ валютного курса с точки зрения общего равновесия абстрагируется от циклических и иных краткосрочных колебаний и учитывает только принципиально важные изменения, могущие повлиять на параметры внутреннего и внешнего балансов — обнаружение запасов нефти, существенные сдвиги в соотношении уровней производительности труда между странами, изменение возрастного состава трудоспособного населения и т.д. Расчет реального валютного курса на основе теории общего равновесия требует доскональной оценки всех параметров внутреннего и внешнего равновесия, которые находятся в постоянном движении. Это требует использования больших и весьма сложных эконометрических моделей. Расчеты курсов валют крупнейших стран, проводившиеся в середине 90-х гг., показали, что в 1990 г. доллар был завышен на 11%, а иена и марка — занижены соответственно на 13 и 15% по сравне-

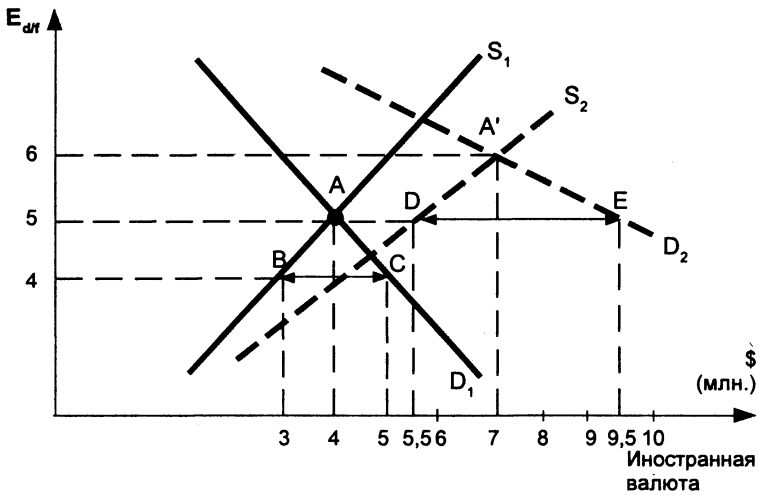


Рис. 3.2. Валютный курс и платежный баланс

нию с равновесным курсом, установленным на основе теории всеобщего равновесия¹.

Подход платежного баланса

Вытекающая из модели общего равновесия более упрощенная теория валютного курса исходит из того, что он возникает на пересечении совокупного спроса и совокупного предложения на валюту, фактически совпадая с определением равновесного валютного курса, данным в предыдущем параграфе. Совокупный спрос на валюту предъявляется как резидентами, так и нерезидентами, как минимум, по двум направлениям — для оплаты товарного импорта и для приобретения иностранных активов. Это означает, что для определения уровня равновесного валютного курса надо просто знать текущие и точно спрогнозировать будущие межстрановые потоки капитала, т. е. четко определить очертания и наклоны кривой совокупного спроса и предложения на иностранную валюту на рисунке 3.2.

@ *Подход платежного баланса* (balance of payments approach) — валютный курс определяется совокупным спросом и предложением валюты.

В аналитических целях совокупный спрос и совокупное предложение разбиваются на две части (рис. 3.2) в соответствии со стандартной композицией платежного баланса: движение капитала, связанное с торговым балансом (торговыми операциями), и движение капитала, связанное с балансом движения капитала в чистой форме (прямые и портфельные инвестиции, кредиты и пр.). Если предположить, что, как и прежде, движение капитала в чистом виде отсутствует, то график образования равновесного валютного курса полностью повторит рисунок 3.2. Проблема прогнозирования курса сведется к определению очертаний и угла наклона, свидетельствующего о степени эластичности спроса и предложения валюты, кривых S_1 и D_1 . Например, на рисунке 3.2 равновесный курс составляет 5 тыс. руб./долл., по которому продается и покупается 4 млн. долл. Если курс доллара падает до 4 руб./долл., то возникает дефицит долларов в размере [BC] — предложение составляет 3 долл., а спрос —

¹ *Williamson J./Ed. Estimating Equilibrium Exchange Rates. — Wash., 1994. — P. 177—243.*

5 долл., и курс снова увеличивается до равновесного значения. Спрос на валюту будет приблизительно равен импорту товаров и услуг, а ее предложение — их экспорту. Поэтому, если знать текущие размеры экспорта и импорта и прогноз их развития, можно приблизительно определить динамику валютного курса.

Однако ситуация значительно осложняется тем, что существуют потоки капитала в чистом виде, не связанные с движением товаров, которые значительно хуже поддаются учету и прогнозированию и, кроме того, зачастую вообще носят непредвиденный спекулятивный характер. Если добавить к кривым спроса и предложения валюты спрос на валюту, возникающий в результате желания резидентов приобрести активы, выраженные в иностранной валюте (например, осуществить прямые — купить завод — или портфельные — купить государственные долговые обязательства — инвестиции за рубежом), то совокупный спрос на валюту преобразуется в кривую D_2 , а совокупное предложение — в кривую S_2 , очертания и наклон которых далеко не очевидны. Например, на рисунке 3.2 после включения движения капитала в чистом виде равновесный валютный курс оказался на уровне 6 руб./долл., по которому продается и покупается 7 млн. долл. При падении курса доллара до 5 руб./долл. предложение валюты составит примерно 5,5 долл. при спросе 9,5 долл., приведя к дефициту в размере [DE], а при падении курса до 4 руб./долл. — и того больше. Кроме того, кривые совокупного спроса и предложения D_2 и S_2 оказались более пологими, чем кривые D_1 и S_1 , что свидетельствует о большей эластичности спроса и предложения.

Как видно, учет движения капитала значительно усложняет прогнозирование валютного курса. Потоки капитала подчиняются иной логике, нежели движение товаров. Как общее правило, капитал чаще перемещается в те страны, где процентные ставки выше, платежный баланс положительный и курс национальной валюты растет, и истекает из тех стран, где процентные ставки

ниже, платежный баланс дефицитен и курс национальной валюты падает. Сочетание относительно высокого процента и растущего курса национальной валюты создает идеальные условия для притока капитала. Если процент достаточно высок, а курс падает, то выгода вложения зависит от соотношения темпов движения процента и курса. Возможны ситуации, когда вложения за рубежом окажутся выгоднее, чем у себя в стране. Капитал обычно начинает покидать страну накануне девальвации национальной валюты, когда становится понятным, что поддерживать далее фиксированный курс не удастся. Такой резкий отток капитала — спекулятивная атака — может привести к полной потере валютных резервов, к кризису платежного баланса и резко осложнить экономическое положение любой, даже крупной, страны.

Поэтому подход к прогнозированию валютного курса с точки зрения платежного баланса считается не более чем общим ориентиром, свидетельствующим лишь о генеральной тенденции. Как общее правило, курс валюты стран, имеющих хронический дефицит платежного баланса, должен падать, а стран, постоянно имеющих положительное сальдо, — расти. Этот подход применим исключительно для долгосрочного прогнозирования и не может использоваться для объяснения краткосрочных колебаний валютного курса. Кроме того, очень многое зависит от того, как классифицированы международные платежи каждой из стран и насколько сопоставимы их платежные балансы по структуре. Самостоятельно ни торговый баланс, ни баланс движения капитала не могут служить основой для надежного прогнозирования валютного курса.

Итак, теория общего макроэкономического равновесия как основы определения равновесного реального валютного курса является наиболее всеобъемлющей теорией валютного курса. В соответствии с ней курс, определяемый пересечением кривых внутреннего и внешнего баланса, считается реальным

валютным курсом, соответствующим фундаментальным экономическим закономерностям. Теория общего равновесия, абстрагируясь от краткосрочных спекулятивных колебаний, стремится учесть все возможные тенденции, определяющие как внутренний, так и внешний экономический баланс, что делает ее практическое использование для прогнозирования валютного курса весьма сложным и требует построения больших эконометрических моделей для расчета каждого компонента внутреннего и внешнего баланса. Частным случаем

теории общего равновесия может считаться подход к определению валютного курса с точки зрения платежного баланса. В соответствии с ним валютный курс разделяется исходя только из равновесия внешнего баланса. При этом спрос на валюту считается приблизительно равным импорту товаров и услуг, а ее предложение — их экспорту. В долгосрочной перспективе курс валюты стран, имеющих хронический дефицит платежного баланса, должен падать, а стран, постоянно имеющих положительное сальдо, — расти.

2. ТЕОРИЯ ПАРИТЕТА ПОКУПАТЕЛЬНОЙ СПОСОБНОСТИ

Другой довольно старой теорией, с известной степенью условности объясняющей долгосрочное изменение валютного курса, является предложенная после первой мировой войны шведским экономистом Густавом Касселем теория паритета покупательной способности². В начале 20-х гг., после отмены золотого стандарта, эта теория сыграла важную практическую роль, поскольку требовалось объяснить, как следует устанавливать курсы валют в новых условиях.

Закон одной цены

Теория исходила из превалирующей в те времена идеи, что валютные курсы обязательно должны быть как-то связаны с уровнями внутренних цен. При этом четко фиксировался лишь факт существования такого соотношения, из которого могло вытекать как прямое влияние уровней внутренних цен на валютные курсы, так и обратное влияние курсов на внутренние цены.

@ *Паритет покупательной способности, ППС (purchasing power parity, PPP) — равенство покупательной способности различных валют при неизменном уровне цен в каждой из стран.*

В первом приближении ППС говорит о том, что если средние цены в рублях в России в 6 раз выше, чем в США, то обменный курс рубля к доллару должен быть 6 руб./долл. Это заключение основывается на предположении о том, что в условиях совершенной конкуренции (полного отсутствия транспортных расходов и межстрановых торговых барьеров) одинаковый товар будет продаваться за одну и ту же цену на рынках различных стран. Тем самым если товар в США стоит 1 долл., то при курсе 6 руб./долл. в России он должен стоить 6 рублей. Если же по каким-то причинам курс рубля упадет до 12 руб./долл., то тот же товар должен стоить в России уже 12 рублей. Если же он продолжает стоить 6 рублей, то становится выгодным купить его в России за 6 рублей и перепродать в США по $12:6=2$ долл., получив по 100% прибыли за каждую единицу. В результате товарного арбитража рост спроса на дешевый товар поднимет его цену в России, рост предложения этого товара снизит его цену в США, что приведет к росту курса рубля до его прежнего уровня 6 руб./долл.

² Cassel G.. The Present Situation of Foreign Exchanges // Economic Journal. — 1916. — March. — P. 62—65; Abnormal Deviations in International Exchanges // Economics Journal. — 1918. — Dec. — P. 413—415.

@ *Закон одной цены* (law of one price) — в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в различных странах имеет одинаковую цену, если она выражена в одной и той же валюте.

Если P_d^i — цена товара внутри страны,
 P_f^i — цена того же товара за рубежом,
 E_{df} — валютный курс,

то закон одной цены выражается следующей формулой:

$$P_d^i = E_{df} \times P_f^i, \quad (3.1)$$

откуда валютный курс выражается как

$$E_{df} = \frac{P_d^i}{P_f^i}. \quad (3.2)$$

Закон одной цены относится к цене одного конкретного торгуемого товара, который продается в нескольких странах. Из-за несовершенства конкуренции, и прежде всего наличия транспортных расходов и межстрановых торговых барьеров, закон одной цены в чистом виде не соблюдается. Но если транспортные расходы и торговые барьеры остаются постоянными, товары абсолютно одинаковы и существует торговля между странами, то их цены должны двигаться в тандеме. Закон одной цены может не соблюдаться по причине различий в качестве товаров: автомобили могут быть различных моделей, цемент — различных марок, пшеница — различных сортов и т.п. Кроме того, многие товары для международной торговли являются не торгуемыми (услуги химчистки, песок, аренда помещений и пр.), поэтому межстрановая разница цен на них может существовать длительное время.

Абсолютный ППС

Покупательная способность национальной валюты каждой страны зависит от уровня ее внутренних цен. Отталкиваясь от идей Д. Рикардо о сравнитель-

ных преимуществах, можно с известной степенью условности утверждать, что в результате роста внутренних цен покупательная способность национальной валюты должна сократиться, что приведет к пропорциональному обесценению ее валютного курса. Если уровень внутренних цен снижается, то покупательная способность национальной валюты растет, что приводит к пропорциональному росту ее валютного курса.

@ *Теория абсолютного ППС* (absolute PPP theory) — обменный курс между валютами двух стран равен соотношению уровней цен в этих странах.

Если P_d — уровень внутренних цен,
 P_f — уровень цен за рубежом,
 E_{df} — валютный курс,

то валютный курс на основе теории абсолютного ППС выражается следующей формулой:

$$E_{df} = \frac{P_d}{P_f}. \quad (3.3)$$

Нетрудно заметить, что формула 3.3 очень близка к формуле валютного курса, вытекающей из закона одной цены (3.2). Принципиальное отличие заключается в том, что закон одной цены кладет в основу валютного курса цену одного и того же товара в нескольких странах, а теория абсолютного ППС — соотношение уровня цен на все товары в этих странах. Разумеется, если закон одной цены соблюдается для каждого товара, то и теория абсолютного ППС соблюдается для двух стран в целом. Конечно, возникает далеко не простой вопрос о том, как измерить общий уровень цен у себя в стране и за рубежом. Наиболее распространенным, но далеко не безупречным способом является составление одинаковых корзин гомогенных товаров, которые используются потребителями как в одной, так и в другой стране, расчет их стоимости в национальной валюте каждой из стран и по-

следующее их сравнение между собой для выяснения валютного курса.

На основе теории абсолютного ППС определяется одна из разновидностей расчетного равновесного валютного курса, который впоследствии можно использовать как точку отсчета его изменений.

@ *Валютный курс на основе ППС* (PPP exchange rate) — курс, который уравнивает цену корзины одинаковых товаров в двух странах.

Полезная сторона теории абсолютно-го ППС заключается в том, что она четко указывает способ укрепления курса национальной валюты — снижение внутренней инфляции и укрепление покупательной способности национальной валюты внутри страны. Однако в своем изначальном виде теория абсолютного ППС практически неприменима по тем же причинам, что и закон одной цены: трудно составить корзины из совершенно одинаковых товаров, продаваемых в разных странах; транспортные расходы и государственные ограничения на торговлю делают конкуренцию на мировом рынке несовершенной; существует множество неторгуемых товаров, цена которых влияет на уровень внутренних цен, но которые никогда не падают в международный оборот.

Относительный ППС

Наибольшее практическое значение теория ППС имеет в своем относительном преломлении. Ее идея заключается в том, что для большей надежности изменения валютного курса сопоставляться должны не абсолютные уровни цен в двух странах, а их относительные величины — изменение с течением времени.

@ *Теория относительного ППС* (relative PPP theory) — изменение обменного курса между валютами двух стран

пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах.

Если P_d^0 — уровень внутренних цен в базовом году,

P_f^0 — уровень цен за рубежом в базовом году,

E_{df}^0 — валютный курс в базовом году,

P_d^1 — уровень внутренних цен в текущем году,

P_f^1 — уровень цен за рубежом в текущем году,

E_{df}^1 — валютный курс в текущем году,

то валютный курс на основе теории относительного ППС выражается следующей формулой:

$$E_{df}^1 = E_{df}^0 \times \frac{P_d^1 / P_d^0}{P_f^1 / P_f^0} \quad (3.4)$$

Как видно из формулы, для расчета валютного курса в соответствии с теорией относительного ППС необходимо знать абсолютное значение равновесного валютного курса в некотором году, избранном как базовый, и индексы цен для обеих стран. В идеале за равновесный курс базового года должен приниматься курс того временного периода, когда курс был стабилен или очень близок к значениям своих скользящих средних. В качестве индексов используется обычно индекс потребительских цен — ИПЦ (consumer price index, CPI), индекс оптовых цен (wholesale price index, WPI) или дефлятор ВВП (GNP deflator), каждый из которых своим способом измеряет относительное движение этих цен к текущему году по сравнению с годом, избранным как базовый. Фактически прогнозирование валютного курса на базе теории относительного ППС означает экстраполяцию текущего курса на будущий период на базе соотношения темпов инфляции в двух странах. Нетрудно заметить, что ценовой коэффициент формулы относительного ППС (3.4) — отношение инфляции внутри

Пример 3.1

На конец 1993 г. номинальный валютный курс рубля составил 1240 руб./долл. Если принять уровень цен в России и в США в конце 1993 г. за 100, то ИПЦ России за период 1994—1995 гг. составил 300, т.е. вырос на 200%, а в США — 106, т.е. вырос на 6%. Оценка валютного курса рубля на начало 1996 г.: $1240 \times (300:100:106:100) = 3509$ руб./долл. На самом деле в начале 1996 г. курс составил 4640 руб./долл. Тем самым относительный ППС недооценил степень падения курса на 32%.

В условиях высокой экономической нестабильности начала 90-х гг. оценки курса на основе ППС были очень модны в России. Например, ИМЭМО оценивал ППС по индексам потребительских (продовольственных и непродовольственных) товаров. Проводились расчеты на основе модели, заимствованной из английского журнала “Экономист”, получившей название индекса “биг-мака” (“Big Mac Index”). Ее смысл заключается в том, что гамбургер, поскольку он сложен из стандартных пищевых компонентов, рассматривается как корзина идентичных товаров, стоимость которой должна быть одинакова в разных странах, после того как она переведена в одну валюту. Поэтому, зная стоимость бутерброда в местных валютах, можно рассчитать соответствующие ППС. Госкомстат рассчитывал ППС на базе потребительской корзины 19 товаров, необходимых для ежемесячного потребления 45-летнего работника. Свои оценки ППС делали Мировой банк, ЦРУ, исследовательские центры, особенно применительно к тому периоду, когда курс рубля был жестко фиксирован государством, а в практических целях требовалось хотя бы примерно оценить его покупательную способность.

Оценки курса советского/российского рубля на базе ППС (Rb/\$)

	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1993 г.
ИМЭМО	30	252
Госкомстат	0,5	1,2	20	200
«Биг-мак»	4,5	15,8	125	535
Мировой банк	1,2	2,5	43	450
ЦРУ	0,5	0,9	15	142
Рыночный курс	10	204	415	1240

Полученные оценки тех лет свидетельствуют, что рыночный курс рубля оказался значительно занижен по сравнению со всеми оценками ППС, что давало основу для не очень продуктивных размышлений о необходимости укрепить, зафиксировать, поднять курс до уровня его ППС.

страны к темпу инфляции за рубежом — является по сути обратным ценовому коэффициенту в формуле реального валютного курса (2.4) — отношение темпа инфляции за рубежом к ее темпу у себя в стране. Из этого следует, что теория ППС срабатывает, если реальный валютный курс не меняется с течением времени. Если внутренний темп инфляции выше зарубежного, то прогнозируемый на основе относительного ППС ва-

лютный курс в текущем году будет ниже, чем в базовом году (пример 3.1).

Альтернативным способом определения равновесного валютного курса на базе теории относительного ППС является следующий:

$$\pi_t - \pi_t^* = \frac{E_{(t+1)} - E_t}{E_t} \quad (3.5)$$

где левая сторона — различия в темпах инфляции внутри страны (π_d) и за рубежом (π_f), а правая — изменение курса национальной валюты.

Поскольку в большинстве конкретных случаев курсы, рассчитанные на базе теории относительного ППС, отклоняются от текущих рыночных курсов, то возникла идея о том, что в случае отклонения от ППС валюты оказываются “переоцененными” или “недооцененными”.

@ *Переоцененная/недооцененная валюта* (overvalued/undervalued currency) — валюта, реальный курс которой растет быстрее/медленнее, чем курс, рассчитываемый на основе ППС.

Если курс национальной валюты падает медленнее, чем должен был бы на основе соотношения темпов инфляции, то считается, что национальная валюта переоценена или, что то же самое, что иностранная валюта недооценена. Если, напротив, курс национальной валюты падает быстрее, чем должен был бы на основе соотношения темпов инфляции, то считается, что национальная валюта недооценена или, что то же самое, что иностранная валюта переоценена. Оценка курса национальной валюты на предмет ее недооцененности и переоцененности имеет серьезные практические последствия: переоцененность национальной валюты даже по отношению к такому весьма условному расчетному показателю, как ППС, обычно рассматривается как фактор, вредящий экспорту и приводящий к росту дефицита платежного баланса. Например, в 1977—1980 и 1986—1990 гг. доллар был сильно недооценен по отношению к ППС по сравнению с немецкой маркой; в 1981—1985 гг. — напротив, переоценен. В результате переоценки доллара в начале 80-х гг. у США образовался большой дефицит платежного баланса в расчетах с ФРГ, которая является одним из их крупнейших торговых партнеров, что стало крупной политической проблемой и потребовало от правительств двух

стран проведения скоординированных интервенций на валютных рынках для снижения курса доллара примерно до уровня его ППС.

Теория относительного ППС является серьезным инструментом прогнозирования и оценки валютного курса в следующих случаях:

- при прогнозировании на долгосрочную перспективу на основе имеющихся длинных серий статистических данных о номинальном валютном курсе и расчетных данных о ППС, позволяющих установить многолетнюю корреляцию между курсом и ППС;

- при прогнозировании в условиях высокой галопирующей инфляции, основанной преимущественно на монетарном факторе — резком увеличении денежной массы в обращении, когда структурные изменения в экономике не являются ярко выраженными: в условиях инфляции в России, выразившейся в трехзначных числах в начале 90-х годов, так же как и в 1982—1985 гг. в Израиле, в 1985—1989 гг. в Мексике и многих других странах;

- при расчете ориентировочного валютного курса, на который должны ориентироваться другие макроэкономические оценки, для определения реальной международной стоимости национальных товаров и услуг. Расчеты показывают, что в среднем разрыв между номинальным курсом валюты и ее ППС сокращается в темпе 14% в год, что теоретически означает, что примерно через 15 лет курс должен слиться с ППС.

Ограниченность теории относительного ППС также очевидна. Валютный курс отклоняется от ППС из-за:

- отсутствия чистой конкуренции, торговых барьеров и транспортных расходов, факт существования которых не позволяет одному и тому же товару иметь одну и ту же цену в двух разных географических пунктах. Поскольку ППС учитывает не один, а многие товары, эти отклонения становятся еще более ощутимыми;

- существования большого числа неторгуемых товаров и услуг, цены кото-

ТАБЛИЦА 3.1

Теории валютного курса на основе ППС

	Относится к	Соблюдается
Закон одной цены	цене одного товара	для гомогенных сырьевых товаров
Абсолютный ППС	уровню цен в целом	для корзин одинаковых товаров
Относительный ППС	изменению уровня цен	в долгосрочной перспективе для торгуемых товаров

рых входят в индекс потребительских цен, но которые никогда не пересекают границы. Несмотря на то что цены на них не могут нивелироваться на международном уровне, изменение их внутренних цен влияет на индекс потребительских цен в целом. Например, в Японии двумя наиболее значимыми неторгуемыми товарами, цена которых постоянно растет, являются оплата жилья и членство в гольф-клубах;

- изменения условий торговли в группе торгуемых товаров, что приводит к изменению удельного веса этих товаров в индексе цен разных стран. Наиболее ярким примером является подорожание нефти в результате энергетического кризиса 1973—1974 гг., что привело к резкому росту удельного веса нефти в индексе цен по сравнению с промышленными продуктами. Изменения структуры индекса цен происходят в разных странах несимметрично, в результате курс неизбежно отклоняется от ППС;

- низкой краткосрочной эластичности замещения товаров. В силу привычки, недостаточной информации, инерции потребительского поведения потребители предпочитают покупать те товары, к которым они привыкли на протяжении определенного времени после изменения их цен, и не переходят сразу на субституты. Компании, даже после девальвации, не сразу повышают свои цены, боясь потерять рынки, и пытаются компенсировать теряемые прибыли ростом продаж. Поэтому невозможно однозначно утверждать, что по любому товару, и тем более по группе

товаров, международный торговый арбитраж сработает немедленно и цена на него выравнивается.

Теории валютного курса на основе ППС обобщены в таблице 3.1.

Итак, под паритетом покупательной способности понимается равенство покупательной способности различных валют при неизменном уровне цен в каждой из стран. В соответствии с законом одной цены в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в различных странах должен иметь одинаковую цену, если она выражена в одной и той же валюте. Исходя из этого строится теория абсолютного ППС, по которой обменный курс между валютами двух стран равен соотношению уровней цен в этих странах. Указывая на важный способ укрепления национальной валюты через подавление инфляции, эта теория неприменима на практике. Отталкиваясь от существующего равновесного валютного курса, теория относительного ППС утверждает, что изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах. Теория относительного ППС практически применима к прогнозированию валютного курса на долгосрочную перспективу, в условиях высокой монетарной инфляции для расчетов ориентировочного курса. В целом теории, основанные на ППС, обладают весьма ограниченным потенциалом вследствие искажения цен из-за отсутствия чистой конкуренции, наличия торговых барьеров и транспортных издержек, существования неторгуемых товаров и других причин.

3. ВЛИЯНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК НА ВАЛЮТНЫЙ КУРС

Расчеты по 5 и 6 процентов в таблицах, с показаниями о векселях, заемных письмах и закладных и проч. Составил М. Поднебесный. Санкт-Петербург, 1845.

Собрание подобных таблиц, облегчая денежные расчеты, весьма полезно и будет принято с благодарностью людьми, дающими или занимающими деньги на проценты.

В. Белинский, 1845 г.

Сочинение г-на М. Поднебесного, столь положительно оцененное великим русским критиком, видимо, представляло собой набор таблиц, облегчающих расчет доходов по вкладам в различные финансовые инструменты под среднюю в середине прошлого века в России процентную ставку в 5—6% годовых. Эти же таблицы могли бы оказаться весьма полезны и для оценки перспектив развития валютного курса, который напрямую зависит от соотношения процентных ставок в различных странах. Подход к определению валютного курса с точки зрения активов состоит из трех частей: сначала необходимо выяснить, чем определяется решение о вложении денег в активы внутри страны или за рубежом, затем определить понятие паритета процентных ставок и, наконец, установить, как на этой основе определяется равновесный валютный курс.

Баланс процентных ставок

Если теории макроэкономического баланса и ППС определяют долгосрочные перспективы развития валютного курса, то его краткосрочные колебания лучше поддаются объяснению с помощью денежных и связанных с ней теорий валютного курса. Наиболее широким является подход, в соответствии с которым у инвестора есть выбор, держать ли свои накопления в виде не приносящих дохода наличных денег или же вложить их в любые активы (банковские денежные депозиты внутри страны или за рубежом, государственные или част-

ные, национальные или иностранные ценные бумаги, недвижимость, золото, картины великих мастеров, антикварную мебель и т.п.), которые, с его точки зрения, подорожают в будущем и принесут доход.

@ *Подход с точки зрения активов* (assets approach) — валютный курс определяется соотношением доходности вложений денег в различные активы внутри страны и за рубежом, приносящие доход, прежде всего в банковские депозиты и ценные бумаги.

В соответствии с этим подходом перемещение денег между странами состоит из двух компонентов — компонента постоянных потоков (continuing-flows component), которые описываются текущей частью платежного баланса, и компонента изменений структуры активов/акционерного капитала (stock adjustment component). Если краткосрочные колебания валютного курса в результате межстранового перемещения денег при оплате экспорта и импорта объясняются через рассмотренный выше подход платежного баланса, то его колебания в результате различий доходности вложений в национальные и зарубежные активы — через подход к валютному курсу с точки зрения активов.

Цены товаров, как было показано выше, изменяются с некоторым временным лагом после того, как изменились соответствующие макроэкономические условия, и не успевают за изменением валютного курса. Это связано с тем, что экономике требуется некоторое время,

чтобы приспособиться к новому уровню денежной массы: принять решения об увеличении зарплаты госслужащим и пенсий, пересчитать издержки и пр. Процентная ставка, представляющая собой доход на приносящие доход финансовые активы, так же как и валютный курс, значительно быстрее реагирует на изменение макроэкономических условий. Допустим, что инвестор не хочет держать свои деньги наличными и не получать проценты и стремится вложить их в приносящие процент финансовые активы. У него есть альтернатива — инвестировать у себя в стране в национальной валюте или за рубежом в иностранной валюте. Для этого ему нужно учесть, как минимум, три экономических показателя: процентную ставку у себя в стране, процентную ставку за рубежом и динамику валютного курса.

@ *Правило иностранных инвестиций* (foreign investment rule) — доход на иностранные инвестиции в национальной валюте равен сумме/разности процентной ставки за рубежом и процента обесценения/роста курса национальной валюты.

Пример 3.2

Рассмотрим реальную ситуацию в России в 1995 г., когда существовавший со второй половины года валютный коридор ограничивал пределы падения рубля и российские банки предлагали высокий процент по депозитам в рублях, который был основан на высокой доходности по их вложениям в ГКО. В тот период в США возникло немало инвестиционных фондов, главная идея которых заключалась в сборе долларов с американских инвесторов, их конвертации в рубли и размещении в российских банках. Поставим себя на место американского инвестора, для которого национальной валютой является доллар. В США доход по годовым депозитам в долларах в январе 1995 г. составил примерно 6%. В то же время в России банки в январе предлагали доход по годовым депозитам, но в рублях, в 180% годовых. Курс в январе составлял примерно 3800 руб./долл. Правительство России гарантировало, что к концу года курс, находившийся в пределах валютного коридора, не упадет более чем до 4900 руб./долл. Если отвлечься от всех остальных факторов риска, каковы должны быть расчеты американского инвестора?

Темп роста курса доллара/обесценения рубля за год составит не более чем $(4900 - 3770) \times 100 = 30\%$. Значит, вложения американского инвестора в рублях обесценятся не более чем на 30%. Но российские банки предлагают 180%. Следовательно, в реальном выражении доход составит $180 - 30 = 150\%$ годовых, что на $150 - 6 = 144\%$ больше, чем в США. На столь высокой разнице в реальной доходности депозитов был действительно основан интенсивный приток спекулятивного портфельного капитала в Россию во второй половине 1995 г. — первой половине 1996 г.

Обозначим:

r_d — процентная ставка внутри страны (domestic interest rate);

r_f — процентная ставка за рубежом (foreign interest rate);

E_t — обменный курс национальной валюты в момент времени t ;

E_{t+1} — обменный курс национальной валюты в момент времени $t+1$ в будущем (форвардный курс);

μ — ожидаемый доход от инвестиций (expected investment revenues), считая при этом, что период котировки процентной ставки и форвардного курса один и тот же, например процент по 3-месячным государственным облигациям и форвардный курс на три месяца вперед. Тогда ожидаемый доход (μ) от инвестиций в иностранные ценные бумаги составит:

$$\mu = r_f + \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}. \quad (3.6)$$

Чтобы принять решение о том, где — у себя дома или за границей — выгоднее инвестировать, необходимо сравнить процентную ставку внутри страны с ожидаемым доходом при инвестиции за рубеж, т. е.:

$$\begin{aligned} \mu &= r_d - \left(r_f + \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} \right) = \\ &= r_d - r_f - \left(\frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} \right). \end{aligned} \quad (3.7)$$

Если разность положительна, то инвестиции внутри страны выгоднее и никакого смысла инвестировать за рубежом нет, если разность отрицательна, инвестиции за рубежом приносят больший доход. Заметим, что дробная часть уравнения (3.6) может быть как положительной, если ожидаемый в будущем курс национальной валюты ниже (т.е. его числовое значение больше), чем ее текущий курс, так и отрицательной, если ожидаемый в будущем курс национальной валюты выше. Это значит, что изменение курса в будущем может означать как обесценение национальной валюты (+), так и ее удорожание (-), что непосредственным образом скажется на оценке доходности вложений. Таким образом, в случае обесценения курса национальной валюты процент ее обесценения прибавляется к процентной ставке за рубежом, а в случае роста — вычитается. Таким образом, в соответствии с теорией процентных ставок при свободе международного передвижения капитала спрос на национальные и зарубежные активы определяется исключительно уровнем выплачиваемого по ним дохода — процентной

ставки и с поправкой на уровень валютного курса, прогнозируемого на момент истечения срока депозитного договора валютного курса.

Паритет процентных ставок

Описанная выше ситуация, когда с учетом изменений валютного курса вложения денег в активы в различных странах приносят разные доходы, означает, что рынок не находится в состоянии равновесия: деньги будут перемещаться в те страны, где процентная ставка выше. В принципе возможна ситуация, когда денежный рынок окажется в состоянии полного баланса, когда вложения в активы внутри страны и за рубежом будут приносить один и тот же процент с учетом изменений в валютном курсе. Поэтому для потенциальных инвесторов будет принципиально безразлично, в активах какой страны держать свои сбережения. Условный пример поможет прояснить концепцию паритета процентных ставок (пример 3.3).

@ *Паритет процентных ставок* (interest rate parity) — такой уровень процентных ставок внутри страны и за рубежом, при котором равные по размеру депозиты в каждой из них дают одинаковый доход при переводе в одну валюту.

Пример 3.3

Допустим, что ставка по депозитам в России в рублях составляет 20%, а в Латвии в латах — 10%. При этом ожидается, что курс рубля упадет по отношению к лату на 5%. В этой ситуации держать депозит в рублях на $20 - (10 + 5) = 5\%$ выгоднее, чем в латах. Поэтому возникнет избыточный спрос на депозиты в рублях на фоне недостаточного спроса на депозиты в латах, что вызовет растущее желание людей поскорее конвертировать свои деньги в рубли и положить их на рублевые депозиты.

В противоположной ситуации можно предположить, что ставка по депозитам в рублях осталась прежней — 20%, а в латах стала 30% и курс рубля не упадет, а повысится на 5%. Тогда $20 - (30 - 5) = -5\%$, что означает, что депозиты в латах на 5% выгоднее депозитов в рублях и на депозиты в латах возникнет избыточный спрос при недостаточном спросе на депозиты в рублях, что вызовет у людей обратное желание — изъять свои рублевые депозиты, конвертировать рубли в латы и положить их на депозит в латах.

В нейтральной ситуации, когда, скажем, процентные ставки остаются такими же, как и во втором случае, но прогнозируется, что рубль укрепится на 10%, $20 - (30 - 10) = 0\%$, что означает паритет процентных ставок в России и Латвии и, как следствие, баланс денежного рынка, поскольку людям безразлично, в какой валюте хранить свои сбережения.

Математически паритет процентных ставок можно представить следующим образом. Инвестируя деньги в финансовые активы, инвестор может заработать у себя в стране $(1+r_d)$ в национальной валюте. Но чтобы инвестировать за рубежом, ему сначала надо обменять свою валюту на иностранную и только затем купить на нее иностранные ценные бумаги. При косвенной котировке национальной валюты курс иностранной валюты по отношению к национальной будет равен $1/E_t$. Покупая сегодня по этому курсу иностранные финансовые активы и с учетом процентной ставки за рубежом, инвестор по прошествии времени заработает $(1+r_f)/E_t$ в иностранной валюте. Чтобы превратить полученный доход в национальную валюту, инвестор вынужден конвертировать его назад в свою национальную валюту, но уже по форвардному курсу E_{t+1} , сложившемуся к моменту в будущем $t+1$. Тем самым доход на инвестиции за рубежом, выраженный в национальной валюте, составит $(1+r_f)E_{t+1}/E_t$.

Если преград для международного передвижения финансовых активов не существует, то капитал будет перемещаться из страны с низкой процентной ставкой в страну с высокой процентной ставкой до тех пор, пока уровень процента в обеих странах не выравняется, т. е., как и в случае цен товаров на основе закона единой цены, выравнивающего цену одинаковых товаров, выраженных в одной валюте, на основе международного арбитража сравниваются и процентные ставки. Это означает, что доход в будущем на инвестиции внутри страны должен быть равным доходу в будущем на инвестиции за рубежом, выраженный в национальной валюте (3.8):

$$1+r_d = (1+r_f) \frac{E_{t+1}}{E_t}. \quad (3.8)$$

В результате несложных преобразований получаем:

$$\frac{1+r_d}{1+r_f} = \frac{E_{t+1}}{E_t}. \quad (3.9)$$

Если вычтем 1 из левой и правой части, можно получить уравнение паритета процентных ставок:

$$\frac{r_d - r_f}{1+r_f} = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}. \quad (3.10)$$

Величиной процентной ставки за рубежом в знаменателе левой части уравнения можно пренебречь, но только тогда, когда в виде коэффициента она не очень отличается от нуля (процентная ставка в 4%, например, выражается через коэффициент 0,04), и записать уравнение следующим образом:

$$r_d - r_f = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}. \quad (3.11)$$

Как видно, полученное таким путем уравнение 3.11 ничем не отличается от выведенного интуитивно уравнения 3.7. Но условие паритета процентных ставок можно сформулировать несколько иначе: разность между процентными ставками внутри страны и за рубежом равняется изменению валютного курса национальной валюты по отношению к зарубежной валюте в течение того же периода, на который устанавливаются процентные ставки.

Уравнение 3.12, записанное в нескольких иных формах, позволяет вычислять все входящие в нее переменные, например величину валютного курса на определенный срок в будущем, исходя из существующего соотношения процентных ставок по депозитам на этот же срок:

$$E_{t+1} = E_t (r_d - r_f + 1). \quad (3.12)$$

Таким образом, в соответствии с подходом к определению валютного курса через инвестиции в активы валютный рынок двух стран находится в равновесии тогда, когда между ними существует паритет процентных ставок.

Равновесный валютный курс

Исходя из концепции паритета процентных ставок, возможно определить

равновесный валютный курс. Допустим, что нам известна процентная ставка внутри страны (r_d), процентная ставка за рубежом (r_f), и мы с высокой степенью вероятности надеемся, что в некоторый момент в будущем ($t+1$) валютный курс будет E_{t+1} . Процентная ставка по депозитам в национальной валюте (r_d) известна и поэтому графически представляет собой вертикальную прямую, конфигурация которой не зависит от валютного курса. Доход в национальной валюте от иностранных депозитов напрямую зависит от обменного курса: по мере того как курс национальной валюты падает (движение вверх по оси ординат), доход в национальной валюте от депозитов за рубежом сокращается, курс национальной валюты растет (движение вниз по оси ординат), доход в национальной валюте от депозитов за рубежом также растет.

Равновесный валютный курс E_1 определяется точкой А пересечения кривой доходов от депозитов внутри страны и кривой доходов от депозитов за рубежом, переведенных в национальную валюту (рис. 3.3). В точке А удовлетворяется условие (3.12) паритета процентных ставок — процентная ставка внутри

страны (r_d). Валютный курс должен оказаться именно на уровне E_1 , поскольку если бы он оказался на уровне E_2 , то соответствующая точка В точка r_2 показала бы, что при этом валютном курсе доход по депозитам в иностранной валюте меньше, чем по депозитам в национальной. Люди станут снимать деньги с иностранных депозитов и превращать их в национальную валюту, создавая на нее дополнительный спрос, в результате чего ее курс вырастет до E_1 . В противоположной ситуации, когда курс находится на уровне E_3 , депозиты в иностранной валюте явно более доходны, чем в национальной. Люди бросятся снимать деньги со своих депозитов внутри страны и покупать на них иностранную валюту, чтобы положить на депозит за рубежом. Курс иностранной валюты, на которую будет предъявляться повышенный спрос, возрастет, а национальной, соответственно, упадет с E_3 до E_1 .

Рассмотрим, как изменение национальной процентной ставки влияет на уровень валютного курса при условии, что ожидания изменения валютного курса и процентная ставка за рубежом остаются неизменными (рис. 3.4). Как и прежде, валютный рынок находится в равновесии в точке А. Если национальная процентная ставка повышается, это означает, что прямая r_d сдвигается вправо на уровень r_3 . В результате паритет процентных ставок достигается в точке С, в которой валютный курс равен E_3 , т. е. выше, чем до роста национальной процентной ставки. В противоположном случае, когда национальная процентная ставка падает, ее график сдвигается влево на уровень r_2 . В результате курс национальной валюты также падает до уровня E_2 .

Теперь допустим, что постоянными являются ожидания изменения валютного курса и национальная процентная ставка. Изменяется процентная ставка за рубежом. В случае ее повышения кривая ожидаемых доходов от иностранных депозитов сместится вправо, валютный рынок будет в равновесии в точке D, в которой курс национальной валюты

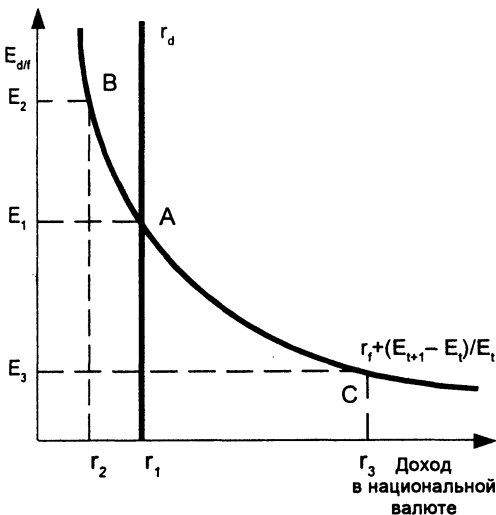


Рис. 3.3. Процентные ставки как основа валютного курса

упадет до E_4 . В противоположной ситуации, если процентная ставка за рубежом падает, кривая ожидаемых доходов от иностранных депозитов смещается влево, рынок оказывается в равновесии в точке F, в которой курс национальной валюты растет до E_5 .

Наконец, рассмотрим ситуацию, когда процентные ставки внутри страны и за рубежом постоянны, а изменяются только ожидания валютного курса. Поскольку изменения валютного курса заложены только в кривые ожидаемого дохода на депозиты в иностранной валюте, то в результате изменения ожиданий валютного курса смещаются только эти кривые. Рост ожидаемого в будущем валютного курса сдвигает кривую ожидаемых доходов от иностранных депозитов влево, что ведет к росту текущего курса национальной валюты. Падение ожидаемого в будущем валютного курса сдвигает кривую ожидаемых доходов от иностранных депозитов вправо, что ведет к падению текущего курса национальной валюты.

На ожидаемый в будущем курс непосредственно влияет экономическая политика государства. Скажем, введение или повышение импортных тарифов, квот или других ограничений импорта сокращает спрос на иностранные товары и, следовательно, на иностранную валюту для их приобретения, в результате чего курс национальной валюты растет. Рост спроса на экспортные товары, например в результате снижения их цены из-за отмены экспортных ограничений, увеличивает спрос со стороны иностранцев на национальную валюту и повышает ее курс. Ожидаемый рост производства или производительности в одной из стран по сравнению с другими странами делает товары этой страны относительно дешевле, увеличивает спрос на ее товары и ее валюту, курс которой растет.

Короче говоря, если считать, что валютный курс определяется соотношением доходности депозитов в разных странах, то при презумпции существования паритета процентных ставок справедливо следующее:

- курс национальной валюты растет при росте национальных процентных ставок, при падении процентных ставок за рубежом и при росте ожидаемого в будущем курса национальной валюты;
- курс национальной валюты падает при падении национальных процентных ставок, при росте процентных ставок за рубежом и при падении ожидаемого в будущем курса национальной валюты.

Эффект Фишера

Теория паритета процентных ставок как основы определения валютного курса в будущем была бы неполной, если не учесть влияние инфляции. Из общей экономической теории известно, что номинальная процентная ставка всегда включает ожидаемый уровень инфляции, с тем чтобы доход банка по предоставляемым кредитам всегда был положительным. Инвесторы, выбирая, в какой стране и в какой валюте вложить капитал, обязательно оценивают темп грядущего обесценения этой валюты, чтобы получить положительный процент. Как известно, инвестора интересует реальная процентная ставка — номинальная процентная ставка, объявленная банком, минус темп инфляции. Впервые связь между процентной ставкой и темпом инфляции четко описал И. Фишер (*биографическая справка 3.1*).

И. Фишер показал, что рост прогнозируемого уровня инфляции приводит к пропорциональному росту процентных ставок и, напротив, снижение уровня прогнозируемой инфляции ведет к снижению уровня процентных ставок. Обычно эту закономерность, относящуюся к одной стране, и называют эффектом Фишера. Однако, используя знания об относительном ППС и паритете процентных ставок, можно определить закономерности изменения валютного курса исходя из относительных изменений инфляции и процентных ставок между двумя странами. Вспомним, что, с одной стороны, в соответствии с теорией относительного ППС изменение обменного курса между валютами

Биографическая справка 3.1



Ирвин Фишер (Irving Fisher, 1867—1947) — выдающийся американский экономист, один из основоположников монетаризма. Выпускник Йельского университета, математик, он довольно скоро обратился к экономике, внедрив в нее математический аппарат исследований. Он является автором стройной теории процентных ставок, изложенной в книге “Теория процента” (“The Theory of Interest”. — N.J.: MacMillan, 1930), впервые опубликованной в 1906 г. Там же он обратил внимание на различие реальной и номинальной процентной ставок и показал, что изменения в номинальной процентной ставке совсем необязательно связаны с оценкой реальных доходов на инвестиции, а могут быть продиктованы чисто инфляционными соображениями, ведь все инвесторы хотят получить реальные, т. е. за вычетом инфляции, обесценивающей их, доходы на свои вложения. Фишер развил количественную теорию денег и предложил свою оригинальную теорию денежной политики.

Помимо экономики он заметно преуспел в математике, опубликовав несколько учебников и в этой сфере. Страдая с юности от туберкулеза, Фишер написал несколько популярных книжек о том, как надо правильно питаться и продлить тем самым свою жизнь. Он увлекался евристикой — наукой, занимающейся улучшением наследственности, — и активно участвовал поэтому в антиалкогольных и антитабачных кампаниях. Задолго до первой мировой войны он выступил с идеей создания Лиги Наций как механизма поддержания мира. Кроме того, Фишер является изобретателем многих механических приспособлений. Например, используемая и поныне вращающаяся картотека принесла ему около миллиона долларов прибыли. Способности выдающегося экономиста и математика не спасли его от рыночных потрясений. Во время кризиса 1929 г. он и его семья потеряли на фондовой бирже практически все свое состояние — около 9 млн. долл.

двух стран пропорционально относительно изменению уровня цен (инфляции) в этих странах (уравнение 3.5). С другой стороны, из условия паритета процентных ставок (уравнение 3.11) следует, что изменение обменного курса между валютами двух стран равняется разности процентных ставок между этими странами. Объединяя эти условия в одно уравнение, можно установить закономерность изменения валютного курса, которая развивает эффект Фишера в его изначальном толковании.

@ *Эффект Фишера* (the Fisher effect) — в долгосрочной перспективе изменение уровня валютного курса равно разности процентных ставок между двумя странами и разности прогнозируемых в них темпов инфляции:

$$r_d - r_f = \pi_d - \pi_f = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} \quad (3.13)$$

Формула 3.13 устанавливает прямую связь между номинальной процентной ставкой, темпом инфляции и валютным курсом: изменение валютного курса равно разнице в уровнях инфляции между странами и равно разнице в уровнях номинальных процентных ставок в них. Более высокий темп инфляции внутри страны, чем за рубежом, приводит к определению местными банками более высоких процентных ставок, чем за рубежом, поскольку в них заложены инфляционные ожидания, что, в свою очередь, ведет к обесценению национальной валюты по сравнению с иностранной. Процентная ставка внутри страны должна равняться процентной ставке за рубежом плюс процент обесценения национальной валюты за то время, на которое установлена процентная ставка.

Эффект Фишера имеет чрезвычайно важное значение для правильного понимания воздействия изменения процент-

ных ставок на валютный курс. В соответствии с рассмотренными выше закономерностями формирования валютного курса, исходя из спроса на активы, рост процентной ставки в некоторой стране означает увеличение спроса на активы, деноминированные в ее валюте, и, следовательно, на ее валюту, чтобы их купить. Это, казалось бы, должно однозначно привести к росту ее курса. Вывод вроде бы неоспорим: рост процентной ставки ведет к росту курса валюты. Однако на самом деле рост процентной ставки может привести как к росту, так и к падению валютного курса. Все зависит от того, что стало причиной роста процентной ставки.

Как отмечалось выше, номинальная процентная ставка равна сумме реальной процентной ставки и ожидаемого темпа инфляции.

Если r^n — номинальная процентная ставка (nominal interest rate),

r^r — реальная процентная ставка (real interest rate),

π — темп инфляции,

тогда, в соответствии с эффектом Фишера,

$$r^n = r^r + \pi. \quad (3.14)$$

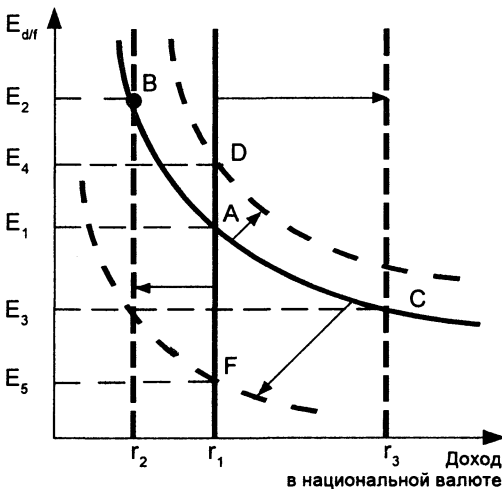


Рис. 3.4. Влияние изменения процентных ставок на валютный курс

Изменение в уровне процентной ставки является важнейшей предпосылкой изменения уровня валютного курса. Из уравнения 3.14 видно, что номинальная процентная ставка может измениться по двум причинам: во-первых, в результате изменения реальной процентной ставки r^r и, во-вторых, из-за изменения инфляционных ожиданий π . В зависимости от того, какой из компонентов приводит к изменению номинальной процентной ставки, курс национальной валюты либо растет, либо падает.

• Рост номинальной процентной ставки из-за роста реальной процентной ставки ведет к росту курса национальной валюты. Этот случай графически ничем не отличается от изображенного на рисунке 3.4, когда национальная процентная ставка растет, сдвигая ее график вправо на уровень r_3 , что означает рост курса с E_1 до E_3 .

• Рост номинальной процентной ставки из-за роста инфляционных ожиданий ведет к падению курса национальной валюты. Графическая интерпретация этого случая принципиально иная (рис. 3.5).

Ряд исследований показал, что в результате инфляции курс национальной валюты обесценивается в большей

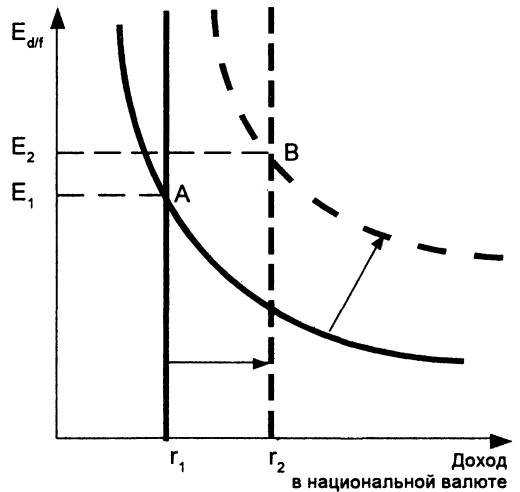


Рис. 3.5. Влияние инфляции на валютный курс

степени, чем растет национальная процентная ставка. В результате доход по иностранным депозитам оказывается выше, чем по депозитам в национальной валюте. Возрастая из-за инфляционного компонента, национальная процентная ставка, как и прежде, перемещается на графике вправо на уровень r_2 . Однако кривая ожидаемых доходов на иностранные депозиты из-за резкого обесценения в результате инфляции национальной валюты также переместится вправо — и в большей степени, чем график национальной процентной ставки. В результате первоначальный паритет процентных ставок, достигаемый в точке А при курсе E_1 , переместится в новую точку В, где курс национальной валюты будет E_2 , т.е. ниже, чем изначально.

Если правительство в преддверии выборов объявляет об увеличении социальных расходов, которые скорее всего будут профинансированы за счет кредитов центрального банка, что приведет к росту денежной массы, то вполне вероятно ожидать роста инфляции. Рост инфляционных ожиданий отразится на росте уровня процента, ибо никто не захочет инвестировать свои деньги, если предлагаемый процент будет ниже инфляции. В этой ситуации рост предложения денег, как будет показано в следующем параграфе, приведет к падению курса национальной валюты, который произойдет на фоне растущего процента. В противоположной ситуации прогнозируемая инфляция в результате грамотной бюджетной и денежной политики остается постоянной и национальные активы в силу своей надежности притягивают иностранных инвесторов. Поскольку активы деноминированы в национальной валюте, иностранцы повышают свой спрос на нее и курс ее растет.

Итак, в соответствии с подходом к валютному курсу с точки зрения акти-

вов он определяется соотношением доходности вложений внутри страны и за рубежом в различные активы, приносящие доход, прежде всего в банковские депозиты и ценные бумаги. Для определения доходности вложения в активы учитываются три показателя: процентная ставка у себя в стране, процентная ставка за рубежом и динамика валютного курса. Доход на вложения в иностранные активы в национальной валюте равен сумме/разности процентной ставки за рубежом и процента обесценения/роста курса национальной валюты. При свободе международного передвижения капитала спрос на национальные и зарубежные активы определяется исключительно уровнем выплачиваемого по ним дохода — процентной ставки — с поправкой на уровень валютного курса, прогнозируемого на момент истечения срока договора о приобретении активов. При этом предполагается паритет процентных ставок: такой уровень процентных ставок внутри страны и за рубежом, при котором равные по размеру депозиты в каждой из них дают одинаковый доход при переводе в одну валюту. В соответствии с теорией активов курс национальной валюты растет/падает при росте/падении национальных процентных ставок, при падении/росте процентных ставок за рубежом и при росте/падении ожидаемого в будущем курса национальной валюты. В долгосрочной перспективе изменение уровня валютного курса равно разности процентных ставок между двумя странами и разности прогнозируемых в них темпов инфляции. Однако в соответствии с эффектом Фишера рост номинальной процентной ставки из-за роста реальной процентной ставки ведет к росту курса национальной валюты. Ее же рост из-за роста инфляционных ожиданий является причиной падения курса национальной валюты.

4. ДЕНЕЖНАЯ ТЕОРИЯ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Деньги? — деньги
 Всегда, во всякий возраст нам пригодны,
 Но юноша в них ищет слуг проворных
 И не жалея шлет туда, сюда.
 Старик же видит в них друзей надежных
 И бережет их как зеницу ока.

А. Пушкин. "Скупой рыцарь".

Великий русский поэт, конечно, не занимался теориями валютного курса, но четко подметил важнейшую черту денег — их различную относительную ценность. Спрос на деньги — национальную валюту в нашей терминологии, — так же как и их предложение, различен не только у юношей и стариков, но и в разных странах. Как раз из этого исходит денежная теория валютного курса. Ее сторонники считают оценку валютного курса с точки зрения макроэкономического баланса практически неприменимой в силу невозможности точно просчитать все составляющие внутреннего и внешнего баланса, а теорию активов — пригодной для объяснения только краткосрочных колебаний. Денежная теория валютного курса исходит из того, что валютный курс — это прежде всего денежный феномен, на его основе деньги одной страны обмениваются на деньги другой страны. Поэтому в долгосрочной перспективе уровень валютного курса зависит от спроса и предложения национальной валюты.

Предложение денег

Из общей теории макроэкономики известно, что в каждой стране существует официальный орган, называемый денежными властями (monetary authority): центральный, государственный или национальный банк, который отвечает за денежную политику и главная функция которого состоит в выпуске и изъятии денег (национальной валюты) из обращения. Помимо него в состав финансо-

вой/банковской системы входят коммерческие банки (КБ) и другие небанковские финансовые институты — инвестиционный, страховые и другие финансовые компании. Операции финансовой системы в целом фиксируются в обзоре финансовой системы (financial survey), который содержит обзор денежной сферы (monetary survey) и обзор финансовой деятельности небанковских финансовых институтов. Обзор денежной сферы, в свою очередь, состоит из баланса ЦБ (Central Bank balance sheet) и консолидированного/обобщенного баланса КБ (bank consolidated balance sheet), который составляется ЦБ по отчетности, предоставляемой КБ.

Подавляющее большинство стран мира используют свою национальную валюту для выполнения всех основных денежных функций — меры стоимости, средства обращения, средства накопления, средства платежа. Лишь в Либерии и Панаме ЦБ не выпускает национальную валюту и в качестве законного средства обращения используется валюта другой страны (доллар США). Во многих, особенно развивающихся, странах существует феномен параллельного обращения национальной валюты, выпуск которой прямо контролируется ЦБ, и доллара США, обращение которого может контролироваться местными властями только косвенными методами денежной политики.

Устоявшегося общепринятого определения денег не существует. В практических целях используются различные определения денежной массы в зависимости от того, какая ее часть имеется в виду.

Денежные агрегаты

Названия-эквиваленты		Состав		Определение составляющих			
Резервные деньги — reserve money Денежная база — monetary base Высокоэффективные деньги — high powered money $M_0 = \text{Currency} + \text{Reserves}$		Наличные деньги в обращении/вне банков (currency in circulation/ outside banks)		Эмитированные деньги (currency issued)	Наличные (бумажные банкноты, металлические монеты) и безналичные деньги в обращении минус деньги в кассах КБ	Деньги, выпущенные в обращение	
		Резервы КБ (bank reserves)	Наличные в банках (currency with banks)				Обязательные (required)
			Депозиты банков в ЦБ (bank deposits with Central Bank)	Избыточные (excess)	Деньги на счетах КБ в ЦБ	Резервные требования ЦБ	
Деньги-money $M_1 = \text{Currency} + \text{Deposits}$		Наличные деньги в обращении/вне банков (currency in circulation/outside banks)		Наличные (бумажные банкноты, металлические монеты) и безналичные деньги в обращении минус деньги в кассах КБ			
		Депозиты до востребования (demand deposits)		Вклады в КБ, изымаемые по первому требованию вкладчика			
		Квазиденьги (quasi-money)	Срочные депозиты (time deposits)		Вклады в КБ, которые можно изъять только по истечении определенного срока		
			Сберегательные депозиты (savings deposits)		Вклады в КБ, позволяющие изымать деньги ограниченное число раз в месяц		
Широкие деньги — broad money $M_2 = M_1 + \text{Quasi-Money}$		Депозиты в иностранной валюте (foreign currency deposits)		Инвалютные вклады в КБ			
		Прочие депозиты частного сектора (other private sector deposits)		Вклады частного сектора в других финансовых институтах, кроме КБ			
Более широкие деньги — broader money $M_3 = M_2 + \text{Other Deposits}$		Краткосрочные казначейские обязательства (short-term Treasury bills)		Государственные долговые бумаги, купленные КБ			

@ *Денежная масса/предложение денег* (money supply) — выпуск денег в обращение под контролем денежных властей.

Составляющие денежной массы определяются в соответствии со степенью их ликвидности — способностью превращаться в наличные деньги без потери стоимости — и обозначаются с помощью символов от M_0 до M_3 . Повышение цифрового индекса означает падение ликвидности, т.е. деньги в этих формах все меньше выполняют свои основные функции. В разных странах существуют различные подходы к определению денежных агрегатов. О международно-признанных стандартах см. в таблице 3.2.

Наибольшую ликвидность имеет часть денежной массы, входящей в понятие денежной базы M_0 , которую иногда называют также высокоэффективными деньгами (high-powered money) или резервными деньгами (reserve money, RM), — это сумма наличных в обращении, наличных резервов коммерческих банков (КБ). Резервы КБ состоят из двух частей — из наличных денег в их кассах и принадлежащих им денег, депонированных на их счетах в ЦБ. КБ вынуждены держать часть своих денег в ЦБ в силу существования во многих странах резервных требований, обязующих КБ поддерживать определенную сумму остатков на их счетах в ЦБ (обязательные резервы). Если КБ держат в ЦБ больше денег, чем тот обязательно требует, то эта часть представляет собой избыточные резервы. Узкие деньги M_1 исключают резервы КБ, но включают помимо наличных в обращении все депозиты в КБ, которые могут быть изъяты вкладчиками и превращены в наличные деньги по их первому требованию. M_2 добавляет к M_1 так называемые квазиденьги (quasi-money, QM) — менее ликвидные срочные, сберегательные и иные депозиты, названия которых могут отличаться от страны к стране, главная характеристика которых заключается в том, что вкладчик не может их изъять по первому

требованию и превратить в наличные деньги. Обычно для получения этих депозитов должно пройти некоторое обусловленное время, деньги можно снимать не чаще чем несколько раз в месяц, не больше определенной суммы или накладываются другие ограничения. Наконец, в состав M_3 помимо всех компонентов M_2 входят еще менее ликвидные составляющие денежной массы, такие как депозиты частного сектора в финансовых институтах, не являющиеся банками, и государственные ценные бумаги. Соотношение между различными денежными агрегатами приведено в таблице 3.3.

Принципиальное различие между M_0 и всеми остальными агрегатами заключается в том, что предложение M_0 прямо контролируется ЦБ через выпуск наличных в обращение и через установление резервных требований к КБ. Составляющие всех остальных агрегатов, за исключением выпуска наличных денег, могут контролироваться ЦБ только косвенно. Денежные власти каждой страны совместно с правительством обычно устанавливают, какой из денежных агрегатов они считают предложением денег/денежной массой и каков ее точный постатейный состав. США рассчитываются $M_1—M_3$, а к M_3 добавлен агрегат L (другие ликвидные активы), в Великобритании добавлен агрегат M_4 , исключаящий депозиты в иностранной валюте из M_2 , в ФРГ нет M_0 , вместо него используется понятие «деньги ЦБ»³.

@ *Предложение денег* (money supply) — экзогенная переменная, регулируемая денежными властями и показывающая выпуск денег в обращение/денежную массу.

Предложение денег, под которым в теории международной экономики обычно понимается агрегат M_2 , первич-

³ Детальное описание денежных агрегатов большинства стран содержится в ежемесячной публикации МВФ: *International Financial Statistics*. — IMF (monthly).

ТАБЛИЦА 3.3

Состав денежных агрегатов

	M_0	M_1	M_2	M_3	QM
Наличные деньги в обращении (currency outside banks)	x	x	x	x	
Депозиты до востребования (demand deposits)		x	x	x	
Резервы КБ (reserves)	x				
Срочные депозиты (time deposits)			x	x	x
Сберегательные депозиты (savings deposits)			x	x	x
Депозиты в иностранной валюте (foreign currency deposits)			x	x	x
Прочие депозиты частного сектора (other private sector deposits)				x	
Краткосрочные казначейские обязательства (short-term Treasury bills)				x	

но возникает в результате создания резервных денег центральным банком и последующего их расширения за счет функционирования денежного мультипликатора.

@ *Денежный мультипликатор* (money multiplier, m) — коэффициент роста денежной массы за счет многократного использования коммерческими банками одних и тех же денег.

В соответствии с приведенными в таблице 3.2 определениями со стороны пассивов ЦБ M_0 равно сумме наличных денег вне банков и резервов КБ ($M_0 = \text{Currency} + \text{Reserves}$). Со стороны активов ЦБ M_0 определяется как сумма чистых зарубежных активов (net foreign assets), кредита со стороны ЦБ правительству (claims on government) и кредита со стороны ЦБ коммерческим банкам (claims on deposit money banks). Со стороны пассивов ЦБ и консолидированного баланса КБ M_1 определяется как

сумма наличности и депозитов ($M_1 = \text{Currency} + \text{Deposits}$). Как видно, два агрегата различаются только на величину того, что добавляется к размеру наличных денег — резервы или депозиты. Отсюда мультипликатор (m) определяется как

$$m = \frac{M_1}{M_0} = \frac{\text{Currency} + \text{Deposits}}{\text{Currency} + \text{Reserves}}. \quad (3.15)$$

Если числитель и знаменатель разделить на размер депозитов и обозначить $\rho = \text{Currency}/\text{Deposits}$, а $\tau = \text{Reserves}/\text{Deposits}$, то после простейших преобразований получаем формулу мультипликатора, выражающую его через два указанных соотношения:

$$m = \frac{(\text{Currency}/\text{Deposits} + \text{Deposits}/\text{Deposits})}{(\text{Currency}/\text{Deposits} + \text{Reserves}/\text{Deposits})} = \frac{(\rho + 1)}{(\rho + \tau)}. \quad (3.16)$$

Поскольку КБ держат лишь часть своих депозитов в виде резервов, то их сум-

Пример 3.4

Паритет покупательной способности на базе «биг-мак»

	1	2	3	4	5
США	2,42	2,42	—	—	—
Аргентина	2,5	2,5	1,03	1,00	3
Австралия	2,5	1,3	1,03	1,29	20
Австрия	34	2,82	14,0	12	17
Бельгия	109	3,09	45,0	35,3	28
Бразилия	2,97	2,81	1,2	1,06	16
Великобритания	1,81	2,95	0,7	1,63	54
Канада	2,88	2,07	1,2	1,39	14
Чили	1200	2,88	495,9	417	19
Китай	9,7	1,16	4,0	8,33	52
Чехия	53	1,81	21,9	29,2	25
Дания	25,75	3,95	10,6	6,52	63
Франция	17,5	3,04	7,2	5,76	26
Германия	4,9	2,86	2,0	1,71	18
Гонконг	9,9	1,28	4,1	7,75	47
Венгрия	271	1,52	112,0	178	37
Израиль	11,5	3,4	4,8	3,38	41
Италия	4600	2,73	1901	1683	13
Япония	294	2,34	121,5	126	—4
Малайзия	3,87	1,55	1,6	2,5	36
Мексика	14,9	1,89	6,2	7,9	22
Нидерланды	5,45	2,83	2,3	1,92	17
Новая Зеландия	3,25	2,24	1,3	1,45	—7
Польша	4,3	1,39	1,8	3,1	43
Россия	11000	1,92	4545	5739	21
Сингапур	3	2,08	1,2	1,44	14
Южная Африка	7,8	1,76	3,2	4,43	27
Южная Корея	2300	2,57	950,4	894	6
Испания	375	2,6	155,0	144	8
Швеция	26	3,37	10,7	7,72	39
Швейцария	5,9	4,02	2,4	1,47	66
Тайвань	68	2,47	28,1	27,6	2
Таиланд	46,7	1,79	19,3	26,1	26

Источники: *The Economist*. — 1997. — Apr. 12. — P. 71.

Ежегодно публикуемые журналом "The Economist" оценки "правильности" валютного курса на основе ППС отдельных валют к доллару США являются своеобразным индикатором степени отклонения номинального курса валют от их уровня, предписываемого ППС. В колонке 1 показана цена стандартного бутерброда биг-мак в национальной валюте каждой из стран по состоянию на начало апреля 1997 г. Например, в России он стоил тогда 11 тыс. рублей, а в США — 2,42 долл. Колонка 2 представляет собой цену того же биг-мака, но в долларах по текущему курсу, т.е. его цена в национальной валюте просто делится на существовавший в то время средний валютный курс из колонки 4. Колонка 3 представляет собой предполагаемый на основе ППС курс национальной валюты к доллару на основе сопоставлений цены биг-мака в США и каждой из стран. Для этого его цена в национальной валюте из колонки 1 просто делится на его цену в США — 2,42 долл. Если колонка 4 показывает номинальный валютный курс, то колонка 3 — валютный курс, исходя из ППС валют по отношению к доллару. Колонка 5 показывает в процентах степень переоцененности (плюс) или недооцененности валюты (минус).

Из таблицы следует, что обладатель долларов мог дешевле всего купить биг-мак в Китае, где он был в половину дешевле, чем в США, но заплатил бы за него почти в 2 раза больше в Швейцарии. Если валюта недооценена, как, например, чешская крона (на 25%) или польский злотый (на 43%), то можно ожидать роста их курса. Если, напротив, она переоценена, как, например, датская крона (на 63%) или израильский шекель (на 40%), то курс ее по отношению к доллару скорее всего будет падать. Интересно заметить, что курс аргентинского песо и японской иены находился практически на уровне их ППС. Не являясь идеальным измерителем валютного курса, биг-мак ППС, тем не менее, точно предсказал на протяжении нескольких последних лет направление изменения валютного курса 8 из 12 главных валют.

ма всегда будет меньше 1. Следовательно, мультипликатор всегда должен быть больше 1.

Вышеприведенные формулы свидетельствуют, что предложение денег в экономике в целом зависит от тенденций развития денежной базы, размеров мультипликатора, а также от ряда внешних по отношению к денежному сектору факторов. В числе факторов, определяющих предложение денег, следующие:

- *Размеры выпуска ЦБ наличных денег* (currency) в обращение. Чем больше ЦБ выпускает наличных денег, тем больше их общее предложение. Выпуск наличных денег прямо контролируется ЦБ.

- *Размеры резервов* (reserves) денег в кассах КБ и на их счетах в ЦБ. Чем больше резервы, тем выше общее предложение денег. ЦБ устанавливает резервные требования, через которые косвенно контролирует размер резервов.

- *Отношения резервов к депозитам* (reserves/deposits ratio, τ). Рост этого коэффициента сокращает мультипликатор и, следовательно, предложение денег, поскольку в результате роста резервов сокращается объем свободных денег для предоставления новых займов. ЦБ косвенно контролирует этот коэффициент через резервные требования.

- *Отношение наличных денег к депозитам* (currency/deposits ratio, ρ). Рост этого коэффициента также сокращает мультипликатор и, следовательно, предложение денег, поскольку это означает, что объем наличных денег по сравнению с депозитами увеличивается, т.е. экономические агенты предпочитают держать свои деньги в виде наличных, а не на счетах в банках. В результате у КБ останется меньше денег для предоставления других кредитов. Со стороны ЦБ не контролируется.

ЦБ контролирует и регулирует предложение денег. В разных странах регулируются разные денежные агрегаты, например Банк Англии регулирует M_3 , Федеральная резервная система США — M_2 . Соответственно, в практических целях денежный мультипликатор может

рассчитываться не только как отношение денег к резервным деньгам (M_1/M_0), но и как отношение широких денег к резервным деньгам (M_2/M_0) и даже как отношение более широких денег к резервным деньгам (M_3/M_0). Все зависит от того, какой показатель широких денег рассчитывает страна. Теоретически чем шире определение широких денег, тем больше информации заключено в денежном мультипликаторе.

Спрос на деньги

С точки зрения денежной теории валютного курса считается, что предложение денег (M^s) может полностью контролироваться денежными властями. Поэтому уровень предложения денег полностью зависит от уровня спроса (M^d) на них, точное определение которого позволяет установить параметры равновесия на денежном рынке и, следовательно, уровень валютного курса. Из общей экономической теории известно, что спрос на деньги определяется уровнем процентной ставки, реальными доходами и пропорционален уровню цен. Процентная ставка (i) является стоимостью, альтернативной хранению денег в виде наличных или на беспроцентном счете. Если хранение денег в виде наличности вообще не приносит процентов, а их хранение на высоколиквидном депозите до востребования приносит минимальный процент, то вложение тех же денег в высокодоходные государственные долговые обязательства или размещение на менее ликвидных срочных депозитах приносит их владельцу более высокий доход от процента. Разница между процентом по менее и более ликвидным формам хранения денег представляет собой альтернативную стоимость хранения денег. Например, если процент по ГКО составляет 7% в месяц, а процент по вкладам до востребования только 2%, то альтернативная цена хранения денег в виде ГКО составит $7 - 2 = 5\%$ в месяц. Разумеется, процентная ставка измеряется не в номи-

нальном, а в реальном (за вычетом инфляции) выражении. Рост реальной процентной ставки сокращает спрос на деньги, падение — увеличивает.

Реальный доход (Y) представляет собой денежное выражение доходов, получаемых всеми субъектами экономической деятельности, которым нужны деньги, с поправкой на темп инфляции. При росте реальных доходов, например семьи в результате того, что жена пошла работать, спрос на деньги увеличивается, при падении — сокращается. Эта же закономерность справедлива и для уровня доходов в экономике в целом, который приблизительно может измеряться объемами ВВП.

Уровень цен (P) является абсолютным показателем, связывающим номинальные и реальные остатки денег у экономических субъектов. В соответствии с количественной теорией денег, если предположить, что уровень доходов и процентные ставки фиксированы, то рост уровня цен ведет к росту спроса на деньги, падение — к падению. Например, при одновременном удвоении цен и доходов реальный доход останется прежним, но денег для покупки подорожавших товаров потребуется в 2 раза больше, возникнет новый спрос на деньги. Другими словами, экономических агентов, предъявляющих спрос на деньги, интересует только их реальная покупательная способность, а не номинальное количество.

@ *Спрос на деньги* (money demand, M^d) — эндогенная переменная, пропорциональная уровню цен, зависящая от номинальной процентной ставки и реальных доходов и показывающая потребность в реальных денежных остатках.

Спрос на деньги описывается моделью Баумола—Тобина, названной именами двух американских экономистов, в середине 1950-х гг. независимо друг от друга описавших его взаимосвязь с процентной ставкой, доходами и уровнем цен в рамках так называемого «инвен-

тарного» подхода⁴. В качестве экономической единицы было выбрано домашнее хозяйство, которое по мотивам своего отношения к запасам денег немногим отличается от коммерческой фирмы с ее запасами товаров. Главная дилемма домашнего хозяйства, как и любой другой экономической единицы, заключается в том, в какой форме хранить сбережения — в виде не приносящих проценты, но бесконечно ликвидных наличных денег или в виде приносящих проценты, но значительно менее ликвидных ценных бумаг. Ценные бумаги хотя и дают доход, но их превращение в наличные деньги сопряжено с целым рядом издержек, например выплатами комиссии брокеру. Если их приходится продавать достаточно часто, то комиссия брокера может перекрыть получаемый процент.

Допустим, что номинальный доход семьи составляет PY в месяц, которые немедленно кладутся на сберегательный депозит в банк под процент. Ее потребление постоянно и равно доходам, и для того, чтобы оплатить свои расходы, надо периодически брать деньги со своего сберегательного счета. За каждое снятие денег со счета приходится платить некоторую фиксированную сумму b , т.е. возникают трансакционные издержки. Тем самым номинальная стоимость снятия денег будет Pb , которая включает все связанные с этим расходы (время, потраченное на визит в банк, деньги, потраченные на проезд до банка и назад, и пр.). Поскольку расходы семьи постоянны, то ее глава ходит в банк раз в 10 дней и снимает деньги со счета одинаковыми порциями, так что к концу месяца на нем денег не остается вообще. Если в каждый визит в банк глава семьи снимает деньги равными долями M , то очевидно, что его средний спрос на деньги за весь период составит $M^d = M/2$.

⁴ Baumol W. The Transactions Demand for Cash: An Inventory Approach Quarterly // Journal of Economics. — 1952. — Nov.; Tobin J. The Interest-Elasticity of the Transaction Demand for Cash // Review of Economics and Statistics. — 1956. — Aug.

Чтобы снять деньги со счета, глава семьи должен сходить в банк PY/M раз в месяц. Например, если доход семьи составляет 1 млн. рублей в месяц, а он во время каждого визита в банк снимает 250 тыс., то, чтобы взять все деньги, надо сходить в банк четыре раза. Учитывая, что каждое снятие денег со счета влечет издержки, общая стоимость снятия денег со счета будет $Pb(PY/M)$. Более того, после каждого снятия денег теряется процент, который они могли бы принести, оставаясь на счете, т.е. $r(M/2)$. В принципе можно взять все деньги один раз $M=PY$ и сократить транзакционные издержки. Однако в этом случае будет потеряна вся сумма процента. В результате становится важным найти оптимальное сочетание, при котором транзакционные издержки и потери от неполученных процентов были бы минимальными, т.е. минимизировать стоимость хранения наличных денег.

Для этого надо просто минимизировать относительно M выражение, которое показывает сумму возможных транзакционных издержек $Pb(PY/M)$ и потерь от недополучения процента $r(M/2)$. Чтобы минимизировать значение функции, как известно, надо принять ее производную равной 0, т.е.⁵

$$\begin{aligned} \frac{d}{dM} [Pb(\frac{PY}{M}) + r(\frac{M}{2})] &= \frac{d}{dM} (\frac{PbPY}{M}) + \frac{d}{dM} r(\frac{M}{2}) = \\ &= -\frac{PbPY}{M^2} + \frac{r}{2} = 0. \end{aligned} \quad (3.17)$$

Решая это уравнение относительно M , получаем

$$\frac{PbPY}{M^2} = \frac{r}{2}, \quad (3.18)$$

откуда

$$M^2 = \frac{(2Pb)(PY)}{r} = P^2 \frac{2bY}{r}, \quad (3.19)$$

далее

⁵ Вычисляя производную, важно помнить в соответствии с правилами дифференцирования: $\frac{d}{dx} (\frac{1}{x}) = -\frac{1}{x^2}$.

$$M = P \sqrt{\frac{2bY}{r}}. \quad (3.20)$$

Учитывая, что средний спрос на деньги определен выше как $M^d = M/2$, переводя его в реальное исчисление путем деления обеих сторон уравнения на P , получаем формулу реального спроса на деньги в окончательном виде:

$$\frac{M^d}{P} = \frac{1}{2} \sqrt{\frac{2bY}{r}}. \quad (3.21)$$

Формула спроса на деньги Баумола—Тобина имеет несколько важнейших характеристик. Прежде всего она показывает, что спрос на деньги — это спрос на реальные денежные остатки, т.е. на реальную покупательную способность денег, на тот набор товаров, который на них можно приобрести. Она также показывает, что реальный спрос на деньги не пропорционален росту цен, является прямой функцией от уровня доходов и обратной — от уровня процентной ставки. Как видно из формулы (3.20), если цены (P) вырастают, скажем, в 2 раза при неизменности всех остальных показателей, то и номинальный спрос на деньги вырастает в 2 раза, а реальный (формула 3.21) остается неизменным. Формула 3.21 показывает точное соотношение роста доходов (Y) и роста спроса на деньги. Так, если доходы выросли на 20%, то, приняв все остальные параметры равными 1 и сравнив результаты расчетов, нетрудно показать, что при $Y=1,2$ спрос на деньги выше на 9,5%, чем при $Y=1$. Фактически это означает, что эластичность спроса на деньги по реальному доходу составляет примерно 0,5, поскольку рост доходов на 20% привел только к примерно в 2 раза меньшему росту спроса на деньги.

Формула позволяет определить точную числовую связь между ростом процента и сокращением спроса на деньги. Произведя аналогичные вычисления, сравнив уравнения при $r=1,2$ (рост ставки процента на 20%) и $r=1$, приняв все остальные показатели за 1 (постоянными), нетрудно увидеть, что спрос на

деньги сократится примерно на 10% (точнее, на 9,6%). Из чего следует, что эластичность спроса на деньги по проценту составляет около $-0,5$. Аналогичным образом можно точно оценить и воздействие трансакционных издержек на спрос на деньги.

Учитывая, что многочисленные тесты модели Баумола—Тобина в целом подтвердили правоту их выводов, в более общем плане можно с известной степенью условности утверждать, что реальный спрос на деньги есть некоторая функция от номинальной ставки процента и реального уровня доходов, т.е.

$$\frac{M^d}{P} = f(r, Y). \quad (3.22)$$

Таким образом, закономерности спроса на деньги следующие:

- рост спроса на деньги пропорционален росту уровня цен;
- рост процентной ставки сокращает спрос на деньги, ее падение — увеличивает;
- рост доходов увеличивает спрос на деньги, его падение — сокращает.

Внутреннее денежное равновесие

Равновесие внутреннего денежного рынка любой страны означает, что спрос на деньги равен их предложению ($M^d = M^s$), а реальный спрос на деньги равен их реальному предложению ($M^d/P = M^s/P$). Из этого следует, что в условиях равновесия денежного рынка реальное предложение денег, так же как и спрос на них, является некоторой функцией от уровня процентной ставки (r) и уровня доходов (Y):

$$\frac{M^d}{P} = \frac{M^s}{P} = f(r, Y). \quad (3.23)$$

На рисунке 3.6 показан процесс возникновения баланса спроса и предложения денег внутри страны в условиях, когда уровень цен (P) и уровень доходов (Y) неизменны. График реального предложения денег (M^s/P) является вертикаль-

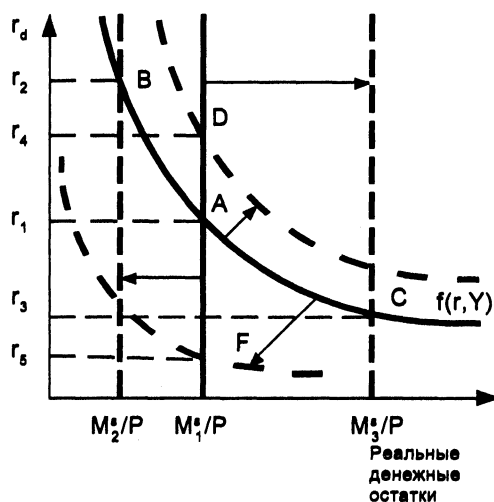


Рис. 3.6. Внутреннее денежное равновесие

ной прямой, ибо считается, что предложение денег контролируется ЦБ и не зависит от ставки процента. Совокупный реальный спрос на деньги $f(r, Y)$ при постоянном уровне дохода есть обратная функция от ставки процента — процент растет, реальный спрос убывает. Баланс спроса на деньги и их предложения достигается в точке A при уровне процента r_1 . Если предложение денег сокращается до (M^s_2/P) , то процентная ставка растет до r_2 . Если же оно увеличивается до (M^s_3/P) , то процентная ставка падает до r_3 .

С другой стороны, если в условиях постоянства предложения денег изменится спрос на них, то это может произойти по двум причинам: из-за изменения процентной ставки и изменения уровня доходов. Изменение процентной ставки означает движение вдоль кривой $f(r, Y)$. Если процентная ставка повысится до уровня r_2 , а предложение денег останется прежним (M^s_1/P) , то возникнет излишнее предложение денег в размере $(M^s_1/P) - (M^s_2/P)$, в результате чего либо упадет процентная ставка, либо ЦБ сократит предложение денег. Изменение уровня доходов означает смещение самой кривой $f(r, Y)$ вправо, если доходы увеличиваются, и влево, если они пада-

ют. Как видно, при увеличении доходов и неизменности предложения денег спрос на деньги увеличивается и баланс внутреннего денежного рынка достигается в точке D при более высоком, чем изначально, уровне процента r_4 . При сокращении доходов и неизменности предложения денег спрос на деньги падает и баланс внутреннего денежного рынка достигается в точке F при более низком, чем изначально, уровне процента r_5 . Рост доходов означает увеличение реального производства и ВВП.

Таким образом, правила денежного равновесия внутри страны можно сформулировать следующим образом:

- Денежный рынок внутри страны находится в равновесии, когда внутренний спрос на деньги равен их предложению, определяя тем самым равновесную процентную ставку и соответствующий ей размер реальных денежных остатков.

- При неизменном уровне цен и спросе на деньги увеличение предложения денег приводит к снижению процентной ставки, сокращение предложения денег — к ее росту.

- При неизменном уровне цен и предложении денег рост реального производства приводит к росту процентной ставки, сокращение реального производства — к ее падению.

Валютный курс в краткосрочной перспективе

Основанная на понятиях спроса (M^d) и предложения (M^s) денег, денежная теория валютного курса считает его прежде всего денежным феноменом. Выше была установлена взаимосвязь между изменением процентной ставки и валютного курса, а ранее в этом параграфе — между процентной ставкой и уровнем спроса и предложения денег, что позволяет нам построить мостик, связывающий деньги с валютным курсом. В краткосрочной перспективе считается, что изменения цен и реального производства незначительны и ими можно пренебречь, т.е. считать P и Y постоянными величинами.

Поэтому в соответствии с денежной теорией валютного курса проблема его определения в краткосрочной перспективе заключается лишь в нахождении взаимосвязи предложения денег через процентную ставку с валютным курсом.

@ *Денежная теория валютного курса* (monetary approach to the exchange rate) — валютный курс национальной валюты определяется относительным спросом и предложением денег между двумя странами.

Объединим в рисунке 3.7 основные параметры рисунков 3.4 и 3.6, развернув при этом последний на 90° по часовой стрелке. В результате абсциссы двух рисунков, показывающие одно и то же — доход в национальной валюте или национальную процентную ставку, сольются, верхняя часть оси ординат будет показывать изменение валютного курса (как и прежде, движение вниз будет означать его рост), а нижняя часть — изменение денежной массы (движение вниз также означает рост). Изучим взаимосвязи на рисунке 3.7 снизу вверх. Как было только что показано, внутренний денежный рынок находится в состоянии равновесия в точке A , в которой реальное предложение денег равно спросу на них. Это состояние равновесия достигается при процентной ставке, равной r_1 , которая и определяет прямую доходов на депозиты в национальной валюте на верхней части рисунка. Ожидаемые доходы в национальной валюте от депозитов в иностранной валюте, как было показано в предыдущем параграфе, напрямую зависят от тенденции развития валютного курса. Баланс спроса-предложения на национальные/зарубежные депозиты зависит от соотношения процентных ставок по ним и достигается в точке A' , которая и определяет равновесный валютный курс E_1 при условии паритета процентных ставок.

Посмотрим теперь, как увеличение предложения денег повлияет на валютный курс. Рост денежной массы означа-

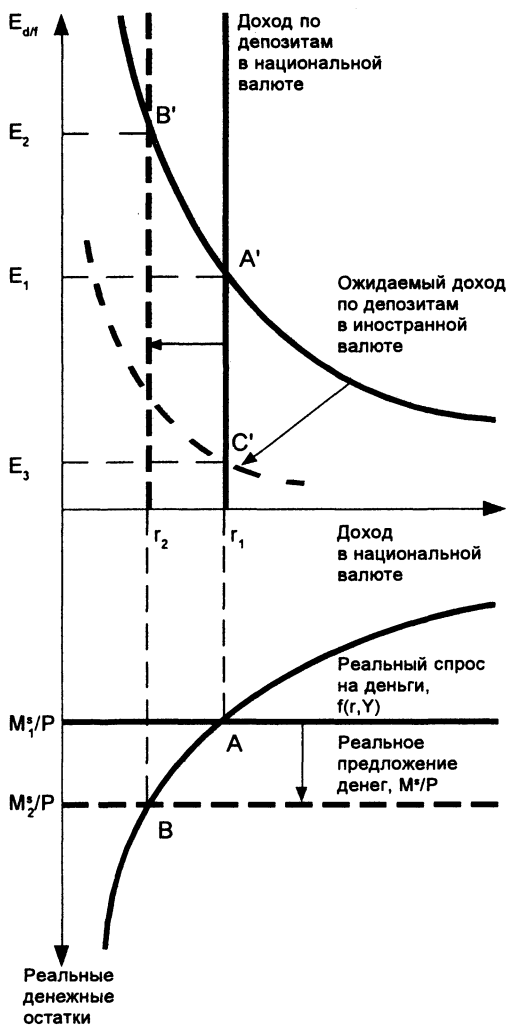


Рис. 3.7. Краткосрочное влияние предложения денег на валютный курс

ет сдвиг кривой ее предложения вниз на уровень M_2^s/P , в результате чего баланс внутреннего денежного рынка переместится в точку B и предопределяет падение процентной ставки до уровня r_2 . При такой снизившейся процентной ставке депозиты в национальной валюте станут менее привлекательными, баланс рынка депозитов переместится в точку B' , которая предопределяет снижение курса национальной валюты до уровня E_2 . Аналогичным образом нетрудно пока-

зать, что сокращение национальной денежной массы, означающей сдвиг ее прямой вверх, приведет к росту курса национальной валюты.

Если поставить несколько иную задачу и посмотреть, как изменение денежной массы в зарубежной стране влияет на курс национальной валюты, то анализ рисунка 3.7 надо осуществлять, наоборот, сверху вниз. Увеличение предложения денег в зарубежной стране приведет к падению ее процентной ставки, что будет означать сдвиг кривой ожидаемых доходов в национальной валюте от депозитов в иностранной валюте влево, ведь для любого уровня валютного курса сокращение процентной ставки за рубежом означает сокращение ожидаемых доходов от депозитов. Если изначально валютный рынок находился в равновесии в точке A' , то увеличение предложения денег за рубежом переместило его в точку C' , что соответствует росту курса национальной валюты/падению курса иностранной валюты до E_3 . Как видно, все изменения произошли на верхнем графике, национальный денежный баланс и процентная ставка, показанные на нижнем, остались без изменений.

Таким образом, исследование на основе денежной теории валютного курса связи внутреннего денежного рынка и валютного рынка в краткосрочной перспективе приводит к следующим выводам:

- Рост денежной массы внутри страны при неизменной денежной массе за рубежом ведет к обесценению ее валюты, сокращение денежной массы, напротив, к росту ее курса.
- Рост денежной массы в зарубежной стране при неизменной денежной массе внутри страны ведет к росту курса национальной валюты, сокращение денежной массы в зарубежной стране, напротив, к падению ее курса.

Валютный курс в долгосрочной перспективе

В долгосрочной перспективе вполне возможно изменение цен и реального

производства, а не только уровня процентной ставки и предложения денег, как предполагалось при определении валютного курса в краткосрочной перспективе, т.е. P , Y и R могут изменяться. Денежная теория валютного курса предлагает два объяснения его изменения в долгосрочной перспективе: с точки зрения теории ожиданий и с точки зрения ППС. Долгосрочность перспективы означает даже не столько достаточно продолжительный отрезок времени, сколько такое гипотетическое состояние экономики, при котором полностью использованы все имеющиеся факторы производства, и прежде всего использованы все трудовые ресурсы, существует полная занятость. Из уравнения 3.24, прямо вытекающего из уравнения 3.23, очевидно, что предложение денег пропорционально росту цен:

$$M^s = P \times f(r, Y). \quad (3.24)$$

Если процентная ставка (r) и реальное производство (Y) остаются неизменными, то, скажем, при росте цен в 10 раз ($10P$) для соблюдения равновесия денежного рынка потребуются в 10 раз больше денег ($10M^s$). Именно в этом и заключается уже упомянутая черта спроса на деньги: он предъявляется на реальные денежные остатки, т.е. на набор определенных товаров, которые можно за них купить. Тем самым долгосрочный рост денежной массы в стране приводит к пропорциональному повышению уровня цен в ней. Но в числе прочих цен числится и специфическая цена — валютный курс, представляющий собой цену единицы иностранной валюты, выраженной через некоторое количество единиц национальной валюты.

Рисунок 3.8 иллюстрирует влияние долгосрочного увеличения денежной массы на валютный курс. Если исследовать его по тому же принципу, что и рисунок 3.7, то на этапе нижнего графика никаких изменений нет. Внутренний денежный рынок находится в состоянии равновесия в точке А, в которой реальное предложение денег равно спросу на них. Рост денежной массы означает

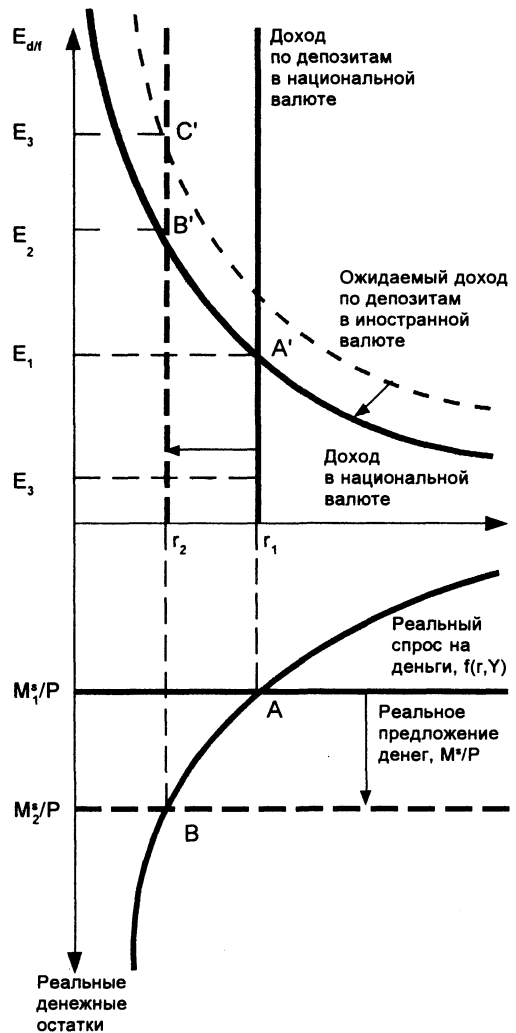


Рис. 3.8. Долгосрочное влияние предложения денег на валютный курс

сдвиг ее прямой вниз на уровень M_2^s/P , в результате чего баланс внутреннего денежного рынка переместится в точку В и предопределил падение процентной ставки до уровня r_2 . При такой снизившейся процентной ставке депозиты в национальной валюте станут менее привлекательными, баланс валютного рынка не переместится, как прежде, в точку B' , которая предопределил снижение курса национальной валюты только до уровня E_2 . Из-за того что рост предложе-

ния денег считается долгосрочным и постоянным, все ожидают долгосрочного роста уровня цен, включая цену иностранной валюты в национальной, т.е. падения курса национальной валюты. Но ведь, как уже говорилось, обесценение национальной валюты повышает доходность вложений в иностранные депозиты, в результате чего ее кривая сдвинется вправо. Равновесие валютного рынка будет достигнуто не в точке В', а в точке С'. В результате этого обесценение национальной валюты окажется большим, нежели при отсутствии инфляционных ожиданий: с E_1 до E_3 , а не до E_2 . При этом заметим, что в результате долгосрочного роста денежной массы процентная ставка r изменилась так же, как и при ее краткосрочном росте, а уровень реальных доходов Y вообще не изменился.

Таким образом, в долгосрочной перспективе справедливо следующее:

- Цены внутри страны, включая цену иностранной валюты, растут пропорционально росту национальной денежной массы. Другими словами, национальная валюта обесценивается пропорционально росту денежной массы.

- Изменения в денежной массе меняют масштаб цен, но не сказываются на долгосрочных значениях процентной ставки и реального производства.

К схожим выводам приводит и комбинация теории ППС, которая также является теорией для долгосрочного прогнозирования тенденций валютного курса с его денежной теорией. Предложение денег считается жестко контролируемым центральным банком, а спрос на деньги определяется формулой 3.22 и зависит от процентной ставки и уровня доходов. Из уравнения 3.24 нетрудно получить уравнения уровней цен своей страны (P_d) и зарубежной (P_f), зависящих от объемов предложения денег (соответственно M_d^s и M_f^s) в каждой из них:

$$\begin{aligned} P_d &= \frac{M_d^s}{f(r_d, Y_d)}; \\ P_f &= \frac{M_f^s}{f(r_f, Y_f)}. \end{aligned} \quad (3.25)$$

Разделив уровень цен внутри страны на уровень цен за рубежом в соответствии с теорией абсолютного ППС (формула 3.3) и подставив вместо цен уравнения (3.25), можно получить

$$E_{df} = \frac{P_d}{P_f} = \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \left[\frac{f(r_f, Y_f)}{f(r_d, Y_d)} \right]. \quad (3.26)$$

Первая скобка в правой части формулы 3.26 — это не что иное, как соотношение предложения денег внутри страны и в зарубежной стране, а вторая — обратное соотношение реального спроса на деньги в зарубежной стране и внутри данной страны. Если предположить, что межстрановых ограничений на передвижение капитала не существует, то процентная ставка в результате арбитража должна быть одинаковой в обеих странах, т.е. $r_d = r_f$. Уровень дохода (Y), т.е. размер ВВП в каждой из стран, можно предположить постоянным. В результате вторая скобка в правой части уравнения остается постоянной. Поскольку валютный курс — явление межгосударственное, то для его определения важны не абсолютный уровень процентных ставок в каждой из стран, а как следует из подхода через соотношение доходности активов, их разность, так же как не абсолютный уровень доходов, а их соотношение.

Поэтому соотношение реального спроса на деньги в зарубежной стране с реальным спросом на деньги в данной стране можно представить как некую новую функцию от разности процентных ставок и соотношения доходов:

$$\left[\frac{f(r_f, Y_f)}{f(r_d, Y_d)} \right] = \lambda (r_d - r_f) \frac{Y_f}{Y_d}. \quad (3.27)$$

Учитывая условие паритета процентных ставок, развитое эффектом Фишера (3.13), свидетельствующее, что разность процентных ставок равна разности ожидаемой инфляции, формула денежного подхода приобретает следующий окончательный вид:

$$E_{df} = \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \times \lambda (\pi_d - \pi_f) \frac{Y_f}{Y_d}. \quad (3.28)$$

Уравнение 3.28 четко определяет факторы, влияющие, в соответствии с денежной теорией, на валютный курс. При неизменности остальных параметров:

- Рост предложения денег (денежной массы) внутри страны или сокращение их предложения в зарубежной стране приводит к обесценению национальной валюты/росту курса иностранной валюты. Напротив, сокращение предложения денег внутри страны или увеличение их предложения в зарубежной стране приводит к росту курса национальной валюты/падению курса иностранной валюты. Рост денежной массы в России на 10% при неизменной денежной массе в США приводит к падению курса рубля по отношению к доллару на 10%. Рост денежной массы в России на 10% на фоне роста денежной массы в США тоже на 10% оставляет курс неизменным. Рост денежной массы в России на 10% по сравнению с ее ростом в США на 5% обесценивает рубль на 4,8%.

- Рост инфляционных ожиданий внутри страны ведет к обесценению курса ее валюты в долгосрочной перспективе, а сокращение инфляционных ожиданий — к росту курса ее валюты.

- Увеличение реальных доходов в стране ведет к росту курса ее валюты, сокращение реальных доходов — к падению курса ее валюты.

Денежная теория валютного курса напрямую связана с теорией курса на основе ППС. Если теория абсолютного ППС верна для одного товара в двух различных странах, то она верна и для цен всех одинаковых товаров в этих двух странах. Вытекая из теории абсолютного ППС, денежная теория валютного курса неизбежно принимает на себя все ее изъяны. В денежную теорию валютного курса, поскольку она вытекает из определения валютного курса как соотношения уровней цен в двух странах, заложен элемент инфляционных ожиданий. В соответствии с ней, если уровень инфляции в одной из стран резко изменится, это приводит к столь же резкому изменению валютного курса.

Логика построения денежной модели валютного курса суммирована в таблице 3.4.

Схематично денежная теория долгосрочного валютного курса строится следующим образом: объединяя понятие абсолютного ППС (1) с ценами, выраженными из формулы внутреннего денежного равновесия в своей и зарубежной стране (2), выводим уравнение номинального валютного курса, определяющее его через спрос и предложение денег в каждой из стран (3). Поскольку предполагается, что ППС соблюдается, соблюдается и паритет процентных ставок, разность которых равна разности ожидаемых темпов инфляции в каждой из стран (4). Объединяя уравнения 3 и 4, получаем уравнение 5, суммирующее основные факторы, влияющие на номинальный валютный курс в соответствии с его денежной теорией.

Итак, денежная теория валютного курса исходит из того, что валютный курс — это прежде всего денежный феномен, на его основе деньги одной страны обмениваются на деньги другой страны. Поэтому в долгосрочной перспективе уровень валютного курса зависит от спроса и предложения национальной валюты в каждой из стран. Предложение денег представляет собой выпуск денег в обращение денежными властями и их последующее расширение за счет денежного мультипликатора. Спрос на деньги пропорционален уровню цен, зависит от номинальной процентной ставки и реальных доходов и показывает потребность в реальных денежных остатках. Денежный рынок внутри страны находится в равновесии, когда внутренний спрос на деньги равен их предложению, определяя тем самым равновесную процентную ставку и соответствующий ей размер реальных денежных балансов. В краткосрочной перспективе рост денежной массы внутри страны при неизменной денежной массе за рубежом ведет к обесценению ее национальной валюты и наоборот. Рост денежной массы в зарубежной стране при неизменной денежной массе внутри данной страны ведет к росту курса национальной валюты последней и наоборот. В долгосрочной перспективе рост денежной массы внутри страны при неиз-

Логика построения денежной модели валютного курса

	Математическая формула	Номер в тексте
1. Курс на основе ППС	$E_n = \frac{P_d}{P_f}$	3.3
2. Цены на основе денежного равновесия	$P_d = \frac{M_d^s}{f(r_d, Y_d)}$ $P_f = \frac{M_f^s}{f(r_f, Y_f)}$	3.25
3. Номинальный валютный курс, исходя из ППС и денежного равновесия (1+2=3)	$E_n = \frac{P_d}{P_f} = \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \left[\frac{f(r_f, Y_f)}{f(r_d, Y_d)} \right] =$ $= \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \times \lambda (r_d - r_f, \frac{Y_f}{Y_d})$	3.26
4. Эффект Фишера	$r_d - r_f = \pi_d - \pi_f$	3.13
5. Денежная модель валютного курса (3+4=5)	$E_n = \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \times \lambda (\pi_d - \pi_f, \frac{Y_f}{Y_d})$	3.28

менной денежной массе за рубежом также ведет к обесценению ее валюты, но в большей степени, чем в краткосрочной перспективе, что связано с инфляционными ожиданиями. Денежная теория ва-

лютного курса исходит из справедливости в долгосрочной перспективе теории ППС и ограничена изучением чисто монетарных факторов образования валютного курса.

5. ОБЩАЯ ТЕОРИЯ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Рассмотренные выше теории валютного курса оперировали прежде всего понятием номинального валютного курса, рассматривая закономерности его образования, будь то в краткосрочной (теория платежного баланса, активов, частично денежная теория) или в долгосрочной перспективе (теория макроэкономического баланса, ППС, денежная теория с акцентом на ожидания). Каждая из этих теорий имеет очевидные достоинства и недостатки, большинство из них взаимно дополняют друг друга. По-

этому не удивительно, что уже на протяжении многих лет экономисты стремятся создать единую теорию валютного курса, которая, подобно стандартной модели международной торговли, впитала бы в себя все лучшее из остальных теорий.

Основа — реальный валютный курс

В поисках такой синтетической модели основной акцент делается на фун-

даментальном вопросе: если теория ППС не соблюдается (а она не соблюдается в большинстве случаев), то на чем еще можно основывать теорию долгосрочного валютного курса? Одна из наиболее простых и логичных моделей была предложена американскими экономистами нового поколения Полем Кругманом и Морисом Обстерфелдом⁶. Они взяли за отправную точку не ППС со всеми его недостатками, а реальный валютный курс. Именно реальный курс, очищенный от инфляционных наслоений, и закономерности его долгосрочного, а не спекулятивного, краткосрочного, развития являются важнейшими закономерностями международной макроэкономики. Реальный валютный курс отражает в себе всю совокупность взаимосвязей совокупного спроса и предложения на товары в каждой из стран и поэтому является феноменом скорее реального производства, нежели денежно-хозяйства.

Обобщая модель, исследуем поведение не номинального, а определенного в главе 2 реального валютного курса — номинального курса с поправкой на инфляцию внутри страны и за рубежом. Определение реального валютного курса, используемое в общей модели, в принципе совпадает с традиционным (формула 2.4):

$$E_r = E_n \times \frac{P_f}{P_d} \quad (3.29)$$

Важное различие заключается в трактовке уровня цен за рубежом P_f и внутри страны P_d , которые рассматриваются как индексы не общего уровня цен, а только цен тех товаров, желание приобрести которые провоцирует рост спроса резидентов на деньги. Это может быть, например, стоимость набора товаров, которые обычно приобретает средняя семья в данной стране и в зарубежной стране в течение недели. Важно то, что в данном случае в силу страновых различий в предпочтениях товарный состав

этих корзин и вес аналогичных товаров в них будут разными. Если уровни цен остаются неизменными, то падение/рост номинального валютного курса всегда означает падение/рост реального курса. Из формулы 3.26 ясно видно, что если соблюдается относительный ППС, то никакое изменение номинального курса не может изменить реальный курс. Например, рост E_n на 20% будет компенсирован падением на 20% соотношения P_f/P_d , в результате чего E_r не изменится. Теория же абсолютного ППС исходила из определения номинального валютного курса путем сопоставления стоимости абсолютно одинаковых корзин товаров в двух странах. Из нее следовало, что если внести поправку на инфляцию к стоимости каждой корзины, т. е. перевести ее стоимость из номинальной в реальную, реальный валютный курс должен оставаться постоянным. Если полагать темпы инфляции известными, то изменения именно реального валютного курса являются главной причиной изменений в номинальном курсе.

Отклонение от ППС

Модель исходит из справедливости в целом изложенного выше денежного подхода к валютному курсу. Денежная теория валютного курса в принципе не исключала, что спрос на деньги и их предложение приводят к отклонениям валютного курса от ППС, но не могла объяснить эти отклонения. Из уравнения 3.29 нетрудно выразить номинальный валютный курс:

$$E_n = E_r \times \frac{P_d}{P_f} \quad (3.30)$$

Как видно, результат очень близок к формуле номинального курса на основе абсолютного ППС (3.3), но вносит в нее важнейшую поправку — реальный валютный курс, который определяется и иными, нежели простое соотношение цен, факторами. Единственное, что надо сделать теперь, это, как и в денежной

⁶ *Krugman P., Obstfeld M. International Economic. — N.J., 1992. — P. 399—415.*

модели, заменить цены внутри страны и за рубежом на их выражение через денежную массу, процентную ставку и реальное производство (3.25) и после соответствующих преобразований получить следующее:

$$E_n = E_r \times \frac{P_d}{P_f} = \\ = E_r \times \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \left[\frac{f(r_f, Y_f)}{f(r_d, Y_d)} \right]. \quad (3.31)$$

Если учесть уравнение 3.27, то

$$E_n = E_r \times \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \times \lambda (r_d - r_f) \frac{Y_f}{Y_d}. \quad (3.32)$$

Уравнение 3.32 отличается от основного уравнения денежной теории валютного курса 3.28 только тем, что в нем учитывается реальный валютный курс, который изменяется по причинам соотношения спроса и предложения не столько денег, сколько реальных товаров и услуг в разных странах. Если реальный валютный курс остается постоянным, то это чистая денежная модель, но если он изменяется, то это уже обшая модель валютного курса. Как видно, номинальный валютный курс зависит от реального курса, соотношения предложения денег внутри страны и за рубежом и функции от разности процентных ставок и обратного соотношения реального производства. Чтобы реальный курс стал действительной мерой отхода от ППС, в формуле номинального курса необходимо учесть показатели инфляции.

Если реальный валютный курс — это номинальный курс минус инфляция, то изменение ожидаемого реального валютного курса равно ожидаемому изменению номинального курса минус разность ожидаемых темпов инфляции между странами:

$$\frac{E_{t+1}^r - E_t^r}{E_t^r} = \frac{E_{t+1}^n - E_t^n}{E_t^n} - \\ - (\pi^{t+1}_d - \pi^{t+1}_f). \quad (3.33)$$

Как было установлено выше, при изучении паритета процентных ставок, в долгосрочной перспективе изменение процентных ставок между странами равно изменению валютного курса. Заменяя в уравнении паритета процентных ставок (3.11) правую часть на формулу изменения номинального валютного курса, полученную путем простого преобразования уравнения 3.33, получим связь изменений процентных ставок с изменением реального валютного курса и темпов инфляции в каждой из стран (обозначив при этом изменение реального валютного курса как ΔE^r):

$$r_d - r_f = \frac{E_{t+1}^r - E_t^r}{E_t^r} + (\pi^{t+1}_d - \pi^{t+1}_f) = \\ = \Delta E^r + (\pi^{t+1}_d - \pi^{t+1}_f). \quad (3.34)$$

Формула 3.34 является более общим случаем формулы эффекта Фишера (3.13), для которой уже не требуется соблюдения теории ППС. Действительно, если, как предсказывает ППС, реальный валютный курс не изменяется, то $E_{t+1}^r = E_t^r$, дробная часть уравнения 3.34 сокращается и оно точно равно уравнению 3.13. Но в более общем случае разность процентных ставок между двумя странами не просто равна разности темпов их прогнозируемой инфляции, но и учитывает изменение реального валютного курса. Например, если уровень инфляции в России 20%, а в США — 0%, то совсем не обязательно теперь, в отличие от случая соблюдения ППС, что долгосрочная разность в процентных ставках должна составлять 20%. Если по причине сокращения реального производства реальный валютный курс рубля упадет за год на 5%, то разница процентных ставок должна составить 25%.

Наконец, определив в уравнении 3.34 разность процентных ставок через изменение реального валютного курса и темпов инфляции, можно записать формулу общей теории валютного курса в окончательном виде, подставив правую часть 3.34 вместо разности процентных ставок в формулу 3.32:

$$E_n = E_r \times \left[\frac{M_d^e}{M_f^e} \right] \times \lambda (\Delta E^e + (\pi^{r+1}_d - \pi^{r+1}_f), \frac{Y_f}{Y_d}). \quad (3.35)$$

Формула 3.32 общей модели валютного курса показывает факторы, влияющие на валютный курс. Первые три из них — те же, что и в денежной теории валютного курса, а четвертый — специфический для данной модели и самый главный.

- Изменения в денежной массе (относительном предложении денег) между странами приводят к пропорциональным изменениям в валютном курсе. Относительный рост национальной денежной массы по сравнению с денежной массой в зарубежной стране приводит к обесценению национальной валюты.

- Относительный рост прогнозируемой инфляции внутри страны по сравнению с зарубежной страной ведет к обесценению курса национальной валюты.

- Рост реальных доходов внутри страны, когда ее жители начинают приобретать больше товаров и услуг, при неизменности остальных параметров приводит к росту реального и номинального курса национальной валюты.

- Изменения реального производства влекут неоднозначные последствия для номинального валютного курса, поскольку оказывают противоположное влияние на реальный обменный курс и на реальный спрос на деньги. Относительный рост совокупного спроса внутри страны по сравнению со спросом в зарубежной стране приводит к долгосрочному росту реального курса национальной валюты. Относительный рост совокупного предложения внутри страны по сравнению с предложением в зарубежной стране приводит к падению в долгосрочной перспективе реального курса национальной валюты.

Логика построения общей модели валютного курса суммирована в таблице 3.5.

Схематично общая теория долгосрочного валютного курса строится следующим образом (табл.3.5): объединяя понятие реального валютного курса (1) с понятием внутреннего денежного равновесия в своей и зарубежной стране (2), выводим уравнение номинального валютного курса, определяющее его как через спрос и предложение денег в каждой из стран, так и через немонетарные факторы, стоящие за реальным валютным курсом (3). Поскольку исходно предполагается, что ППС не соблюдается, паритет процентных ставок соблюдается только с поправкой на изменение реального валютного курса: разность процентных ставок равна сумме процента изменения реального валютного курса и разности ожидаемых темпов инфляции в каждой из стран (4). Объединяя уравнения (3) и (4), получаем уравнение (5), суммирующее основные факторы, влияющие на номинальный валютный курс, в соответствии с его общей теорией. Общая теория валютного курса соглашается в целом с выводами денежной теории о влиянии роста денежной массы, инфляции и доходов на валютный курс. Но она вносит поправку на тенденции развития совокупного спроса и предложения в каждой из стран, определяющих реальный валютный курс. Их воздействие на реальный валютный курс, а через него и на номинальный весьма разнообразно и не поддается точной алгебраической формализации.

Гиперреакция валютного курса

Теории гиперреакции валютного курса развиваются с середины 1970-х гг., когда традиционные модели не смогли объяснить его резкие скачки, которые не соответствовали фундаментальным экономическим закономерностям⁷. Если бы товарные цены были абсолютно гибкими и изменялись так же скачкообразно,

⁷ Dornbusch R. Expectations and Exchange Rate Dynamics//Journal of Political Economy. — 1976. — Dec.

Логика построения общей модели валютного курса

	Математическая формула	Номер в тексте
1. Номинальный валютный курс, выраженный через реальный	$E_n = E_r \times \frac{P_d}{P_f}$	3.30
2. Цены из формулы денежного равновесия	$P_d = \frac{M_d^s}{f(r_d, Y_d)}$ $P_f = \frac{M_f^s}{f(r_f, Y_f)}$	3.25
3. Номинальный валютный курс через денежное равновесие (1+2=3)	$E_{df} = \frac{P_d}{P_f} = E_r \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \left[\frac{f(r_f, Y_f)}{f(r_d, Y_d)} \right] =$ $= \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \times \lambda \left(r_d - r_f, \frac{Y_f}{Y_d} \right)$	3.28
4. Паритет процентных ставок	$r_d - r_f = \frac{E_{t+1}^r - E_t^r}{E_t^r} + (\pi_d^{t+1} - \pi_f^{t+1}) =$ $= \Delta E^r + (\pi_d^{t+1} - \pi_f^{t+1})$	3.34
5. Общая модель валютного курса (3+4=5)	$E_n = E_r \times \left[\frac{M_d^s}{M_f^s} \right] \times$ $\times \lambda \left(\Delta E^r + (\pi_d^{t+1} - \pi_f^{t+1}), \frac{Y_f}{Y_d} \right)$	3.35

но, как и денежная масса, то процентная ставка не менялась бы вообще, поскольку реальное предложение денег оставалось бы прежним, а валютный курс также скачком переходил на уровень нового долгосрочного равновесия. Но товарные цены оказываются крайне негибкими, особенно в краткосрочной перспективе, несмотря на то что в долгосрочной перспективе соблюдается денежный нейтралитет.

@ *Денежный нейтралитет* (money neutrality) — в долгосрочной перспективе рост/сокращение денежной массы на единицу должны сопровождаться рос-

том/сокращением на единицу всех цен, включая цену иностранной валюты, оставая неизменным реальное предложение денег, процентную ставку и другие макроэкономические переменные.

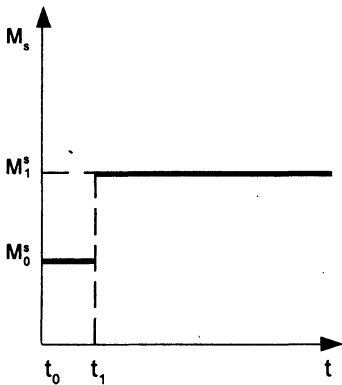
Например, когда российское правительство решило изменить масштаб цен и заменить 1000 рублей на 1 рубль, то предложение денег стало в тысячу раз меньше, но и уровень цен также сократился в тысячу раз. Реальное предложение денег и процентная ставка остались прежними. Денежный нейтралитет свидетельствует, что в долгосрочной перспективе все макроэкономические пока-

затели, включая валютный курс, должны быть более стабильными, нежели в краткосрочной. Однако, как показывает практика, двигаясь от одного равновесного состояния к другому, обозначенному в долгосрочной перспективе основополагающими макроэкономическими факторами, на краткосрочном отрезке значение валютного курса может опередить его долгосрочное значение, но затем вернуться к нему позже.

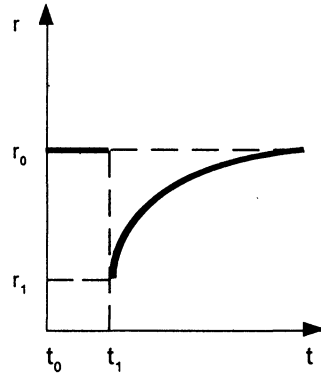
@ *Гиперреакция валютного курса* (exchange rate overshooting) — диспропорциональные резкие изменения значений валютного курса в краткосрочной перспективе по сравнению с его долго-

срочными значениями, определяемыми основополагающими макроэкономическими факторами.

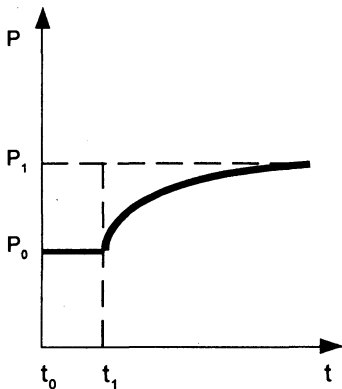
Гиперреакция валютного курса возникает обычно в результате скачкообразного увеличения предложения денег центральным банком и происходит даже до реального выпуска денег в обращение, будь то в результате операций на открытом рынке или каких-либо других действий денежных властей, нередко лишь в результате заявления, которое можно интерпретировать как увеличение предложения денег. Главная причина гиперреакции заключается в том, что валютный курс среди множества других



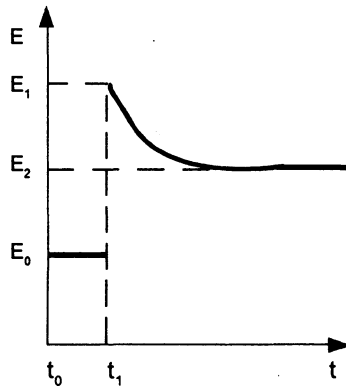
а) Денежная масса



б) Процентная ставка



в) Уровень цен



г) Валютный курс

Рис. 3.9. Гиперреакция валютного курса

цен в экономике оказывается значительно более гибкой ценой, чем большинство других, и, в отличие от них, практически немедленно реагирует на любые экономические и даже неэкономические изменения.

Взаимосвязь экономических явлений при гиперреакции следующая (рис. 3.9). Денежные власти на промежутке времени $[t_0, t_1]$ поддерживают денежную массу на постоянном уровне M_0^s . В этой ситуации процентная ставка (r_0), уровень цен (P_0) и валютный курс (E_0) также остаются постоянными. В момент времени t_1 центральный банк увеличивает денежную массу до уровня M_1 (рис. 3.9а). В

результате процентная ставка (рис. 3.9б), будучи довольно гибкой ценой, также проявляет гиперреакцию и изначально падает до уровня r_1 , большего, чем рост денежной массы, но потом постепенно возвращается на свой изначальный равновесный уровень. Уровень товарных цен (рис. 3.9в), будучи менее гибким, начинает расти, но очень постепенно, пока не достигнет нового равновесного уровня, увеличившись ровно настолько, насколько выросла денежная масса. Валютный курс (рис. 3.9г) проявит гиперреакцию и обесценится до уровня E_1 , т.е. значительно сильнее, чем должно было бы быть, исходя из фундаментальных за-

ТАБЛИЦА 3.6

Факторы, определяющие валютный курс

Фактор	Движение курса	
	рост	падение
Дефицит платежного баланса	Рост	
	Падение	х
Общий уровень внутренних цен	Рост	
	Падение	х
Реальная процентная ставка внутри страны	Рост	х
	Падение	
Инфляционные ожидания	Рост	
	Падение	х
Импортные пошлины и квоты	Рост	х
	Падение	
Экспортные пошлины и квоты	Рост	
	Падение	х
Спрос на экспорт	Рост	х
	Падение	
Спрос на импорт	Рост	
	Падение	х
Производство, внутренний спрос, производительность	Рост	х
	Падение	
Денежная масса, предложение денег	Рост	
	Падение	х

кономерностей. Но впоследствии его курс повысится до уровня долгосрочного равновесия E_2 , который будет соответствовать новому уровню цен.

Гиперреакция валютного курса, будучи преимущественно денежным феноменом, может также проявляться в результате и других подвижек в основополагающих экономических факторах — колебаний на рынках труда, капитала, торгового баланса и пр. Это явление — одна из причин высокой краткосрочной неустойчивости валютного курса. Типичным случаем гиперреакции валютного курса на совокупность факторов, который можно назвать финансовым психозом, стало одноразовое падение курса рубля более чем на 20% в «черный вторник» в октябре 1995 г., повлекшее серьезные экономические и административные последствия.

Рассмотренные выше теории валютного курса устанавливают некоторые общие закономерности его изменения в связи с изменением других макроэкономических показателей. Если принять во внимание, что изменяется только один из перечисленных ниже показателей, при том что все остальные остаются неизменными, то общие закономерности движения валютного курса см. в таблице 3.6.

Итак, неденежные факторы, связанные прежде всего с изменением реального спроса и предложения товаров и услуг, часть которых неторгуема, могут вызвать серьезные отклонения от теории ППС, на которой построена денеж-

ная теория валютного курса. Одним из возможных способов создания общей теории валютного курса является синтез определения реального валютного курса, который изначально учитывает неденежные факторы, с денежной теорией. Общая теория валютного курса соглашается с выводами денежной теории о влиянии роста денежной массы, инфляции и доходов на валютный курс. Но она вносит в нее существенную поправку на тенденции развития совокупного спроса и предложения в каждой из стран, определяющих реальный валютный курс. Их воздействие на реальный валютный курс, а через него и на номинальный оказывается весьма противоречивым, что является одной из важнейших причин сложности точного прогнозирования валютного курса. Денежный нейтралитет в долгосрочной перспективе означает, что рост/сокращение денежной массы на единицу должны сопровождаться ростом/сокращением на единицу всех цен, включая цену иностранной валюты, оставая неизменными реальное предложение денег, процентную ставку и другие макроэкономические переменные. Но имеющиеся краткосрочные колебания и неустойчивость валютного курса объясняются на основе теории его гиперреакции, в соответствии с которой возможны диспропорционально резкие изменения значений валютного курса в краткосрочной перспективе по сравнению с его долгосрочными значениями, определяемыми основополагающими макроэкономическими факторами.

6. РЕЗЮМЕ

1. Теория общего макроэкономического равновесия как основы определения равновесного реального валютного курса является наиболее всеобъемлющей теорией валютного курса. В соответствии с ней курс, определяемый пересечением кривых внутреннего и внешнего баланса, считается реальным валютным курсом, соответствующим фундаментальным экономическим зако-

номерностям. Теория общего равновесия, абстрагируясь от краткосрочных спекулятивных колебаний, стремится учесть все возможные тенденции, определяющие как внутренний, так и внешний экономический баланс, что делает ее практическое использование для прогнозирования валютного курса чрезвычайно сложным, требует построения больших эконометрических моделей для

расчета каждого компонента внутреннего и внешнего балансов. Частным случаем теории общего равновесия может считаться подход к определению валютного курса с точки зрения платежного баланса. В соответствии с ним валютный курс определяется исходя только из равновесия внешнего баланса. При этом спрос на валюту считается приблизительно равным импорту товаров и услуг, а ее предложение — их экспорту. В долгосрочной перспективе курс валюты стран, имеющих хронический дефицит платежного баланса, должен падать, а стран, постоянно имеющих положительное сальдо, — расти.

2. Под паритетом покупательной способности понимается равенство покупательной способности различных валют при неизменном уровне цен в каждой из стран. В соответствии с законом одной цены в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в различных странах должен иметь одинаковую цену, если она выражена в одной и той же валюте. Исходя из этого строится теория абсолютного ППС, по которой обменный курс между валютами двух стран равен соотношению уровней цен в этих странах. Указывая на важный способ укрепления национальной валюты через подавление инфляции, эта теория неприменима на практике. Отталкиваясь от существующего равновесного валютного курса, теория относительного ППС утверждает, что изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах. Теория относительного ППС практически применима к прогнозированию валютного курса на долгосрочную перспективу, в условиях высокой монетарной инфляции для расчетов ориентировочного курса. В целом теории, основанные на ППС, обладают весьма ограниченным потенциалом вследствие искажения цен из-за отсутствия чистой конкуренции, наличия торговых барьеров и транспортных издержек, существования неторгуемых товаров и по другим причинам.

3. В соответствии с подходом к валютному курсу с точки зрения активов он определяется соотношением доходности вложений внутри страны и за рубежом в различные активы, приносящие доход, прежде всего в банковские депозиты и ценные бумаги. Для определения доходности вложения в активы учитываются три показателя: процентная ставка у себя в стране, процентная ставка за рубежом и динамика валютного курса. Доход на вложения в иностранные активы в национальной валюте равен сумме/разности процентной ставки за рубежом и процента обесценения/роста курса национальной валюты. При свободе международного передвижения капитала спрос на национальные и зарубежные активы определяется исключительно уровнем выплачиваемого по ним дохода — процентной ставки — с поправкой на уровень валютного курса, прогнозируемого на момент истечения срока договора о приобретении активов. При этом предполагается паритет процентных ставок: такой уровень процентных ставок внутри страны и за рубежом, при котором равные по размеру депозиты каждой из них дают одинаковый доход при переводе в одну валюту. В соответствии с теорией активов курс национальной валюты растет/падает при росте/падении национальных процентных ставок, при падении/росте процентных ставок за рубежом и при росте/падении ожидаемого в будущем курса национальной валюты. В долгосрочной перспективе изменение уровня валютного курса равно разности процентных ставок между двумя странами и разности прогнозируемых в них темпов инфляции. Однако в соответствии с эффектом Фишера рост номинальной процентной ставки из-за роста реальной процентной ставки ведет к росту курса национальной валюты.

4. Денежная теория валютного курса исходит из того, что валютный курс — это прежде всего денежный феномен. На его основе деньги одной страны обмениваются на деньги другой страны. Поэтому в долгосрочной перспективе уровень валютного курса зависит от спроса и

предложения национальной валюты в каждой из стран. Предложение денег представляет собой выпуск денег в обращение денежными властями и их последующее расширение за счет денежного мультипликатора. Спрос на деньги пропорционален уровню цен, зависит от номинальной процентной ставки и реальных доходов и показывает потребность в реальных денежных остатках. Денежный рынок внутри страны находится в равновесии, когда внутренний спрос на деньги равен их предложению, определяя тем самым равновесную процентную ставку и соответствующий ей размер реальных денежных балансов. В краткосрочной перспективе рост денежной массы внутри страны при неизменной денежной массе за рубежом ведет к обесценению ее национальной валюты и наоборот. Рост денежной массы в зарубежной стране при неизменной денежной массе внутри данной страны ведет к росту курса национальной валюты последней и наоборот. В долгосрочной перспективе рост денежной массы внутри страны при неизменной денежной массе за рубежом также ведет к обесценению ее валюты, но в большей степени, чем в краткосрочной перспективе, что связано с инфляционными ожиданиями. Денежная теория валютного курса исходит из справедливости в долгосрочной перспективе теории ППС и ограничена изучением чисто монетарных факторов образования валютного курса.

5. Неденежные факторы, связанные прежде всего с изменением реального спроса и предложения товаров и услуг, часть которых неторгуема, могут выз-

вать серьезные отклонения от теории ППС, на которой построена денежная теория валютного курса. Одним из возможных способов создания общей теории валютного курса является синтез определения реального валютного курса, который изначально учитывает неденежные факторы, с денежной теорией. Общая теория валютного курса соглашается с выводами денежной теории о влиянии роста денежной массы, инфляции и доходов на валютный курс. Но она вносит в нее существенную поправку на тенденции развития совокупного спроса и предложения в каждой из стран, определяющих реальный валютный курс. Их воздействие на реальный валютный курс, а через него и на номинальный оказывается весьма противоречивым, что является одной из важнейших причин сложности точного прогнозирования валютного курса. Денежный нейтралитет в долгосрочной перспективе означает, что рост/сокращение денежной массы на единицу должны сопровождаться ростом/сокращением на единицу всех цен, включая цену иностранной валюты, оставляя неизменными реальное предложение денег, процентную ставку и другие макроэкономические переменные. Но имеющиеся краткосрочные колебания и неустойчивость валютного курса объясняются на основе теории его гиперреакции, в соответствии с которой возможны диспропорционально резкие изменения значений валютного курса в краткосрочной перспективе по сравнению с его долгосрочными значениями, определяемыми основополагающими макроэкономическими факторами.

7. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. В чем заключается теория общего равновесия как основы валютного курса и в чем заключаются сложности ее использования?

2. Как определяются внутренний и внешний балансы и равновесный валютный курс?

3. На основании какого подхода ва-

лютный курс определяется совокупным спросом и предложением валюты?

4. Сформулируйте и объясните закон одной цены.

5. Что означает паритет покупательной способности?

6. В чем смысл, сильные и слабые стороны теории абсолютного ППС?

7. В каких случаях теория относительного ППС является приемлемым средством расчета валютного курса?

8. Что такое недооцененная и переоцененная валюта?

9. В чем сущность подхода к определению валютного курса с точки зрения активов?

10. Сформулируйте правило иностранных инвестиций.

11. Что такое и каковы условия паритета процентных ставок?

12. В чем заключается эффект Фишера?

13. Какими параметрами определяется предложение денег в денежной теории валютного курса?

14. Каковы инструменты контроля денежных властей за предложением денег?

15. Как определяется спрос на деньги в соответствии с моделью Баумола—Тобина?

16. Как определяется внутреннее денежное равновесие?

17. Как определяется валютный курс в краткосрочной и долгосрочной перспективе в соответствии с денежной моделью валютного курса?

18. Как общая теория валютного курса развивает его денежную теорию?

19. В чем причины и смысл гиперреакции валютного курса на движение макроэкономических переменных?

Проблемы для обсуждения

20. Имеет ли смысл пытаться определить, недооценена или переоценена валюта в период гиперинфляции в одной из стран? Почему?

21. Процентная ставка по 3-месячным займам в Швеции выше, чем в Англии, на 0,05, а по 6-месячным — на 0,03 процентных пункта. Оцените перспективы курса шведской кроны с точки зрения теории паритета процентных ставок на три и на шесть месяцев вперед.

22. Президент России объявляет о пакете мер по реформе экономики, включая меры по сокращению инфляции. Если народ верит президенту, что должно случиться с курсом рубля и почему?

23. В Узбекистане номинальная процентная ставка растет, но реальная

падает. Как должен реагировать курс сома и почему?

24. Увеличивает ли инфляция спрос на деньги и как она влияет на валютный курс?

25. Российский парламент принимает решение о неотложных мерах по сокращению безработицы. Центральному банку предписывается выдать кредиты предприятиям для пополнения оборотных средств. Как эта мера скажется на курсе рубля?

26. Рекламная кампания спровоцировала очередную потребительскую лихорадку в США — розничные продажи увеличились за год на 20%. Что должно произойти с курсом доллара?

Задачи

27. ППС лучше всего предсказывает валютный курс, если:

а) прогноз носит краткосрочный характер;

б) имеют место резкие изменения в денежной политике;

в) происходят резкие колебания цен?

28. В долгосрочной перспективе в странах с гибким валютным курсом и высокой инфляцией происходит:

- а) рост курса национальной валюты;
- б) падение курса национальной валюты;
- в) стабилизация курса в соответствии с новым уровнем цен;
- г) усиливаются колебания курса?

29. Центральный банк принимает решение увеличить денежную массу на 4% в течение года на фоне прогнозируемого роста реального ВВП в этом году также на 4%. В результате курс национальной валюты:

- а) останется прежним;
- б) повысится;
- в) понизится;
- г) произойдет гиперреакция?

30. Какие факторы приведут к падению валютного курса национальной валюты, если все остальные переменные постоянны:

- а) рост ожидаемой инфляции внутри страны;
- б) рост ожидаемой инфляции за рубежом;
- в) рост предложения денег внутри страны;
- г) рост предложения денег за рубежом;
- д) рост национального ВВП;
- е) рост ВВП зарубежной страны?

31. В начале года курс составил 1 долл.=12 иен, а в конце — 1 долл.=

130 иен. При этом темп инфляции в США за год достиг 10, а в Японии — 5%. Недооценен или переоценен доллар с точки зрения его ППС?

32. В 1995 г. уровень цен в США составил 120 по сравнению с 1990 г.=100, а в Италии — 180. В 1990 г. курс составил 1 долл.=1000 лир. Если теория ППС справедлива, каков должен быть курс в 1995 г.?

33. Процентная ставка в России составляет 50, а в США — 5% годовых. Текущий курс — 5 тыс. руб./долл. Исходя из теории паритета процентных ставок, какой должен быть курс рубля через год?

34. Из-за увеличения в течение года на 20% денежной массы в России процентная ставка упала с 12 до 8% годовых. Процентная ставка на Украине остается постоянной — 12%, а курс рубля к карбованцу составляет 1 руб.=200 карбованцев. Рассчитайте:

- а) курс рубля в долгосрочной перспективе;
- б) спот-курс рубля, при котором соблюдается паритет процентных ставок.

35. Процентная ставка в России составляет 40% годовых, а в Латвии — 10%. Прогнозируется, что за год курс рубля по отношению к лату упадет с 10 руб./лат до 14 руб./лат. При прочих равных условиях в какой из двух стран выгоднее инвестировать деньги?

Глава 4

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

Остап заглянул в книжечку.

— Ого! Если вы уже открываете мне лицевой счет, то хоть ведите его правильно. Заведите дебет, заведите кредит. В дебет не забудьте внести шестьдесят тысяч рублей, которые вы мне должны, а в кредит — билет. Сальдо в мою пользу.

И. Ильф, Е. Петров. "Двенадцать стульев".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Баланс международных инвестиций	Резервные активы
Время регистрации	монетарное золото
Дериваты	специальные права заимствования
варрант	резервная позиция в МВФ
опцион	валютные активы
своп	Резиденты—нерезиденты
форвард	Рыночная цена
фьючерс	Система двойной записи
Доходы	Специальные права заимствования
Инвестиции	Ссуды
прямые	Счет
портфельные	операций с капиталом
другие	и финансовых операций
Инвестиционная позиция	текущих операций
Исключительное финансирование	Трансферты
Капитальные трансферты	капитальные
Коммерческие кредиты	текущие
Международные активы ЦБ	Услуги
Наличные деньги и депозиты	Экономическая территория страны
Платежный баланс	Чистая инвестиционная позиция
Расчетная единица	Чистые пропуски и ошибки

1. ТЕОРИЯ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

Любая систематическая отчетность неизбежно основывается на хорошо известных бухгалтерских тождествах. Видимо, поэтому, даже не зная о том, что данные о взаимосвязях национальной экономики с внешним миром систематизируются в платежном балансе каждой страны, Остап правильно определил его основные структурные компоненты — дебет, кредит и сальдо.

Основные параметры

Платежный баланс является ключевым понятием международной экономики, поскольку он систематизирует и поэтому позволяет анализировать взаимоотношения страны с внешним миром. Практически лишь на основе изучения платежного баланса правительство в состоянии понять стоящие перед ним макроэкономические проблемы не только с

точки зрения своих чисто национальных интересов, но и с точки зрения многочисленных связей страны с международной экономикой в целом.

@ *Платежный баланс* (balance of payments) — статистический отчет, в котором в систематическом виде приводятся суммарные данные о внешнеэкономических операциях данной страны с другими странами мира за определенный период времени¹.

На максимально возможном уровне обобщения платежный баланс состоит из: (1) потоков реальных ресурсов — экспорта и импорта товаров и услуг и (2) соответствующих им потоков финансовых ресурсов, являющихся оплатой за приобретение или платежом за продажу соответствующих финансовых ресурсов.

Как видно из определения, для правильного понимания и анализа платежного баланса необходимо прежде всего определить основные принципы его построения.

• *Система двойной записи* (double entry system). Поскольку платежный баланс представляет собой бухгалтерское балансовое тождество, каждая отражаемая в нем операция должна быть представлена двумя записями, имеющими одинаковое стоимостное выражение. Одна из этих записей обозначается как кредит со знаком плюс, другая — как дебет со знаком минус. По кредиту регистрируются по статьям движения реальных ресурсов — экспорт товаров и услуг, а по статьям потоков финансовых ресурсов — операции, ведущие к сокращению международных активов данной страны или к увеличению ее внешних обязательств, пассивов. Для активов, независимо от того, являются они реальными или финансовыми, положительное число в кредите означает уменьшение их запасов, тогда как отрицательное число в дебете означает их прирост. По дебету регистрируются по статьям дви-

жения реальных ресурсов — импорт товаров и услуг, а по статьям потоков финансовых средств — операции, ведущие к увеличению международных активов резидентов или к сокращению ее внешних обязательств. Для обязательств положительная величина характеризует их увеличение, а отрицательная — уменьшение (пример 4.1).

• *Экономическая территория страны* (economic territory of a country) — географическая территория, находящаяся под юрисдикцией правительства данной страны, в пределах которой могут свободно перемещаться рабочая сила, товары и капитал. В странах, имеющих выход к морю, в понятие экономической территории также включаются острова, если их экономика подчиняется тем же денежным и фискальным органам, что и материковая часть. В экономическую территорию включаются территориальные воды, в пределах которых страна имеет исключительное право на рыбную ловлю и добычу природных ископаемых, а также территориальные анклавы, расположенные в других странах, такие как свободные экономические зоны. Тем самым граница экономической территории не всегда совпадает с государственной границей.

• *Резиденты—нерезидент* (residents—nonresidents). Резидентом считается домашнее хозяйство или юридические лица (корпорации, отделения зарубежных фирм, некоммерческие организации, органы государственного управления), находящиеся в стране более года и имеющие в ней центр своего экономического интереса. Считается, что физическое или юридическое лицо имеет в данной стране центр своего экономического интереса, если оно располагается на ее экономической территории, ведет на ней хозяйственную деятельность и осуществляет экономические операции в течение не менее года. Права владения собственностью (землей, сооружениями и пр.) достаточно для того, чтобы считать, что данное лицо имеет центр экономического интереса в данной стране. Если физическое лицо находится за предела-

¹ *Руководство по платежному балансу.* — МВФ, 1993. — С. 21.

Пример 4.1

В платежном балансе каждая запись по дебету должна сопровождаться соответствующей записью по кредиту. Допустим, что Россия берет заем у правительства США и депонирует полученные деньги на счет в американском банке в 100 млн. долл. для последующих платежей с него за импортные товары. Тем самым Россия получает актив на своем счете, но одновременно приобретает пассив — обязательство перед американским правительством. В российском платежном балансе должны появиться следующие записи:

	Кредит	Дебет
Активы		100
Пассивы	100	

Далеко не всегда изменение в активах сопровождается соответствующим изменением пассивов. Увеличение одного типа актива может привести к сокращению другого типа актива. Например, если американская фирма приобретает товары в кредит у германской фирмы на 100 тыс. долл., то немецкие требования по этому кредиту являются активом в германском платежном балансе. Когда американская фирма погашает кредит в долларах, активы Германии в форме торгового кредита сокращаются, но в форме валютных запасов увеличиваются. Записи в германском платежном балансе будут следующими:

	Кредит	Дебет
Активы (торговый кредит)	100	
Активы (иностранная валюта)		100

Аналогичным образом одни пассивы могут преобразовываться в другие. С американской точки зрения описанная выше операция будет заменой одного пассива на другой. Взяв торговый кредит, США приобрели обязательство. После погашения кредита американской фирмой это обязательство перестает существовать. Но возникает обязательство американского банка, через который американская фирма осуществляет платеж по кредиту, перед немецким банком. Записи в платежном балансе следующие:

	Кредит	Дебет
Пассивы (банковский депозит)	100	
Пассивы (торговый кредит)		100

ми экономической территории страны более года, оно перестает считаться резидентом. Туристы, сезонные рабочие, приграничные рабочие, персонал международных организаций, местный персонал иностранных посольств, команды кораблей и экипажи самолетов продолжают считаться резидентами той страны, которой они посланы.

• *Рыночная цена* (market price). Для регистрации операций в платежном балансе используются рыночные цены — сумма денег, которую покупатель готов добровольно заплатить за товар, приобретаемый у продавца, готового, в свою очередь, добровольно продать ему этот товар, т.е. это цена, по которой заключаются реальные сделки между независи-

мым покупателем и независимым продавцом. Рыночную цену в конкретной сделке, определенную таким образом, необходимо отличать от биржевых котировок, цен мирового рынка, текущих цен и любых других обобщенных ценовых показателей. Возможны случаи, когда рыночная цена сделки отсутствует: при бартерном обмене товарами, когда хотя бы одна из сторон вступает в сделку недобровольно, операциях между подразделениями одной и той же корпорации и пр. В этих случаях такие операции оцениваются в ценах, зафиксированных по аналогичным сделкам.

• *Время регистрации* (time of registration). Поскольку каждая операция в платежном балансе должна быть пред-

ставлена двумя записями, обе эти записи в идеале должны быть сделаны одновременно, в момент, когда экономические ценности создаются, преобразуются, обмениваются, передаются или ликвидируются. Возникновение финансовых требований и обязательств обычно связано с переходом права собственности на какие-либо материальные ценности от одного участника сделки к другому. Если момент перехода права собственности неочевиден, то им считается момент соответствующей бухгалтерской записи в учете покупателя и продавца.

• *Расчетная единица* (accounting unit). При подготовке платежного баланса страны должны использовать ту расчетную единицу, которая применяется ими во внутренних расчетах и учете. Для пересчета данных в доллары рекомендуется использовать курс национальной валюты к доллару, фактически действовавший на рынке на дату составления платежного баланса. Если для расчетов по внешнеэкономическим операциям используется несколько валютных курсов, то пересчет данных платежного баланса осуществляется по средневзвешенному курсу. В любом случае для пересчета каждого компонента платежного баланса должен использоваться один и тот же валютный курс.

Источники информации

Источниками информации о платежном балансе являются:

• Таможенная статистика — сделки с товарами, зарегистрированные таможенными органами. Таможенные органы регистрируют в своей отчетности стоимость партий товара, экспортированных и импортируемых в страну, так как они декларируются поставщиками. Основные ошибки могут возникать в связи с завышением цены импорта (в целях перевода валюты за рубеж), занижением цены экспорта, регистрацией экспорта или импорта не по контрактной, а по справочной цене, нерегистрируемой торговлей (контрабанда, приграничная

торговля), консигнационной торговлей. Нередко торговля в кредит регистрируется как обычная торговля за наличные, а не как запись, параллельная получению торгового кредита. Дары, как частные, так и межгосударственные гранты, вообще могут не попадать в торговую статистику.

• Статистика денежного сектора — данные об иностранных активах и пассивах банковской системы (ЦБ и коммерческих банков). Ошибки могут возникать из-за того, что отчетность многих стран может не делать различия между операциями (депозитами, кредитами и пр.) резидентов и нерезидентов, не учитывает операции нерезидентов в национальной валюте, не принимает во внимание колебания валютного курса при оценке валютных резервов, хранимых в виде иностранных ценных бумаг.

• Статистика внешнего долга — данные о запасах, потоках и выплатах по государственному и частному внешнему долгу резидентов нерезидентам. Данные о внешнем долге могут накапливаться либо министерством финансов, либо ЦБ. Однако нередко для перепроверки этих данных приходится использовать статистику стран, предоставляющих кредиты данному государству, или статистику международных организаций, прежде всего Мирового банка, ОЭСР, Банка международных расчетов. Проблемы могут быть связаны опять-таки с отсутствием разбивки на резидентов и нерезидентов в отчетности, например по внутреннему долгу.

• Статистические обзоры — данные о международной торговле услугами, трудовых доходах, переводах мигрантов, носящие обычно оценочный характер, поскольку собираются через периодические опросы туристических компаний, гостиниц, миграционных бюро. Наиболее сложным является сбор информации о прямых и портфельных инвестициях, инвестиционных доходах и обслуживании долга частным сектором, поскольку такие данные также оцениваются на основе только выборочного опроса предприятий. Ошибки могут возник-

каться из-за того, что часть прямых инвестиций осуществляется в натуральной форме — в виде поставок машин, оборудования, технологии, которые могут быть зарегистрированы как обычная торговля.

- Статистика операций с иностранной валютой. Эти данные представляют особую ценность в тех странах, где по закону экспортеры должны обменивать всю иностранную валюту, вырученную от экспорта, в ЦБ или в уполномоченных на то банках.

Принципы классификации

Поскольку платежный баланс представляет собой статистическую сводку операций страны с внешним миром, каждая операция должна относиться к тому или иному разделу в соответствии с определенными принципами классификации. Определение стандартных компонентов платежного баланса исходит из следующих основных соображений: выделенный компонент платежного баланса должен отличаться характерными чертами поведения и существенно отличаться от других компонентов; он должен иметь существенное значение для ряда стран; по каждому компоненту должно быть достаточно статистических данных, чтобы оценить его количественно; каждый компонент должен быть использован в СНС, статистике денежного и бюджетного секторов; наконец, список стандартных компонентов не должен быть излишне длинным и дезагрегированным, чтобы не осложнять последующий анализ.

Стандартный платежный баланс состоит из двух разделов: (I) счета текущих операций, показывающего международное движение реальных материальных ценностей (прежде всего товаров и услуг), и (II) счета операций с капиталом и финансовых операций, показывающего источники финансирования движения реальных материальных ценностей (табл. 4.1). В аналитических целях все статьи платежного баланса раз-

деляются на статьи, находящиеся “над чертой” (“above the line”), показывающие движение материальных ценностей и все движение капитала, за исключением изменения международных резервов, и статьи, находящиеся “под чертой” (“below the line”), которые включают только изменения запасов международных резервов правительства и центрального банка. Специфической статьёй платежного баланса являются чистые пропуски и ошибки.

@ *Чистые пропуски и ошибки* (net errors and omissions) — статья платежного баланса, отражающая пропуски платежей, которые по каким-либо причинам не были записаны в других статьях платежного баланса, и ошибки, закраившиеся в записи отдельных платежей.

Чистые пропуски и ошибки могут возникать в следующих случаях. Если только дебет или только кредит по конкретной сделке был записан в платежный баланс или по каким-либо причинам записанный кредит не равен дебету. Например, торговые кредиты записываются в краткосрочный капитал, однако в большинстве случаев отследить именно тот импорт, который был куплен за счет этих кредитов, т.е. их использование, не представляется возможным. Если дебет и кредит по одной и той же записи были получены из разных источников, которые не совпадают по методологии составления и/или отражают неодинаковые интервалы времени. Например, получение торговых кредитов записывается по данным кредиторов, а их использование на импорт товаров — по национальной таможенной статистике. Если либо дебет, либо кредит записи платежного баланса оценен неверно.

Итак, платежный баланс представляет собой статистический отчет, в котором в систематизированном виде приводятся суммарные данные о внешнеэкономических операциях данной страны с другими странами мира за определенный период времени. Построение платежного баланса основывается на системе

ТАБЛИЦА 4.1

Платежный баланс: стандартные компоненты

1. СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ	Кредит	Дебет
<p>А. Товары и услуги</p> <p>а) товары</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Экспорт/импорт товаров 2. Товары для дальнейшей обработки 3. Ремонт товаров 4. Товары, приобретаемые в портах транспортными организациями 5. Немонетарное золото <ol style="list-style-type: none"> 5.1. Золото как средство накопления 5.2. Прочее <p>б) услуги</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Транспортные услуги¹ <ol style="list-style-type: none"> 1.1. Морской транспорт 1.2. Воздушный транспорт 1.3. Прочие виды транспорта 2. Поездки <ol style="list-style-type: none"> 2.1. Деловые 2.2. Личные 3. Услуги связи 4. Строительные услуги 5. Страховые услуги 6. Финансовые услуги 7. Компьютерные и информационные услуги 8. Роялти и информационные услуги 9. Прочие деловые услуги <ol style="list-style-type: none"> 9.1. Перепродажа товаров за границей и другие услуги 9.2. Операционный лизинг 9.3. Разные деловые, профессиональные и технические услуги 10. Услуги частным лицам и услуги в сфере культуры и отдыха <ol style="list-style-type: none"> 10.1. Аудиовизуальные и связанные с ними услуги 10.2. Прочие услуги в сфере культуры и отдыха 11. Прочие государственные услуги 		
<p>В. Доходы</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Оплата труда 2. Доходы от инвестиций <ol style="list-style-type: none"> 2.1. Прямые инвестиции <ol style="list-style-type: none"> 2.1.1. Доходы на участие в капитале <ol style="list-style-type: none"> 2.1.1.1. Дивиденды и распределенная прибыль 2.1.1.2. Реинвестированные доходы и нераспределенная прибыль 2.1.2. Доходы по долговым обязательствам (проценты) 2.2. Портфельные инвестиции <ol style="list-style-type: none"> 2.2.1. Доходы на капитал (дивиденды) 2.2.2. Доходы по долговым обязательствам (проценты) <ol style="list-style-type: none"> 2.2.2.1. Облигации и другие долговые обязательства 2.2.2.2. Инструменты денежного рынка и финансовые дериваты 2.3. Другие инвестиции 		
<p>С. Текущие трансферты</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Сектор государственного управления 2. Другие секторы <ol style="list-style-type: none"> 2.1. Денежные переводы работающих 2.2. Прочие трансферты 		

2. СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ И ФИНАНСОВЫХ ОПЕРАЦИЙ	Кредит	Дебет
А. Счет операций с капиталом 1. Капитальные трансферты 1 1 Сектор государственного управления 1 1 1 Аннулирование долга кредитором 1 1 2 Прочее 1 2 Другие секторы 1 2 1 Трансферты мигрантов 1 2 2 Аннулирование долга кредитором 1 2 3 Прочее 2. Приобретение/продажа непронизводственных нефинансовых активов		
В. Финансовый счет 1. Прямые инвестиции 1 1 За границу ² 1 1 1 В акционерный капитал 1 1 2 Реинвестированные доходы 1 1 3 Прочий капитал 1 1 3 1 Требования к зарубежным филиалам 1 1 3 2 Обязательства перед зарубежными филиалами 1 2 Во внутреннюю экономику ³ 1 2 1 В акционерный капитал 1 2 2 Реинвестированные доходы 1 2 3 Прочий капитал 2. Портфельные инвестиции 2 1 Активы ⁴ 2 1 1 Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале 2 1 2 Долговые ценные бумаги 2 1 2 1 Облигации и другие долговые обязательства 2 1 2 2 Инструменты денежного рынка 2 1 2 3 Финансовые дериваты 2 2 Обязательства 2 2 1 Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале 2 2 1 1 Банки 2 2 1 2 Другие секторы 2 2 2 Долговые ценные бумаги ⁴ 2 2 2 1 Облигации и другие долговые обязательства 2 2 2 2 Инструменты денежного рынка 2 2 2 3 Финансовые дериваты 3. Другие инвестиции 3 1 Активы ⁵ 3 1 1 Коммерческие кредиты 3 1 2 Ссуды 3 1 3 Наличные деньги и депозиты 3 1 4 Прочие активы 3 2 Обязательства 3 2 1 Торговые кредиты 3 2 2 Ссуды ⁶ 3 2 3 Наличные деньги и депозиты 3 2 4 Прочие активы 4. Резервные активы 4 1 Монетарное золото 4 2 Специальные права заимствования 4 3 Резервная позиция в МВФ 4 4 Иностранная валюта 4 4 1 Наличные деньги и депозиты 4 4 1 1 В органах денежного регулирования 4 4 1 2 В банках 4 4 2 Ценные бумаги 4 4 2 1 Акции 4 4 2 2 Облигации и другие долговые обязательства 4 4 2 3 Инструменты денежного рынка и финансовые дериваты 4 5 Другие требования		

Источник: *Balance of Payments Manual* — IMF, Fifth ed., 1993, *Руководство по платежному балансу* — Пятое изд. — МВФ, 1993

Примечания:

¹ Все виды транспорта подразделяются на пассажирский (passenger), грузовой (freight) и прочий (other)

² Состоит из требований к зарубежным филиалам (claims on affiliated enterprises) и обязательств перед зарубежными филиалами (liabilities to affiliated enterprises)

³ Состоит из требований к прямым зарубежным инвесторам (claims on direct investors) и обязательств перед прямыми инвесторами (liabilities to direct investors)

⁴ Каждая статья активов подразделяется на активы, находящиеся в распоряжении органов денежно-кредитного регулирования (monetary authorities), сектора государственного управления (general government), банков (banks) и других секторов (other sectors)

⁵ Каждая статья активов и пассивов подразделяется на активы, находящиеся в распоряжении органов денежно-кредитного регулирования (monetary authorities), сектора государственного управления (general government), банков (banks) и других секторов (other sectors) и далее — на долгосрочные (long-term) и краткосрочные (short-term) активы

⁶ Включает использование кредитов и займов МВФ

двойной записи, определяет экономическую территорию страны, проводит различие между резидентами и нерезидентами, основывается на рыночных ценах, существовавших на момент заключения сделки, и использует расчетную единицу, применяемую в национальной экономике, с последующим пересчетом ее в доллары США по текущему рыночному курсу. Платежный баланс интегрирует счета многих секторов и основывается поэтому на таможенной статистике, статистике денежного сектора в той степени, в какой она учитыва-

ет международные операции, статистике внешнего долга, статистических обзорах, проводимых прежде всего в секторе услуг, и статистике операций с иностранной валютой. Стандартный платежный баланс состоит из двух разделов: счета текущих операций, показывающего международное движение реальных материальных ценностей (прежде всего товаров и услуг), и счета операций с капиталом и финансовых операций, показывающего источники финансирования движения реальных материальных ценностей.

2. СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ

В практических и аналитических целях наиболее важной частью платежного баланса является баланс текущих операций.

@ *Счет текущих операций* (current account balance) — ключевое понятие международной экономики, показывающее, с одной стороны, результат взаимодействия страны с остальным миром за определенный промежуток времени, а с другой — баланс внутренних инвестиций и сбережений.

Текущие операции платежного баланса состоят из четырех основных групп: операций с товарами, услугами, движения дохода и текущих трансфертов.

Товары

По данной статье счета текущих операций платежного баланса регистрируют преимущественно экспорт и импорт товаров.

@ *Товары* (goods) — группа статей платежного баланса, суммирующая на базе фоб по рыночным ценам экспорт и импорт обычных товаров, товаров для дальнейшей обработки, ремонт товаров, приобретение товаров в портах транс-

портными организациями и немонетарного золота.

Экспортом и импортом, за некоторыми исключениями, считается переход права собственности на товары от резидентов к нерезидентам и, напротив, от нерезидентов к резидентам. К товарам для дальнейшей обработки относятся товары, которые сначала экспортируются (например, сырая нефть), обрабатываются за рубежом и затем реимпортируются в виде готового к потреблению продукта (бензин). Переработкой считается процесс, в результате которого товар претерпевает существенные физические изменения (например, пошив костюмов из ткани). Если физические изменения незначительны (добавление фирменных этикеток к готовым костюмам), то процесс считается не переработкой, а оказанием услуги. Статья ремонта товаров охватывает ремонт передвижного оборудования, например морских и воздушных судов, который осуществляется резидентом для нерезидента и наоборот. По этой статье показывается только стоимость самих ремонтных работ, а не стоимость товара до и после его ремонта. Статья товаров, приобретаемых в портах транспортными организациями, охватывает такие товары, как горючее и продовольствие, приобретаемое экипажами судов за гра-

ницей в портах захода или промежуточной посадки. Статья немонетарного золота охватывает экспорт и импорт любого золота, за исключением монетарного золота, которое относится к валютным резервам и включает преимущественно золото промышленного назначения и ювелирные изделия (пример 4.2).

Считается, что право собственности на экспортный товар переходит от покупателя к продавцу, когда продавец прекращает вести его учет в своем финансовом балансе. На практике, однако, момент перехода права собственности фиксируется таможенными органами одновременно с пересечением товаром государственной границы. Право собственности может не передаваться, если товары продаются одним подразделением фирмы другому, находящемуся за рубежом, если товары сдаются в финансовый лизинг, а также в случае, когда товары представляются в обработку без передачи права собственности. Тем не менее в этих случаях сделки относятся к статье товаров счета текущих операций платежного баланса. Товары, не пересекающие границу, должны включаться в состав ее экспорта или импорта, если право собственности на них перешло от резидента к нерези-

денту. В их числе — товары, местоположение которых не привязано жестко к какой-либо территории: морские и воздушные суда, железнодорожный подвижной состав, установки для бурения нефтяных скважин, морепродукты, напрямую продаваемые с судов за рубеж, и пр. Товары, пересекающие границу, но не меняющие владельца, за исключением внутрифирменной торговли и финансового лизинга, не считаются ее экспортом или импортом. В их числе — товары прямой транзитной торговли, возврат импортных или экспортных товаров, товары, отправляемые в дипломатические представительства, выставочные экспонаты, не предназначенные для продажи, образцы товаров, не представляющие коммерческой ценности.

Услуги

Следующей важной группой статей счета текущих операций платежного баланса являются услуги, которые могут рассматриваться либо отдельно, либо как составляющая более широкой категории товаров и услуг.

@ Услуги (services) — группа статей счета текущих операций платежного

Пример 4.2

Обычный товарный экспорт и импорт записываются в платежном балансе в соответствии со следующей схемой:

	Страна-экспортер	Страна-импортер
Товары	Кредит	Дебет
Финансовый счет	Дебет	Кредит

Например, если Россия экспортирует товары на 100 тыс. долл. в Польшу, записи в российском платежном балансе будут следующие:

	Кредит	Дебет
Товары	100	
Финансовый счет		100

Для Польши записи будут обратными:

	Кредит	Дебет
Товары		100
Финансовый счет	100	

баланса, включающая транспортные услуги, поездки и ряд других услуг (связь, строительство, страхование, финансовые, компьютерные и личные услуги и пр.), оказываемых резидентами нерезидентам и наоборот.

Практически во всех странах наиболее значимой категорией международных услуг являются транспортные услуги. К ним относятся все виды транспортного обслуживания — морским, железнодорожным, воздушным, автомобильным, трубопроводным и прочими видами транспорта, в том числе транспортировка по суше, внутренним водам и в космическом пространстве, — осуществляемого резидентами одной страны для резидентов другой страны. Основной объем перевозок осуществляется транспортными компаниями. В некоторых случаях транспортная компания может осуществлять свою деятельность за пределами экономической территории страны, в которой она является резидентом. Стоимость перевозок вычисляется исходя из того, что экспорт и импорт показываются в платежном балансе на базе фоб, т.е. исключая стоимость фрахта и страховки перевозимых грузов. Транспортные услуги по импорту товаров, предоставляемые фирмой-нерезидентом, показываются по дебету, т.е. как платежи за услуги. Напротив, транспортные услуги, связанные с экспортом товаров, которые предоставляются фирмой-резидентом иностранному покупателю, показываются по кредиту, т.е. как получение платежей за оказанные услуги. К категории транспортных услуг относятся также аренда транспортного оборудования вместе с экипажем с целью перевозки грузов или пассажиров, а также сопутствующие услуги по хранению и упаковке товаров, проводке, буксировке и уборке транспортных средств (*пример 4.3*).

Статья поездки, которая иногда называется туризмом, охватывает товары и услуги, приобретенные в данной стране приезжими нерезидентами, которые находились на ее территории менее одного года. Международные перевозки тури-

стов относятся к статье пассажирских перевозок. Приезжими не считаются, даже если они находятся на территории страны менее одного года, лица, проходящие военную службу на территории других стран, работающие в дипломатических представительствах, участвующие в производственной деятельности на территории данной страны. Приезжими считаются, даже если они остаются на территории страны более года, лица, являющиеся пациентами лечебных учреждений, а также студенты. Все их расходы, включая плату за обучение, медицинское обслуживание, аренду жилья, относятся к статье поездок счета услуг в платежном балансе. Поездки разделяются на деловые и личные. Статья деловых поездок охватывает поездки лиц, направляющихся в зарубежные страны для осуществления там хозяйственной деятельности — реализации продукции, изучения рынка, ведения торговых переговоров, участия в миссиях, участия в наладочных работах и пр. К ним относятся государственные служащие, находящиеся в служебных командировках, сотрудники частных компаний, выезжающие за пределы страны, где их компания является резидентом, служащие международных организаций. Поездка считается личной, если направляющиеся за рубеж люди не преследуют деловых целей: едут в отпуск, осуществляют религиозное паломничество, участвуют в спортивных соревнованиях и пр. К наиболее распространенным товарам и услугам, приобретение которых фиксируется в статье поездок, относятся проживание в гостиницах, питание в ресторанах, покупка билетов на развлекательные программы, приобретение подарков и сувениров.

Прочие услуги включают все остальные виды услуг, указанные в таблице 4.1, за исключением транспортных услуг и поездок. Услуги связи охватывают услуги в области телекоммуникаций, включающие передачу звуковой информации, изображений и других информационных потоков с помощью телефона, телекса, телеграфа, радиовещания, электронной почты, спутниковой и фак-

Пример 4.3

Допустим, что стоимость партии груза на базе сифф составляет 100 тыс. долл., из которых на фрахт и страховку приходится 10%, т.е. 10 тыс. долл. При этом услуги по транспортировке и страхованию предоставляются нерезидентом. Записи в платежном балансе будут следующими:

	Кредит	Дебет
Товары		90
Фрахт и страхование		10
Финансовый счет	100	

Если же транспортные услуги и страхование осуществляются резидентом, то записи в платежном балансе будут иными:

	Кредит	Дебет
Товары		90
Фрахт и страхование	10	
Финансовый счет	80	

Если резидент России едет в США на шестимесячную стажировку, в течение которой он тратит 10 тыс. долл. на товары и услуги, из которых за 5 тыс. он покупает автомобиль, который позже увозит с собой в Россию, и 1 тыс. долл. — на подарки для родственников в России, за квартиру, которая стоит 6 тыс. долл. за шесть месяцев, платит принимающая сторона. В американском платежном балансе все это регистрируется следующим образом:

	Кредит	Дебет
Товары		1
Поездки	16	
Текущие трансферты сектор государственного управления		6
прочие трансферты	1	
Финансовый счет	17	10
		17

Причем как покупка автомобиля, так и платежи за гостиницу показаны по кредиту статьи поездок и дебету текущих трансфертов сектора государственного управления. Покупка подарков показана как дебетовая запись (обычный импорт) и одновременно как кредит по статье прочих трансфертов.

симильной связи, а также почтовое и курьерское обслуживание, включая сбор, транспортировку и доставку писем, газет, периодических изданий, посылок, бандеролей и пр. Строительные услуги включают сооружение объектов и монтаж оборудования резидентами за рубежом и наоборот, причем стоимость товаров, импортируемых для строительства предприятий, показывается не по счету импорта товаров, а по статье строительных услуг. Страховые услуги включают различные виды страхования, осуществляемого страховыми компаниями данной страны для зарубежных партнеров,

включая страхование внешнеторговых грузов, страхование от несчастных случаев и аварий, страхование гражданской ответственности, медицинское страхование и пр. Финансовые услуги включают все посреднические и вспомогательные услуги, оказываемые резидентами одной страны нерезидентам, включая платежи за предоставление кредитных линий, финансовый лизинг, операции с иностранной валютой и ценными бумагами, плату за услуги, связанные с управлением активами, и пр. Компьютерные и информационные услуги охватывают операции, в ходе которых резид-

дент предоставляет нерезиденту услуги по обработке данных и информационных сообщений: создание и хранение баз данных, обработку баз данных в режиме реального времени, консалтинг в области компьютерной техники и оборудования, предоставление услуг Internet. Роялти и лицензионные платежи охватывают обмен потоками платежей между резидентами и нерезидентами за использование патентов, авторских прав, торговых знаков, лицензий, ноу-хау.

Прочие деловые услуги включают перепродажу товаров за границей оптовиками, брокерами и дилерами, продажу товаров на морских и воздушных судах, перепродажу товаров третьим лицам. Операционный лизинг означает аренду нерезидентом у резидента оборудования и сдачу внаем (чартер) морских и воздушных судов и другого транспортного оборудования без команды и экипажа. Статья "разные деловые и профессиональные услуги" включает юридические и бухгалтерские услуги, услуги в области рекламы, научно-исследовательские работы, архитектурные и инженерные услуги и пр. Услуги частным лицам в сфере культуры и отдыха, предоставляемые резидентами одной страны нерезидентам, включают платежи и поступления, связанные с созданием художественных фильмов, радио- и телепрограмм, записью музыкальных произведений, оплатой труда актеров и режиссеров. Негосударственные услуги, не отнесенные к другим категориям, включают все остальные внешнеэкономические операции органов государственного управления, в том числе внешнеторговые операции посольств, консульств, военных и иных представительств (приобретение автомобилей, мебели, канцелярского оборудования, продуктов питания), а также платежи, связанные с обеспечением многостороннего урегулирования военных конфликтов и нахождением на территории страны сил по поддержанию мира, например войск ООН. Многие страны показывают по этой статье расходы по закупке военной техники за рубежом.

Доходы

Для многих стран счет текущих операций ограничивается только рассмотренными выше статьями, относящимися к экспорту и импорту товаров и услуг. Однако помимо товаров и услуг в счете текущих операций платежного баланса должно также учитываться движение доходов и текущих трансфертов.

@ *Доходы (income)* — группа статей счета текущих операций платежного баланса, включающая платежи между резидентами и нерезидентами, связанные с оплатой труда нерезидентов, и операции, связанные с доходами на инвестиции.

Доходы в платежном балансе подразделяются на оплату труда и доходы от инвестиций. Оплата труда включает заработную плату и другие выплаты в денежной или натуральной форме, полученные работниками за пределами страны, резидентами которой они являются, за работы, выполненные ими для резидентов других стран. К категории работников относятся сезонные и другие временные рабочие, находящиеся в стране менее года, а также приграничные работники, центр экономического интереса которых продолжает оставаться в той стране, резидентами которой они являются. Если работник находится в стране более года, его доходы фиксируются как переводы мигрантов.

Доходы от инвестиций охватывают доходы, полученные резидентами на свои зарубежные финансовые активы: доходы на участие в капитале (дивиденды) и доходы по долговым обязательствам (проценты) (*пример 4.4*). Дивиденды представляют собой форму распределения дохода в соответствии с долей участия в капитале частных инкорпорированных предприятий. Их размер зависит от результатов хозяйственной деятельности и заранее не известен. Проценты представляют собой плату за

Пример 4.4

Допустим, что украинский рабочий в течение трех месяцев работает на российском предприятии. За это время он получает зарплату в 500 условных единиц (у.е.), которые кладет в банк и получает процент по депозиту в 50 у.е., и, кроме того, сдает купленную ранее в Москве квартиру за 200 у.е. Расходы украинского рабочего составляют: 110 — на питание, 100 — на одежду, 40 — на налоги с собственности и 50 — на налог с дохода, уплачиваемые в России. Записи в украинском платежном балансе должны быть следующими:

	Кредит	Дебет
Поездки		210
Доходы		
Оплата труда	500	
Доходы от инвестиций		
прямые инвестиции	160	
другие инвестиции	50	
Текущие трансферты		
Сектор государственного управления		50
Финансовый счет		450

кредит. Ее размер установлен в кредитном соглашении и поэтому известен заранее. Доходы на инвестиции подразделяются на:

- Доходы от прямых инвестиций — доходы, начисляемые напрямую инвестору-резиденту на капитал, вложенный им в предприятие-нерезидент. Доходы от участия в капитале подразделяются на распределенные и реинвестированные доходы или прибыль. Распределенные доходы обычно принимают форму дивидендов, которые переводятся за границу, а реинвестированные доходы включают оставшуюся после распределения долю прямого инвестора, вложенную в дальнейшее развитие производства. Доходы по долговым обязательствам включают проценты по межфирменным кредитам.

- Доходы от портфельных инвестиций — денежные потоки между резидентами и нерезидентами, возникающие в результате купли-продажи акций, облигаций, долгосрочных ценных бумаг, государственных векселей, других инструментов денежного рынка.

- Доходы от других инвестиций — поступления и выплаты процентов по любым другим финансовым требованиям резидентов в отношении нерезидентов

(проценты по депозитам, ссудам, займам от МВФ).

Зарплата, получаемая украинским рабочим, показывается по статье оплаты труда, поскольку он работает в России меньше года; доход от сдачи московской квартиры за минусом налога на собственность (200 — 40) — по статье доходов на прямые инвестиции; процент по депозиту считается доходом от других инвестиций; расходы на товары и услуги (110 + 100) подпадают под категорию поездок; подоходный налог классифицируется как текущий трансферт органами государственного управления Украины.

Текущие трансферты

Трансферты включают межстрановую передачу материальных ресурсов, когда в обмен страна не получает никакого стоимостного эквивалента, т.е. в зависимости от направления трансферта он отражается в платежном балансе только по кредиту или по дебету. Трансферты бывают текущие и капитальные. Текущие трансферты включаются в счет текущих операций платежного баланса, а капитальные — в счет операций с капиталом.

@ *Текущие трансферты* (current transfers) — трансферты, не означающие передачу права собственности на основной капитал, не связанные с приобретением или использованием основного капитала и не предусматривающие аннулирование долга кредитором.

Проще говоря, текущими считаются все те трансферты, которые не являются капитальными, т.е. связанными с передачей права собственности на основные фонды или прощением внешнего долга. От размеров текущих трансфертов напрямую зависит уровень валового располагаемого дохода страны, что сказывается на масштабах потребления товаров и услуг. Если текущие трансферты означают отток средств из страны, валовой располагаемый доход, который можно было бы использовать на накопление и потребление, снижается, и наоборот. Текущие трансферты подразделяются на трансферты органов государственного управления и остальных секторов. Трансферты органов государственного управления включают текущие переводы по международному сотрудничеству, такие как перечисление денег государственными органами одной страны правительству другой страны для финансирования текущих расходов, безвозмездную передачу продуктов питания, одежды, медикаментов в рамках оказания межгосударственной помощи пострадавшим от стихийных бедствий, передачу в дар военной техники, ежегодные членские и иные взносы в международные организации и пр. Текущие трансферты других секторов включают переводы денежных средств между частными лицами и негосударственными организациями. Денежные переводы осуществляются мигрантами, нанятыми на работу в принимающей стране, находящимися там более года и считающимися ее резидентами (напомним, что денежные переводы лиц, находящихся в стране менее года, показываются по статье «оплата труда»). Прочие текущие трансферты охватывают дарения, приданое, наследство,

алименты, взносы частных лиц в научные, благотворительные и религиозные общества, негосударственную помощь в случае стихийных бедствий, распространение лотерейных билетов. Разумеется, чтобы попасть в платежный баланс, все эти операции должны осуществляться между резидентом и нерезидентом.

Итак, счет текущих операций является ключевым понятием международной экономики, показывающим, с одной стороны, результат взаимодействия страны с остальным миром за определенный промежуток времени, а с другой — баланс внутренних инвестиций и сбережений. Текущие операции платежного баланса состоят из четырех основных групп: операций с товарами, услугами, движения дохода и текущих трансфертов. Операции с товарами представляют собой группу счета текущих операций статей платежного баланса, суммирующую на базе фоб по рыночным ценам экспорт и импорт обычных товаров, товаров для дальнейшей обработки, ремонт товаров, приобретение товаров в портах транспортными организациями и немонетарного золота. Услуги — следующая группа статей счета текущих операций платежного баланса — включают транспортные услуги, поездки и ряд других услуг (связь, строительство, страхование, финансовые, компьютерные и личные услуги и пр.), оказываемых резидентами нерезидентам и наоборот. Доходы — менее значимая для большинства стран группа статей счета текущих операций платежного баланса, включающая платежи между резидентами и нерезидентами, связанные с оплатой труда нерезидентов, и операции, связанные с доходами на инвестиции. Наконец, текущие трансферты объединяют все трансферты, за исключением тех, которые предусматривают передачу права собственности на основной капитал или аннулирование долга кредитором. В основном это межправительственные гранты и международные денежные переводы частных лиц.

3. СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ И ФИНАНСОВЫХ ОПЕРАЦИЙ

Потрачено на угощение княжеского камерди-
нера 5 р. 20 к. Сбыл акцию Лозовско-Севасто-
польской дороги, потерпел 14 коп. убытку.

А.П. Чехов. "Делец".

Международное движение товаров и услуг, фиксируемое в счете текущих операций платежного баланса, должно каким-то образом финансироваться. Покупая акции железной дороги, резиденты, к которым, видимо, принадлежал чеховский герой, так же как и нерезиденты, помогают создавать финансовую базу, за счет которой приобретается железнодорожное оборудование. Финансирование показывается в рамках нескольких групп статей платежного баланса, которые иногда упрощенно называют балансом движения капитала.

@ *Счет операций с капиталом и финансовых операций* (capital and financial account balance) — группа статей платежного баланса, фиксирующих международное движение капитала, с помощью которого финансируются экспорт и импорт товаров и услуг.

Структурно, как следует из таблицы 4.1, счет операций с капиталом и финансовых операций включает две основные категории:

- счет операций с капиталом — группа статей платежного баланса, фиксирующих капитальные трансферты и приобретение/продажу непроизведенных нефинансовых активов;
- финансовый счет — группа статей платежного баланса, охватывающих все операции, в результате которых происходит переход права собственности на внешние финансовые активы и обязательства данной страны.

Капитальные трансферты

В отличие от счета текущих операций, счет операций с капиталом включает только капитальные трансферты.

@ *Капитальные трансферты* (capital transfers) — трансферты, включающие передачу права собственности на основной капитал, связанные с приобретением или использованием основного капитала или предусматривающие аннулирование долга кредитором.

Капитальные трансферты подразделяются на трансферты государственного сектора и трансферты других секторов. Наиболее крупной статьёй трансфертов государственного сектора является аннулирование долга кредитором. Если две страны — кредитор и должник — достигают договоренности об аннулировании долга полностью или о списании его части и это закрепляется в соответствующем соглашении, то сумма аннулированной задолженности показывается в платежном балансе как капитальный трансферт от кредитора должнику. В числе других государственных капитальных трансфертов можно выделить инвестиционные трансферты — средства, передаваемые одним государством другому с целью оплаты покупки основного капитала. Например, передача Россией зданий, сооружений, аэродромов и прочей военной инфраструктуры странам — бывшим членам Варшавского договора после вывода российских войск с их территорий является капитальным трансфертом. Однако передача вооружений и военной техники считается по платежному балансу текущим государственным трансфертом.

Капитальные трансферты других секторов включают трансферты, связанные с миграцией, аннулированием долга кредитором и прочие трансферты. Капитальные трансферты, связанные с миграцией, представляют собой простую стоимостную оценку имущества мигрантов, которое они перевозят из страны в

страну. Аннулирование долга кредитором представляет собой списание всей или части суммы долга банком, корпорацией или другой негосударственной структурой. Прочие трансферты включают частные пожертвования на инвестиционные цели, например перевод из страны в страну наследства, завещанного для финансирования строительства университетской библиотеки или лекционного зала.

Приобретение/продажа произведенных нефинансовых активов включают приобретение и продажу материальных активов, не являющихся результатом производства (земля и ее недра), а также неосязаемых активов (патенты, авторские права, торговые знаки и пр.). Необходимо отметить, что оплата за *использование* неосязаемых активов показывается в счете текущих операций по статье "роялти и лицензионные платежи", тогда как оплата за *приобретение или продажу* показывается по данной статье.

Прямые инвестиции

В первой части настоящего учебника рассматривались прямые иностранные инвестиции как форма международных экономических отношений в рамках международного движения факторов производства. Прямые инвестиции являются также группой статей финансового счета платежного баланса.

@ *Прямые инвестиции* (direct investment) — группа статей финансового счета платежного баланса, отражающих устойчивое влияние со стороны институциональной единицы — резидента одной экономики (прямого инвестора) на институциональную единицу — резидента другой экономики (предприятие прямого инвестирования).

Влияние со стороны прямого инвестора считается устойчивым, если он владеет 10% и более акционерного капитала предприятия прямого инвестирования, т.е. более 10% обычных акций или голо-

сов акционеров (в случае корпорированного предприятия), либо эквивалентом такого участия (в случае некорпорированного предприятия). Необходимо отметить, что владение 10% голосов не является жестким критерием отнесения инвестиций к разряду прямых. Инвестиции могут считаться прямыми только на основании того, что прямой инвестор играет значительную роль в управлении данным предприятием, даже если он вообще не владеет его акциями. И напротив, если инвестор владеет более 10% акций, но не играет существенной роли в управлении предприятием, его инвестиции не считаются прямыми. К числу операций, отражаемых по статье прямых инвестиций, относится не только исходная операция прямого инвестирования, но и все последующие операции между прямым инвестором и предприятием прямого инвестирования. Наряду с доходом на вложенный капитал прямой инвестор, в отличие от портфельного, получает также дополнительные экономические выгоды, такие как руководство предприятием, плата за выполняемые административные функции и пр. В качестве прямых инвесторов могут выступать индивидуальные инвесторы — физические лица, группы индивидуальных инвесторов, корпорированные и некорпорированные частные и государственные предприятия, правительство, общественные организации и пр.

К предприятиям прямого инвестирования относятся:

- дочерние компании (subsidiaries) — предприятия, в которых инвестор-нерезидент владеет более чем 50% акций или голосов;
- ассоциированные компании (associates) — предприятия, в которых доля инвестора-нерезидента составляет менее 50% акций или голосов;
- отделения (branches) — некорпорированные предприятия, находящиеся в полном или совместном владении инвесторов и непосредственно или косвенно принадлежащие прямому инвестору.

Прямые инвестиции как за границу, так и во внутреннюю экономику пока-

зываются в платежном балансе как потоки за год по рыночным ценам в разбивке на инвестиции в акционерный капитал, реинвестированные доходы и прочий капитал. Прямое инвестирование в акционерный капитал означает приобретение новых акций отделений, дочерних и ассоциированных компаний, за исключением неголосующих привилегированных акций, не дающих права на участие в дополнительных прибылях. Реинвестирование доходов означает вложение обратно в предприятие с иностранными инвестициями части прибыли, полученной им и не распределенной в форме дивидендов. Прямые инвестиции в форме прочего капитала означают в основном внутрифирменное кредитование материнской компанией ее дочерних и ассоциированных компаний.

Некоторые типы прямых инвестиций представляют собой специальные случаи. Например, офшорные компании,

специализирующиеся на сборке, торговле или финансах, а также предприятия, создаваемые с участием прямых инвестиций в свободных экономических зонах, считаются резидентами тех стран, на территории которых они расположены. Прямыми инвестициями считаются вложения средств частными лицами на приобретение недвижимости за рубежом (виллы, дачи, квартиры, земля). Деятельность строительных компаний на территории других стран может быть классифицирована либо как прямое инвестирование, либо как экспорт услуг (пример 4.5).

Портфельные инвестиции

Так же как и прямые инвестиции, портфельные инвестиции являются формой международного движения капитала, которая находит отражение в платежном балансе.

Пример 4.5

Допустим, что “Стальяпонмаш” является совместным российско-японским предприятием, в котором японская сторона владеет 50% капитала, 45% капитала принадлежит российским организациям и 5% — японскому миллионеру. В 1996 г. “Стальяпонмаш” осуществил следующие операции: 1) выпустил 100 условных единиц (у.е.) новых акций, которые были куплены существующими акционерами пропорционально их капиталу в СП; 2) японский партнер предоставил СП оборудование на 20 у.е., увеличив тем самым свою долю в акционерном капитале; 3) японский партнер продал СП товаров на 40 у.е., из которых оно оплатило 20 у.е. наличными и 20 у.е. составил торговый кредит; 4) банк из Малайзии предоставил кредит СП в 75 у.е.; 5) чистая прибыль СП составила 10 у.е., и дивидендов оно не платило.

Весь этот набор операций будет зарегистрирован в российском платежном балансе следующим образом (номер операции показан в скобках):

	Кредит	Дебет
Товары		20 (2)
		40 (3)
Доходы на участие в капитале		5 (5)
Прямые инвестиции в Россию		
в акционерный капитал	50 (1)	
	20 (2)	
реинвестированные доходы	5 (1)	
прочий капитал	20 (3)	
Портфельные инвестиции-обязательства	5 (1)	
Другие инвестиции-ссуды	75 (4)	
Финансовый счет	20 (3)	
		55 (1)
		75 (4)

© *Портфельные инвестиции* (portfolio investment) — группа статей платежного баланса, показывающая взаимоотношения между резидентами и нерезидентами в связи с торговлей финансовыми инструментами, не дающими права контроля над объектом инвестиций.

С точки зрения платежного баланса портфельные инвестиции бывают двух основных видов:

- ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале (equity securities), — акции, паи, АДР (американские депозитарные расписки — расписки на иностранные акции, депонированные в банках США), подтверждающие участие в капитале предприятий;

- долговые обязательства (debt securities) — облигации, инструменты денежного рынка и финансовые дериваты, которые подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника.

Облигации, необеспеченные долговые обязательства и другие долговые обязательства, как правило, дают их владельцам безусловное право на получение некоторого денежного дохода, сумма которого либо зафиксирована контрактом, либо меняется в соответствии с его условиями. В отличие от ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале, процентные платежи по долговым обязательствам не зависят от уровня текущих доходов должника. В понятие облигаций также включаются неголосующие привилегированные акции, конвертируемые облигации, предусматривающие возможность их конвертирования в акции, обращающиеся депозитные сертификаты со сроком платежа более года; двухвалютные облигации; облигации с нулевым купоном и глубоким дисконтом, размещаемые первоначально по цене ниже погашения и не предусматривающие регулярных платежей процентов; облигации с плавающей процентной ставкой; индексированные ценные бумаги, процентные платежи по которым привязываются к какому-либо индексу цен, валютному

курсу или цене определенного товара; а также ценные бумаги, обеспеченные тем или иным видом залога (золото, валюта, недвижимость и пр.).

Инструменты денежного рынка обычно также дают их владельцам право получить в установленный срок фиксированную сумму денег. Главным признаком инструментов денежного рынка является то, что они, как правило, продаются и покупаются на организованных рынках по цене ниже цены погашения. Разность между ними зависит от рыночной процентной ставки и от сроков погашения. Кроме того, государство может регулировать объем и композицию таких ценных бумаг в целях управления ликвидностью, поддержания валютного курса или финансирования дефицита бюджета. Инструментами денежного рынка считаются казначейские векселя, ценные бумаги частных предприятий и банков, банковские акцепты, обращающиеся депозитные сертификаты, краткосрочные долговые обязательства с банковской поддержкой (note issuance facilities, NIFs). К числу последних относятся краткосрочные обязательства, выпускаемые заемщиком от своего имени на базе соглашения с банком о его обязанности разместить весь выпуск таких ценных бумаг или купить неразмещенную часть. Тем самым этот механизм представляет собой форму возобновляемого кредита, а ценные бумаги называют евронотой или долговой распиской.

Финансовыми дериватами считаются ценные бумаги, условия обращения и цены которых привязываются к первичным ценным бумагам или макроэкономическим показателям (казначейские векселя, иностранная валюта, процентная ставка, индексы цен) либо к определенным биржевым товарам (золото, сахар, кофе и пр.). Однако финансовые дериваты могут обращаться на рынке и обладать самостоятельной рыночной стоимостью, не зависящей от стоимости первичных активов. Поэтому несмотря на то, что дериваты так или иначе привязаны к первичным финансовым инст-

рументам, в рамках финансового счета платежного баланса сделки с дериватами выделяются в самостоятельную группу и учет их ведется отдельно от учета лежащих в их основе первичных ценных бумаг. В числе наиболее типичных дериватов, сделки с которыми регистрируются в платежном балансе, следующие:

- *Опцион* (option) — контракт, дающий право покупателю опциона купить (опцион “колл”) или продать (опцион “пут”) определенное количество финансовых инструментов или товаров по заранее оговоренной цене в течение определенного срока. К числу наиболее распространенных опционов можно отнести валютные, процентные, товарные, опционы по акциям, опционы с биржевыми индексами и пр. Покупатель опциона выплачивает продавцу премию, а продавец обязуется купить/продать оговоренное количество финансовых инструментов или товаров, с которыми связан опцион, либо по требованию покупателя предоставить ему соответствующую денежную компенсацию. Премия складывается из цены приобретаемого финансового актива и платы за услуги.

- *Варрант* (warrant) — форма опциона, дающая право его держателю купить у продавца варранта определенное количество акций и облигаций на специально оговоренных условиях в течение определенного периода времени. Варрант может продаваться отдельно от ценной бумаги, в связи с которой он выпускается, и иметь самостоятельную рыночную стоимость. Одной из разновидностей варрантов является валютный варрант, стоимость которого определяется как количество одной валюты, которое понадобится для того, чтобы купить фиксированное количество другой валюты к моменту истечения срока варранта.

- *Своп* (swap) — соглашение, по которому участники обмениваются платежами по одинаковой сумме задолженности на заранее согласованных условиях. Процентные свопы предусматривают

обмен процентными платежами в различной форме, например фиксированную на плавающую процентную ставку, фиксированную ставку в одной валюте на плавающую ставку в другой и т.д. Валютные свопы предполагают обмен денежными суммами, выраженными в разных валютах (например, депозитами между центральными банками) с последующим обратным обменом платежами и выплатой процента.

- *Фьючерс* (futures) — соглашение, предусматривающее обмен реального актива, принадлежащего одной из сторон, на финансовый актив, принадлежащий другой стороне, либо обмен двумя финансовыми активами в установленном в соглашении срок и по заранее оговоренному курсу. Фьючерсы бывают процентными, валютными и товарными, есть фьючерсы на акции и биржевые индексы.

- *Форвард* (forward) — соглашение, заключаемое с целью страхования от потерь в случае изменения процентных ставок, в рамках которого стороны договариваются о ставке процента по некоторой условной сумме задолженности, которую нужно выплатить в установленные сроки. Если фактически сложившаяся на рынке процентная ставка превышает установленную в контракте, продавец контракта выплачивает компенсацию покупателю и наоборот.

В платежном балансе процентные платежи по всем дериватам регистрируются в счете текущих операций, а платежи основных сумм — по финансовому счету. Регистрация сделок с ценными бумагами происходит в рыночных ценах. Но любые изменения рыночной стоимости, имевшие место на протяжении периода, пока эти инструменты принадлежали владельцам, — в результате изменений валютного курса, относительных цен и пр. — во внимание не принимаются. Разность между рыночной стоимостью активов на начало и на конец периода может отражать операции, произведенные за отчетный период, или изменение цен на активы в течение этого времени.

Другие инвестиции

Все остальные типы международного движения капитала, показываемые в финансовом счете платежного баланса, относятся к группе других инвестиций и классифицируются сначала по типу финансового инструмента, а затем по секторам внутренней экономики.

@ *Другие инвестиции* (other investments) — все остальные международные инвестиции, не включенные в прямые и портфельные инвестиции.

Типы движения капитала, относящиеся к другим инвестициям, отличаются от страны к стране, но наиболее существенные из них следующие:

- *Коммерческие кредиты* (commercial credits) — требования и обязательства, возникающие в результате предоставления поставщиком кредита покупателю товаров и услуг или предварительной оплаты покупателем еще не полученных товаров и услуг. Коммерческие кредиты обычно связаны с оплатой внешнеторговых сделок и являются краткосрочными.

- *Ссуды* (loans) — финансовые активы, возникающие вследствие того, что кредитор напрямую предоставляет заемщику определенную сумму денежных средств. Отличительной чертой ссуд является то, что кредитор, предоставляющий их, не получает взамен документ, который мог бы обращаться на финансовом рынке (например, облигацию). В основном это ссуды для финансирования торговых сделок, авансы, ипотечный кредит, кредиты МВФ, а также соглашения о финансовом лизинге и обратной покупке. Финансовый лизинг относится к этой категории на том основании, что сдача товара в аренду с возможностью его последующей покупки является своеобразным способом финансирования крупномасштабных торговых сделок. Соглашения об обратной покупке (repurchase agreement, REPO) представляют собой соглашения о продаже ценных бумаг по оговоренной цене при том, что продавец принимает обяза-

тельство о последующем выкупе этих бумаг по фиксированной цене в обусловленный срок. Тем самым соглашения об обратной покупке являются также своеобразной краткосрочной ссудой, обеспечение ценными бумагами. Использование кредитов МВФ включает получение странами кредитов различных типов от этой организации.

- *Наличные деньги и депозиты* (cash and deposits) — банкноты и монеты, находящиеся в обращении и используемые для производства платежей, депозиты до востребования, сберегательные, срочные и иные депозиты. В финансовом счете платежного баланса учитывается получение наличной национальной валюты нерезидентами и наличной иностранной валюты резидентами, а также открытие ими счетов, соответственно, в национальной и иностранной валютах.

Прочие активы включают все остальные операции между резидентами и нерезидентами, не перечисленные выше, например такие, как подписка на капитал международных организаций.

Итак, счет операций с капиталом и финансовых операций представляет собой группу статей платежного баланса, фиксирующих международное движение капитала, с помощью которого финансируются экспорт и импорт товаров и услуг. Структурно он включает счет операций с капиталом — группу статей платежного баланса, фиксирующих капитальные трансферты и приобретение/продажу произведенных нефинансовых активов, и финансовый счет — группу статей платежного баланса, охватывающих все операции, в результате которых происходит переход права собственности на внешние финансовые активы и обязательства данной страны. Капитальные трансферты включают передачу права собственности на основной капитал, связанную с приобретением или использованием основного капитала или предусматривающую аннулирование долга кредитором. Прямые инвестиции включают такие вложения капитала, которые приводят к устойчивому влиянию со стороны институцио-

нальной единицы — резидента одной экономики (прямого инвестора) на институциональную единицу — резидента другой экономики (предприятие прямого инвестирования). Портфельные инвестиции показывают взаимоотношения между резидентами и нерезидентами по

поводу торговли финансовыми инструментами, не дающими права контроля над объектом инвестиций. Другие инвестиции объединяют все остальное международное движение капитала в форме коммерческих кредитов, ссуд, наличных денег и депозитов.

4. ФИНАНСИРОВАНИЕ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

— А это ничего, что я золотыми десятками? — заторопился отец Федор, разрывая подкладку пиджака.

— По курсу приму. По девять с половиной. Сегодняшний курс.

И. Ильф, Е. Петров. "Двенадцать стульев"

Обычно в аналитических целях под рассмотренной выше группой статей финансового счета платежного баланса проводится условная черта. Все остальные статьи, включающие прежде всего статьи резервных активов, находятся "под чертой". Монетарное золото, которое судорожно доставал из подкладки пиджака отец Федор, относится к резервным активам.

Резервные активы

Резервные активы, в отличие от других статей финансового счета, находятся под прямым контролем государства и могут использоваться им для достижения целей экономической политики.

@ *Резервные активы* (reserve assets) — международные высоколиквидные активы страны, которые находятся под контролем ее денежных властей или правительства и в любой момент могут быть использованы ими для финансирования дефицита платежного баланса и регулирования курса национальной валюты.

Необходимо отметить, что резервные активы являются лишь вторым эшелонном защиты платежного баланса. В случае существенной несбалансированности счета текущих операций, т.е. отсутствия

притока достаточных средств для оплаты импорта товаров и услуг, правительство сначала обычно прибегает к таким мерам, как девальвация валюты для стимулирования экспорта или привлечения дополнительных внешних кредитов. Только когда возможности этих мер исчерпаны (падение курса ведет к гиперинфляции, и новых внешних кредитов не дают), правительство использует резервные активы для оплаты внешних счетов. Чаще всего наличие достаточных резервных активов рассматривается как морально-психологический инструмент для поддержания доверия к национальной валюте, для обеспечения привлечения внешних кредитов и поддержания макроэкономической стабильности.

Резервные активы, показываемые в рамках платежного баланса, включают только реально существующие активы. Даже если принципиально возможно заключение соглашения между национальным центральным банком и иностранным центральным банком об операции своп, потенциальная возможность получения резервных активов в рамках таких соглашений не дает основания для отнесения их к реально существующим резервным активам страны. Однако национальные активы, отданные под залог нерезидентам, относятся к резервным активам. Таким образом, основной критерий отнесения или неотнесения того

или иного актива к числу резервных заключается в определении того, может ли правительство или центральный банк осуществлять *реальный и прямой контроль* над ним. В узком смысле слова они могут контролировать только те активы, которые им принадлежат. Однако, поскольку правительство осуществляет контроль над всей территорией страны в широком смысле слова, практически любой актив, принадлежащий резидентам данной страны, попадает под его контроль. Но в целях платежного баланса контроль над резервами считается реальным и прямым, только если ими владеют денежные власти. Если коммерческие банки на законных основаниях владеют зарубежными активами, но операции с ними могут совершать только на условиях, установленных денежными властями, то считается, что денежные власти имеют прямой и реальный контроль и над этими активами. К числу резервных активов относятся также высоколиквидные активы правительства. Например, счета правительства в иностранной валюте являются резервным активом, тогда как принадлежащие государству облигации или земля за рубежом являются иностранным активом, но не могут считаться резервным активом, поскольку этот тип актива недостаточно ликвиден — не может быть быстро превращен в наличные деньги и использован для целей финансирования платежного баланса.

Разумеется, резервные активы не лежат мертвым грузом, они инвестируются в высоколиквидные и обычно максимально надежные денежные инструменты на мировом финансовом рынке — казначейские векселя, акции крупных компаний, часть просто кладется на депозиты в иностранных банках. Специфическим случаем инвестиций резервных активов является покупка векселей Мирового банка, который использует собранные средства на помощь развивающимся странам. Остатки на валютных счетах правительства, кредиты, предоставленные международным организациям, валютные свопы центрального

банка с коммерческими также считаются резервными активами. Если некоторая страна предоставляет в какой-либо форме валютные средства зарубежной стране, то эти средства могут продолжаться считаться резервным активом страны-кредитора только в случае, если они выплачиваются должником по первому требованию кредитора, погашаются за счет резервных активов должника и являются обязательством перед центральным банком или правительством страны-кредитора. Если эти три условия не соблюдаются, то предоставленные зарубежному государству средства перестают считаться резервными активами страны-кредитора.

В целом резервные активы, изменение которых показывается “под чертой” в платежном балансе, представляют собой сумму следующих активов:

- *Монетарное золото* — золото пробы не ниже 995/1000, находящееся в хранилищах ЦБ или правительства, которое в любой момент может быть продано за иностранную валюту на мировом рынке или международным организациям. Немонетарное золото может находиться в распоряжении любого резидента и не считается резервным активом. Денежные власти могут увеличивать свои запасы монетарного золота путем его монетизации — покупки в государственные резервы добытого золота и приобретения товарного золота на частных рынках. Денежные власти могут также продавать часть монетарного золота из запасов, тем самым демонетизируя его.

- *Специальные права заимствования (СДР)* — выпускаемый МВФ искусственный резервный актив, который распределяется между странами-членами в соответствии с их квотами и который может быть использован для приобретения иностранной валюты, предоставления займов и осуществления платежей. Страны могут приобретать СДР друг у друга, осуществлять платежи в СДР. Однако СДР представляют собой не более 3% резервных активов мира и в практических целях не играют существенной роли.

• *Резервная позиция в МВФ* — сумма резервной транши (доли) страны в МВФ и долга со стороны МВФ этой стране. Резервная транша составляет 25% квоты страны в капитале МВФ и может быть получена страной назад практически без каких-либо условий. Покупки иностранной валюты за национальную в рамках резервной транши, которая не считается кредитом МВФ, так же как и получение кредита МВФ, приводят к увеличению резервных активов покупающей страны.

• *Валютные активы* — обычно наиболее значимая часть международных активов, состоящая из требований к нерезидентам в форме иностранной валюты, банковских депозитов, правительственных ценных бумаг, других ценных бумаг, финансовых дериватов, акций частных предприятий и требований, возникающих в результате соглашений между национальным и иностранными ЦБ, а также правительственными органами.

• *Прочие требования* — остаточная категория, включающая все остальные требования в иностранной валюте (наличной валюты или депозитов) или ценных бумагах, которые могут быть включены в определение международных активов ЦБ.

В финансирующей части платежного баланса, который, по определению, показывает *потоки* реальных и финансовых ресурсов, отражаются не запасы, а потоки резервных активов, т.е. изменение в уровне резервных активов в начале и в конце года.

Исключительное финансирование

Во многих странах, и весьма часто, возникают ситуации, когда власти оказываются не в состоянии урегулировать платежный баланс: наступающие платежи по поставкам товаров и услуг, а также по прошлой задолженности оказываются большими, чем текущий приток капитала и имеющиеся резервные активы. Страна просто не в состоянии платить по своим внешним обязательствам.

Это приводит к просрочке платежей, осложняет отношения с кредиторами, прерывает новое финансирование. Возникший кризис называется кризисом платежного баланса и показывается аналитически как отрицательное сальдо платежного баланса в целом, которое не может быть покрыто в текущем году за счет сокращения запасов резервных активов, поскольку либо их просто недостаточно, либо они законодательно не могут быть использованы для этих целей. В такой ситуации, характеризующейся резким сокращением резервов и ростом дефицита платежного баланса, страны могут прибегать к исключительному финансированию.

@ *Исключительное финансирование* (exceptional financing) — операции, проводимые страной, испытывающей трудности с финансированием отрицательного сальдо платежного баланса, по согласованию и при поддержке ее зарубежных партнеров в целях снижения этого сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами.

Операции по исключительному финансированию могут проходить по любым статьям платежного баланса и обычно не обособляются в отдельную группу. Наиболее значимые из них следующие:

• *Аннулирование долга* (debt forgiveness) — добровольный отказ кредитора от части или всей суммы долга, зафиксированный в соответствующем соглашении между страной-кредитором и страной-должником. В платежном балансе аннулирование долга показывается как капитальный трансферт в счете движения капитала.

• *Обмен задолженности на акции* (debt/equity swap) — обмен, обычно по цене ниже номинала, просроченной задолженности и иных долговых обязательств на акции компаний страны-должника. Такие операции могут иметь множество конкретных форм, но экономический смысл их один: долговые обязательства, которые не могут быть по-

Пример 4.6

Россия: платежный баланс, 1994–1995 гг.
(млн долл. США)

	1994 г.	1995 г.
Счет текущих операций	11 381	11 288
Экспорт	67 716	81 453
Импорт	-48 005	-58 967
Баланс торговли товарами	19 711	22 486
Услуги кредит	8 951	12 445
Услуги дебет	-15 443	-20 538
Баланс торговли услугами	-6 492	-8 093
Доходы кредит	3 502	4 293
Доходы дебет	-5 282	-7 566
Баланс доходов	-1 780	-3 273
Трансферты кредит	449	764
Трансферты дебет	-507	-596
Баланс трансфертов	-58	168
Счет операций с капиталом	840	-348
Кредит	4 310	3 122
Дебет	-3 470	-3 470
Финансовый счет	-31 728	-12 589
Прямые инвестиции	636	1 955
За границу	-1	-62
В Россию	637	2 017
Портфельные инвестиции	87	-1 435
Активы	113	-1 525
Пассивы	-26	90
Другие инвестиции	-32 451	-13 109
Активы	-17 167	5 315
Пассивы	-15 284	-18 424
Чистые ошибки и пропуски	-2 152	-9 454
Баланс в целом	-21 659	-11 103
Резервы (- увеличение)	21 659	11 103
Резервные активы	1 934	-10 382
Использование кредита МВФ	1 514	5 473
Чрезвычайное финансирование	18 211	16 012
Меморандум (в % от ВВП)		
Баланс торговли товарами	7,1	6,3
Счет текущих операций	4,1	3,2
Баланс в целом	-7,8	-3,1
ВВП (в млн. долл.)	278 752	357 552

Источник: *Balance of Payments Yearbook*. — Wash., 1996. — P. 638.

Как видно, в 1994–1995 гг. Россия имела большое положительное сальдо торгового баланса (в размере 6–7% ВВП) и счета текущих операций (около 3–4% ВВП). Однако вследствие сильного чистого оттока капитала за рубеж платежный баланс в целом сводился с отрицательным сальдо в размере почти 8% ВВП в 1994 г. и 3% ВВП в 1995 г. Это объясняло потребность в использовании в 1994 г. резервных активов, кредита МВФ и чрезвычайного финансирования для покрытия отрицательного сальдо. В 1995 г. в результате существенного улучшения ситуации с платежным балансом и продолжающимся финансированием со стороны МВФ, а также чрезвычайным финансированием в форме отсрочки платежей по внешнему долгу удалось обеспечить рост резервных активов.

крыты должником, обмениваются по соглашению с кредитором на долю в собственности должника.

- *Заимствование для урегулирования платежного баланса (credits for balance of payments needs)* — займы, получаемые государственными органами и ЦБ от других стран с целью финансирования платежного баланса в исключительных ситуациях. К этой группе относятся кредиты, предоставляемые МВФ. Все они показываются в платежном балансе “под чертой”.

- *Переоформление задолженности (debt reheduling)* — изменение условий существующего договора или заключение нового соглашения, предусматривающего замену первоначально согласованных сроков платежей на новые. При переоформлении считается, что текущие платежи по долгу были произведены своевременно и финансировались за счет новой, т.е. переоформленной, задолженности.

- *Просрочка платежей по задолженности (arrears)* — способ чрезвычайного финансирования платежного баланса, в рамках которого страны — с согласия кредитора или без него — просто не платят причитающиеся суммы по внешним обязательствам. Просрочка платежей показывается в платежном балансе “под чертой”.

Способом исключительного финансирования платежного баланса также считается привлечение средств из-за рубежа другими секторами экономики, кроме правительства и ЦБ, поощряемое государственными органами путем субсидирования валютного курса или процентных ставок (*пример 4.6*).

Баланс международных инвестиций

Платежный баланс, как было указано выше, отражает потоки реальных и финансовых ресурсов между резидентами и нерезидентами. Эти потоки накапливаются и образуют запасы. Запасы, возникающие в результате международного движения финансовых ресурсов, регист-

рируются в балансе международных инвестиций.

@ *Баланс международных инвестиций (international investment balance)* — производный от платежного баланса статистический отчет, показывающий накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств страны.

Практически баланс международных инвестиций представляет собой финансовый счет платежного баланса, активы и пассивы которого составлены по следующей схеме:

запасы на начало периода → операции → изменение цен → изменение валютных курсов → прочие корректировки → запасы на конец периода.

@ *Инвестиционная позиция (investment position)* — баланс международных инвестиций на конец определенного периода, отражающий совокупность финансовых операций, стоимостных изменений и других корректировочных процедур, имевших место на протяжении рассматриваемого периода, и определяющий величину внешних активов и пассивов страны.

Разность валовых внешних активов и пассивов страны дает величину ее чистой инвестиционной позиции.

@ *Чистая инвестиционная позиция (net investment position)* — соотношение между международными финансовыми ресурсами, которыми располагает страна, и ее задолженностью перед другими странами.

Запасы прямых инвестиций определяются на основе их текущей рыночной балансовой стоимости, указываемой в отчетности предприятий с прямыми инвестициями. Запасы портфельных инвестиций учитываются по текущим ценам, складывающимся на рынке на определенную дату отчетного периода.

На основе чистой инвестиционной позиции можно приблизительно оценить

уровень чистого инвестиционного дохода страны на ее иностранные активы и пассивы, который в некоторых странах является крупной статьей доходной части бюджета и счета текущих операций платежного баланса. В принципе грубая оценка инвестиционного дохода из-за рубежа может основываться на оценке объема чистых иностранных инвестиций данной страны и преобладавшей в течение прошедшего года средней процентной ставки по таким активам. Обычно используется ставка Либор плюс небольшая премия размером в 1–1,5 процентного пункта. Однако, если норма доходов на внешние активы больше, чем платежи по внешним пассивам, чистый инвестиционный доход будет положительным, тогда как чистая инвестиционная позиция может быть отрицательной, например в результате того, что в первые годы дивиденды обычно меньше суммы инвестиций в акционерный капитал.

Итак, “под чертой” платежного баланса показываются резервные активы — международные высоколиквидные активы страны, которые находятся под контролем ее денежных властей или правительства и в любой момент могут быть использованы ими для финансирования дефицита платежного баланса и регулирования курса национальной валюты. Основной критерий отнесения того или иного актива к числу резервных заключается в определении того, может ли правительство или ЦБ осуществлять реальный и прямой контроль

над ним. В число резервных активов страны входят монетарное золото, СДР, резервная позиция в МВФ, валютные и прочие активы. Страны, испытывающие трудности с финансированием отрицательного сальдо платежного баланса, могут прибегать к его исключительному финансированию — операциям, проводимым по согласованию и при поддержке их зарубежных партнеров в целях снижения отрицательного сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами. В их числе — аннулирование внешнего долга, обмен задолженности на акции, заимствование для урегулирования платежного баланса, переформирование задолженности и просрочка платежей по задолженности. Производным от платежного баланса статистическим отчетом является баланс международных инвестиций, показывающий накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств страны. Баланс международных инвестиций на конец определенного периода, называемый инвестиционной позицией, отражает совокупность финансовых операций, стоимостных изменений и других корректировочных процедур, имевших место на протяжении рассматриваемого периода, и определяет величину внешних активов и пассивов страны. Чистая инвестиционная позиция показывает соотношение международных финансовых ресурсов, которыми располагает страна, и ее задолженности перед другими странами.

5. РЕЗЮМЕ

1. Платежный баланс представляет собой статистический отчет, в котором в систематическом виде приводятся суммарные данные о внешнеэкономических операциях данной страны с другими странами мира за определенный период времени. Построение платежного баланса основывается на системе двойной записи, определяет экономическую территорию страны, проводит различие между

резидентами и нерезидентами, основывается на рыночных ценах, существовавших на момент заключения сделки, и использует расчетную единицу, применяемую в национальной экономике, с последующим пересчетом ее в доллары США по текущему рыночному курсу. Платежный баланс интегрирует счета многих секторов и основывается поэтому на таможенной статистике, статисти-

ке денежного сектора в той степени, в какой она учитывает международные операции, статистике внешнего долга, статистических обзорах, проводимых прежде всего в секторе услуг, и статистике операций с иностранной валютой. Стандартный платежный баланс состоит из двух разделов: счета текущих операций, показывающего международное движение реальных материальных ценностей (прежде всего товаров и услуг), и счета операций с капиталом и финансовых операций, показывающего источники финансирования движения реальных материальных ценностей.

2. Счет текущих операций является ключевым понятием платежного баланса и международной экономики в целом, показывающим, с одной стороны, результат взаимодействия страны с остальным миром за определенный промежуток времени, а с другой — баланс внутренних инвестиций и сбережений. Текущие операции платежного баланса состоят из четырех основных групп: операций с товарами, услугами, движения дохода и текущих трансфертов. Операции с товарами представляют собой группу счета текущих операций статей платежного баланса, суммирующую на базе фоб по рыночным ценам экспорт и импорт обычных товаров, товаров для дальнейшей обработки, ремонт товаров, приобретение товаров в портах транспортными организациями и немонетарного золота. Услуги — следующая группа статей счета текущих операций платежного баланса — включают транспортные услуги, поездки и ряд других услуг (связь, строительство, страхование, финансовые, компьютерные и личные услуги и пр.), оказываемых резидентами нерезидентам и наоборот. Доходы — менее значимая для большинства стран группа статей счета текущих операций платежного баланса, включающая платежи между резидентами и нерезидентами, связанные с оплатой труда нерезидентов, и операции, связанные с доходами на инвестиции. Наконец, текущие трансферты объединяют все

трансферты, за исключением тех, которые предусматривают передачу права собственности на основной капитал или аннулирование долга кредитором. В основном это межправительственные гранты и международные денежные переводы частных лиц.

3. Счет операций с капиталом и финансовых операций представляет собой группу статей платежного баланса, фиксирующих международное движение капитала, с помощью которого финансируются экспорт и импорт товаров и услуг. Структурно он включает счет операций с капиталом — группу статей платежного баланса, фиксирующих капитальные трансферты и приобретение/продажу произведенных нефинансовых активов, и финансовый счет — группу статей платежного баланса, охватывающих все операции, в результате которых происходит переход права собственности на внешние финансовые активы и обязательства данной страны. Капитальные трансферты включают передачу права собственности на основной капитал, связанную с приобретением или использованием основного капитала или предусматривающую аннулирование долга кредитором. Прямые инвестиции включают такие вложения капитала, которые приводят к устойчивому влиянию со стороны институциональной единицы — резидента одной экономики (прямого инвестора) на институциональную единицу — резидента другой экономики (предприятие прямого инвестирования). Портфельные инвестиции показывают взаимоотношения между резидентами и нерезидентами по поводу торговли финансовыми инструментами, не дающими права контроля над объектом инвестиций. Другие инвестиции объединяют все остальное международное движение капитала в форме коммерческих кредитов, ссуд, наличных денег и депозитов.

4. “Под чертой” платежного баланса показываются резервные активы — международные высоколиквидные активы страны, которые находятся под

контролем ее денежных властей или правительства и в любой момент могут быть использованы ими для финансирования дефицита платежного баланса и регулирования курса национальной валюты. Основным критерий отнесения того или иного актива к числу резервных заключается в определении того, может ли правительство или ЦБ осуществлять реальный и прямой контроль над ним. В число резервных активов страны входят монетарное золото, СДР, резервная позиция в МВФ, валютные и прочие активы. Страны, испытывающие трудности с финансированием отрицательного сальдо платежного баланса, могут прибегать к его исключительному финансированию — операциям, проводимым по согласованию и при поддержке их зарубежных партнеров в целях снижения отрицательного сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами. В их числе — аннулирование внеш-

него долга, обмен задолженности на акции, заимствование для урегулирования платежного баланса, переоформление задолженности и просрочка платежей по задолженности. Производным от платежного баланса статистическим отчетом является баланс международных инвестиций, показывающий накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств страны. Баланс международных инвестиций на конец определенного периода, называемый инвестиционной позицией, отражает совокупность финансовых операций, стоимостных изменений и других корректировочных процедур, имевших место на протяжении рассматриваемого периода, и определяет величину внешних активов и пассивов страны. Чистая инвестиционная позиция показывает соотношение международных финансовых ресурсов, которыми располагает страна, и ее задолженности перед другими странами.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Что такое платежный баланс и для чего он составляется?

2. В чем заключается смысл системы двойной записи? Какие операции регистрируются по кредиту и какие по дебету?

3. Дайте определение экономической территории страны. Чем она отличается от географической территории страны?

4. В чем заключается отличие резидентов от нерезидентов в рамках платежного баланса?

5. По какой цене осуществляется регистрация операций в платежном балансе и как она определяется?

6. В какой момент и в каких расчетных единицах регистрируются операции в платежном балансе?

7. Назовите основные исходные источники информации для составле-

ния платежного баланса. В чем преимущества и недостатки каждого из них?

8. На какие два больших счета разделяется платежный баланс и как они определяются? В чем причина неизбежности пропусков и ошибок?

9. Как определяется торговля товарами в счете текущих операций и на какой стоимостной основе ведется ее учет?

10. Дайте определение услуг и назовите основные статьи, по которым классифицируются услуги.

11. Что такое доходы и какие виды доходов учитываются в платежном балансе?

12. Какие трансферты считаются текущими и каковы их наиболее крупные статьи?

13. В чем заключается отличие счета операций с капиталом и финансового счета в платежном балансе?

14. Что такое капитальные трансферты и в каком счете они учитываются?

15. Дайте определение прямых инвестиций и примеры предприятий с прямыми инвестициями.

16. Что такое портфельные инвестиции и какие две группы ценных бумаг учитываются в их рамках в платежном балансе?

17. Приведите пример ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале, и долговых ценных бумаг.

18. В чем принципиальное отличие дериватов от остальных ценных бумаг и каковы их наиболее типичные категории, учитываемые в платежном балансе?

19. Какие прочие виды инвестиций вам известны?

20. Как называются финансовые активы, находящиеся "под чертой" в платежном балансе, и как они определяются?

21. Каковы критерии отнесения активов к резервным?

22. Назовите и дайте определение основных категорий резервных активов в соответствии с классификацией платежного баланса.

23. Что такое исключительное финансирование и как оно учитывается в платежном балансе?

24. Каковы основные формы исключительного финансирования?

25. Как баланс международных инвестиций связан с платежным балансом? Какова его аналитическая ценность?

26. Что показывает чистая инвестиционная позиция государства и для решения каких практических задач она может использоваться?

Проблемы для обсуждения

27. В 1995 г. сумма сальдо счета текущих операций платежного баланса всех стран мира составила —82,4 млрд. долл., т.е. баланс текущих операций всех стран друг с другом оказался отрицательным. Прокомментируйте этот факт.

28. Основываясь на данных примера 4.6; охарактеризуйте состояние российской экономики по следующим параметрам:

а) состояние баланса торговли услугами, доходов и трансфертов;

б) причины перехода счета операций с капиталом из позитивного в негативный;

в) состояние баланса прямых инвестиций;

г) причины перехода баланса чистых потоков портфельных инвестиций из позитивного в негативный;

д) возможные причины резкого роста активов по счету других инвестиций;

е) состояние проблемы внешней задолженности страны;

ж) состояние проблемы утечки капиталов.

29. Охарактеризуйте экономическую ситуацию страны, в которой сальдо текущих, финансовых и капитальных операций:

а) одновременно положительно;

б) одновременно отрицательно;

в) сальдо текущих операций положительно, а остальных — отрицательно;

г) сальдо капитальных и финансовых операций положительно, а текущих — отрицательно.

При рассмотрении каждого из вариантов обратите особое внимание на потенциально возможное поведение валютного курса и резервных активов.

30. "Поскольку в платежном балансе каждой записи по кредиту соответствует запись по дебету, рынок

иностранной валюты будет находиться в равновесии, если сальдо платежного баланса в целом равно нулю". Что вы думаете по поводу этого высказывания? Справедливо ли оно и почему?

31. С точки зрения некоторых ученых, международная платежная позиция страны может считаться стабильной только в случае, если и текущий, и финансовый счета платежного баланса положительны. Каково ваше мнение?

Задачи

32. Россия продает 2 млн. т нефти в Италии. В российском платежном балансе эта сделка будет показана как:

а) кредит по экспорту товаров и дебет по импорту;

б) кредит по экспорту и дебет по статье притока долгосрочного капитала;

в) кредит по экспорту и дебет по статье притока краткосрочного капитала;

г) кредит по экспорту и дебет по статье резервных активов?

33. Какая из следующих сделок будет зафиксирована по дебету в платежном балансе России:

а) казахская фирма заплатила дивиденд 5 млн. тенге российскому держателю ее акций;

б) Нигерия выплачивает зарплату российскому экипажу самолета, работающему по контракту с нигерийской компанией по перевозке гуманитарных грузов в Мозамбик;

в) "Фольксваген" закупает и привозит оборудование на АЗЛК для налаживания совместного производства;

г) вьетнамец, который уже больше года трудится на лесоповале в Сибири, переводит часть своей зарплаты родственникам, временно живущим в Камбодже?

34. Размещение "Газпромом" очередного евробонда за границей является:

а) импортом капитала и поэтому показывается по дебету;

б) экспортом капитала и поэтому показывается по кредиту;

в) импортом капитала и поэтому показывается по кредиту;

г) экспортом капитала и поэтому показывается по дебету?

35. Как будут отражены в платежном балансе России следующие поступления от операций Аэрофлота:

а) 100 тыс. долл. за перевозку персонала группы Патрисии Каас из Москвы в Париж;

б) 50 тыс. долл. за перевозку аппаратуры и обслуживающего персонала Майкла Джексона из Москвы в Санкт-Петербург;

в) 25 тыс. долл. за перевозку аппаратуры и обслуживающего персонала Филиппа Киркорова из Софии в Прагу?

36. Российский "Сургутнефтегаз" владеет 50% акций в капитале нефтеперерабатывающего предприятия "Казахбензин" в Казахстане. Прибыль "Казахбензина" составила 200 у.е., из которых 100 у.е. были реинвестированы в производство и 100 у.е. выплачены в качестве дивидендов. "Сургутнефтегаз" предоставил долгосрочный кредит "Казахбензину" на 500 у.е. под 10% годовых. Но, со своей стороны, "Казахбензин" предоставил "Сургутнефтегазу" краткосрочный торговый кредит в 100 у.е. под 15% годовых для закупки у него бензина. В целях привлечения заемных средств "Сургутнефтегаз" выпустил корпорационные облигации на 100 у.е. под 8% годовых, которые были куплены "Казахбензином". Зарегистрируйте эти операции в платежном балансе России.

37. Предприятие "Космосвязь" в России находится в 100-процентном владении американской фирмы "Моторолла". "Моторолла" также владеет 100% капитала предприятия

“Чехонет” в Чехии. В 1997 г. между этими тремя предприятиями происходят следующие операции: “Моторолла” осуществляет взнос в уставный капитал “Космосвязи” оборудованием стоимостью 50 у.е. “Космосвязь” предоставляет кредит в 100 у.е. “Чехонету”, по которому “Чехонет” платит процент в размере 5 у.е. “Чехонет” продает “Космосвязи” товары стоимостью 50 у.е. на условиях торгового

кредита, по которому “Космосвязь” платит 4 у.е. в форме процентов. “Космосвязь” приобретает облигации на сумму 80 у.е., выпущенные “Мотороллой”, и получает от нее 8 у.е. в форме процентов по этим облигациям. Прибыль “Космосвязи”, которая вся распределяется в форме дивиденда, составляет 25 у.е. Как в российском платежном балансе будут отражены эти операции?

Глава 5

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Я заснул...

Мне снились планы
О походах на карманы
Благодушных россиян.
И, ощутив мой карман,
Я проснулся...

Шумно... В уши
Словно бьют колокола,
Гомерические куши,
Миллионные дела,
Баснословные оклады,
Недовыручка, дележ,
Рельсы, шпалы, банки, вклады —
Ничего не разберешь!

Н. Некрасов. "Современники".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Акции	Перенос платежей
Арбитраж	Процентный арбитраж
Банковские займы	защищенный
Валютные риски	незащищенный
Депозитарная расписка	Прямые форварды
Дериват	Расчетные риски
продаваемый вне бирж	Рекапитализация
продаваемый на биржах	Реструктуризация долга
Долг	Рынок
гарантированный государством	зрелый
государственный	евродолгов
частный негарантированный	драконовых долгов
Долговая кривая Лаффера	развивающийся
Еврокоммерческая бумага	Своп
Евронота	валютный
Облигации	на акции
бульдог-облигации	процентный
матадоры	товарный
самурай-облигации	Сделки спот
янки-облигации	Финансовые дериваты
Опцион	Фьючерсы
валютный	Хеджирование
на акции	Чистая текущая стоимость
процентный	
товарный	

1. МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ВАЛЮТ

Чтобы рубль послать, непременно нужно с собой на всякий случай два иметь... Ну-с, рубль записывают в 20-ти книгах и, наконец, посылают... получаете вы его, на своей почте. Вы первым делом его в 20-ти книгах записываете, пятью номерами номеруете и за десять замков прячете, словно разбойника какого или святотатца.

А.П. Чехов. "Мой разговор с почтмейстером".

Некрасов подметил характерную черту финансового рынка — его чрезвычайную сложность и просто непостижимость многих вещей для непрофессионала, а Чехов четко показал, что один из рисков, с которым неминуемо сталкиваются участники финансового рынка, заключается в системе расчетов. Международная экономика занимается еще более сложным международным финансовым рынком, состоящим из тесно связанных между собой через систему международных расчетов четырех сегментов — рынка валюты, рынка долговых обязательств, рынка титулов собственности и рынка финансовых дериватов¹.

Формы торговли валютой

Наиболее полные данные о мировом валютном рынке собираются и обобщаются Банком международных расчетов (БМР) в рамках проводимых раз в три года при содействии центральных банков обзоров положения на мировом рынке валют и финансовых дериватов. Такие обзоры проводились трижды — в 1989, 1992 и 1995 гг. Последний из них включал 26 стран и находящихся в них 2414 финансовых институтов, которые сообщили в свои ЦБ, а те — в БМР по

¹ Международная экономика изучает фундаментальные макроэкономические закономерности развития международных финансовых рынков. Техника международных валютных, кредитных, расчетных и иных банковских операций является предметом прикладных бизнес-дисциплин.

определенной методологии данные о своих операциях на валютном рынке в течение апреля 1995 г. Традиционно валютный рынок делится на сделки спот, а также валютные дериваты — прямые форварды, свопы, фьючерсы и опционы².

@ *Сделки спот* (spot transactions) — обмен двумя валютами на основе простых стандартизированных контрактов с расчетами по ним в течение срока до двух рабочих дней.

Несмотря на развитие новых форм торговли валютой, рынок спот продолжает играть весьма существенную роль в мировом валютном рынке. Рынок характеризуется участием практически всех стран и практически всех валют, высокой стандартизованностью и автоматизированностью сделок, обычно большими объемами каждой из них.

@ *Прямые форварды* (outright forward) — структурно близкие к сделкам спот сделки по обмену двумя валютами на основе контрактов, предусматривающих расчеты спустя более чем два рабочих дня.

Единственное отличие валютных форвардов от сделок спот заключается в том, что в сделках спот стороны договариваются о курсе, по которому они готовы обменяться валютами сегодня, тогда как при заключении форвардной сделки стороны договариваются о курсе, по ко-

² Международная торговля дериватами в целом рассматривается в конце данной главы.

тому они обменяются валютой в определенный момент в будущем. Например, продавец и покупатель валюты могут договориться сегодня о том, что через три месяца продавец продаст, а покупатель купит 100 тыс. долл. по курсу 1,6 марки за доллар, независимо от того, какой курс спот будет существовать на тот момент в будущем. Соответственно, разница между реально сложившимся курсом и курсом, обусловленным в рамках форвардного контракта, составляет прибыль или убыток одной стороны. Процесс расчетов происходит так же, как и на рынке спот. Срок форвардных контрактов составляет обычно неделю, месяц, три месяца, шесть месяцев и год. В настоящее время большинство форвардов заключаются на короткий срок, форварды на год очень редки. Форвардный курс может быть равным курсу спот, выше него или ниже него. Если форвардный курс ниже курса спот, то иностранная валюта продается с форвардной скидкой (*forward discount*), если форвардный курс выше курса спот, то иностранная валюта продается с форвардной наценкой (*forward premium*). Например, если курс спот составляет 1 долл. = 6000 рублей, а форвардный курс по трехмесячным контрактам составляет 1 долл. = 5800 рублей, то считается, что рубль продается на три месяца с 200-рублевой скидкой. Форвардные скидки с наценки обычно выражаются в процентах в год по отношению к значению курса спот по формуле:

$$\text{Premium/Discount} = \frac{E_{\text{forward}} - E_{\text{spot}}}{E_{\text{spot}}} \times n \times 100, \quad (5.1)$$

где E — валютный курс, соответственно форвардный и курс-спот.

Коэффициент n показывает число периодов до наступления платежа и переводит тем самым процент в годовое исчисление. При длительности форвардного контракта в один месяц для пересчета процентов в годовое исчисление результат умножают на 12, при длительности контракта три месяца — на 4, неделю — на 52.

@ *Свопы* (*swaps*) — структурно близкие к сделкам спот сделки, предусматривающие обмен определенным количеством двух валют и обратный обмен таким же количествами валют в согласованную дату в будущем.

В рамках форвардных сделок примерно 85% приходится на валютные свопы, которые используются преимущественно в целях хеджирования валютных рисков. Механизм хеджирования заключается в том, что определенная сумма долларов продается по курсу рынка спот за немецкие марки и одновременно стороны договариваются об обратной продаже того же количества долларов в определенную дату в будущем. Тем самым сделки своп — это сочетание сделки спот с форвардной сделкой. Если банк “Столичный” получает 1 млн. долл. сегодня, но они ему потребуются только через три месяца, он может пока инвестировать эти средства в рублевые ГКО. Вместо того чтобы продавать доллары за рубли на рынке спот сегодня и одновременно покупать доллары опять на основе фьючерса с поставкой через три месяца и платить тем самым комиссионные по двум разным сделкам, банк “Столичный” может в рамках одной сделки своп сначала обменять доллары на рубли, а затем совершить обратный обмен через три месяца, когда ему потребуются доллары. В результате валютный риск заменяется на кредитный, что принципиальным образом отличает рынок своп от рынка спот. Более 70% свопов заключается на срок до одной недели. Большинство своповых сделок совершается на небольшом количестве высоколиквидных рынков, поскольку ключевым элементом для сторон обычно является способность рынка воспринять большие по объемам сделки без существенного изменения цен. Исторически с начала 60-х гг. сделки своп использовались ЦБ для регулирования ликвидности. ЦБ обменивались согласованными количествами национальных валют для пополнения ликвидности на случай, если правительство потребуются дополнительные резервные ресурсы.

@ *Фьючерсы* (futures) — стандартизированные форвардные контракты на валюту, торговля которыми происходит на биржах.

Фьючерсы, являющиеся теми же форвардами, но торгуемыми в форме стандартизированных контрактов на определенные суммы валюты на организованных биржах, появились в 1972 г. Набор валют, которыми происходит торговля в рамках фьючерсов, весьма ограничен — обычно это доллар, иена, марка, канадский доллар, фунт и швейцарский франк. Размер контракта ограничен правилами конкретной биржи, торговля происходит с поставкой в строго определенные дни года, биржа накладывает ограничения на масштабы изменения валютного курса. Фьючерсный рынок валют развивается только в нескольких городах, таких как Чикаго, Нью-Йорк, Лондон и Сингапур. Размер фьючерсного контракта обычно меньше форвардного, и комиссионные по нему выше.

@ *Опционы* (options) — контракт, дающий покупателю за определенную плату право, которое не является его обязательством, купить или продать на основе стандартного контракта валюту в определенный день по зафиксированной цене.

Опционы представляют собой стандартные контракты по размеру в половину стандартных контрактов на фьючерсы, которые дают покупателю право купить (call option) или продать (put option) определенное количество валюты в определенный день (Европейский опцион) или в любой момент до определенного дня (Американский опцион) по зафиксированной цене (strike price). Тем самым у покупателя опциона есть выбор: либо купить его, либо не покупать, тогда как продавец обязан продать опцион по первому требованию покупателя. За это покупатель платит продавцу премию в размере 1–5% от стоимости контракта. Опционы используются в

случае, например, участия компании в торгах на покупку земли за рубежом, когда компания предложила заплатить определенную сумму, но не уверена, что ее выберут по результатам торгов. Тогда компания, которая не знает, понадобится ли ей иностранная валюта или нет, может приобрести опцион на покупку валюты, который она реально исполнит, только если победит на торгах. Опционы используются и в целях валютной спекуляции: если покупатель приобретает валюту по цене, которая намного ниже, чем сложившаяся на рынке, он, даже за вычетом цены опциона, оказывается в выигрыше по отношению к продавцу.

Структура валютного рынка

Размер рынка торговли валютой несравним и превосходит на порядок все остальные формы международных экономических отношений, такие как торговля товарами, торговля услугами, международное движение капитала, рабочей силы или технологии. Международный оборот рынка валюты составил в середине 1995 г. около 1,2 трлн. долл. в день (табл. 5.1) и увеличивается примерно на 10% в год. При сохранении существующей тенденции к 2000 г. ежедневный оборот на валютном рынке достигнет 2 трлн. долл. Примерно 41% всех сделок с валютой составляют сделки спот, 53 — прямые форварды и свопы и около 6% — фьючерсы и опционы, причем доля сделок своп постепенно сокращается, прямых форвардов и свопов — увеличивается, а фьючерсы и опционы продолжают оставаться небольшим сегментом рынка.

На мировом валютном рынке происходит торговля практически всеми существующими валютами. Поскольку в сделку вовлечены две валюты и каждая сторона учитывает сделки отдельно, при обобщении сумма оборота неизбежно составляет 200% (табл. 5.2).

Несмотря на некоторое снижение роли доллара в начале 90-х гг., что про-

ТАБЛИЦА 5.1

Оборот мирового валютного рынка
(млрд. долл. в день в апреле 1995 г.)

	1989 г.		1992 г.		1995 г.	
	млрд. долл.	%	млрд. долл.	%	млрд. долл.	%
Сделки спот	350	56	400	45	520	41
Прямые форварды и свопы	240	39	420	48	670	53
Фьючерсы и опционы	30	5	60	7	70	6
Итого	620	100	880	100	1260	100

Источник: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*. — Basle: BIS, 1996. — P. 3.

изошло из-за роста объема сделок с участием немецкой марки, доллар продолжает доминировать на мировом валютном рынке. Наиболее активно торгуемые пары валют следующие: доллар—марка, доллар—иена, доллар—фунт, доллар—франк, доллар—канадский доллар, французский франк—марка, доллар—лира, марка—иена, марка—фунт. Как видно, семь из десяти пар валют, которыми происходит наиболее активная торговля на мировом рынке, имеют доллар одной из сторон сделки. На торговлю между долларом и маркой и долларом и иеной

приходится половина оборота мировой торговли валютой. Столь высокая значимость доллара объясняется даже не тем, что США, с одной стороны, и ФРГ и Япония — с другой, являются крупнейшими торговыми партнерами в мире, а тем, что доллар используется в качестве “проводниковой валюты” (“vehicle currency”) при торговле практически всеми другими валютами — 97% канадских долларов, 95% австралийских долларов и 88% японских иен продаются сначала за доллары, на которые потом покупается необходимая валюта.

ТАБЛИЦА 5.2

Роль отдельных валют на мировом валютном рынке
(в %)

	1989 г.	1992 г.	1995 г.
Доллар США	90	82	83
Немецкая марка	27	40	37
Японская иена	27	23	24
Фунт стерлингов	15	14	10
Французский франк	2	4	8
Швейцарский франк	10	9	7
Канадский доллар	1	3	3
Австралийский доллар	2	2	3
Экю	1	3	2
Другие валюты	25	20	23
Итого	200	200	200

Источник: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*. — P. 8.

Сделки на валютном рынке могут совершаться как партнерами внутри страны, так и партнерами, находящимися в разных странах. На сделки внутри страны приходится примерно 47% всех сделок с валютой, причем доля внутреннего рынка постепенно увеличивается, тогда как на сделки с валютой между странами приходится примерно 53% и их доля в мировом валютном обороте несколько сокращается (табл. 5.1). Однако за этими усредненными показателями скрывается большое разнообразие. Например, в Бахрейне международные сделки с валютой абсолютно доминируют над местными, составляя 91%, тогда как в Японии на внешние валютные операции приходится только 9% оборота валютного рынка, а остальные валютные сделки совершаются между банками внутри страны.

Географически валютный рынок сильно концентрирован. В трех городах (Лондоне, Нью-Йорке и Токио) происходит 55% мировой торговли валютой, причем Лондон абсолютно доминирует с долей в 30%, и темпы развития этого рынка сильно превосходят все остальные валютные центры. Лондон является крупнейшей площадкой по торговле американским долларом и немецкой маркой, превосходя даже Нью-Йорк и Франкфурт. Обороты торговли валютой в этих трех городах составляют от 161 до 464 млрд. долл. в день. В следующую группу входят Сингапур, Гонконг, Цюрих и Франкфурт, где ежедневные обороты составляют 76–105 млрд. долл. В рамках каждой из стран торговли валютой также сильно концентрирована — в среднем 11% финансовых институтов осуществляют 75% торговли валютой. В Лондоне доля 10 крупнейших банков в этом бизнесе составляет 44%, в Нью-Йорке — 47, в Токио — 51%. Иностранские банки играют активную роль на валютных рынках: в Лондоне на них приходится 79% торговли валютой, в Токио — 49, в Нью-Йорке — 46%.

Технически сделки на валютном рынке могут совершаться либо напря-

мую между торгующими сторонами, обычно между банками, по телефону, телексу или электронной торговой системе, либо через валютного брокера, который сводит заявки на покупки и продажу валюты в межбанковской торговле. В торговле через брокера основную роль продолжает играть коти-рование цен по телефону между различными трейдерскими центрами (voice brokers), тогда как электронные брокеры (electronic brokers) действуют преимущественно на спотовом рынке и в торговле очень ограниченным набором пар валют.

Арбитраж

Основной смысл коммерческой торговли валютой на мировом рынке, которая осуществляется в значительной мере в форме сделок спот, заключается в стремлении участников получить прибыль на различиях в валютных курсах в географически разных валютных центрах, так называемом арбитраже.

@ *Арбитраж* (arbitrage) — операция, предполагающая покупку валюты или другого актива (товара, ценных бумаг) на одном рынке, ее немедленную продажу на другом рынке и получение прибыли в силу различия цены покупки и цены продажи.

Арбитраж уравнивает спрос и предложение на валюту и поэтому способствует устранению на какое-то время различий в валютном курсе между географически разными рынками, объединяя национальные валютные рынки в единый мировой. Например, если курс в Нью-Йорке составляет 1 долл. = 1,6 немецкой марки, а во Франкфурте 1 долл. = 1,5 немецкой марки, арбитражист, обычно коммерческий банк или валютный дилер, купит доллары за марки во Франкфурте и немедленно продаст их в Нью-Йорке, заработав при этом по 0,1 марки на каждый доллар. Несмотря на то что прибыль кажется маленькой и, кроме того, из нее

надо вычесть издержки на совершение операции (международный телефонный звонок, стоимость перевода денег и пр.), если сумма, вовлеченная в одну операцию, достаточно велика, прибыль (так же, как и убыток) арбитражиста всего за несколько минут работы может быть весьма внушительной. Арбитраж между двумя валютами называется двухпунктовым арбитражем (two-point arbitrage), между тремя — трехпунктовым (three-point arbitrage) и предусматривает игру на возможных расхождениях в кросс-курсах нескольких валют. Например, при курсах 1 долл. = 1,6 немецкой марки = 0,6 фунта одновременно в Нью-Йорке, Лондоне и Франкфурте никакой возможности для трехстороннего арбитража нет. Но если курс в Нью-Йорке составит 1 долл. = 1,5 немецкой марки, тогда как в других центрах — 1 долл. = 1,6 немецкой марки, то станет выгодным купить доллар по 1,5 марки в Нью-Йорке, затем за доллар приобрести 0,6 фунта и продать его за 1,6 марки, опять-таки получив 0,1 марки прибыли на каждый доллар, но уже путем проводки операции через фунт.

Валютные риски

Большая подвижность валютных курсов, сложность и огромные размеры валютного рынка привели к возникновению специфической группы рисков, которые необходимо учитывать в международных операциях.

@ *Валютные риски* (foreign exchange risks) — группа рисков, возникающих в связи с использованием нескольких валют в международных сделках.

Валютные риски делятся на две группы: риски, связанные с изменением в будущем валютного курса, и риски, связанные с расчетами. Поскольку арбитраж предусматривает покупку одной валюты и ее немедленную продажу на ином рынке, никакого иного риска, кроме риска непроходимости расчетов, не

возникает. Другое дело со всеми остальными формами торговли валютой на мировом рынке, где существует риск изменения валютного курса за время осуществления конкретной операции. Такие риски нейтрализуются с помощью хеджирования.

@ *Хеджирование* (hedging) — компенсационные действия, предпринимаемые покупателем или продавцом на валютном рынке, чтобы предохранить свой доход в будущем от изменения валютного курса.

Российский импортер, которому нужны доллары, чтобы оплатить импортные поставки через три месяца, с целью застраховать себя от изменения валютного курса в будущем, может конвертировать российские рубли в доллары по сегодняшнему курсу и положить доллары на депозит на три месяца, чтобы заработать процент. Тем самым импортер как бы страхует себя от риска повышения курса доллара через три месяца, что привело бы к тому, что ему придется платить больше за то же количество валюты. Если изначальная сумма занимает у банка, то стоимость такого страхования от валютного риска составляет положительную разницу между процентом, который импортер платит по займу, и более низким процентом, получаемым им по валютному депозиту. Однако серьезным недостатком такого страхования валютного риска является то, что импортер вынужден либо занимать средства, либо связывать собственные средства на три месяца. Поэтому в целях хеджирования нередко используется покупка форвардного контракта по сегодняшнему форвардному курсу доллара, но с поставкой через три месяца. Если к тому времени курс доллара окажется ниже сегодняшнего форвардного, то разница составит цену страховки валютного риска для импортера. Для хеджирования риска можно приобрести и опцион покупки валюты в будущем по сложившемуся сегодня форвардному курсу, заплатив, правда, некую премию держателю

опциона. Если через три месяца курс на рынке спот окажется лучше, чем тот, по которому продан опцион, валюту через опцион можно просто не покупать, а купить ее на рынке спот. Если курс будет хуже, то валюту можно будет купить на основе условий опциона. Цена страховки от валютного риска составляет цену премии, выплачиваемой держателю опциона.

Противоположным понятию хеджирования является спекуляция на валютных курсах, которая не носит отрицательного оттенка, а является одной из легальных форм валютного бизнеса. В целях страховки от валютных рисков банки обычно пытаются уравнять свои рискованные валютные активы и пассивы, с тем чтобы чистая открытая позиция (net open position) была минимальной. Спекулянты, напротив, стремятся держать большие открытые позиции в той или иной валюте, полагая, что ее курс изменится в их пользу и ее удастся конвертировать в другую валюту с прибылью. Прибыль или убыток спекулянта равен разности между курсом спот, по которому он купил валюту, и курсом спот, по которому ему удалось ее продать. Держать открытые позиции за счет собственных средств невыгодно, поэтому спекулянты также используют форвардный рынок. Например, если, с точки зрения спекулянта, курс спот определенной валюты через три месяца будет выше, чем курс трехмесячного форвардного контракта, то он купит такой контракт и, если не ошибся, получит валюту через три месяца по курсу, зафиксированному три месяца назад, и немедленно перепродает ее по более высокому курсу рынка спот, получив тем самым прибыль. Когда спекулянт покупает валюту не с целью перепродать ее в будущем по более высокому курсу, он принимает длинную позицию (long position). Если, напротив, спекулянт занимает валюту или продает ее по форвардному курсу с целью последующей покупки по более низкому курсу, чтобы погасить свой заем, спекулянт принимает короткую позицию (short position). С точки зрения

международной макроэкономики хеджирование имеет ярко выраженный стабилизационный эффект, поскольку позволяет избежать или хотя бы ограничить валютные риски и предотвратить частое разорение финансовых посредников и других фирм, вовлеченных в международные операции. Валютная спекуляция, однако, может иметь как стабилизирующий, так и дестабилизирующий макроэкономический эффект. Спекуляция стабилизирует макроэкономику, если спекулянты покупают валюту, когда курс ее низкий, в расчете на то, что в дальнейшем он вырастет. Спекуляция дестабилизирует макроэкономику, когда спекулянты продают валюту, курс которой низок, в надежде на еще большее его падение.

Риск изменения валютного курса возникает не только для импортеров или экспортеров товаров и услуг, но и для инвесторов. Для того чтобы осуществить инвестицию за рубеж, надо сначала, как минимум, конвертировать национальную валюту в валюту той страны, в которую осуществляется инвестиция. Когда настанет время репатриировать прибыль или весь вложенный капитал, валютный курс может быть ниже, чем в момент совершения инвестиции, что приведет к потерям. Наиболее четко этот риск виден на примере портфельных инвестиций в форме краткосрочных банковских депозитов или приобретения правительственных ценных бумаг. Краткосрочный капитал мигрирует из страны в страну, привлекаемый различиями в процентных ставках, осуществляя тем самым процентный арбитраж. Однако для осуществления инвестиции национальная валюта должна быть сначала превращена в валюту той страны, куда осуществляется инвестиция, в результате чего возникает валютный риск. Им можно пренебречь, но его можно и покрыть за счет механизма форвардных контрактов.

• *Незащищенный процентный арбитраж (uncovered interest arbitrage)* — покупка валюты на рынке спот для осуществления инвестиции без использова-

ния механизмов хеджирования валютного риска.

• *Защищенный процентный арбитраж* (covered interest arbitrage) — покупка валюты на рынке спот для осуществления инвестиции и одновременная форвардная продажа иностранной валюты для хеджирования валютного риска.

Страхование от изменения валютного курса заключается в форвардной продаже валюты, эквивалентной по размерам масштабам инвестиции, плюс процент, который будет получен на инвестицию. Если процент по инвестициям в США составляет 10, а в России — 30%, то инвестиции в российские ГКО прибыльны для американцев до тех пор, пока валютный курс рубля в течение срока инвестиции не падает более чем на 20%. Если такая уверенность есть (инвестор верит в возможности правительства удержать курс в пределах валютного коридора), можно осуществить незащищенный процентный арбитраж. Если же такой уверенности нет (несмотря на заверения правительства о сохранении валютного коридора, валютные резервы исчерпаны и поддерживать курс нечем), то весьма желательно осуществить защищенный процентный арбитраж. Для этого американский инвестор одновременно с покупкой рублей за доллары продает форвардный контракт или опцион на продажу этих же рублей за доллары в сумме размера инвестиции плюс предполагаемый процент по инвестициям на срок инвестиции по тому же курсу, по какому он купил рубли на рынке спот. Если в момент репатриации инвестиции курс рубля обесценится больше, чем получаемый по инвестициям процент, то инвестор реализует опцион и получает назад долларовую сумму изначальной инвестиции плюс прибыль от разности процентов.

Помимо риска изменения курса валюты участники валютного рынка вынуждены учитывать и риск, возникающий в связи с громадным объемом расчетов и платежей. По оценкам, на мировом валютном рынке происходит

около 150 тыс. двусторонних платежей в день.

@ *Расчетные риски* (settlement risks) — риски, возникающие в связи со сбоем в системе международных расчетов по валютным операциям.

Наиболее типичные расчетные риски связаны с временными сдвигами в расчетах между валютными центрами, расположенными в разных часовых поясах. Например, при обмене долларов на иены поставка иен на корреспондентский счет японского банка в Нью-Йорке может произойти только в то время, когда открыта Токийская биржа, тогда как обратная поставка долларов американским банком его банку-корреспонденту в Токио может быть осуществлена только тогда, когда открыта Нью-Йоркская биржа. Рабочие часы двух бирж не пересекаются, поэтому неизбежна ситуация, когда одна сторона произвела платеж, тогда как другая нет. Риск усугубляется тем, что это может быть не просто технический сбой, а свидетельство нежданного банкротства незаплатившего партнера. Более того, банки находятся в независимых странах и никакой международной системы принуждения к платежам не существует. Исследование расчетных рисков, проведенное БМР в 1996 г., свидетельствует, что в большинстве случаев технические сбои исправляются в течение 24–48 часов и на это время банки перекредитовываются на межбанковском рынке. Если платежи не поступают в течение более трех рабочих дней и связаны с банкротством партнера, это, учитывая их большой размер, может с легкостью привести к немедленному коллапсу и не получившего их банка. Следствием этого может стать “эффект домино”, приводящий к банкротству целой группы связанных общим бизнесом банков, что, в свою очередь, может иметь тяжелейшие системные последствия для макроэкономики.

Одно из решений проблемы расчетных рисков на мировом валютном рын-

ке заключается в создании глобальной многосторонней системы расчетов, независимой от национальных правительств и отдельных банков и наделенной правом принуждения банков к исполнению контрактов по торговле валютой. Пока такой системы не существует, БМР предлагает усовершенствовать существующие расчетные механизмы, два из которых — двусторонние и два — многосторонние. SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) — система двусторонних межбанковских зачетов, обслуживавшая в 1996 г. 27 финансовых институтов и примерно 1000 сделок в день; FXNET — двусторонняя система зачетов, обслуживающая 70 банков. Двусторонние системы только автоматически взаимозачитывают обязательства банков друг перед другом, но не имеют автоматической системы расчетов и платежей. Многосторонние системы: ECHO (Exchange Clearing House) — система многосторонних зачетов, используемая примерно 21 банком, и MULTINET, начавшая функционирование в конце 1996 г. Многосторонние системы, которые находятся пока на стадии становления, позволяют взаимозачитывать требования нескольких банков друг к другу, имеют механизмы, обеспечивающие продолжение платежей в случае банкротства одного из банков и взыскания с него причитающихся сумм во избежание “эфекта домино”.

Итак, торговля валютой на мировом рынке осуществляется путем сделок спот, обмена двумя валютами на основе простых стандартизированных контрактов с расчетами по ним в течение до двух рабочих дней; прямых форвардов, структурно близких к сделкам спот, сделок по обмену двумя валютами на основе контрактов, предусматривающих расчеты спустя более чем два рабочих дня; свопов, сделок, предусматривающих обмен определенным количеством двух валют и обратный обмен такими же количествами валют в согласованную дату в будущем; фьючерсов, стандартизированных форвардных контрактов,

торговля которыми происходит на биржах; и опционов, контрактов, дающих покупателю право, которое не является его обязательством, купить или продать валюту на основе стандартного контракта в определенный день по зафиксированной цене. Оборот мирового валютного рынка составил в 1995 г. 1,2 трлн. долл. в день и может достичь 2 трлн. к 2000 г. В структуре торговли 41% приходится на сделки спот, 53 — на фьючерсы и свопы и 6% — на форварды и опционы. Доллар продолжает доминировать на мировом валютном рынке. На него приходится 83% (из 200%) всех сделок с валютой. Наиболее активно торгуемые пары валют следующие: доллар—марка, доллар—иена, доллар—фунт, доллар—франк, доллар—канадский доллар, французский франк—марка, доллар—лира, марка—иена, марка—фунт. Географически валютный рынок сильно концентрирован: в Лондоне, Нью-Йорке и Токио происходит 55% мировой торговли валютой, причем Лондон абсолютно доминирует с долей в 30%. Основной смысл коммерческой торговли валютой на мировом рынке заключается в арбитраже, предполагающем покупку валюты или другого актива (товара, ценных бумаг) на одном рынке, ее немедленную продажу на другом рынке и получение прибыли в силу различия цены покупки и цены продажи. В связи с использованием нескольких валют в международных сделках возникают валютные риски, которые могут быть связаны потенциальной возможностью изменения валютного курса и расчетными рисками, возникающими в результате сбоя в системе международных расчетов по валютным операциям. Риски изменения валютного курса погашаются путем компенсационных действий, предпринимаемых покупателем или продавцом на валютном рынке, чтобы предохранить свой доход в будущем от изменения валютного курса, так называемого хеджирования. Расчетные риски предлагается минимизировать путем создания многосторонней расчетной системы.

2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Не мне российская делегация вверена.
Я —
самозванец на конференции Генуэзской.
Дипломатическую вежливость товарища Чичерина
дополняю по-моему —
просто и резко.

...
Долги наши,
каждый медный грош,
считают «Матэны»,
считают «Таймсы».
Считаться хотите?
Давайте!
Что ж!
Посчитаемся!

...
Не защититесь пунктами резолюций-плотин.
Мировая —
Ночи пальбой веселя —
революция будет —
и велит:
«Плати
и по этим российским вексялям!»

В. Маяковский.

“Моя речь на Генуэзской конференции”.

Поэт революции прав: по вексялям, которые документируют отношения займа, надо платить. Однако помимо векселей, которые были характерным кредитным документом для начала XX в., структура международного рынка долговых обязательств в его конце стала куда более сложной и разветвленной. В международной практике все ценные бумаги, подтверждающие долговые обязательства государства или частных фирм, относят к рынку фиксированного дохода (fixed income market), хотя на практике доход по ним далеко не всегда может быть фиксированным.

Структура кредитного рынка

На международном кредитном рынке обращаются долговые обязательства, которые подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника. Эти долговые обязательства могут принимать многообразные конкретные формы. По мето-

дологии Мирового банка, по сроку погашения долговые обязательства бывают долгосрочными (со сроками погашения более одного года), краткосрочными (со сроком погашения до одного года) и кредитами МВФ, которые, хотя и носят краткосрочный характер, не классифицируются по сроку погашения; по типу заемщика — государственными, гарантированными государством и частными; по типу кредитора они делятся на официальный долг и частный долг. Официальные долговые обязательства подразделяются на обязательства перед международными организациями и двусторонние обязательства. Частные долговые обязательства делятся на долг коммерческим банкам, облигации и прочий долг.

Долгосрочные долговые обязательства разделяются на:

- *Государственный долг* (public debt) — долг, который приобретают центральное или местное правительство и автономные правительственные учреждения. Государственный долг возникает

в результате получения двусторонних кредитов от других правительств, центральных банков, правительственных учреждений и государственных экспортно-импортных банков. Государственным также считается долг, возникший в результате получения кредитов от международных организаций и региональных банков развития.

• *Гарантированный государством долг* (publicly guaranteed debt) — долг частных фирм, платежи по которым гарантируются государством.

• *Частный негарантированный долг* (private nonguaranteed debt) — долг частных фирм, платежи по которым не гарантируются государством. Частный долг возникает преимущественно в результате получения фирмами банковских кредитов, размещения ими корпорационных облигаций на финансовом рынке и получения других кредитов.

Краткосрочный долг не разделяется на государственный и частный. В числе прочих сегментов мирового кредитного долга, которые обычно показываются отдельно в статистике, — уровень концессионного долга, в котором кредиты, полученные под процент более низкий, чем рыночный, составляют более 25%; относительный размер кредитов, полученных под плавающий процент; объем задолженности государственного и частного сектора.

Международный рынок долговых обязательств

Когда частной фирме требуются дополнительные инвестиции, она может осуществить их за счет двух источников — собственных и внешних, причем получить средства извне она может как на внутреннем рынке страны, так и за рубежом. Практически во всех развитых странах 50–70% новых инвестиций осуществляются за счет собственных средств фирм, которые не прибегают к займам. Оставшиеся 30–50% финансируются за счет двух источников: долг (debt) и акции (equities). Когда же пра-

вительству требуются дополнительные средства для финансирования дефицита бюджета или осуществления инвестиционных программ, в его распоряжении имеется всего один внешний источник — межгосударственный заем.

В целом долговые источники международного финансирования делятся на:

• *Ноты и коммерческие бумаги* (notes and commercial paper, CP) — средне- и краткосрочные негарантированные расписки на предъявителя, выпущенные на свободный рынок со скидкой от объявленной стоимости. Расписки используются небольшими фирмами как субститут банковских займов. Такие расписки выпускаются относительно небольшим числом фирм. В США, например, 1700 мелких и средних компаний выпускают более половины всех долговых расписок. Еврокоммерческие бумаги (Euro commercial paper — ECP) отличаются тем, что они продаются за пределами тех стран, где они выпущены. Небольшие фирмы, выпускающие для заимствования на рынке краткосрочные расписки, подвергают себя определенному риску, ибо такие расписки могут оказаться непроданными. Для страховки от этого риска фирма может прибегнуть к созданию долговых обязательств с банковской поддержкой (note issuance facility — NIF), которая представляет собой договор между фирмой-заемщиком, выпускающей расписки, и группой банков, которые гарантируют покупку этих расписок в течение определенного периода времени в будущем. Механизм по размещению расписок типичен для еврорынков — кредитов, размещаемых за пределами стран, где находятся заемщики, где расписки, размещаемые с помощью этого механизма, называются евронотами (Euronotes).

• *Банковские займы* (bank loans) — займы, выдаваемые банками частному бизнесу как внешний источник финансирования. Если заем выдается компании группой банков, то он называется синдикатным займом (syndicated loan). Чтобы распределить риск, большая часть займов выдается на мировом рын-

ке в синдикативном виде. Процентная ставка по синдикатным кредитам устанавливается плавающей в привязке к какому-либо международному агрегату, такому как, например, ЛИБОР или процентная ставка по государственным облигациям американского казначейства с таким же сроком погашения.

• *Облигации (bonds)* — способ заемного корпоративного и межгосударственного финансирования путем продажи облигаций, являющихся ценными бумагами со средним сроком погашения в 3–10 лет, издающихся под залог корпоративного или личного имущества. Облигации могут либо просто погашаться по наступлению срока платежа, либо конвертироваться в долг или акции компании. Облигации бывают купонными (coupon bonds) и бескупонными (zero-coupon bonds). Выплата купона может быть зафиксирована как твердая величина при размещении облигаций либо устанавливаться периодически в зависимости от изменений ставки ЛИБОР. Если весь выпуск облигаций приобретается банком или группой банков, которые держат их до погашения и не продают на вторичном рынке, то эти облигации являются, по существу, банковским займом.

Правительство или частная фирма, располагающаяся в любой стране, может выпустить долговые инструменты на трех рынках — национальном, зарубежном и международном. Национальный рынок включает займы, полученные от местных банков ноты и облигации, размещенные среди местных инвесторов. Зарубежные рынки включают полученные кредиты от иностранных банков и размещение расписок и облигаций в зарубежных странах. Зарубежные рынки облигаций имеют специфические названия. Например, облигации, размещаемые иностранными фирмами в США, называются янки-облигациями (yankee bonds), в Японии — самурай-облигациями (samurai bonds), в Великобритании — бульдог-облигациями (bulldog bonds), в Испании — матадорами (matadors). Зарубежные рынки включают получение синдикатных займов от кон-

сорциумов международных банков или размещение через них расписок и облигаций на мировых рынках. В принципе существуют два сегмента международного рынка — рынок евродолгов (Euro debt market) и рынок драконовых долгов (dragon debt market). Евродолги представляют собой займы, полученные от международных банковских синдикатов или размещенные с их помощью облигации или расписки на мировом финансовом рынке. Рынок драконовых долгов практически эквивалентен по сути рынку евродолгов с той разницей, что долговые обязательства котируются на рынках стран Юго-Восточной Азии, однако размер его на несколько порядков меньше.

Различие между этими тремя рынками долговых обязательств со временем становится все более размытым, хотя еврооблигации и еврорасписки продолжают сохранять набор отличительных признаков: они приобретаются международными синдикатами банков, они предлагаются инвесторам во многих странах, они размещаются за пределами юрисдикции какой-либо одной страны, в большинстве случаев они выпускаются на предъявителя, они регистрируются на национальных биржах — в Лондоне или Люксембурге, однако в основном обращаются вне бирж (over-the-counter, OTC). Главной причиной биржевой регистрации еврооблигаций является то, что многим институциональным инвесторам по закону разрешается приобретать только облигации, зарегистрированные на биржах. Главными покупателями практически на всех рынках долговых обязательств являются институциональные инвесторы — инвестиционные, пенсионные и иные фонды, страховые компании, трасты и пр.

Объемы размещения и кумулятивный итог международного финансирования с помощью долговых инструментов составляет около 1 трлн. долл. (табл. 5.3).

Относительная роль отдельных финансовых инструментов на мировом рынке долговых обязательств в 90-е гг. существенно изменилась. Традиционные банковские займы продолжают иг-

Международный рынок долговых обязательств

	1991 г.		1996 г.		Запасы на 1996 г.	
	млрд. долл.	%	млрд. долл.	%	млрд. долл.	%
Банковские займы	185	47	495	48	5015	61
Еврозаймы	35	9	265	25	834	10
Облигационные займы	170	44	275	27	2392	29
Итого	390	100	1035	100	8241	100

Источник: *International Banking and Financial Market Developments*. — Basle: BIS, 1997. — P. 3.

рать основную роль в международном финансировании на фоне резко возросшей роли еврокредитов при сократившейся роли облигационного финансирования. Правда, кумулятивный итог еврозаймов пока не столь значителен, как банковских займов и облигационных займов. Более 43% международных банковских займов предоставляются в американских долларах, 15 — в немецких марках, 12% — в иенах. Роль остальных валют на кредитном рынке не столь значительна (табл. 5.2).

Механизм первичного размещения частных долговых обязательств, который называется традиционным синдицированием, весьма сложен: между правительством или компанией, размещающей облигации, и конечным инвестором находятся как минимум три посредника. Первый — синдикат фирм во главе с одной, являющейся управляющей. Второй — банк-андеррайтер (*under-writer*), согласившийся приобрести облигации по фиксированной цене в случае, если управляющим не удастся разместить их по более высокой цене на открытом рынке. Третий — группа фирм-продавцов, ответственная за маркетинг облигаций в различных странах и регионах. Другим механизмом размещения долговых обязательств является аукцион, на котором на принципах голландского аукциона правительство или фирма, размещающая облигации, объявляет свои условия, а другие фирмы и банки, заинтересованные в их при-

обретении, представляют свои заявки. Аукцион позволяет устранить издержки на найм посредников, но сужает рыночные возможности. Примерно 65% еврооблигаций выпускаются в Лондоне. Они могут выпускаться в любой валюте, но подавляющее большинство выпускается в долларах, иенах, марках и швейцарских франках. Наблюдение и регулирование рынка еврооблигаций осуществляется Ассоциацией международного рынка ценных бумаг (*International Securities Market Association — ISMA*)

В США и Канаде практически все облигации получают рейтинг, который определяется *Moody Investor Service* и *Standard and Poor's* — частными аналитическими компаниями, исследующими финансовые рынки. Эти же компании выставляют рейтинг примерно 1000 облигаций неамериканских фирм. В *Standard and Poor's* самый высокий рейтинг равняется AAA. Другими рейтингами инвестиционного уровня являются AA, A и BBB. Для более точного различия между качеством отдельных облигаций используются знаки плюс (+) и минус (—). Если облигации получают рейтинг ниже BBB, такой как BB, B, C или D, они считаются высокоспекулятивными облигациями, которые иногда называют бросовыми облигациями (*junk bonds*). Их, зачастую законодательно, запрещено держать в портфелях институциональных инвесторов. Примерно 90% облигаций, размещаемых на рынке, получают рейтинг AA и выше. Рейтинг

выставляется и государствам, он может быть инвестиционным (*investment grade*) и ниже инвестиционного (*below investment grade*) (*пример 5.1*).

Проблема международной задолженности

Теория проблемы внешней задолженности прошла четыре этапа развития. На первом, в 70-е гг., считалось, что в развитых странах аккумулировано достаточно сбережений, чтобы эффективно рециркулировать их в развивающиеся страны, которые, хотя и испытывали дефицит баланса текущих операций, смогут эффективно использовать займы и расплатиться с внешними долгами. На втором, в 80-е гг., выяснилось, что набранные займы обслуживаются плохо, процентные ставки высоки, сроки платежей сокращаются, многие развивающиеся страны подходят к грани банкротства. Более того, платежи по долгам

стали превышать приток новых кредитов, поэтому развивающиеся страны превратились в чистых кредиторов развитого мира. Теории внешней задолженности сконцентрировались на механизмах обесценения платежей по долгам (*debt repudiation*), которые, по существу, представляли собой смесь способов принуждения к платежам и поощрения стран, выполняющих свои обязательства. На третьем, в конце 80-х гг., стало ясно, что основным механизмом решения долговой проблемы могут быть перенос сроков платежей и долгосрочная реструктуризация долга на много лет вперед, когда развивающиеся страны смогли бы потенциально начать выплаты по своим внешним обязательствам. Теории долгового навеса (*debt overhang*) показали, что он является негативным налогом на государственные ресурсы и оказывает крайне негативное влияние на рост сбережений. Наконец, в середине 90-х гг. стало окончательно ясно, что многие развивающиеся страны ни при

Пример 5.1

Страны бывшего СССР: размещение еврооблигаций

Характерной чертой середины 90-х гг. стал активный выход стран бывшего СССР, и прежде всего России, на международные частные финансовые рынки. Пять из 15 стран бывшего СССР — Россия, Казахстан, Молдова, Латвия и Литва — получили рейтинг, правда только Латвия получила рейтинг инвестиционного уровня. По состоянию на август 1997 г. российское правительство разместило три выпуска еврооблигаций: первый на 1 млрд. долл. на срок пять лет под 9,25% годовых, спрос на который в момент размещения в ноябре 1996 г. составил более 2 млрд.; второй — в марте 1997 г. на 2 млрд. марок под 9% на семь лет; и третий — в июне 1997 г. на 2 млрд. долл. под 10% сроком на 10 лет. Рейтинг этих еврооблигаций составил ВВ — (*Moody's*), Ва2 (*Standard and Poor's*). Еврооблигации выпустили правительства Москвы (500 млн. долл.), Санкт-Петербурга (300 млн. долл.), Нижнего Новгорода (100 млн. долл.) и еще некоторых других городов и примерно 10 региональных властей (Ленинградская обл., Томская обл. и др.). Общая сумма еврооблигаций, размещенных российскими государственными органами, составила к концу 1997 г. около 5 млрд. долл. Первые еврооблигации частного сектора Россия разместила с октября 1994 г., когда российский частный сектор начал размещать еврооблигации, этот рынок развивался достаточно быстро. "СБП-Агро" разместило еврооблигаций на сумму 250 млн. долл., Альфа-Банк — на 175 млн., Онексимбанк — на 200 млн. долл. Эти еврооблигации размещались под 11% годовых сроком на три года. Выпуск еврооблигаций на 1 млрд. долл. планируется "Газпромом".

В декабре 1996 г. Казахстан также разместил еврооблигации на сумму около 200 млн. долл., спрос на которые дважды превысил предложение. В июне 1997 г. Молдова разместила еврооблигации на 75 млн. долл. по цене 340 базисных пунктов сверх облигаций казначейства США. Еврооблигации были также размещены Эстонией, Латвией и Литвой. Поступления от них использовались преимущественно на финансирование дефицита бюджетов и осуществление платежей по государственным долгам.

каких условиях и никогда не смогут выплатить свою внешнюю задолженность и что единственным способом решения проблемы их долгового бремени является простое списание значительной ее части. Теории внешнего долга сконцентрировались на анализе масштабов и механизмах такого списания.

По состоянию на конец 90-х гг. международная задолженность продолжает оставаться одной из острейших нерешенных проблем в международной экономике. Для анализа уровня и динамики внешнего долга, способности страны продолжать обслуживать внешний долг, используя поступления валюты, что позволило бы сопоставлять его между разными странами, Мировой банк использует следующие соотношения: EDT/XGS — отношение общей суммы внешнего долга к экспорту товаров и услуг; EDT/GNI — отношение общей суммы внешнего долга к валовому национальному доходу; TDS/XGS — отношение платежей по обслуживанию долга к экспорту товаров и услуг; INT/GNI — отношение платежей процентов к ВНД; RES/EDT — отношение международных резервов к общей сумме внешнего долга; RES/MGS — отношение международных резервов к импорту товаров и услуг; Short term/EDT — доля краткосрочного долга в общей сумме внешнего долга; Concessional/EDT — доля краткосрочного долга в общей сумме внешнего дол-

га; Multilateral/EDT — доля долга международным организациям в общей сумме внешнего долга. В аналитических целях считается, что верхним пределом оптимальности внешнего долга является соотношение EDT/XGS на уровне не более 200–250% и соотношение TDS/XGS не более 20–25%. При этом, правда, в числителе учитывается не весь внешний долг, а только государственный и гарантированный государством долг. Его размер оценивается не по номинальной стоимости долга (face value) на момент подписания кредитного соглашения, а на основе концепции чистой текущей стоимости на определенную дату по текущей процентной ставке.

В зависимости от уровня показателей долгового бремени страны, имеющие внешний долг, делятся на несколько групп (табл. 5.4).

Основными аналитическими показателями, по которым обобщаются данные о внешней задолженности, являются: невыплаченный и распределенный долг (debt outstanding and disbursed) — сумма невыплаченной задолженности по кредитам, которые реально получены заемщиком, по состоянию на конец года; выдача кредитов (disbursements) — получение новых кредитов заемщиком в течение года; нераспределенный долг (undisbursed debt) — часть невычерпанной должником суммы кредитов, соглашение о выдаче которых подписано; вы-

ТАБЛИЦА 5.4

Классификация стран по уровню внешней задолженности

Уровень дохода	NPV/XGS > 220% или NPV/GNI > 80% ¹	132% < NPV/XGS < 220% или 48% < NPV/GNI < 80%	NPV/XGS < 132% или NPV/GNI < 48%
Низкий уровень дохода — ВНД на душу населения менее 765 долл.	Страны с низким доходом и высоким долгом	Страны с низким доходом и умеренным долгом	Страны с низким доходом и небольшим долгом
Средний уровень дохода — ВНД на душу населения 765–9386 долл.	Страны со средним доходом и высоким долгом	Страны со средним доходом и умеренным долгом	Страны со средним доходом и небольшим долгом

¹ NPV — net present value, чистая дисконтированная стоимость.

платы основной суммы (*principal payments*) — выплаты должником частей основной суммы долга в течение года; платежи процентов (*interest payments*) — выплаты должником процентов по остатку задолженности в течение года; платежи по обслуживанию долга (*debt service payments*) — суммы платежей основной суммы долга и процентов по остатку задолженности, производимые должником в течение года; чистые потоки (*net flows*) — получение новых кредитов заемщиком минус выплаты им основной суммы долга; чистые трансферты (*net transfers*) — получение новых кредитов заемщиком минус его платежи по обслуживанию долга. Невыплаченный и распределенный долг представляет собой показатель текущей внешней задолженности страны. Каждый год она получает новые кредиты, но вынуждена производить платежи по обслуживанию накопленного внешнего долга. Поскольку все займы предоставляются под процент, такие платежи состоят из платежей по погашению основной суммы долга и выплаты процентов. Если платежи по обслуживанию долга превышают выдачу новых кредитов, то чистые трансферты становятся отрицательными. В странах с высоким уровнем внешней задолженности отрицательными могут быть и чистые потоки. В некоторых случаях страна или фирма может подписать соглашение с кредитором об открытии кредитной линии, но не воспользоваться ею или воспользоваться частично. В этой ситуации возникает нераспределенный долг.

Займы государств должны быть выплачены заемщиком. Однако, поскольку заемщиком является суверенное государство, никаких механизмов принуждения его к платежам не существует, что в значительной степени повышает риск таких займов. Считается, что мотивами, заставляющими страны рассчитывать по своим внешним обязательствам, могут быть лишь угроза политической конфронтации со страной-кредитором, которая может привести к конфискации активов страны-должника, находящихся

на ее территории (здания, земля, суда в морских портах, самолеты в аэропортах, депозиты в банках), которые могут быть обращены в погашение долга, а также прекращению двусторонней торговли, эмбарго на поставку ключевых товаров и предоставление частных кредитов, прекращению международной помощи. Поскольку эффективность таких конфронтационных мер весьма ограничена, международный опыт поиска решений внешней задолженности в настоящее время основывается в основном на идее долговой кривой Лаффера.

@ *Долговая кривая Лаффера* (*debt Laffer's curve*) — кривая, показывающая оптимальный уровень внешней задолженности, позволяющий государству-должнику поддерживать приемлемые для кредиторов платежи по внешнему долгу.

Эта кривая является одной из групп кривых, созданных на базе относящейся к государственному бюджету идеи американского экономиста Артура Лаффера о том, что существует некоторый оптимальный уровень налогов, который позволяет максимизировать налоговые поступления в казну. Если налоги становятся выше оптимального уровня, люди просто перестают их платить и доходы казны падают. Применительно к внешнему долгу это означает, что существует некоторый оптимальный уровень внешней задолженности страны, который позволяет ей продолжать обслуживать внешний долг. Если его размер становится слишком большим, то страна, как это уже случалось, просто перестает платить по своим долговым обязательствам, объявит себя банкротом, от чего пострадает и кредитор. Поэтому с точки зрения кредиторов наиболее разумная политика управления внешним долгом стран заключается в том, чтобы путем реструктуризации долга поддерживать платежеспособность стран-должников на оптимальном для кредитора уровне.

@ *Реструктуризация долга* (*debt restructuring*) — принимаемые по согласию

должников и кредиторов меры, направленные на поддержание платежеспособности должников в средне- и долгосрочной перспективе.

Реструктуризация внешнего долга может осуществляться на базе одной или комбинации следующих мер:

- *Перенос платежей* (debt rescheduling) — перенос сроков платежей основной части долга, процентов по долгу или всех платежей по обслуживанию долга на более поздний срок по сравнению с изначально согласованным.

- *Сокращение суммы долга* (debt stock reduction) — снижение суммы невыплаченной задолженности путем либо прямого прощения (списания) части долга, либо продажи со скидкой на вторичном рынке, либо конверсии в какие-либо национальные активы страны-должника.

- *Рекапитализация* (recapitalization) — обмен долгов на облигации должников или предоставление новых кредитов с целевым назначением оплаты прошлых долгов. Наиболее известным в этой группе мер сокращения задолженности является обнародованный в 1989 г. план тогдашнего министра финансов США Николаса Брейди, в соответствии с которым некоторые развивающиеся страны, согласовавшие с МВФ программы экономических реформ, могли обменять их долги иностранным банкам на облигации, которые могли бы продаваться по рыночной цене на мировом финансовом рынке (так называемый Brady bonds).

Традиционный механизм реструктуризации внешнего долга включает следующую последовательность практических шагов: 1) принятие страной программы стабилизации и экономических реформ, поддерживаемой МВФ и Мировым банком с помощью их концессионных кредитов; 2) согласие Парижского клуба официальных кредиторов на реструктуризацию чистых потоков средств, связанных с обслуживанием долга, на концессионных условиях и реструктуризацию основной суммы долга после трех лет стабильного выполнения программы структурной перестройки и ре-

форм, одобренной МВФ; 3) проведение страной-должником двусторонних переговоров со странами, не входящими в Парижский клуб, и частными кредиторами о предоставлении ей таких же условий реструктуризации долга, какие предоставлены Парижским клубом; 4) списание на двусторонней основе долгов, возникших в результате получения страной-должником официальной помощи развитию; 5) предоставление новых концессионных кредитов стране-должнику. Главная идея такой последовательности действий заключается в том, что облегчение долгового бремени предоставляется стране при условии проведения радикальных экономических и структурных реформ, которые в будущем будут способствовать выплате оставшейся задолженности. Механизм реструктуризации внешнего долга может несколько модифицироваться в зависимости от состояния платежного баланса каждой страны, ее взаимоотношений с кредиторами и проводимой программы экономических реформ. На первом этапе обычно реструктурируются чистые потоки по долгу, т.е. платежи процентов и основных сумм задолженности, а на втором — сама общая сумма внешнего долга.

Прощение долга (debt forgiveness) применяется весьма ограниченно на двусторонней и многосторонней основе преимущественно по отношению к тем странам и тем долгам, которые не могут быть выплачены в среднесрочной перспективе ни при каких, даже самых благоприятных, условиях. Продажа долгов на вторичном рынке со скидкой от номинальной стоимости (buyback) используется активно, особенно кредиторами латиноамериканских стран, для возврата хотя бы какой-то части своих прошлых кредитов. Конверсия долга в форме свопов долга на акции (debt for equity swaps) означает погашение невыплаченной части внешней задолженности фирмы ее акциями, а государства — облигациями казначейства. Банки-кредиторы получают тем самым часть собственности в предприятиях стран-должников,

Пример 5.2

Внешний долг стран бывшего СССР
 (млрд. долл.)

	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.
Армения	...	200	373	600
Азербайджан	52	240	418	522
Беларусь	1 015	1 253	1 513	985
Грузия	...	87	1 214	1 381
Казахстан	1 846	2 781	3 428	3 890
Киргизия	299	448	543	746
Латвия	225	359	423	444
Литва	324	516	825	1 182
Молдавия	256	509	671	818
Россия	113 000	120 000	120 000	125 000
Таджикистан	509	760	817	863
Туркменистан	168	418	550	668
Украина	4 214	7 167	8 142	9 186
Узбекистан	1 039	1 108	1 782	2 331
Эстония	161	194	273	344
Итого	122 947	135 846	140 699	148 616

Источник: *World Economic Outlook*. — Wash., 1997.

После распада СССР Россия по соглашению со странами бывшего СССР приняла на себя все международные активы и пассивы СССР, унаследовав тем самым советский внешний долг на основе так называемого «нулевого варианта». По состоянию на конец 1996 г. более 84% общей суммы долга стран бывшего СССР приходилось на Россию, 6 — на Украину, 3% — на Казахстан и остальное — на другие страны. Внешнее финансирование для этой группы стран заключалось на 37% в реструктуризации внешнего долга, на 26 — в получении межгосударственных кредитов, в том числе кредитов от МВФ, на 11% — из притока частного капитала. На все остальные источники (прямые инвестиции, сокращение резервов, накопление неплатежей) приходилось около 26%.

В большинстве стран бывшего СССР общий размер внешнего долга невелик по международным масштабам, составляя менее 35% ВВП, в том числе в России только 21% ВВП по сравнению с наименее развитыми странами, где это соотношение составляет около 70%. В середине 90-х гг. внешний долг этой группы стран возрастал относительно быстрыми темпами. В 1996 г. в России отношение EDT/XGS составило 182%, в Грузии — 144, в Таджикистане — 112%. Большая часть внешнего долга составляет государственный и гарантированный государством долг.

могут получать дивиденды по таким акциям, а также продать их на вторичном рынке. Подходы к решению проблемы внешней задолженности согласовываются в рамках Парижского клуба официальных кредиторов и Лондонского клуба частных кредиторов. Реструктуризация

долга используется в отношении наименее развитых стран с высоким уровнем задолженности и некоторых стран с переходной экономикой (пример 5.2). Общий объем внешнего долга развивающихся стран и стран с переходной экономикой достиг в 1996 г. 2,18 трлн.

долл., из которых 1,7 трлн. приходились на долгосрочный долг, 408 млрд. — на краткосрочный и 60 млрд. — на использование кредитов МВФ.

Итак, долговые обязательства подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника. По сроку погашения долговые обязательства бывают долгосрочными, краткосрочными и кредитами МВФ, которые не классифицируются по сроку погашения; по типу заемщика — государственными, гарантированными государством и частными; по типу кредитора долговые обязательства делятся на официальный долг и частный долг. Официальные долговые обязательства подразделяются на обязательства перед международными организациями и двусторонние обязательства. Частные долговые обязательства делятся на ноты и коммерческие бумаги — средне- и краткосрочные негарантированные расписки на предъявителя, выпущенные на свободный рынок со скидкой от объявленной стоимости; банковские займы — займы, выдаваемые банками частному бизнесу как внешний источник финансирования; и облигации, представляю-

щие собой ценные бумаги со средним сроком погашения в 3–10 лет, издающиеся под залог корпоративного или личного имущества. Кумулятивный итог международного финансирования с помощью долговых инструментов составлял в середине 90-х гг. около 1 трлн. долл. в год. Современные теории внешнего долга концентрируются на анализе его масштабов и механизмах списания для наименее развитых стран на основе концепции долговой кривой Лаффера, показывающей оптимальный уровень внешней задолженности, позволяющий государству-должнику поддерживать приемлемые для кредиторов платежи по внешнему долгу. Реструктуризация долга включает меры, принимаемые по согласию должников и кредиторов, направленные на поддержание платежеспособности должников в средне- и долгосрочной перспективе, и предусматривает перенос сроков платежей, сокращение суммы долга или рекапитализацию. Реструктуризация внешнего долга происходит при согласии Парижского и Лондонского клубов кредиторов и при финансовой поддержке МВФ.

3. МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ТИТУЛОВ СОБСТВЕННОСТИ

С деньгами накоплю я себе билетов, положу в верное место и стану пользоваться процентами! Ни заботушки мне, ни горюшка, отрезаю купончик — подайте денежки!

М. Салтыков-Щедрин. "Господа Головлевы".

Судя по всему, Иудушка Головлев был весьма консервативным инвестором: держа государственные купонные облигации, он явно предпочитал рынок фиксированного дохода (fixed income market) более рискованному, но зачастую и более доходному рынку акций (equity market).

Структура рынка акций

Акции наряду с паями и американскими депозитарными распискам (ADR)

представляют собой один из наиболее распространенных видов ценных бумаг, подтверждающих участие инвестора в капитале предприятий. Тем, что акции являются титулом собственности, они принципиально отличаются от облигаций и других ценных бумаг, которые являются лишь подтверждением дачи или получения кредита. Международный рынок титулов собственности сильно сегментирован и, по сути, не может считаться глобальным: на национальных рынках торгуют преимущественно мест-

ными акциями, тогда как число иностранных акций весьма ограничено. Это связано как с национальным законодательством отдельных стран, запрещающим регистрировать акции иностранных компаний на бирже и иностранным инвесторам покупать акции местных фирм, так и с консерватизмом инвесторов, предпочитающих вкладывать деньги в свои национальные фирмы.

Международный рынок титулов собственности является одним и далеко не самым крупным из финансовых рынков. Поскольку титулы собственности размещаются как внутри стран, так и за их пределами и обобщенной статистики не существует, определить точные объемы их рынка весьма сложно. По оценкам МВФ, в 1995 г. объем международного размещения титулов собственности составил 44 млрд. долл., причем 75% из них пришлось на развитые страны и 25% — на развивающиеся, при этом доля развитых стран постоянно и весьма существенно растет, а развивающихся — сокращается. Однако в целом, несмотря на значительный рост в последние годы, на акции приходится не более 6% финансирования, получаемого всеми странами мира с мирового финансового рынка (табл. 5.3). В числе развитых стран лидирующую роль играют США, Германия, Франция, Италия и Великобритания; среди развивающихся — Гонконг, Индонезия, Корея, Малайзия; среди стран с переходной экономикой — Венгрия и Россия. Традиционно большая часть международного размещения титулов собственности связана с программами приватизации, осуществляемыми отдельными странами.

Титулы собственности на мировом рынке представлены в виде акций, на которые в середине 90-х гг. приходилось около 80% всех новых международных размещений титулов собственности, и депозитарных расписок, на которые приходилось не более 20%:

• *Акции* (equities, stocks, shares) — ценные бумаги, подтверждающие право их владельца на долю в капитале компании и дающие ему право голосовать на

ежегодных собраниях акционеров, избирать директоров и получать в виде дивидендов долю от прибыли компании.

• *Депозитарные расписки* (depository receipts) — ценные бумаги, выпускаемые национальным банком и подтверждающие его владение акциями иностранных компаний. Получили наибольшее распространение в США в форме американских депозитарных расписок (ADR) и в других странах мира — в форме глобальных депозитарных расписок (GDR), каждая из которых может быть приравнена к нескольким иностранным акциям и продаваться на фондовом рынке как самостоятельный титул собственности.

Международный рынок титулов собственности делится на зрелые рынки и развивающиеся рынки.

Зрелые рынки

В большинстве развитых стран внутренние рынки акций абсолютно доминируют над внешними: ежегодно на внутреннем рынке среди национальных инвесторов размещается в 3–5 раз больше акций по объему, чем на внешнем рынке. Этому способствует и национальное регулирование, которое обычно значительно благоприятнее для национальных, чем для иностранных инвесторов.

@ *Зрелые рынки* (mature markets) — рынки акций США, Японии и стран ЕС, характеризующиеся высокой удельной долей организованной торговли через биржи, высоким уровнем рыночной капитализации и отработанной системой организационного и правового обеспечения торговли акциями.

Рынок США — наиболее крупный, темпы его роста продолжают опережать темпы роста всех других рынков. Индекс Dow Jones Industrial Average — усредненный индекс цен акций крупнейших корпораций, который в прошлом удваивался каждые 17 лет, но в первой половине 90-х гг. также удвоился всего за 5 лет (в 1992–1996 гг.). Такая повыша-

тельная тенденция основана прежде всего на ожидании инвесторами растущих доходов корпораций, которые составили в этот период в среднем 15% в год. Однако среднегодовой темп роста доходов корпораций с начала 60-х гг. составляет всего 2% в год. Поэтому чрезмерно быстрый рост цен акций по сравнению с доходностью предприятий, их выпустивших, не может считаться стабильной тенденцией. Японский рынок акций стагнировал по сравнению с американским. Индекс цен акций — Nikkei 225 — сократился в 1996 г. на 3%. В рамках стран ЕС Лондон является крупнейшим центром торговли титулами собственности, он значительно превосходил Франкфурт и Париж по объемам торговли, рыночной капитализации и количеству зарегистрированных компаний.

Популярным способом мобилизации свободных сбережений для инвестирования в предприятия, работающие на зрелых рынках, продолжают оставаться акционерные совместные фонды. По объему 75% из них размещены в США, 20 — в странах ЕС и 5% — в Японии. Число таких фондов достигло в 1996 г. порядка 14 тыс., из которых 7 тыс. находились в странах ЕС, 2,6 тыс. — в США, и 4 тыс. — в Японии. Средний размер американских совместных фондов был в 11 раз больше, чем европейских, и в 20 раз больше, чем японских.

Развивающиеся рынки

Примерный объем капитализации растущих рынков на конец 1996 г. составил не более 2,1 трлн. долл. По оценкам, основную роль на растущих рынках играют институциональные инвесторы, на которых приходится до 90% портфельных инвестиций на этих рынках. В соответствии с современной теорией управления международным портфелем ценных бумаг в оптимальном портфеле инвестора отдельные страны должны занимать такую же долю, какую занимает рыночная капитализация этой страны — сумма рыночной стоимости всех выпу-

щенных ее фирмами акций — в мировой капитализации. Доля растущих рынков в портфелях институциональных инвесторов пока в 3–5 раз ниже, чем она должна была бы быть в соответствии с теорией.

@ *Развивающиеся рынки* (emerging markets) — рынки акций развивающихся стран и стран с переходной экономикой, характеризующиеся высокими темпами роста, повышенным риском, низким уровнем рыночной капитализации и формирующимся механизмом правового регулирования.

Размещение акций на мировом рынке странами, представляющими растущие рынки, достигло своего пика в 1994 г., когда объем размещения новых акций составил порядка 18 млрд. долл., прежде всего за счет акций азиатских стран. К 1996 г. структура новых выпусков акций на международный рынок предприятиями, представляющими развивающиеся рынки, существенно изменилась: на страны Азии приходилось 60%, Латинской Америки — 22, Европы — 8, Африки и Ближнего Востока — по 5%. Другие титулы собственности были представлены преимущественно американскими депозитарными расписками (ADR) и глобальными депозитарными расписками (GDR), которые представляют обычно несколько акций эмитента. Например, в июле 1997 г. на Франкфуртской фондовой бирже котировались ADR следующих российских эмитентов: “Черногорнефть”, РАО “Газпром”, “ЛУКОЙл холдинг”, АО “Мосэнерго”, “С.-Пб. международный телефон”, Северный трубный завод, ГУМ, “Татнефть”. GDR выпустили “Газпром” (1:10), “Татнефть” (1:1), ЕЭС (1:100), Инкомбанк (15:1) и другие российские предприятия³.

Популярной на Западе формой инвестиций в акции предприятий стран, относящихся к числу развивающихся рын-

³ В скобках указана пропорция между количеством выпущенных акций и представляющих их GDR.

ков, выступают совместные фонды (mutual funds), число которых возросло с 449 в 1992 г. до 1254 в 1995 г. Подавляющая масса совместных фондов работает на рынках азиатских стран и стран Латинской Америки. Общее число совместных фондов, действующих в России и странах Восточной Европы, составляло на середину 90-х гг. примерно 25–30, большая часть из которых были весьма мелкими, с капиталом, не превышающим 5 млн. долл.

Наиболее всеобъемлющим показателем динамики акций растущих рынков является композитный индекс Международной финансовой корпорации (МФК), который включает курсы акций 1224 фирм из 26 стран с растущими рынками. Он используется как индикатор для сравнения курсов акций отдельных стран и состоит из региональных индексов курсов акций. В расчетном индексе на акции стран Азии приходится 47%, Латинской Америки — 33, Европы, Ближнего Востока и Африки — 20%. Эти доли примерно соответствуют удельному весу каждого из рынков в общем объеме активов совместных фондов (mutual funds), работающих в этих регионах. Более 90% совместных фондов, работающих на растущих рынках, представляют собой фонды акций, тогда как на облигационные фонды приходится не более 10%, однако значение последних постепенно возрастает.

Итак, титулы собственности на мировом рынке представлены в виде акций,

представляющих собой ценные бумаги, подтверждающие право их владельца на долю в капитале компании, дающие ему право голосовать на ежегодных собраниях акционеров, избирать директоров и получать в виде дивидендов долю от прибыли компании, а также депозитарных расписок — ценных бумаг, выпускаемых национальным банком и подтверждающих его владение акциями иностранных компаний. В 1995 г. объем международного размещения титулов собственности составил 44 млрд. долл., причем 75% из них пришлось на развитые страны и 25% — на развивающиеся. На акции приходится около 80% всех новых международных размещений титулов собственности, а на депозитарные расписки — не более 20%. Международный рынок титулов собственности делится на зрелые рынки и развивающиеся рынки. Зрелые рынки представлены рынками акций предприятий США, Японии и стран ЕС, характеризующихся большой удельной долей организованной торговли через биржи, высоким уровнем рыночной капитализации и отработанной системой организационного и правового обеспечения торговли акциями. Понятие развивающихся рынков объединяет рынки акций развивающихся стран и стран с переходной экономикой, характеризующиеся высокими темпами роста, повышенным риском, низким уровнем рыночной капитализации и формирующимся механизмом правового регулирования.

4. МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ФИНАНСОВЫХ ДЕРИВАТОВ

Альбер: "Полно, полно.
Ты трепуешь заклада? что за вздор!
Что дам тебе в заклад? свиную кожу?
Когда б я мог что заложить, давно
Уж продал бы. Иль рыцарского слова
Тебе, собака, мало?"

А.С. Пушкин. "Скупой рыцарь".

Кредит под залог, например свиной кожи, практиковался издревле. Инновация Альбера, предложившего свое ры-

царское слово в качестве залога, не вызвала большого энтузиазма у ростовщика, видимо оценившего риск неплатежа

как неприемлемо высокий. В наше время возникла целая группа новых финансовых инструментов, одна из задач которых как раз заключается в передаче или нейтрализации рисков.

Структура рынка дериватов

С начала 80-х гг. произошел всплеск дотоле вяло протекавшего процесса разработки новых финансовых продуктов. Возникшие финансовые инновации, получившие название дериватов, оказались настолько необычными, что не вместились в традиционную балансовую систему банковского учета и учитывались каждым банком по своим внутренним правилам за пределами стандартного баланса. Однако, когда к середине 90-х гг. объем торговли на внутреннем и международном рынке финансовых дериватов достиг порядка 2 трлн. долл. в день (880 млрд. на биржах и 1140 млрд. вне бирж), из которых более половины приходилось на международную торговлю, потребность в организации стандартизированной системы учета и анализа рынков дериватов стала очевидной. Функция сбора информации, обобщения и анализа нового финансового рынка была поручена Группой десяти наиболее развитых стран Банку международных расчетов (БМР).

@ *Финансовые дериваты* (financial derivatives) — инструменты торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу.

В соответствии с классификацией Банка международных расчетов (табл. 5.5) существуют четыре типа активов, к каждому из которых или какому-либо их сочетанию может быть привязан дериват:

- *товары* (commodities): цена деривата может быть привязана к цене определенного товара или движению индекса цен на группу товаров;
- *акции* (equities): цена деривата может быть привязана к цене определен-

ной акции или движению индекса цен на группу акций;

- *иностранная валюта* (foreign exchange): цена деривата может быть привязана к курсу одной или нескольких валют;

- *процентная ставка* (interest rate): цена деривата может быть привязана к процентной ставке, будь то фиксированная, плавающая или какая-то их комбинация.

Характерная черта дериватов заключается в том, что при их продаже или покупке стороны обмениваются не столько активами, сколько рисками, вытекающими из этих активов. Их цена определяется движением цен на товары или финансовые инструменты, индексами цен или различиями между двумя ценами. Контракты на дериваты закрываются путем расчета наличными и не требуют смены владельца или поставки обозначенного в них товара. Целями финансового деривата могут быть фиксация будущей цены на какой-либо актив уже сегодня (форварды и фьючерсы), обмен потоками наличности или обмен активами (свопы) и приобретение права, но не обязательства, на совершение сделки (опционы).

По способу финансовой организации в международной торговле дериватами существует два основных типа контрактов — контракты типа форвардов и контракты типа опционов.

@ *Контракты типа форвардов* (forward-type contracts) — контракты, в соответствии с которыми стороны договариваются обменяться реальным или финансовым активом в количестве, определенном в контракте, в определенную дату по согласованной цене. К этому типу контрактов относятся фьючерсы — те же форварды, но торгуемые в стандартизированном виде на биржах, а также свопы. Наиболее распространены фьючерсы и свопы на валюту и процентную ставку.

Стоимость форвардов на первичном рынке равна разности текущей стоимос-

ТАБЛИЦА 5.5

Классификация финансовых дериватов

Валютные дериваты/ foreign exchange derivatives	Непосредственный форвард/ outright forward	Контракт на обмен двумя валютами по согласованному сегодня курсу более чем через два рабочих дня после его подписания
	Валютный своп/ foreign exchange swap	Контракт, предусматривающий обмен двумя валютами, исключая платежи процентов, сегодня (short leg) и их обратный обмен в определенную дату в будущем по согласованному сегодня курсу (long leg)
	Валютный своп/ currency swap	Контракт, по которому стороны обмениваются платежами процентов в течение согласованного периода времени и основных сумм в разных валютах по согласованному курсу по его истечении
	Валютный опцион/ currency option	Контракт, дающий на условиях опциона право купить или продать валюту по согласованному курсу в течение определенного времени
	Валютный свопцион/ currency swaption	Контракт, предусматривающий на условиях опциона осуществление валютного свопа в определенную дату в будущем
	Валютный варрант/ currency warrant	Валютный опцион длительностью свыше года
Процентные дериваты в одной валюте/ single-currency interest rate derivatives	Форвардное процентное соглашение/ forward rate agreement (FAR)	Контракт, по которому процентная ставка, которую надо будет заплатить или получить в будущем, определяется при подписании контракта
	Процентный своп/ interest rate swap	Контракт, по которому стороны обмениваются платежами, вытекающими из их различий в случае фиксированных и плавающих процентных ставок
	Опцион на торгуемые ценные бумаги/ option on traded securities	Контракт на поставку или получение определенной ценной бумаги (обычно государственных ценных бумаг) в определенную дату в будущем на условиях опциона
	Процентный опцион/ interest rate option	Контракт на поставку или получение определенного процентного дохода на обусловленную сумму в будущем на условиях опциона
	Процентный потолок/ interest rate cap	Контракт, предусматривающий на условиях опциона выплату разницы между плавающей процентной ставкой и согласованной максимальной процентной ставкой
	Процентный пол/ interest rate floor	Контракт, предусматривающий на условиях опциона выплату разницы между плавающей процентной ставкой и согласованной минимальной ставкой
	Процентный коллап/ interest rate collar	Контракт, предусматривающий на условиях опциона согласованную комбинацию процентного потолка и пола
	Процентный свопцион/ interest rate swaption	Контракт, предусматривающий на условиях опциона вхождение в контракт типа своп путем покупки права получить платеж в определенную дату в будущем
	Процентный варрант/ interest rate warrant	Опцион на процентную ставку длительностью свыше года
Дериваты на акции и индексы акций/ equity and stock index derivatives	Форварды на акции/ equity forwards	Контракт на поставку в будущем акции или набора акций по зафиксированной сегодня цене
	Свопы на акции/ equity swaps	Контракт на обмен доходами от акций или индекса акций в результате использования фиксированной и плавающей процентной ставки
	Опцион на акции/ equity option	Контракт на поставку или получение определенной акции или набора акций в определенную дату в будущем на условиях опциона
	Варрант на акции/ equity warrant	Опцион на акции длительностью свыше года
Товарные дериваты/ Commodity derivatives	Товарный форвард/ commodity forward	Форвардный контракт на поставку товаров
	Товарный своп/ commodity swap	Контракт на обмен доходами от изменения цен одного товара или индекса товарных цен на другой
	Товарный опцион/ commodity option	Контракт на поставку или получение определенного товара или товарного индекса в определенную дату в будущем на условиях опциона

ти актива и его ожидаемой стоимости в будущем, исходя из концепции чистой текущей стоимости финансового инструмента.

@ *Чистая текущая стоимость* — ЧТС (net present value, NPV) — разность текущей стоимости будущих поступлений и текущей стоимости будущих платежей, связанных с определенным финансовым инструментом, показывающая стоимость будущих чистых поступлений по их сегодняшней стоимости.

Для ее расчета сначала рассчитывается текущая стоимость финансового инструмента:

$$PV = \frac{FA}{(1+r)^n}, \quad (5.2)$$

где PV (present value) — текущая стоимость;

FA (future amount) — сумма, которую надо будет заплатить или можно будет получить в будущем;

r — процентная ставка, выраженная в десятичных единицах;

n — число периодов до наступления платежа.

Затем на основе расчета текущей стоимости будущих поступлений и платежей определяется чистая текущая стоимость поступлений:

$$NPV = \sum PV_r - \sum PV_p, \quad (5.3)$$

где NPV — чистая текущая стоимость;

$\sum PV_r$ — сумма текущей стоимости будущих поступлений;

$\sum PV_p$ — сумма текущей стоимости будущих платежей.

Если ЧТС контракта типа форварда положительна, что означает, что текущая стоимость будущих поступлений больше, чем текущая стоимость будущих платежей, такой контракт считается финансовым активом. Если ЧТС контракта типа форварда отрицательна, что означает, что текущая стоимость будущих поступлений меньше, чем текущая стоимость будущих платежей, такой контракт считается финансовым пассивом.

При продаже ЧТС такого контракта равна нулю.

@ Свопы (swaps) — контракты типа форварда, в рамках которых стороны договариваются обменяться активами на основе согласованных правил.

Основные разновидности свопов следующие:

- *Товарные свопы* (commodity swaps) — обмен двумя платежами за один товар, один из которых представляет его оплату по текущей цене спот, а второй — согласованную цену на этот товар в будущем.

- *Валютные свопы* (currency swaps) — обмен определенным количеством двух валют с одинаковой чистой текущей стоимостью с последующим обратным обменом ими по согласованному курсу.

- *Свопы на акции* (equity swaps) — обмен потенциальной прибыли от инвестиций в акции на потенциальную прибыль от инвестиций в другие акции или в неакционерные активы, такие как процентная ставка по депозитам или ценным бумагам.

- *Процентные свопы* (interest rate swaps) — обмен поступлениями процентов по номинальной инвестиции в одной валюте с процентной ставкой, рассчитанной по разным правилам. Существуют в трех основных формах: купонный своп (coupon swap) — обмен поступлений от фиксированной процентной ставки на поступления от плавающей процентной ставки; базисный своп (basis swap) — обмен одного плавающего индекса процентной ставки на другой плавающий индекс по активам в одной и той же валюте; межвалютный своп (cross-currency swap) — обмен фиксированной процентной ставки по активам в одной валюте на плавающую процентную ставку по активам в другой валюте.

@ *Контракты типа опционов* (option-type contracts) — контракты, дающие покупателю за определенную плату право, которое не является его обязательством, купить или продать на основе

стандартного контракта реальный или финансовый актив в период до определенной даты по зафиксированной цене. Опцион предусматривает одностороннюю передачу финансового риска от покупателя опциона к продавцу, за что покупатель платит продавцу некоторую премию, являющуюся стоимостью опциона. Наиболее распространены опционы на валюту, акции, товары. Кроме того, контракты типа опционов могут заключаться на фьючерсы, на свопы и на другие опционы.

Основные типы опционов следующие:

- *Товарный опцион* (commodity option) — контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство купить или продать определенное количество товара по согласованной цене до наступления определенной даты.

- *Опцион на акции* (equity option) — контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство купить или продать определенное количество индивидуальных акций, корзину акций или индекс акций по согласованной цене до наступления определенной даты.

- *Валютный опцион* (currency option) — контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство купить или продать определенное количество валюты или индекс валют по согласованной цене до наступления определенной даты.

- *Процентный опцион* (interest rate option) — контракт на поставку или получение определенного процентного дохода на обусловленную сумму в будущем на условиях опциона.

По механизму исполнения опционы делятся на:

- *Опционы американского стиля* (American-style option) — опцион, который может быть исполнен в любой день до истечения его срока или непосредственно в день истечения.

- *Опционы европейского стиля* (European-style option) — опцион, который

может быть исполнен только в день истечения его срока.

Начальная стоимость опциона на первичном рынке равна премии, которую необходимо заплатить за его приобретение. В дальнейшем, на вторичном рынке, цена опциона зависит от четырех факторов: 1) разницы между ценой на товар, определенной в опционе, A , и ценой этого товара на свободном рынке, B . При опционах на покупку (call option), если $A > B$, опцион называется убыточным (out-of-the-money), поскольку покупка товара на основе опциона обойдется держателю опциона дороже, чем его покупка просто на рынке. Если $A < B$, опцион называется прибыльным (in-the-money), поскольку покупка товара на основе опциона будет стоить его держателю дешевле, чем его приобретение на рынке. При опционах на продажу (put option) ситуация зеркально противоположна; 2) изменчивости цены на финансовый или реальный актив, лежащий в основе опциона. Чем более сильные колебания цен на актив за время действия опциона предвидятся участниками рынка, тем выше стоимость опциона, т.е. тем большую премию надо будет платить за его приобретение; 3) времени, оставшегося до истечения срока опциона. Чем меньше времени осталось до истечения срока опциона, тем меньше он стоит; 4) текущей процентной ставки. Чем выше процентная ставка, тем ниже стоимость опциона. Тем самым, если опцион на покупку при ситуации, когда $A > B$, не будет исполнен покупателем, он просто купит тот же товар по более дешевой цене на свободном рынке. Стоимостью подобной страховки от изменения цен является премия, которую он уплатил продавцу опциона при его покупке. Если $A < B$, то покупатель исполнит опцион и приобретет актив по заранее оговоренной цене у продавца опциона, который при этом понесет убытки. Как видно в ситуации, когда $A < B$, прибыль покупателя, так же как и убыток продавца, основанный на ножице цен, ничем не ограничена. В большинстве случаев цену опциона опреде-

ляют на основе разработанной в 1973 г. формулы Блэка—Шоулса (Black—Scholes formula), которая учитывает все эти четыре фактора. Расчеты по опционам обычно происходят наличными, однако в случае опционов на акции и облигации (варранты) расчеты могут происходить путем поставок соответствующих финансовых активов.

С точки зрения организации международной торговли дериватами они делятся на дериваты, продаваемые на биржах (exchange-traded derivatives), и дериваты, продаваемые вне бирж (over-the-counter, OTC). Статистические данные о дериватах в более или менее сопоставимой форме имеются только с 1986 г. и обобщаются Банком международных расчетов (табл. 5.6). С 1998 г. по поручению Группы десяти данные по торговле дериватами по всем четырем категориям будут обобщаться и публиковаться дважды в год БМР.

Характерные черты мирового рынка финансовых дериватов состоят в том, что: 1) удельный вес дериватов, торгуемых на биржах, постепенно сокращается на фоне соответствующего роста

объемов торговли дериватами вне бирж; 2) по объему торговли валютные и процентные дериваты абсолютно доминируют над товарными дериватами на акции; 3) более половины торговли дериватами является международной, и ее доля растет по сравнению с торговлей дериватами внутри отдельных стран; 4) американский доллар выступает основной валютой, в которой выражены финансовые дериваты.

Торговля на биржах

Практически вся биржевая торговля дериватами сконцентрирована на торговле процентными (66% всех контрактов в 1995 г.) и валютными (32%) фьючерсами и опционами. На долю дериватов, связанных с акциями и товарами, приходится менее 2%. Примерно половина всех дериватных контрактов заключается на биржах в долларах и более 80% — в долларах, марках или иенах. Наиболее активно торгуемыми на бирже дериватами являются фьючерсы и опционы (табл. 5.7).

ТАБЛИЦА 5.6

Мировой рынок финансовых дериватов (объем заключенных контрактов)

	1990 г.		1995 г.	
	млрд. долл.	%	млрд. долл.	%
Дериваты, торгуемые на биржах	2 292	39,9	9 185	33,8
Процентные фьючерсы	1 455	25,3	5 863	21,6
Процентные опционы	600	10,4	2 742	10,1
Валютные фьючерсы	17	0,3	38	0,1
Валютные опционы	57	1,0	43	0,2
Фьючерсы на индекс акций	69	1,2	172	0,6
Опционы на индекс акций	94	1,6	327	1,2
Дериваты, торгуемые вне бирж	3 451	60,1	17 990	66,2
Процентные свопы	2 312	40,2	14 030	51,6
Валютные свопы	578	10,1	1 456	5,4
Другие основанные на свопах дериваты	561	9,8	2 503	9,2
Итого	5 743	100,0	27 175	100,0

ТАБЛИЦА 5.7

Примеры дериватов, продаваемых на биржах

Дериват на	Финансовый дериват	
	фьючерсы ¹	опционы
процентную ставку	US T-bills (1 млн.) T-bonds (50 тыс.) T-notes (100 тыс.) Libor (3 млн.)	доход по 30-летним T-bills
валютный курс	японская иена (12,5 млн.) немецкая марка (125 тыс.) канадский доллар (100 тыс.) английский фунт (62,5 тыс.) швейцарский франк (125 тыс.) австралийский доллар (100 тыс.) мексиканское песо (500 тыс.)	индекс курса доллара (\$100 × индекс) швейцарский франк (62,5 тыс.) английский фунт (31,250 тыс.) французский франк (250 тыс.) японская иена (6,250 млн.)
индекс акций	S&P 500 (\$500 × индекс) S&P Midcap 4000 (\$500 × индекс) NIKKEI 225 (\$5 × индекс) NASDAQ100 (\$100 × индекс) DAX-30 (DM100 × индекс) GSCI (\$250 × индекс) CAC-40 (FFr200 за пункт индекса)	NASDAQ100 (\$100 × индекс); NYSE Composite (\$500 × премия) Russell 2000 CB Technology S&P 500
ценные металлы	золото (100 тройских унций) платина (50 тройских унций) серебро (5 тыс. тройских унций)	золото (100 тройских унций) серебро (5 тыс. тройских унций)
другие металлы	медь (25 тыс. фунтов)	медь (25 тыс. фунтов)
энергетические товары	сырая нефть (1 тыс. баррелей) бензин (42 тыс. галонов) природный газ (10 тыс. млн. Btu)	сырая нефть (1 тыс. баррелей) бензин (42 тыс. галонов) природный газ (10 тыс. млн. Btu)
сельскохозяйственные продукты	пшеница (20 тонн) свинина (40 тыс. фунтов) сахар (112 тыс. фунтов) хлопок (50 тыс. фунтов)	кофе (37,5 тыс. фунтов) какао (10 тонн) кукуруза (5 тыс. bu)

¹ Объем стандартного контракта.

Источник: *The Wall Street Journal*. — 1997. — Aug. 5.

Оборот биржевой торговли дериватами составил 1,14 трлн. долл. в день в середине 90-х гг., подавляющая часть которой была связана с торговлей процентными дериватами. В отличие от внебиржевой торговли, биржевая торговля дериватами сильнее сконцентрирована в нескольких ведущих странах — Великобритании, США, ФРГ. Крупнейшие европейские биржи, на которых осуществляется торговля дериватами, — London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), Marche a

Terme International de France (MATIF), Deutsche Terminborse (DTB); в США — Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Board Options Exchange (CBOE), Chicago Mercantile Exchange (CME). В отличие от внебиржевого рынка, биржевой рынок дериватов обеспечивает большую прозрачность и стандартизированность торговли, более высокую отлаженность расчетных механизмов и снижение тем самым степени финансовых рисков, развитую систему электронной связи между биржами, позволяющую за-

частую осуществлять сделки даже в то время, когда биржа закрыта, и в целом совершенную правовую систему регулирования.

Внебиржевая торговля

Внебиржевой рынок называется термином *over-the-counter* (ОТС), для чего нет подходящего русского эквивалента, и включает торговлю между банками, дилерами, брокерами, инвестиционными и иными компаниями, частными лицами и пр. На него приходится основная доля торговли финансовыми дериватами на мировом рынке. Обобщение информации по внебиржевому рынку производится ЦБ в рамках периодически производимых обзоров этого рынка. Поскольку большая часть деятельности по торговле дериватами показывалась банками за пределами своих балансов, как забалансовые статьи, статистика данного сегмента рынка очень неполная. Так же как и на биржевом рынке, подавляющая доля заключаемых дериватных контрактов во внебиржевом обороте приходится на валютные и процентные дериваты, тогда как роль дериватов на акции и товарных дериватов незначительна (табл. 5.6). Однако, в отличие от биржевого рынка, валютные дериваты во внебиржевой торговле играют более существенную роль. Более половины сделок с валютными дериватами совершается между партнерами, находящимися в разных странах.

На внебиржевом рынке полностью доминируют дериватные контракты типа форвардов, в частности он является основной площадкой международной торговли процентными и валютными свопами и другими основанными на свопах дериватами, такими как процентные коллары, потолки, полы, свопционы. В валютных свопах доминирует доллар, который участвует как одна из двух обмениваемых валют в 82% сделок. Марка и иена участвуют соответственно в 32 и 25% свопов. Только 6% валютных свопов заключаются по валютам, исклю-

чая доллар, иену и марку. На внебиржевом рынке преобладают краткосрочные дериватные контракты — около 80% контрактов заключаются на срок до года. Объем торговли дериватами на внебиржевом рынке в середине 90-х гг. составлял, по оценкам, 880 млрд. долл. в день, из которых 720 млрд. приходилось на валютные свопы и большая часть остального — также на валютные свопы. В числе прочих дериватов кроме валютных свопов, которые продаются на внебиржевом рынке, можно отметить непосредственные процентные форварды и процентные опционы. Основным мировым центром внебиржевой торговли финансовыми дериватами является Лондон, который более чем в 2 раза опережает по объемам торговли находящиеся на втором месте города США (Нью-Йорк, Чикаго, Филадельфию и др.). Далее следуют Токио, Сингапур, Гонконг.

Преимущества внебиржевого рынка по сравнению с биржевым заключаются в большей гибкости контрактной системы, быстром внедрении финансовых инноваций, отлаженной системе двусторонних банковских расчетов, которая основывается на традиционных межбанковских сделках, национальных механизмах банковского регулирования и контроля, которые применяются к участвующим в торговле дериватами банкам. В конце XX в. объемы внебиржевого рынка дериватов еще более увеличились благодаря созданию системы взаимных зачетов требований и залогов, что привело к сокращению кредитных рисков.

Макроэкономическое значение международного рынка финансовых дериватов заключается в том, что он выступает рыночным механизмом регулирования финансовых дисбалансов, основанным более на объективных закономерностях соотношения спроса и предложения на валюту, кредит, акций и товары, чем на межгосударственном административном регулировании. Рынок финансовых дериватов предоставляет также хорошие рыночные возможности страхования от

валютных процентных и иных финансовых рисков, что стабилизирует международную торговлю товарами, услугами и финансовыми инструментами в частности и международную экономику в целом. Регулирование рынка дериватов осуществляется преимущественно на национальном уровне и направлено не столько на ограничение торговли финансово рискованными инструментами, сколько на укрепление механизмов внутрикорпорационного управления рисками, транспарентности и рыночной инфраструктуры. Модель управления рыночными рисками, связанными с дериватами, включена составной частью в рекомендации Базельского комитета по банковскому надзору, который совместно с Международной организацией комиссий по ценным бумагам разработал минимальные информационные стандарты публикации данных о торговле дериватами. В целях укрепления рыночной инфраструктуры рынков дериватов центральные банки и крупнейшие биржи рассматривают возможности создания многостороннего механизма информации о тех коммерческих банках, дилерах, брокерах и других операторах, вовлеченность которых в дериватные рынки слишком высока и представляет потенциальную угрозу неплатежеспособности или банкротства.

Итак, финансовые дериваты представляют собой инструменты торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу, такому как товар, акции, валюта или процентная ставка. Международная торговля дериватами осуществляется на основе двух основных типов контрактов — контрактов типа форвардов, в соответствии с которыми стороны договариваются об обмене реальным или финансовым активом в количестве, определенном в контракте, в определенную дату в будущем по согласованной сегодня цене, и контрактов типа опционов, дающих покупателю за определенную плату право, которое не является его обязательством, купить или продать на основе стандартного конт-

ракта реальный или финансовый актив в период до определенной даты в будущем по зафиксированной сегодня цене. К первому типу контрактов относятся фьючерсы — те же форварды, но торгуемые в стандартизированном виде на биржах, и свопы (валютные, процентные, товарные, на акции), в рамках которых стороны договариваются об обмене активами сегодня и их обратном обмене в будущем на основе согласованных правил. Ко второму типу контрактов относятся опционы — валютные, процентные, товарные и опционы на акции, которые могут быть сконструированы либо по американскому стилю, предоставляющему возможность исполнения опциона в любой день до истечения его срока или непосредственно в день истечения, либо по европейскому стилю, требующему его исполнения только в день истечения. С точки зрения организации международной торговли дериватами они делятся на дериваты, продаваемые на биржах, и дериваты, продаваемые вне бирж. К середине 90-х гг. объем торговли дериватами достиг порядка 2 трлн. долл. в день, из которых более половины приходилось на международную торговлю и более 60% осуществлялось вне бирж. Характерные черты мирового рынка финансовых дериватов состоят в том, что удельный вес дериватов, торгуемых на биржах, постепенно сокращается на фоне соответствующего роста объемов торговли дериватами вне бирж; по объему торговли валютные и процентные дериваты абсолютно доминируют над товарными дериватами и дериватами на акции; более половины торговли дериватами является международной, и ее доля растет по сравнению с торговлей дериватами внутри отдельных стран; американский доллар выступает основной валютой, в которой выражены финансовые дериваты. Биржевая торговля дериватами сконцентрирована в Великобритании, США, ФРГ; основными мировыми центрами внебиржевой торговли дериватами являются Лондон, города США (Нью-Йорк, Чикаго, Филадельфия), Токио, Сингапур, Гонконг.

5. РЕЗЮМЕ

1. Торговля валютой на мировом рынке осуществляется путем сделок спот, обмена двумя валютами на основе проты стандартизированных контрактов с расчетами по ним в течение до двух рабочих дней; прямых форвардов, структурно близких к сделкам спот, сделок по обмену двумя валютами на основе контрактов, предусматривающих расчеты спустя более чем два рабочих дня; свопов, сделок, предусматривающих обмен определенным количеством двух валют и обратный обмен такими же количествами валют в согласованную дату в будущем; фьючерсов, стандартизированных форвардных контрактов, торговля которыми происходит на биржах; и опционов, контрактов, дающих покупателю право, которое не является его обязательством, купить или продать валюту на основе стандартного контракта в определенный день по зафиксированной цене. Оборот мирового валютного рынка составил в 1995 г. 1,2 трлн. долл. в день и может достичь 2 трлн. к 2000 г. В структуре торговли 41% приходится на сделки спот, 53 — на форварды и свопы и 6% — на фьючерсы и опционы. Доллар продолжает доминировать на мировом валютном рынке. На него приходится 83% (из 200) всех сделок с валютой. Наиболее активно торгуемые пары валют следующие: доллар—марка, доллар—иена, доллар—фунт, доллар—франк, доллар—канадский доллар, французский франк—марка, доллар—лира, марка—иена, марка—фунт. Географически валютный рынок сильно концентрирован: в Лондоне, Нью-Йорке и Токио происходит 55% мировой торговли валютой, причем Лондон абсолютно доминирует с долей в 30%. Основной смысл коммерческой торговли валютой на мировом рынке заключается в арбитраже, предполагающем покупку валюты или другого актива (товара, ценных бумаг) на одном рынке, ее немедленную продажу на другом рынке и получение прибыли в силу различия цены покупки и цены продажи. В связи с использова-

нием нескольких валют в международных сделках возникают валютные риски, которые могут быть связаны потенциальной возможностью изменения валютного курса и расчетными рисками, возникающими в результате сбоя в системе международных расчетов по валютным операциям. Риски изменения валютного курса погашаются путем компенсационных действий, предпринимаемых покупателем или продавцом на валютном рынке, чтобы предохранить свой доход в будущем от изменения валютного курса, так называемого хеджирования. Расчетные риски предлагаются минимизировать путем создания многосторонней расчетной системы.

2. Долговые обязательства подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника. По сроку погашения долговые обязательства бывают долгосрочными, краткосрочными и кредитами МВФ, которые не классифицируются по сроку погашения; по типу заемщика — государственными, гарантированными государством и частными; по типу кредитора долговые обязательства делятся на официальный долг и частный долг. Официальные долговые обязательства подразделяются на обязательства перед международными организациями и двусторонние обязательства. Частные долговые обязательства делятся на ноты и коммерческие бумаги — средние и краткосрочные негарантированные расписки на предъявителя, выпущенные на свободный рынок со скидкой от объявленной стоимости; банковские займы — займы, выдаваемые банками частному бизнесу как внешний источник финансирования; и облигации, представляющие собой ценные бумаги со средним сроком погашения в 3–10 лет, издающиеся под залог корпоративного или личного имущества. Кумулятивный итог международного финансирования с помощью долговых инструментов составил в середине 90-х гг. около 1 трлн. долл. в год. Современные теории внешнего долга концентрируются на анализе

его масштабов и механизмах списания для наименее развитых стран на основе концепции долговой кривой Лаффера, показывающей оптимальный уровень внешней задолженности, позволяющий государству-должнику поддерживать приемлемые для кредиторов платежи по внешнему долгу. Реструктуризация долга включает меры, принимаемые по согласию должников и кредиторов, направленные на поддержание платежеспособности должников в средне- и долгосрочной перспективе, и предусматривает перенос сроков платежей, сокращение суммы долга или рекапитализацию. Реструктуризация внешнего долга происходит при согласии Парижского и Лондонского клубов кредиторов и при финансовой поддержке МВФ.

3. Титулы собственности на мировом рынке представлены в виде акций, представляющих собой ценные бумаги, подтверждающие право их владельца на долю в капитале компании, дающие ему право голосовать на ежегодных собраниях акционеров, избирать директоров и получать в виде дивидендов долю от прибыли компании, а также депозитарных расписок — ценных бумаг, выпускаемых национальным банком и подтверждающих его владение акциями иностранных компаний. В 1995 г. объем международного размещения титулов собственности составил 44 млрд. долл., причем 75% из них пришлось на развитые страны и 25% — на развивающиеся. На акции приходится около 80% всех новых международных размещений титулов собственности, а на депозитарные расписки — не более 20%. Международный рынок титулов собственности делится на зрелые рынки и развивающиеся рынки. Зрелые рынки представлены рынками акций предприятий США, Японии и стран ЕС, характеризующихся большой удельной долей организованной торговли через биржи, высоким уровнем рыночной капитализации и отработанной системой организационного и правового обеспечения торговли акциями. Понятие развивающихся рынков объединяет рынки акций развивающихся стран и стран

с переходной экономикой, характеризующиеся высокими темпами роста, повышенным риском, низким уровнем рыночной капитализации и формирующимся механизмом правового регулирования.

4. Финансовые дериваты представляют собой инструменты торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу, такому как товар, акции, валюта или процентная ставка. Международная торговля дериватами осуществляется на основе двух основных типов контрактов — контрактов типа форвардов, в соответствии с которыми стороны договариваются обменяться реальным или финансовым активом в количестве, определенном в контракте, в определенную дату в будущем по согласованной сегодня цене, и контрактов типа опционов, дающих покупателю за определенную плату право, которое не является его обязательством, купить или продать на основе стандартного контракта реальный или финансовый актив в период до определенной даты в будущем по зафиксированной сегодня цене. К первому типу контрактов относятся фьючерсы — те же форварды, но торгуемые в стандартизированном виде на биржах, и свопы (валютные, процентные, товарные, на акции), в рамках которых стороны договариваются об обмене активами сегодня и их обратном обмене в будущем на основе согласованных правил. Ко второму типу контрактов относятся опционы — валютные, процентные, товарные и опционы на акции, которые могут быть сконструированы либо по американскому стилю, предоставляющему возможность исполнения опциона в любой день до его истечения или непосредственно в день истечения, либо по европейскому стилю, требующему его исполнения только в день истечения. С точки зрения организации международной торговли дериватами они делятся на дериваты, продаваемые на биржах, и дериваты, продаваемые вне бирж. К середине 90-х гг. объем торговли дериватами достиг порядка 2 трлн. долл. в день, из которых более половины при-

ходилось на международную торговлю и более 60% осуществлялось вне бирж. Характерные черты мирового рынка финансовых дериватов состоят в том, что удельный вес дериватов, торгуемых на биржах, постепенно сокращается на фоне соответствующего роста объемов торговли дериватами вне бирж; по объему торговли валютные и процентные дериваты абсолютно доминируют над товарными дериватами и дериватами на акции; более половины

торговли дериватами является международной, и ее доля растет по сравнению с торговлей дериватами внутри отдельных стран; американский доллар выступает основной валютой, в которой выражены финансовые дериваты. Биржевая торговля дериватами сконцентрирована в Великобритании, США, ФРГ; основными мировыми центрами внебиржевой торговли дериватами являются Лондон, города США (Нью-Йорк, Чикаго, Филадельфия), Токио, Сингапур, Гонконг.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Какие формы международной торговли валютой вам известны?

2. Какова структура международного валютного рынка и каковы его объемы?

3. Торговля какими валютами играет основную роль на международном валютном рынке? Кто выступает основными партнерами по торговле?

4. Что такое валютный арбитраж, как и для чего он осуществляется, каковы его основные формы?

5. Какие риски относятся к валютным и какие способы защиты от этих рисков существуют в рыночной практике?

6. Чем незащищенный процентный арбитраж отличается от защищенного?

7. Опишите структуру международного кредитного рынка.

8. Каковы основные источники международного долгового финансирования? Какие из них играют основную роль для государственного и частного финансирования?

9. Что такое синдикативные кредиты и в чем заключается механизм традиционного синдицирования?

10. Объясните экономический смысл еврокоммерческих бумаг.

11. Какие основные аналитические инструменты используются для оценки уровня внешней задолженности?

12. Как классифицируются страны по уровню внешней задолженности?

13. Что показывает долговая кривая Лаффера?

14. Как работает механизм реструктуризации внешнего долга?

15. Какова структура международного рынка титулов собственности?

16. Охарактеризуйте общие черты и различия между зрелыми и развивающимися рынками титулов собственности?

17. Дайте определение финансовым дериватам. К каким основным активам они могут быть привязаны?

18. Какие финансовые дериваты продаются на международном рынке на основе контрактов типа форвардов?

19. Как рассчитывается чистая текущая стоимость финансового инструмента?

20. Какие финансовые дериваты продаются на международном рынке на основе контрактов типа опционов?

21. Какие основные типы свопов вам известны и в чем их экономическая сущность?

22. Какие основные типы опционов вам известны и в чем их экономическая сущность?

23. От каких факторов зависит цена опциона?

24. Какова структура биржевой торговли финансовыми дериватами?

25. Какова структура внебиржевой торговли финансовыми дериватами?

Проблемы для обсуждения

26. Согласно западным аналитикам, российский рынок иностранной валюты находится под сильным влиянием цен на ГКО. В каком случае это заключение справедливо и каковы основные направления этого влияния?

27. Летом 1997 г. произошли следующие события: Россия разместила очередной выпуск еврооблигаций на мировом финансовом рынке, московское правительство также завершило размещение своих еврооблигаций, Лондонский клуб успешно закончил переговоры о реструктуризации российского частного долга, Федеральная резервная система США повысила ставку рефинансирования на 0,5 процентного пункта. Как, с вашей точки зрения, это могло отразиться на ценах на российские долговые обязательства на мировом рынке? Почему?

28. Согласно Указу Президента России, в середине 1997 г. участие иностранных акционеров в капитале "Газпрома" было ограничено 9% его акционерного капитала. Часть акций "Газпрома" котировалась на мировом рынке в форме АДР и могла быть куплена нерезидентами (стоимость на 16 июля 1997 г. — 31,3 DM на Франкфуртской фондовой бирже). При этом нерезидентам запрещалось приобретать, даже через посредство резидентов, акции "Газпрома", продававшие-

ся на внутрироссийском рынке (стоимость на 16 июля 1997 г. — 3561 руб. на Московской фондовой бирже). Насколько такая политика была оправдана экономически? Были ли возможности для арбитража?

29. Кредитный комитет Банка России принял решение с 15 июля 1997 г. снизить ориентировочную доходность по операциям нерезидентов на рынке государственных ценных бумаг с 11 до 9% годовых. Какие макроэкономические тенденции в России и в мире могли лежать в основе такого решения? Каковы могут быть его последствия?

30. РИА "Росбизнесконсалтинг" периодически публикует в газете "Финансовые известия" котировки фьючерсных и форвардных контрактов на доллар США. Данные о фьючерсных контрактах представляют собой средневзвешенные котировки на предыдущий день по всем биржам Москвы и Санкт-Петербурга на закрытие последней торговой сессии, а данные о форвардных контрактах представляют собой средние котировки по крупнейшим операторам только Москвы. Учитывая институциональные различия между двумя типами контрактов, насколько различны должны быть форвардные и фьючерсные котировки курса доллара на одну и ту же дату в будущем? Какая из них скорее всего будет выше и почему?

Задачи

31. На межбанковском международном валютном рынке котируются следующие курсы (долларов за 1 фунт стерлингов):

	Покупка	Продажа
Нью-Йорк	1,6285	1,6295
Лондон	1,6305	1,6315

а) существует ли возможность для двустороннего арбитража, учитывая, что транзакционные издержки составляют 1%, 0,1%, 0,01%?

б) какую прибыль может получить арбитражист на каждый фунт, купленный в Нью-Йорке и проданный в Лондоне?

в) если арбитражист располагает 3 млн. долл., какую прибыль он может получить на одной арбитражной операции?

32. В Нью-Йорке курс доллара к марке составляет 1 долл. = 1,6895 немецкой марки и доллар к иене 1 долл. = 145,4 иены. В то же время в Лондоне 1 марка = 85,84 иены.

а) Если транзакционные издержки отсутствуют, существует ли возможность для трехстороннего арбитража?

б) Каков кросс-курс доллара к марке?

в) Насколько кросс-курс отличается от прямой котировки?

г) Какова прибыль на 1 доллар от трехстороннего арбитража?

д) Если арбитражист располагает 3 млн. долл., какую прибыль он получит?

33. Американская фирма 1 июня подписала контракт на приобретение нового швейцарского оборудования стоимостью 450 000 SF, платеж за который должен состояться 1 сентября. На 1 июня $1SF = 0,5412\$$. Фьючерсный контракт на швейцарский франк на сентябрь продавался по курсу $1SF = 0,5424\$$. По этому курсу американская фирма купила четыре форвардных контракта с поставкой франков 1 сентября на 125 000 SF каждый. 15 августа курс составил $1SF = 0,6029\$$, по которому фирма ликвидировала свои форвардные контракты и одновременно купила франки по курсу спот $1SF = 0,6021\$$.

а) По какому эффективному курсу фирма приобрела необходимые ей франки?

б) Если 15 августа курс спот составил бы $1SF = 0,4882\$$, а курс продажи форвардных контрактов составил бы $1SF = 0,4890\$$, по какому эффективному курсу фирма приобрела необходимые ей франки?

в) В чем заключается принципиальное различие между случаями а и б?

34. Банк может взять кредит под фиксированный процент в размере 11,5% или под ЛИБОР. Компания может взять кредит под фиксированные 14% или под ЛИБОР плюс 1 процентный пункт. Банки компании заключают процентный своп на следующих условиях: банк размещает облигации на 50 млн. под фиксированный процент в размере 11,5%, а компания выпускает облигации на 50 млн. под плавающий процент на уровне 1 пункт сверх ЛИБОР. Компания в последующем выплачивает купон в размере 12% банку, а банк платит процент на уровне ЛИБОР компании. Рассчитайте:

а) эффективный процент, под который компания разместила свои облигации с учетом процентного свопа;

б) эффективный процент, под который банк разместил свои облигации с учетом процентного свопа;

в) насколько ниже оказалась стоимость займа для банка и для компании.

Глава 6

АВТОМАТИЧЕСКАЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОРРЕКТИРОВКА ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

AD кривая
AS кривая
AS-AD модель
IS кривая
IS-LM-BP модель
Крест Самуэльсона
LM кривая
Макроэкономическая корректировка
автоматическая
целенаправленная
Модель доходов-расходов
Мультипликатор
закрытой экономики
открытой экономики

Предельная склонность
к импорту
к потреблению
к сбережению
Совокупное предложение
в краткосрочной перспективе
в долгосрочной перспективе
Совокупный спрос
Шок
от внутренних цен
от зарубежной процентной
ставки
от зарубежных цен

1. ДОХОДЫ И РАСХОДЫ В ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКЕ (КЕЙНСИАНСКАЯ МОДЕЛЬ)

Проблема макроэкономической корректировки возникает, когда под воздействием какого-либо экономического шока экономика выходит из равновесного состояния.

@ *Макроэкономическая корректировка* (macroeconomic adjustment) — приведение экономики в равновесное состояние или в состояние стабильности, когда имеющиеся дисбалансы надежно покрываются гарантированными источниками финансирования.

Макроэкономическая корректировка постоянно осуществляется в любой экономике независимо от действий, предпринимаемых или не предпринимаемых правительством, как следствие самонастройки рыночной экономики под воздействием базовых сил спроса и предложения. Она может стать также результатом осуществления целенаправленных мероприятий, обычно по решению органов исполнительной власти,

для быстрого исправления выявленных дисбалансов (дефицита бюджета или платежного баланса) и достижения других целей экономической политики. Соответственно, макроэкономическая корректировка бывает автоматической и целенаправленной.

• *Автоматическая корректировка* (automatic adjustment) — макроэкономическая корректировка в результате действий экономических законов.

• *Целенаправленная корректировка* (discretionary adjustment) — макроэкономическая корректировка путем использования правительством инструментов экономической политики.

Как автоматическая, так и целенаправленная корректировка может осуществляться в условиях фиксированного и плавающего валютного курса через изменения цен, процентных ставок, дохода. Она может иметь характер срочных одноразовых мер или носить характер долгосрочных преобразований структуры экономики на основе целенаправ-

ленной политики приватизации, демонаполизации, государственной поддержки наиболее перспективных отраслей и т.д.

Теоретический анализ открытой экономики может осуществляться на раз-

ных уровнях сложности и глубины проникновения в проблемы. Простейшая модель, позволяющая анализировать развитие открытой экономики, основана на разработанном в 30-е гг. Дж. Кейнсом подходе к анализу экономики

Биографическая справка 6.1



Джон Мэйнард Кейнс (John Maynard Keynes) (1883–1946) — великий экономист XX столетия, чье имя стоит в одном ряду с такими гигантами экономической мысли, заложившими основы международной экономики, как Адам Смит, Давид Рикардо и Альфред Маршалл. Его отец — Джон Невилл Кейнс — был известным английским экономистом, автором опубликованной в 1891 г. книги “The Scope and Method of Political Economy”. Получив начальное образование в Итоне, Джон Мэйнард Кейнс закончил в 1905 г. Королевский колледж Кембриджского университета и получил диплом математика. После этого там же под руководством Альфреда Маршалла и Артура Пигу он изучал экономику. Проработав пару лет в государственных организациях, где он занимался финансовыми проблемами Индии и написал об этом книгу, Кейнс вернулся в Оксфорд в качестве преподавателя экономики и защитил

там диссертацию. С началом первой мировой войны Кейнс перешел на работу в британское казначейство и в 1919 г. был назначен представителем на Версальской мирной конференции. Несогласие с экономической стороной Версальского договора привело к отставке Кейнса из казначейства и публикации статьи “Economic Consequences of the Peace” (“Экономические последствия мира”), которая сделала его мировой знаменитостью. Вернулся он туда только в 1940 г. и занимался вопросами финансирования британской экономики во время второй мировой войны. Получив за заслуги титул лорда в 1942 г., Кейнс начал размышлять об основах устройства международной экономики в послевоенный период. Его идеи легли в основу создания существующих и поныне бреттон-вудских институтов — МВФ и Мирового банка.

Жизнь Кейнса была бурной. В 1925 г. он женился на Лидии Лопоковой, бывшей прима-балерине Дягилевского балета, жившей в Париже. Кейнс спекулировал на бирже, консультировал частный бизнес, был председателем страховой компании, занимался публицистикой, редактировал престижный экономический журнал.

Бомба разорвалась в 1936 г., когда Кейнс опубликовал книгу “General Theory of Employment, Interest and Money” (“Общая теория занятости, процента и денег”), практически впервые предложив отличный от неоклассического подход к макроэкономике в целом. Теория была настолько неожиданна, что ее критика началась еще до того, как тираж был распродан. Подобно большинству сочинений Смита, Рикардо, Маркса, Маршалла, книга Кейнса была плохо структурированной, полной неясностей, отхождений от темы. Поэтому Кейнса также сразу начали адаптировать, упрощать, объяснять, иллюстрировать, и в большей части неудачно. П. Самуэльсон как-то хорошо объяснил, почему Кейнса пришлось объяснять: “Общая теория — ужасно написанная книга, она плохо организована. Она полна иллюзий и путаницы. Сама кейнсианская теория в ней изложена неясно. Вспышки озарений и интуиции перемежаются со скучнейшей алгеброй. Когда в конце концов ее одолеешь, то оказывается, что анализ в ней очевиден и в то же время нов. Короче говоря, это работа гения”. Так Кейнс стал одним из экономистов, более 30 томов трудов которого все цитируют, но никто полностью не читал.

Основные труды: “Indian Currency and Finance”, 1918; “The Economic Consequences of the Peace”, 1919; “A Treatise on Probability”, 1921; “A Tract on Monetary Reform”, 1923; “A Short View of Russia”, 1925; “A Treatise on Money”, 2 vols, 1930; “Essays in Persiasion”, 1931; “Essays in Biography”, 1933; “The General Theory of Employment, Interest and Money”, 1936; “How to Pay for the War”, 1940.

через соотношение доходов и расходов (*биографическая справка б.1*). Соответственно, сначала будет рассмотрена структура базовой кейнсианской модели закрытой экономики, затем она будет распространена на малую открытую экономику и, наконец, на большую открытую экономику, взаимодействующую с остальным миром.

Базовая модель закрытой экономики

Кейнсианская модель открытой экономики основывается на ряде допущений, которые, с одной стороны, призваны максимально упростить структуру экономики, чтобы выделить главные взаимосвязи, а с другой — неизбежно отрывают модель от реальной жизни и весьма затрудняют ее практическое использование. В числе основных допущений, на которых строится базовая кейнсианская модель, следующие:

- Неизменность всех цен в экономике — цен товаров (инфляция отсутствует), капитала (процентных ставок), труда (зарплата) и иностранной валюты (фиксированный режим валютного курса). Фактически это означает, что факт существования денежного сектора и денежных инструментов регулирования экономики моделью не учитывается.

- Существует безработица, экономика оперирует при неполноте использованных трудовых ресурсов и имеет потенциал экстенсивного роста за счет увеличения производства путем простого увеличения количества занятых.

- Объемы капитала как фактора производства, имеющегося в экономике, неизменны. Например, полагается, что бюджетного сектора не существует, т.е. такого фактора, как правительственные бюджетные расходы, являющиеся важнейшим стимулятором и регулятором экономического развития, просто нет.

Модель представляет собой простое соотношение доходов и расходов. Под доходами (Y) понимается обычно один из показателей дохода — национальный доход, ВВП или ВВП. По определению,

доходы могут использоваться только на потребление (C) или на сбережение (S). Поэтому ключевой задачей модели доходов-расходов является определение функции потребления (*consumption function*) и функции сбережения (*saving function*). То, сколько каждый человек может потреблять и сберегать, напрямую зависит от объемов его доходов и расходов. Соответственно, в экономике в целом уровни потребления и сбережений зависят от уровня дохода:

$$Y = C(Y) + S(Y). \quad (6.1)$$

Перегруппировав слагаемые в этом уравнении, нетрудно показать, что сбережения — это та часть совокупного дохода, которая не была потреблена и, соответственно, что потребляться может только та часть дохода, которая не превращается в сбережения. Если показать на горизонтальной оси уровень дохода, а на вертикальной — уровень расходов, то экономика, как известно, будет находиться в равновесии, когда доходы равны расходам (рис. 6.1). Это равенство возникает в любой точке на биссектрисе — луче, который делит угол пополам. Расходы состоят из расходов на потребление (C) и расходов на инвестиции (I). Их экономическое содержание различно.

Потребление полагается эндогенным показателем, зависящим от уровня дохо-

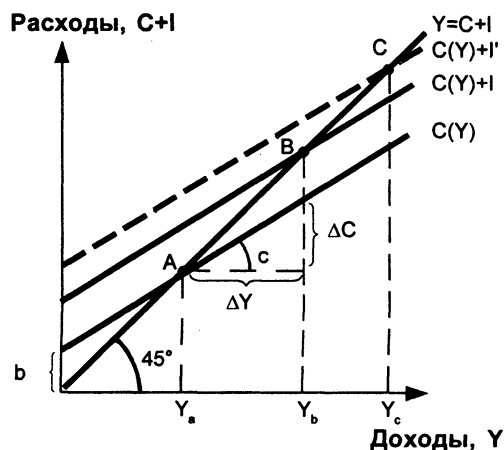


Рис. 6.1. Модель доходов-расходов: функция потребления

дов, т.е. функцией от дохода $C(Y)$. С ростом доходов потребление увеличивается, с уменьшением — сокращается. Функция потребления является простой линейной функцией типа:

$$C = cY + b. \quad (6.2)$$

Переменная b показывает точку пересечения прямой функции спроса с осью расходов и означает, что в экономике существует некоторый спрос, даже если доходы равны нулю, — за счет прошлых сбережений, кредитов и других источников (рис. 6.1). Коэффициент c представляет собой угол наклона прямой функции потребления по отношению к оси доходов и измеряет предельную склонность к потреблению.

@ *Предельная склонность к потреблению* (marginal propensity to consume, c) — изменение в уровне потребления (ΔC) в результате получения дополнительной единицы дохода (ΔY):

$$c = \frac{\Delta C}{\Delta Y}. \quad (6.3)$$

Экономическое равновесие в стране достигается в точке A , в которой прямая функции спроса пересекает биссектрису, образуя графическую фигуру в виде креста, которая используется для объяснения кейнсианской модели доходов-расходов.

@ *Крест Самуэльсона* (Samuelson cross) — графическое представление модели доходов-расходов, предложенное П. Самуэльсоном.

Инвестиции считаются экзогенным показателем, который не зависит от уровня дохода, и изменение дохода никак не влияет на изменение уровня инвестиций. Расходы на инвестиции — это просто некоторая фиксированная сумма, которая добавляется к функции потребления, сдвигая ее график несколько вверх. Совокупная функция потребления, учитывающая расходы на инвестиции, пересечет биссектрису в точке B , где

$$Y = C(Y) + I. \quad (6.4)$$

Несмотря на то что условия экономического равновесия определены как равенство доходов расходам, функция текущего либо желаемого потребления в каждой стране своя и неизбежно отклоняется от биссектрисы. В любой точке слева от B текущие расходы на потребление и инвестиции превышают имеющиеся объемы производства, т.е. спрос превышает предложение, что побуждает производство к росту. В любой точке справа от B расходы ниже текущих доходов, в результате чего растут запасы нерезализованных товаров и, как следствие, производство сокращается.

Поскольку доходы могут только либо потребляться, либо сберегаться, функция потребления (6.2) в сочетании с базовым равенством (6.1) позволяет определить и функцию сбережения:

$$Y = cY + b + S(Y), \\ S(Y) = Y - cY - b = -b + (1 - c)Y. \quad (6.5)$$

Если обозначить $(1 - c) = s$, то уравнение функции сбережений примет следующий вид:

$$S(Y) = -b + sY. \quad (6.6)$$

В этом уравнении переменная $(-b)$ показывает уровень пересечения прямой линейной функции сбережений вертикальной оси сбережений, а коэффициент s — наклон графика функции к оси доходов и измеряет предельную склонность к сбережениям (рис. 6.2).

@ *Предельная склонность к сбережению* (marginal propensity to save, s) — изменение в уровне сбережений (ΔS) в результате получения дополнительной единицы дохода (ΔY):

$$s = \frac{\Delta S}{\Delta Y}. \quad (6.7)$$

Поскольку доход тратится не только на сбережения, но и на внутреннее потребление, его увеличение на единицу ведет к росту сбережения меньше, чем на единицу, т.е. $0 < s < 1$. Кроме того, поскольку $s = 1 - c$, очевидно, что сум-

ма предельной склонности к сбережению и предельной склонности к потреблению равна 1, т.е.

$$s + c = 1. \quad (6.8)$$

Сбережения зависят от уровня доходов и являются эндогенными. Инвестиции не зависят от уровня дохода и являются экзогенными. Поскольку инвестиции могут финансироваться только за счет сбережений, экономика находится в равновесии в точке В, где функция сбережений пересекает функцию инвестиций (рис. 6.2). Предельная склонность к сбережениям $s = \Delta S/\Delta Y$. При росте инвестиций до уровня I' равновесие в экономике достигается в точке С при значительно возросшем уровне доходов Y_c .

Закрытая экономика находится в равновесии в точке В на рисунке 6.2, где функция сбережений пересекает прямую инвестиций, т.е. где $I = S$. Это свидетельствует о том, что инвестирование может осуществляться только за счет сбережений. Справа от точки В сбережения превышают инвестиции, что

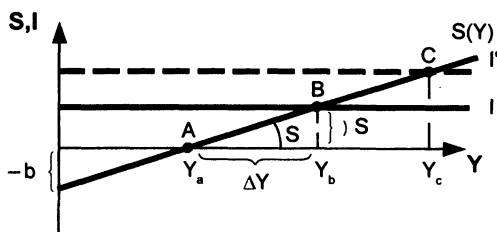


Рис. 6.2. Модель доходов-расходов: функция сбережения

говорит об узости инвестиционных возможностей, а слева — инвестиции превышают сбережения, что не может считаться устойчивой ситуацией, поскольку источники излишних инвестиций рано или поздно иссякнут. При этом инвестиции рассматриваются как инъекция материальных средств в экономику, поскольку за их счет может расширяться производство, а сбережения — как утечка средств из экономики в том смысле, что они не используются для расширения производства (пример 6.1).

Проблема макроэкономической корректировки возникает, когда одна из

Пример 6.1

Допустим, что функция потребления в некоторой стране $C = 100 + 0,75Y$. Это означает, что коэффициент предельной склонности к потреблению составляет 0,75, а уровень потребления, не зависящий от текущего дохода, например за счет сбережений в прошлом, — 100 (млрд. руб. или любых других денежных единиц). Если национальный доход (Y) составляет 1000, то текущее потребление составляет $100 + 0,75 \times 1000 = 850$. Если же уровень дохода увеличивается до 1200, текущее потребление составляет $100 + 0,75 \times 1200 = 1000$.

Функция сбережения также зависит от уровня доходов, вытекает из имеющейся функции потребления и составляет $S = -100 + 0,25Y$. Соответственно, при уровне дохода 1000 уровень сбережения составляет $-100 + 0,25 \times 1000 = 150$. Поскольку в закрытой экономике инвестироваться может только то, что сберегается, экономика находится в равновесии, когда инвестиции равны сбережениям, $150 = 150$. Если доход увеличивается до 1200, то сбережения вырастают до $-100 + 0,25 \times 1200 = 200$. Нетрудно видеть, что и в первом, и во втором случае суммы вычисленных потребления и сбережений равны уровню доходов, т.е. $850 + 150 = 1000$ и $1000 + 200 = 1200$.

При увеличении инвестиций на 100 доход также увеличивается на 100. Этот доход тратится на потребление (предельная склонность к потреблению 0,75) и на сбережение (предельная склонность к сбережению 0,25). Доход, ушедший в сбережение, утекает из системы, а доход, ушедший на потребление, снова инвестируется. В результате на втором этапе инвестируется только $0,75 \times 100 = 75$ единиц дохода, на третьем — $0,75 \times 75 = 56,25$, на четвертом — $0,75 \times 56,25 = 42,19$ и т.д. до тех пор, пока инвестировать окажется нечего. Если сложить рост дохода на каждом этапе ($75 + 56,25 + 42,19 + \dots$), то можно получить финальную цифру роста дохода. Поскольку мультипликатор составит $1 / 0,25 = 1 / 1 - 0,75 = 4$, то рост доходов в результате увеличения инвестиций составит $100 \times 4 = 400$.

переменных уравнения базового экономического баланса по каким-либо причинам изменяется, происходит экономический шок. Например, вырастают инвестиции. Что в этом случае произойдет с доходом? Как скорректируются его размеры? Очевидно, что в результате дополнительных инвестиций доход возрастет, т.е. корректировка будет состоять только из одного этапа:

$$\uparrow I \Rightarrow \uparrow Y.$$

Если по какой-либо причине инвестиции, которые не зависят от уровня дохода, увеличиваются с уровня I до уровня I' , это, тем не менее, приводит к росту доходов. На графике функции потребления прямая совокупных расходов на потребление и инвестиции переместится на уровень $C(Y) + I'$, в результате чего экономика будет в равновесии в точке C , в которой доход увеличится до Y_c (рис. 6.1). Поскольку растет доход, растут и сбережения, ибо они напрямую зависят от уровня дохода. Сбережения увеличиваются до тех пор, пока не сравняются с новым, более высоким уровнем инвестиций в точке C (рис. 6.2). Из графиков видно, что увеличение инвестиций на некоторую величину привело к росту уровня дохода на большую величину. Это происходит из-за того, что часть инвестиций превращается в доход, который инвестируется снова, используется на производственное потребление. В любом случае снова инвестируются те средства, которые не сберегаются и тем самым не утекают из системы, т.е. величина, обратная предельной склонности к сбережениям ($1/s$), называемая мультипликатором. Поскольку предельная склонность к сбережениям и предельная склонность к потреблению в сумме равны единице, мультипликатор может быть записан и как $(1/1 - c)$.

@ *Мультипликатор* (multiplier, k) — коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода (ΔY) в результате получения дополнительной единицы инвестиций (ΔI).

$$k = \frac{\Delta Y}{\Delta I} = \frac{1}{s} = \frac{1}{1 - c}. \quad (6.9)$$

Мультипликатор показывает, на сколько единиц в закрытой экономике увеличится доход в результате роста инвестиций на единицу. Поскольку $s < 1$ и $c < 1$, $k > 1$. Более того, чем меньше предельная склонность к сбережению, т.е. чем ближе к горизонтали график сбережений, тем больше размер мультипликатора. Да это и понятно: чем меньше сберегается, тем больше средств остается на потребление и, следовательно, может снова инвестироваться.

@ *Модель доходов-расходов* (income-expenditure model) — разработанная Дж. Кейнсом модель автоматической корректировки доходов в односекторальной экономике через механизм мультипликации расходов в условиях неполной занятости, постоянства всех цен и отсутствия государственного сектора.

Таким образом, закрытая экономика при фиксированном уровне цен находится в состоянии равновесия, когда текущее потребление равно доходам или, что то же самое, когда сбережения равны инвестициям. Экономический шок, выражающийся в росте вложений капитала в экономику, приводит к относительно большему росту доходов в результате эффекта мультипликации. Размер мультипликатора зависит от предельной склонности к сбережениям. На основе рассмотренной выше базовой кейнсианской модели доходов-расходов в закрытой экономике нетрудно построить модель открытой экономики. При этом, как обычно, сначала можно предположить, что исследуется малая экономика, т.е. изменение спроса в ней не оказывает сколько-нибудь существенного влияния на остальные страны мира, а затем распространить этот анализ и на большие страны, любые сдвиги спроса в которых оказывают существенное влияние на международную экономику.

Корректировка в малой открытой экономике

В соответствии с простейшей кейнсианской моделью открытая экономика отличается от закрытой только тем, что в первой учитывается внешняя торговля — экспорт и импорт. При этом импорт (IM), как потребление и сбережения, считается эндогенной переменной, зависящей от объемов доходов [$IM(Y)$]. Эта функциональная зависимость многократно подтверждена эмпирически и основана на том, что потребление импортной продукции может рассматриваться как составная часть национального потребления в целом наряду с потреблением продукции, произведенной внутри страны. Поэтому и изменения в уровне импорта ΔIM , так же как и изменения в уровне сбережений ΔS , вызываются, стимулируются развитием дохода, или, как принято говорить, индуцируются (induced) тенденциями развития дохода. Как и сбережения, импорт считается утечкой капитала из экономики, поскольку средства резидентов тратятся на товары, произведенные за рубежом. Экспорт (X), как и инвестиции, полагается экзогенной переменной, не зависящей от объемов дохода в данной стране и определяемой спросом других стран на ее продукцию. Следовательно, любые изменения в уровне инвестиций ΔI и уровне экспорта ΔX являются автономными (autonomous) от уровня дохода. Так же как и инвестиции, экспорт считается инъекцией средств в национальную экономику за счет сбережений других стран.

Графики импорта и экспорта строятся аналогично графикам сбережений и инвестиций (рис. 6.3). Экспорт, не зависящий от доходов, является прямой линией, параллельной оси доходов (Y). Импорт, зависящий от доходов, является наклонной прямой, определяемой функцией типа

$$IM(Y) = imY + d, \quad (6.10)$$

где d — точка пересечения с вертикальной осью, на которой отложены экспорт

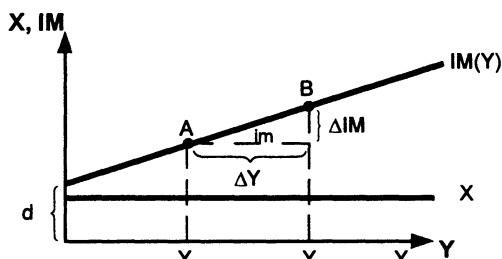


Рис. 6.3. Модель доходов-расходов: функции экспорта и импорта

и импорт, показывающая уровень импорта при нулевом уровне дохода за счет иных источников, например кредитов, прошлых сбережений. Величина d называется автономным импортом, т.е. импортом, не зависящим от уровня доходов. Величина $im \times Y$ называется индуцированным импортом, показывающим размер импорта, зависящего от уровня дохода. Угол наклона прямой im показывает изменение в объеме импорта ΔIM в результате изменения в уровне дохода ΔY и называется предельной склонностью к импорту.

@ *Предельная склонность к импорту* (marginal propensity to import, im) — изменение в уровне импорта (Δim) в результате получения дополнительной единицы дохода (ΔY):

$$im = \frac{\Delta IM}{\Delta Y}. \quad (6.11)$$

Поскольку доход тратится не только на импорт, но и на внутреннее потребление и сбережение, его увеличение на единицу ведет к росту импорта значительно меньше, чем на единицу, т.е. $0 < im < 1$. Как установлено выше, экономика находится в равновесии, если сбережения равны инвестициям. Если добавить экспорт к инвестициям, а импорт — к сбережениям, то экономика может быть в равновесии только тогда, когда экспорт равен импорту:

$$I + X = S(Y) + IM(Y). \quad (6.12)$$

Если перенести импорт и экспорт в одну сторону, а инвестиции и сбережения — в другую, то получится известное

из общей теории экономики уравнение, говорящее, что превышение внутренних инвестиций над сбережениями должно финансироваться за счет положительного сальдо торгового баланса, по сути за счет притока капитала из-за рубежа. Малая открытая экономика находится в состоянии равновесия, когда выполняются условия уравнения (6.12). Графически это означает, что изображенные на рисунке 6.3 параметры функции инвестиций должны быть увеличены на размер экспорта, а сбережений — на величину импорта. В результате горизонтальная прямая графика инвестиций (I) сместится вверх на уровень $I + X$, а прямая функции сбережений не только сместится вверх на размер не зависящего от уровня сбережений импорта d , но и увеличит угол наклона по отношению к оси доходов (Y) на размер предельной склонности к импорту im . В результате изначальное равновесие в открытой экономике возникнет в точке A, где прямая суммы инвестиций и экспорта пересечет прямую функции суммы сбережений и импорта (рис. 6.4).

Проблема макроэкономической корректировки для малой открытой экономики встает тогда, когда возникает некоторое изменение внешних условий ее функционирования. В простейшем случае, например, за рубежом неожиданно увеличивается спрос на экспортные товары данной страны. Причин, почему это может произойти, масса. Например, страна — главный торговый партнер —

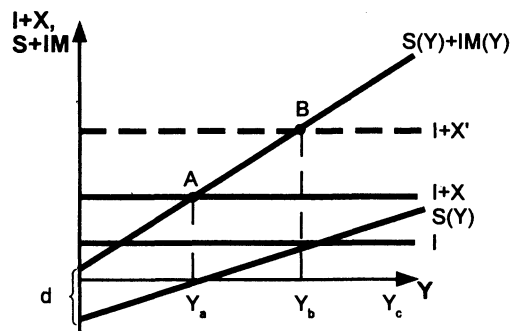


Рис. 6.4. Корректировка дохода в открытой экономике

снизила импортные пошлины, что привело к падению цены импортных товаров на ее внутреннем рынке и увеличению спроса на них. Или возросшие цены на нефть привели к росту спроса на небольшие экономичные автомашины, которые данная малая экономика как раз и экспортирует. Или сама эта страна внедрила новые технологии в производство экспортных товаров, снизила их себестоимость, в результате чего спрос на них из-за рубежа возрос. Если в малой открытой экономике увеличивается экспорт, что связано обычно с ростом спроса на национальные товары из-за рубежа или ростом конкурентоспособности национального экспортного сектора, то ее график переместится несколько выше, например на уровень $I + X'$. Более высокий уровень доходов от возросшего экспорта приводит к повышению уровня дохода с Y_a до Y_b , что позволяет тратить больше средств на сбережения и импорт. В результате точка экономического равновесия перемещается на уровень B.

Из уравнения (6.12) следует, что если сумма инвестиций и экспорта равна сумме сбережений и импорта, то их изменения в результате изменения одного из слагаемых также должны быть равны, т.е.

$$\Delta I + \Delta X = \Delta S(Y) + \Delta IM(Y). \quad (6.13)$$

Изменения в уровне инвестиций и экспорта, по определению, автономны от уровня дохода. А изменения в сбережениях и импорте, напротив, индуцируются им, что алгебраически вытекает из формул (6.7) и (6.11), определяющих, соответственно, предельную склонность к сбережениям и импорту. Если выразить из них, соответственно, ΔS и ΔIM и подставить их значения в правую часть уравнения (6.13), то

$$\Delta I + \Delta X = s\Delta Y + im\Delta Y. \quad (6.14)$$

Откуда

$$\Delta Y = \frac{1}{(s + im)} (\Delta I + \Delta X), \quad (6.15)$$

где множитель $k' = 1 / (s + im)$ является мультипликатором малой открытой экономики.

@ *Мультипликатор малой открытой экономики* (small open-economy multiplier, k') — коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода (ΔY) в результате роста инвестиций (ΔI) или экспорта (ΔX).

Мультипликатор малой открытой экономики иногда называют также мультипликатором внешней торговли. Учитывая также, что $c + s = 1$, его можно записать как

$$k' = \frac{\Delta Y}{\Delta X} = \frac{1}{(s+im)} = \frac{1}{(1-c+im)}. \quad (6.16)$$

Если на минуту отвлечься от экономики и чисто математически сравнить уравнение (6.9) мультипликатора закрытой экономики с уравнением (6.16) мультипликатора малой открытой экономики, то очевидно следующее. Поскольку коэффициент предельной склонности к сбережениям меньше единицы и сумма коэффициентов предельной склонности к импорту и предельной склонности к сбережениям также меньше единицы, оба мультипликатора всегда больше единицы. В открытой экономике размер мультипликатора всегда меньше, чем в закрытой, поскольку знаменатель дроби больше на размер коэффициента предельной склонности к импорту, т.е. $k > k'$. Это означает, что размер утечки средств из экономики в условиях открытого режима ее функционирования больше на размер затрат на импорт. Если экономика закрытая, то импорт отсутствует, $im = 0$, и мультипликатор малой открытой экономики превращается в простой мультипликатор закрытой экономики.

Таким образом, процесс мультипликации состоит в том, что рост экспорта или внутренних инвестиций в малой открытой экономике приводит к росту ее дохода, что, в свою очередь, вызывает увеличение импорта:

$$\uparrow I \text{ или/и } \uparrow X \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow \uparrow IM.$$

Размер мультипликатора как раз и свидетельствует о силе корректировочного эффекта, возникающего при изме-

нении изначально существовавшего экономического равновесия из-за роста экспорта. С одной стороны, он показывает, что автономный рост экспорта приводит к тем большему росту дохода, чем меньше размер утечки средств из экономики на сбережения и импорт, которые измеряются, соответственно, коэффициентами предельной склонности к сбережению и предельной склонности к импорту. Другими словами, чем меньше знаменатель дроби (6.16) — сумма s и im , — тем больше значение k' и тем сильнее мультипликативное воздействие роста экспорта на уровень дохода. Графически чем меньше угол наклона функции $S(Y) + IM(Y)$ к оси Y , который как раз и равен сумме коэффициентов s и im , чем ближе она к горизонтали, тем дальше справа окажется точка В, показывающая новый уровень экономического равновесия, и, соответственно, тем дальше вправо уйдет точка Y_b , определяющая новый, более высокий уровень доходов (см. пример 6.2).

Модель корректировки малой открытой экономики является удобным инструментом решения практических задач экономических реформ в странах, в которых внешняя торговля в основном свободна от количественных ограничений, но размер которых недостаточно велик, чтобы влиять на события на мировом рынке. В таких странах в зависимости от целей реформ могут ставиться задачи сокращения дефицита торгового баланса, для финансирования которого не хватает внутренних сбережений. Сократить дефицит торгового баланса можно путем либо сокращения импорта, либо увеличения экспорта, либо того и другого одновременно. Рассмотренная выше модель свидетельствует, что любое из этих действий повлияет в той или иной степени на объемы внутреннего дохода, что неизбежно будет иметь социальные последствия. Поэтому перед тем, как принимать политическое решение о сокращении дефицита торгового баланса и о выборе подходящего для этого инструмента, необходимо попытаться количественно оценить воздействие грядущего

Пример 6.2

Продолжим пример 6.1. Допустим, что импортная функция $IM = 150 + 0,15Y$. Это означает, что часть импорта, которая автономна от доходов, равна 150 (млрд. руб. или любых других денежных единиц), а часть импорта, индуцированная доходами, составляет 0,15 от текущего уровня дохода. Экономика страны в предыдущем примере находилась в изначальном равновесии, когда сбережения равнялись инвестициям $150 = 150$ при уровне дохода в 1000. Учитывая, что в условиях открытой экономики экспорт добавляется к инвестициям, а импорт — к сбережениям ($I + X = S + IM$), такая экономика может остаться в равновесии только в том случае, если экспорт будет также равен импорту, т.е. $IM = 150 + 0,15 \times 1000 = 300 = X$. В результате экономика при $Y = 1000$ находится в равновесии, поскольку $150 + 300 = 150 + 300$.

Допустим, что в силу некоторых причин экспорт увеличивается на 200. Мультипликатор малой открытой экономики при тех же, как и в предыдущем примере, предельной склонности к сбережению (0,25) и предельной склонности к импорту (0,15) составит $1 / (0,25 + 0,15) = 2,5$. При таком мультипликаторе рост экспорта на 200 приведет к росту дохода на $200 \times 2,5 = 500$, с изначального уровня в 1000 до $1000 + 500 = 1500$. При этом сбережения увеличатся на $0,25 \times 500 = 125$, а импорт — на $0,15 \times 500 = 75$. В результате на новом уровне равновесного дохода в 1500 изменения в сумме инвестиций и экспорта будут равны изменениям в сумме сбережений и импорта ($\Delta I + \Delta X = \Delta S + \Delta IM$). Поскольку инвестиции не изменялись, а изменился только экспорт, $0 + 200 = 125 + 75$. Нетрудно заметить, что экспорт вырос больше, чем импорт ($200 > 75$), т.е. изменение уровня дохода в результате роста экспорта привело и к росту импорта, правда меньшему. В результате изначальный торговый баланс $300 = 300$ превратился в дисбаланс $300 + 200 > 300 + 75$, т.е. положительное сальдо торгового баланса составило 125. Из-за того, что возросший доход индуцировал рост импорта, торговое сальдо страны улучшилось, но на величину меньшую, чем рост экспорта. В силу аккумуляции ресурсов из-за рубежа страна теперь может инвестировать на 125 больше, чем сберегает.

Как видно, в открытой экономике мультипликатор существенно меньше, чем в закрытой ($2,5 < 4$), что связано с утечкой средств не только на сбережения, как в закрытой экономике, но помимо этого и на оплату импорта.

щих изменений во внешней торговле на экономику в целом.

В простейшем случае для быстрого исправления торгового дисбаланса принимается решение тем или иным способом ограничить импорт (при фиксированном валютном курсе — путем повышения пошлин, количественных и иных административных ограничений), что обычно сделать значительно легче, чем резко увеличить экспорт. Чтобы сократить спрос на импорт и тем самым его размер ΔIM , необходимо сократить уровень дохода ΔY , от которого, как известно, импорт напрямую зависит. Насколько? Задача решается в два действия. Сначала на основе исторических данных вычисляется предельная склонность страны к импорту im как частное от деления роста импорта на рост, например, ВВП, за ту же единицу времени (год, квартал). При этом берется некото-

рое среднее значение за наиболее репрезентативный промежуток времени (3–5 лет). Затем, учитывая, что из (6.11) следует, что

$$\Delta Y = \frac{\Delta IM}{im}, \quad (6.17)$$

значение желаемого сокращения импорта делится на предельную склонность к импорту, в результате чего получается размер необходимого для достижения этого сокращения дохода (пример 6.2).

Другой, более сложный вариант исправления торгового дисбаланса — увеличение экспорта. Сложность заключается в числе прочего в том, что рост экспорта, как было показано выше, на определенную величину не приводит к улучшению торгового баланса на эту же величину в силу того, что одновременно растет и импорт, индуцированный ростом доходов от экспорта. Насколько

надо увеличить экспорт, чтобы не только ликвидировать торговый дефицит, но и перекрыть неизбежно возрастающий импорт? Задача решается в несколько этапов. Сначала на историческом материале рассчитываются предельная склонность страны к сбережениям и ее предельная склонность к импорту и на их основе вычисляется размер мультипликатора малой открытой экономики. Поскольку торговый дефицит финансируется за счет изменения во внутренних сбережениях, используя коэффициент предельной склонности к сбережениям вычисляется изменение дохода, который мог бы привести к таким изменениям в сбережениях, которые необходимы для финансирования торгового дефицита. Путем деления прироста дохода на величину мультипликатора определяется размер изменения экспорта, необходимый для достижения равенства торгового баланса с учетом импорта, индуцированного ростом доходов в результате экспорта.

Итак, корректировка в кейнсианской модели малой открытой экономики приводит как минимум к нескольким важным выводам. Во-первых, при фиксированном валютном курсе изменения в уровне дохода страны приводят к автоматическому восстановлению равенства платежного баланса: растущий в результате экспорта доход увеличивает импорт, что компенсирует излишний рост экспорта; падающий из-за сокращения экспорта доход приводит к падению и импорта. Во-вторых, увеличение экспорта приводит к улучшению сальдо торгового баланса, но на величину меньшую, чем увеличивается экспорт. Это происходит в силу того, что возросшие из-за роста экспорта доходы обуславливают увеличение спроса на импортные товары и, как следствие, рост импорта, который компенсирует часть улучшения торгового баланса. Степень, на которую рост экспорта компенсирует рост импорта, зависит от предельной склонности страны к импорту. Чем больше рост

Пример 6.3

Если у страны существует дефицит торгового баланса в размере, скажем, -30 , то правительство считает необходимым его ликвидировать, чтобы уменьшить давление на внутренние сбережения, за счет которых он финансируется; если за предыдущие несколько лет рост ВВП страны на $\Delta Y = 100$ приводил к росту импорта на $\Delta I = 15$, то очевидно, что предельная склонность страны к импорту составляет $im = 15 / 100 = 0,15$. Для достижения сбалансированности торгового баланса необходимо снизить импорт на $\Delta I = -30$, что можно сделать за счет сокращения ВВП на $\Delta Y = -30 / 0,15 = -200$.

Исправить дефицит путем простого увеличения экспорта на $\Delta X = +30$ не удастся, поскольку при мультипликаторе открытой экономики в $k' = 2,5$ такой рост экспорта приведет к росту доходов на $\Delta Y = 30 \times 2,5 = 75$. Этот прирост доходов индуцирует рост импорта на $\Delta I = 75 \times 0,15 = 11,25$. В результате торговый баланс улучшится только на $\Delta X - \Delta I = 30 - 11,25 = 18,75$. Этого недостаточно для достижения нулевого сальдо.

Если принять инвестиции постоянными, то дефицит может финансироваться только за счет прироста внутренних сбережений $\Delta S = 30$. На исторических данных можно вычислить предельную склонность к сбережениям s — либо напрямую, либо через предельную склонность к потреблению c . Если в результате увеличения в последние несколько лет ВВП страны на $\Delta Y = 1000$ потребление возрастало на $\Delta C = 750$, то $c = 750 / 1000 = 0,75$, откуда $s = 1 - 0,75 = 0,25$. Следовательно, при существующей склонности к сбережениям прирост сбережений $\Delta S = 30$ может возникнуть в результате общего прироста дохода на $\Delta Y = 30 / 0,25 = 120$. Мультипликатор малой открытой экономики составит $k' = 1 / 0,25 + 0,15 = 2,5$. Тем самым, чтобы обеспечить прирост дохода $\Delta Y = 120$, прирост экспорта должен составить $\Delta X = 120 / 2,5 = 48$. Такой прирост экспорта обеспечит приведение к нулю сальдо торгового баланса, поскольку индуцированный ростом доходов прирост импорта составит только $\Delta I = 0,15 \times 120 = 18$. Поскольку прирост торгового баланса составит $\Delta X - \Delta I = 48 - 18 = +30$, это позволит полностью покрыть его отрицательное сальдо (-30), существовавшее изначально.

экспорта, тем меньше предельная склонность к импорту, тем быстрее улучшается торговый баланс. Во-вторых, для того чтобы малая открытая экономика находилась в условиях равновесия, совершенно необходимо, чтобы инвестиции равнялись сбережениям, а экспорт — импорту. Превышение инвестиций над сбережениями может финансироваться за счет положительного сальдо торгового баланса, и, напротив, превышение внутренних сбережений над инвестициями может служить источником финансирования дефицита торгового баланса. В-третьих, кейнсианская модель малой открытой экономики может использоваться в практических целях определения точных числовых параметров нужного изменения базовых макроэкономических показателей (сбережений, потребления, дохода, инвестиций) для достижения поставленных целей экономической политики (ликвидации отрицательного сальдо торгового баланса).

Корректировка в большой открытой экономике

Большая экономика отличается от малой тем, что любые происходящие в ней изменения оказывают воздействие на страны, являющиеся ее торговыми партнерами. В случае закрытой экономики рост внутренних инвестиций приводил к росту доходов на величину мультипликатора, и процесс макроэкономической корректировки на этом заканчивался. В малой открытой экономике рост экспорта приводит к росту доходов на величину мультипликатора открытой экономики и росту импорта на величину предельной склонности к импорту, и процесс макроэкономической корректировки на этом также заканчивался. Однако нельзя не видеть, что, если экономика достаточно велика, процесс макроэкономической корректировки будет продолжаться и затронет другие страны.

Предположим, что помимо большой страны 1 в мире есть только еще одна

страна 2, являющаяся ее торговым партнером. Страну 2 можно рассматривать как агрегат всех других стран мира, с которыми данная большая страна 1 имеет торговые отношения. Как и в малой экономике, в большой открытой экономике автономный рост внутренних инвестиций I_1 приведет к росту дохода Y_1 , который индуцирует дополнительный импорт IM_1 . Однако очевидно, что рост импорта в страну 1 означает эквивалентный рост экспорта X_2 страны 2. Если у страны 2 растет экспорт, значит, увеличивается ее доход Y_2 . Возросший доход страны 2 индуцирует ее импорт IM_2 , который является экспортом X_1 страны 1, и тоже возрастает. С этого момента цикл повторяется: возросший экспорт ведет к росту дохода страны 1, который индуцирует рост импорта, являющегося экспортом страны 2, что ведет к росту дохода страны 2, росту ее импорта, который является экспортом страны 1, и т.д.

$$\begin{aligned} \uparrow I_1 &\Rightarrow \uparrow Y_1 \Rightarrow \uparrow IM_1 \Rightarrow \uparrow X_2 \Rightarrow \uparrow Y_2 \Rightarrow \\ &\Rightarrow \uparrow IM_2 \Rightarrow \uparrow X_1 \Rightarrow \text{и т.д.} \end{aligned}$$

Круговорот повторяется каждый раз с меньшим объемом изначальных инъекций средств в систему, поскольку часть средств утекает из системы на сбережения и не инвестируется снова. Средства, потраченные на импорт, уже не считаются утечкой, поскольку они, увеличивая доход торгового партнера, индуцируют дальнейший рост его закупок экспортной продукции большой страны.

Процесс макроэкономической корректировки в большой открытой экономике также основан на мультипликации изначальных автономных от дохода инъекций. В зависимости от того, в какой стране — большой стране 1 или в стране 2, ее торговом партнере, — они происходят, и от того, каков источник этих инъекций — рост инвестиций или рост экспорта, — формула мультипликатора будет разной. В простейшем случае — случае автономного роста инвестиций в стране 1 — формула мультипликатора выводится следующим образом (табл. 6.1). Поскольку экономика

ТАБЛИЦА 6.1

Мультипликатор в большой открытой экономике

	Страна 1	Страна 2
1. Изначальное равновесие	$\Delta I_1 + \Delta X_1 = \Delta S_1 + \Delta M_1$	$\Delta I_2 + \Delta X_2 = \Delta S_2 + \Delta M_2$
2. Предельная склонность к сбережению	$s_1 = \frac{\Delta S_1}{\Delta Y_1} \Rightarrow \Delta S_1 = s_1 \Delta Y_1$	$s_2 = \frac{\Delta S_2}{\Delta Y_2} \Rightarrow \Delta S_2 = s_2 \Delta Y_2$
3. Предельная склонность к импорту	$im_1 = \frac{\Delta IM_1}{\Delta Y_1} \Rightarrow \Delta IM_1 = im_1 \Delta Y_1$	$im_2 = \frac{\Delta IM_2}{\Delta Y_2} \Rightarrow \Delta IM_2 = im_2 \Delta Y_2$
4. Изменения в экспорте равны изменению в импорте	$\Delta X_1 = \Delta IM_2 = im_2 \Delta Y_2$	$\Delta X_2 = \Delta IM_1 = im_1 \Delta Y_1$
5 = 1 + 4 + 2 + 3	$\Delta I_1 + im_2 \Delta Y_2 = s_1 \Delta Y_1 + im_1 \Delta Y_1$	$\Delta I_2 + im_1 \Delta Y_1 = s_2 \Delta Y_2 + im_2 \Delta Y_2$
6. Инвестиции в стране 1 возрастают, в стране 2 — неизменны		$\Delta I_2 = 0$
7. Прирост дохода в стране 2		$im_1 \Delta Y_1 = s_2 \Delta Y_2 + im_2 \Delta Y_2$ $\Rightarrow im_1 \Delta Y_1 = (s_2 + im_2) \Delta Y_2$ $\Rightarrow \Delta Y_2 = \frac{im_1 \Delta Y_1}{s_2 + im_2}$
8 = 5 + 7	$\Delta I_1 + im_2 \frac{im_1 \Delta Y_1}{s_2 + im_2} = s_1 \Delta Y_1 + im_1 \Delta Y_1$	
9. Путем преобразований	$\frac{\Delta Y_1}{\Delta I_1} = \frac{s_2 + im_2}{s_1 s_2 + im_1 s_2 + im_2 s_1}$ $\Rightarrow \frac{\Delta Y_1}{\Delta I_1} = \frac{1 + \frac{im_2}{s_2}}{s_1 + im_1 + \frac{im_2 s_1}{s_2}}$	

находится в равновесии, когда инвестиции равны сбережениям, а экспорт — импорту, то она останется в равновесии, если прирост инъекций средств в экономику (прирост инвестиций и экспорта) что стране 1, что стране 2 будет равен утечке средств из экономики (приросту сбережений и импорта) (1). Из формул предельной склонности к сбережению (2) и к импорту (3) можно выразить, соответственно, прирост сбережений и импорта для каждой из стран. Поскольку экспорт страны 1 представляет собой импорт страны 2 и, соответственно, экс-

порт страны 2 представляет собой импорт страны 1, то очевидно, что изменение экспорта страны 1 равно изменению импорта страны 2 и наоборот (4). Значения изменения сбережений, импорта и экспорта из уравнений (2–4) подставляются в уравнение (1) для обеих стран.

Простейший внутренний шок для экономических систем двух взаимозависимых стран, находящихся в состоянии экономического равновесия, заключается в том, что внутренние инвестиции в стране 1 возрастают, тогда как во второй остаются неизменными, их изменение

приравняется нулю, и это слагаемое опускается из дальнейших преобразований (6). Из упрощенной тем самым формулы 5 выражается изменение дохода страны 2 (7). Это значение подставляется в формулу 5 для страны 1 (8). Из последней путем преобразований находится отношение изменения дохода к изменению инвестиций, которое, по определению, называется мультипликаторм большой открытой экономики (9).

@ *Мультипликатор большой открытой экономики* (large open-economy multiplier, k'') — коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода (ΔY) большой страны в условиях соответствующего роста доходов в странах — ее торговых партнерах.

Формулы мультипликаторов будут различны в зависимости от того, какой именно автономный показатель изменится, что выводит экономическую систему из изначального равновесия. Выше проиллюстрирован способ получения

кейнсианского мультипликатора в случае автономного роста инвестиций в стране 1. Аналогичным образом можно получить формулу мультипликатора для страны 1 при автономном росте экспорта в стране 1, приняв изменение экспорта в стране 2 за ноль, а также мультипликатор для страны 1 в результате автономного роста инвестиций или экспорта в стране 2. Наиболее употребительные формулы мультипликаторов следующие:

• Мультипликатор роста доходов (ΔY_1) в большой стране 1 в результате автономного роста ее инвестиций (ΔI_1):

$$k'' = \frac{\Delta Y_1}{\Delta I_1} = \frac{1 + \frac{im_2}{s_2}}{s_1 + im_1 + \frac{im_2 s_1}{s_2}} \quad (6.18)$$

• Мультипликатор роста доходов (ΔY_1) в стране 1 в результате автономного роста ее экспорта (ΔX_1):

$$k''' = \frac{\Delta Y_1}{\Delta X_1} = \frac{1}{s_1 + im_1 + \frac{im_2 s_1}{s_2}} \quad (6.19)$$

Пример 6.4

Продолжая пример 1, допустим, что предельная склонность к сбережению в стране 1, как и прежде, составляет 0,25, а к импорту 0,15. Пусть для страны 2 эти же показатели равняются, соответственно, 0,2 и 0,1. Тогда мультипликатор роста дохода в результате увеличения инвестиций составит $(1 + 0,10 / 0,20) / (0,25 + 0,15 + 0,10 \times 0,25 / 0,20) = 2,9$. Значит, увеличение на 200 инвестиций в стране 1 приведет в результате ее взаимодействия со страной 2 через механизм мультипликаций к росту ее дохода на $200 \times 2,86 = 572$. Заметим, что мультипликатор роста доходов в большой открытой экономике в результате автономного увеличения инвестиций больше, чем в малой открытой экономике, но меньше, чем в закрытой экономике ($2,5 < 2,9 < 4$).

Исходя из тех же данных, мультипликатор роста доходов в результате автономного увеличения экспорта большой открытой экономикой составит $1 / (0,25 + 0,15 + 0,10 \times 0,25 / 0,20) = 1,90$. Значит, автономный рост экспорта страны 1 на 200 через механизм мультипликационного взаимодействия со страной 2 приведет к росту дохода страны 1 только на $200 \times 1,90 = 380$. Заметим, что мультипликатор роста дохода в большой открытой экономике в результате автономного роста экспорта меньше, чем мультипликатор малой открытой экономики ($1,90 < 2,5 < 2,9 < 4$).

Наконец, базируясь на тех же данных, мультипликатор роста доходов большой страны 1 в результате автономного роста инвестиций в стране 2 составит $(0,10 / 0,20) / (0,25 + 0,15 + 0,10 \times 0,25 / 0,20) = 1$, т.е. рост инвестиций за рубежом на некоторую величину приведет примерно к такому же росту дохода в большой стране. Этот мультипликатор еще меньше ($1 < 1,90 < 2,5 < 2,9 < 4$). Более того, сумма данного мультипликатора с мультипликаторм роста доходов в результате автономного роста экспорта дает первый в данном примере мультипликатор роста доходов в результате роста инвестиций ($1 + 1,9 = 2,9$).

• Мультипликатор роста доходов (ΔY_1) в большой стране 1 в результате автономного роста инвестиций в стране — торговом партнере (ΔI_2):

$$k'''' = \frac{\Delta Y_1}{\Delta I_2} = \frac{\frac{im_2}{s_2}}{s_1 + im_1 + \frac{im_2 s_1}{s_2}} \quad (6.20)$$

Нетрудно видеть, что каждый из этих мультипликаторов при $im = 0$, т.е. без учета роста доходов и импорта страной 2, превращается в обычный мультипликатор малой открытой экономики (6.16), а последний вообще не существует.

Тем самым в зависимости от того, какой именно экономический шок испытывает находящаяся в равновесии экономика, воздействие этого шока на уровень доходов будет различным в силу различий мультипликаторов. Если привести все рассмотренные выше мультипликаторы в систему, то взаимоотношение между их размерами будет следующим:

$$k'''' < k''' < k' < k'' < k \\ k''' + k'''' = k''$$

Мультипликатор закрытой экономики (k) — самый большой по размеру, поскольку не учитывает утечку средств на импорт. Мультипликатор большой открытой экономики (k') на основе роста инвестиций меньше мультипликатора закрытой экономики, поскольку часть средств утекает на оплату импорта, но больше мультипликатора малой открытой экономики, поскольку часть средств, потраченных большой страной на импорт, возвращается в виде растущей оплаты ее увеличивающегося экспорта. Мультипликатор большой открытой экономики на основе роста ее экспорта (k'') меньше мультипликатора малой открытой экономики, поскольку импорт из страны 1 замещает часть внутреннего производства в стране 2, что усиливает утечку средств из ее экономики, индуцирует падение ее импорта, которое компенсирует часть изначального роста импорта. Мультипликатор большой открытой экономики на основе роста ин-

вестиций в стране — торговом партнере (k'''') меньше всех, поскольку показывает обратное воздействие процесса мультипликации на большую страну. Так как знаменатели всех мультипликаторов большой открытой экономики одинаковы, очевидно, что сложение (6.19) и (6.20) дает (6.18).

Заметим, однако, что мультипликаторы, хотя и показывают величину изменения дохода в результате того или иного экономического шока, сами по себе не дают однозначного ответа на вопрос, как отразится этот шок на состоянии торгового баланса страны. Как мы видели, рост экспорта неминуемо индуцирует рост импорта, который при неблагоприятном соотношении остальных параметров может превысить рост экспорта и ухудшить торговый баланс. Важен источник шока, выведший экономическую систему из равновесия. Если это — увеличение внутренних инвестиций, то торговый баланс скорее всего ухудшится. Если это — рост внешнего спроса на экспортную продукцию страны, торговый баланс, вероятно, всего, улучшится. Если это — расширение внутреннего производства, торговый баланс также скорее всего улучшится. Количественный анализ этих, так же как и многих других, возможных экономических шоков, выводящих экономику из равновесия и отражающихся на уровне доходов, осуществляется в рамках макроэкономических моделей экономики страны в целом или ее отдельных секторов.

Важнейшее практическое значение кейнсианской модели макроэкономической корректировки заключается в том, что она позволяет частично объяснить распространение волны экономического роста, исходящей от крупнейших стран, по международной экономике. Экономический рост в ведущих индустриальных странах неизбежно приводит к росту их спроса на импорт, в результате чего растут доход и импорт других стран мира. Экономический кризис, падение производства, рецессия в развитых странах неизбежно снижают их

спрос на импорт, в результате чего падают экспорт других стран и, соответственно, их доходы. Поэтому мировым сообществом признано, что крупнейшие страны несут основную ответственность за здоровье международной экономики и их экономическая политика подвергается непрерывному и глубокому анализу.

Итак, простейшая модель макроэкономической корректировки открытой экономики основывается на разработанной Дж. Кейнсом базовой модели автоматической корректировки доходов в закрытой экономике через механизм мультипликации расходов в условиях неполной занятости, постоянства всех цен и отсутствия государственного сектора. В малой открытой экономике, изменения спроса в которой не оказывают влияния на другие страны, мультипликатор показывает изменение в уровне дохода в результате роста экспорта. Рост

экспорта приводит к росту доходов, что, в свою очередь, индуцирует рост импорта. Рост импорта является утечкой средств из экономики и компенсирует часть улучшения торгового баланса, полученного в результате изначального роста экспорта. В большой открытой экономике любой внутренний шок через механизм мультипликации отражается на других странах мира. Рост доходов в большой стране увеличивает ее импорт, который является экспортом других стран. В результате роста их экспорта доход других стран также увеличивается. Их возросший доход индуцирует импорт, который является экспортом большой страны. В результате импульс экономического роста распространяется по миру. Влияние процесса мультипликации на торговый баланс неоднозначно и зависит от того, каковы были источники изначального экономического шока.

2. ВНУТРЕННИЙ И ВНЕШНИЙ БАЛАНС В ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКЕ (IS-LM-VP МОДЕЛЬ)

Изложенная выше одна из наиболее распространенных интерпретаций кейнсианской модели доходов и расходов применительно к открытой экономике еще при жизни Кейнса была дополнена всевозможными расширениями, которые были призваны популярно объяснить, что же все-таки он имел в виду. Большинство таких моделей оказались не более чем малоудачными иллюстрациями отдельных сторон кейнсианства, но другие приобрели самостоятельную роль и рассматриваются сегодня как самостоятельные инструменты, объясняющие процессы адаптации в условиях открытой экономики. Одна из них — IS-LM-VP модель.

Построение IS, LM, VP кривых

В основе модели лежат идеи, высказанные в 1937–1944 гг. английским экономистом Дж. Хиксом и американским

экономистом Э. Хансеном и развитые впоследствии применительно к международной экономике (*биографическая справка б.2*). Если в общей экономической теории рассматривается упрощенная IS-LM модель, состоящая только из двух кривых, определяющих внутреннее равновесие, то в международной экономике IS-LM-VP модель состоит, соответственно, из трех кривых.

@ IS-LM-VP модель (IS-LM-VP model) — кейнсианская модель открытой экономики, показывающая такое соотношение уровня доходов и процентной ставки, при котором обеспечивается одновременное равновесие в трех секторах — реальном, денежном и внешнем, — которое может достигаться путем отдельного или одновременного использования инструментов государственной экономической политики — бюджетных расходов, регулирования денежной массы и валютного курса.

Биографическая справка б.2



Джон Ричард Хикс (John Richard Hicks) (1904–1989) — крупнейший английский экономист. Окончил Оксфордский университет в 1926 г. До 1935 г. преподавал в Лондонской школе экономики, в 1935–1946 гг. — в Манчестерском университете, а позже, до ухода на пенсию, в Оксфордском университете. В 1942 г. стал членом Британской академии, в 1964 г. был посвящен в рыцарское звание и в 1972 г. совместно с К. Арроу получил Нобелевскую премию по экономике. Его жена — ирландка, урожденная Урсула Узбб — была также крупным экономистом, специалистом в области государственных финансов. В его главном труде “Value and Capital” (“Стоимость и капитал”), опубликованном в 1939 г., развивается теория стабильности общего равновесия в условиях внешних шоков. В 1937 г., т.е. буквально на следующий год после выхода в свет “Общей теории” Кейнса, Хикс опубликовал ставшую классической статью “Mr. Keynes and the Classics” (“Г-н Кейнс и классики”), в которой для объяснения кейнсианской теории предложил использовать аппарат IS-LM кривых, превратившийся в эффективный инструмент экономической науки. Будучи экономистом выдающейся эрудиции, Хикс занимался самыми различными отраслями экономики — от истории экономических учений до теории торговых циклов — и в большинстве случаев весьма удачно.

Основные труды: “The Theory of Wages”, 1932; “A Suggestion for Simplifying the Theory of Money”, 1935; “Value and Capital”, 1939; “The Social Framework”, 1942; “A Contribution to the Theory of the Trade Cycle”, 1950; “A Revision of Demand Theory”, 1956; “Essays on World Economics”, 1959; “Capital and Growth”, 1965; “Crytical Essays in Monetary Theory”, 1967; “Economic Perspectives”, 1977; “Casuality in Economics”, 1979; “Collected Essays on Economic Theory”, 1981–1983.

Элвин Хансен (Alvin Hansen) (1887–1975) — известный американский экономист, родился в Выборге, небольшом городке в далекой американской провинции штата Южная Дакота, где, как он вспоминал, здание школы состояло из одной комнаты. Закончил Университет Висконсина в 1914 г. и защитил диссертацию по экономике в 1921 г. Затем на протяжении почти двух десятилетий преподавал в Университете Миннесоты. Его переход в Гарвардский университет совпал с выходом в свет “Общей теории” Кейнса. Под его руководством семинар по вопросам фискальной политики, проводимый университетом, превратился в лидирующую в США школу подготовки экономистов кейнсианского направления. В 1944 г. в одной из работ он предложил добавить к знаменитой IS-LM диаграмме уравнение спроса и предложения на рынке труда. Хансен был одним из участников Бреттон-Вудской конференции в 1944 г., разработавшей послевоенное финансово-экономическое устройство мира, экономическим советником Федеральной резервной системы, одним из вдохновителей создания Группы экономических советников президента США.

Основные труды: “Cycles of Prosperity and Depression in the United States, Great Britain and Germany”, 1921; “Business Cycle Theory”, 1927; “Principles of Economics”, 1928; “Fiscal Policy and Business Cycle”, 1941; “Business Cycle and National Income”, 1951; “A Guide to Keynes”, 1953.

Тем самым модель показывает способы установления макроэкономического равновесия в:

- реальном секторе, когда утечка (leakage) средств из системы в виде сбережений (S) и расходов на импорт (IM) равна инъекциям (injections) средств в систему в виде инвестиций (I) и доходов

от экспорта (X). Равновесие реального сектора показывается с помощью IS кривой (I — investments, инвестиции; S — savings, сбережения);

- денежном секторе, когда спрос на деньги в транзакционных и спекулятивных целях (M^d) равняется их предложению (M^s). Равновесие денежного секто-

ра показывается с помощью LM кривой (L — liquidity, ликвидность; M — money, деньги);

- внешнем секторе, когда дефицит текущего (торгового) баланса (X-IM) покрывается чистым притоком краткосрочного капитала из-за рубежа (FI). Равновесие внешнего сектора показывается с помощью BP кривой (balance of payments, платежный баланс).

Исходя из кейнсианских постулатов, в условиях фиксированного валютного курса все параметры, показывающие утечку средств из системы, считаются эндогенными, т.е. зависящими от уровня дохода, — $S(Y)$ и $IM(Y)$; все параметры, показывающие инъекцию средств в системы, — экзогенными, т.е. не зависящими от уровня доходов, — I и X . В условиях плавающего валютного курса импорт и экспорт также зависят и от валютного курса $IM(Y, E)$ и $X(E)$. Предложение денег считается неизменным и полностью контролируется государством.

@ *IS кривая (IS curve)* — в модели внутреннего и внешнего баланса открытой экономики кривая, показывающая возможные комбинации уровня дохода и

процентной ставки, при которых реальный сектор находится в равновесии.

Для построения IS кривой графическое поле необходимо разделить на четыре квадранта (рис. 6.5):

- квадрант I показывает возможные комбинации уровня дохода (Y) и процентной ставки (r), при которых реальный сектор находится в равновесии;
- квадрант II показывает типичную для кейнсианской модели прямую зависимость между уровнем дохода (Y) и утечкой средств из системы: чем выше доходы, тем больше средств сберегается $S(Y)$ и расходуется на импорт $IM(Y)$;
- квадрант III показывает, что для достижения равновесия утечка средств из системы должна точно равняться инъекциям средств в систему в виде инвестиций и доходов от экспорта. График является биссектрисой;
- квадрант IV показывает взаимосвязь всех инъекций средств в систему с уровнем процентной ставки, при этом уровень инвестиций $I(r)$ находится в обратной зависимости от уровня процентной ставки: чем выше процент, тем ниже инвестиции, — а экспорт X полагается

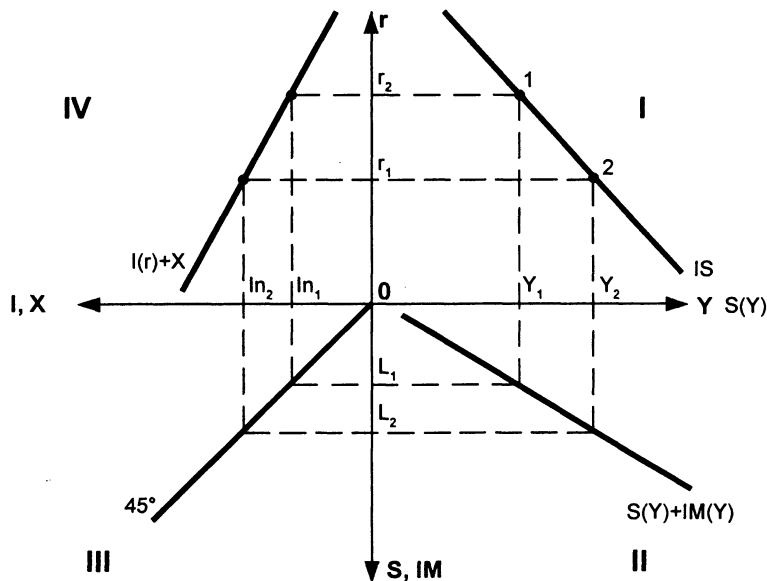


Рис. 6.5. Построение кривой IS

экзогенным, т.е. не зависящим ни от чего внутри данной страны.

При уровне дохода Y_1 объем утечки средств составит L_1 , которая равна по размерам инъекциям In_1 , что возможно только при уровне процентной ставки r . В результате определяется точка 1 в квадранте I. При уровне дохода Y_2 объем утечки средств составит L_2 , которая равна по размерам инъекциям In_2 , что возможно только при уровне процентной ставки r_2 . В результате определяется точка 2 в квадранте I. Соединив точки 1 и 2, получаем кривую IS, показывающую условие равновесия в реальном секторе. Если обозначить

- I — инвестиции;
- X — экспорт;
- E — валютный курс;
- G — государственные расходы;
- S — сбережения;
- IM — импорт;
- r — процентную ставку;
- $()$ — функциональную зависимость одних переменных от других;
- $+$ — прямую функциональную зависимость;
- $-$ — обратную функциональную зависимость,

то IS кривая является графическим отображением следующего равенства:

$$\bar{I}(r) + X(E) + G = S(Y) + IM(Y, E). \quad (6.21)$$

@ *LM кривая* (LM curve) — в модели внутреннего и внешнего баланса открытой экономики кривая, показывающая возможные комбинации уровня дохода и процентной ставки, при которых денежный сектор находится в равновесии.

Для построения LM кривой графическое поле также разделяется на четыре квадранта (рис. 6.6):

- квадрант I показывает возможные комбинации уровня дохода (Y) и процентной ставки (r), при которых денежный сектор находится в равновесии;
- квадрант II показывает типичную для кейнсианской модели прямую зави-

симость между уровнем дохода (Y) и спросом на деньги в транзакционных целях (M^d_T), который считается постоянной долей от уровня доходов;

- квадрант III показывает соотношение между предложением денег (M^s) в транзакционных целях и в спекулятивных целях;

- квадрант IV показывает обратную взаимосвязь между спекулятивным спросом (спросом в целях ликвидности) на деньги M^d_L и процентной ставкой: чем выше процент, тем ниже спрос на деньги.

При уровне дохода Y_1 фиксированное государством предложение денег используется в транзакционных целях в размере T_1 и в спекулятивных целях в размере L_1 , что возможно только при уровне процентной ставки r_1 . В результате определяется точка 1 в квадранте I. При уровне дохода Y_2 предложение денег распределяется между спросом на деньги в транзакционных целях в размере T_2 и спросом на деньги в спекулятивных целях в размере L_2 , что возможно только при уровне процентной ставки r_2 . В результате определяется точка 2 в квадранте I. Соединив точки 1 и 2, получаем кривую LM, показывающую условие равновесия в денежном секторе. Если обозначить

M^d_T — спрос на деньги в транзакционных целях (transaction money demand);

M^d_L — спрос на деньги в спекулятивных целях, в целях ликвидности (speculative, liquidity money demand);

M^s — предложение денег (money supply),

то LM кривая будет графическим отображением следующего равенства:

$$M^d_T(Y, E) + M^d_L(Y, E) = M^s. \quad (6.22)$$

@ *BP кривая* (BP curve) — в модели внутреннего и внешнего баланса открытой экономики кривая, показывающая возможные комбинации уровня дохода и процентной ставки, при которых платежный баланс находится в равновесии.

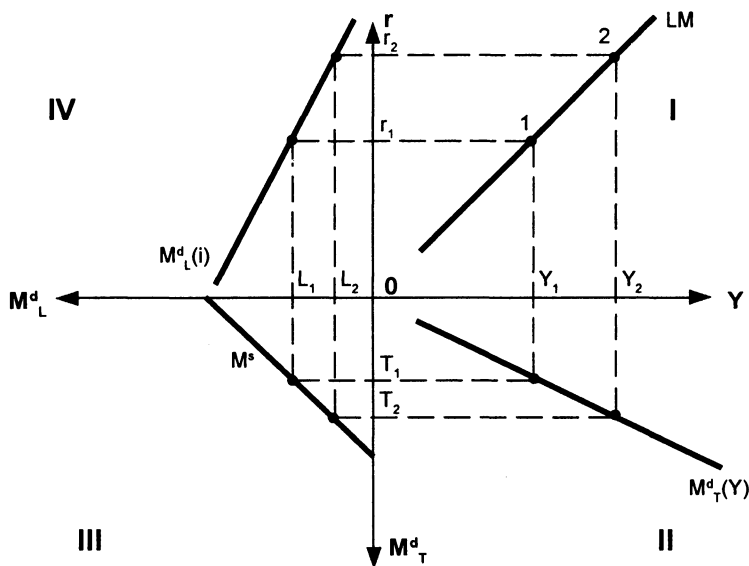


Рис. 6.6. Построение кривой LM

Для построения *BP* кривой графическое поле опять разделяется на четыре квадранта (рис. 6.7):

- квадрант I показывает возможные комбинации уровня дохода (Y) и процентной ставки (r), при которых платежный баланс находится в равновесии;
- квадрант II показывает типичную для кейнсианской модели прямую зависимость между уровнем дохода (Y) и торговым балансом, в рамках которого импорт (IM) считается постоянной долей от уровня доходов, а экспорт — величиной, не зависящей от уровня доходов в экспортирующей стране и определяющей доходом в других странах;
- квадрант III показывает, что для поддержания равновесия платежного баланса дефицит торгового баланса должен точно покрываться чистым притоком иностранного капитала (FI);
- квадрант IV показывает прямую связь между притоком капитала и процентной ставкой: чем выше процент (r), тем больше приток капитала (FI).

При уровне дохода Y_1 и независимо от него уровне экспорта торговый баланс отрицателен и составляет $(X-IM)_1$, который покрывается чистым притоком

капитала в размере FI_1 , что возможно только при уровне процентной ставки r_1 . В результате определяется точка 1 в квадранте I. При уровне дохода Y_2 отрицательное сальдо торгового баланса возрастает еще сильнее и составляет $(X-IM)_2$, который покрывается чистым притоком капитала в размере FI_2 , что возможно только при более высоком уровне процентной ставки r_2 . В результате определяется точка 2 в квадранте I. Соединив точки 1 и 2, получаем *BP* кривую, показывающую условие равновесия платежного баланса. Если обозначить

- $X-IM$ — торговый баланс, экспорт минус импорт (exports-imports);
- Fi — чистые краткосрочные иностранные инвестиции (foreign investments),

то *BP* кривая является графическим отражением следующего равенства:

$$X(E) - IM(Y, E) = FI(r). \quad (6.23)$$

Нетрудно видеть, что в трех уравнениях (6.21–6.23) переменная государственных расходов встречается только в уравнении *IS* кривой и поэтому влияет

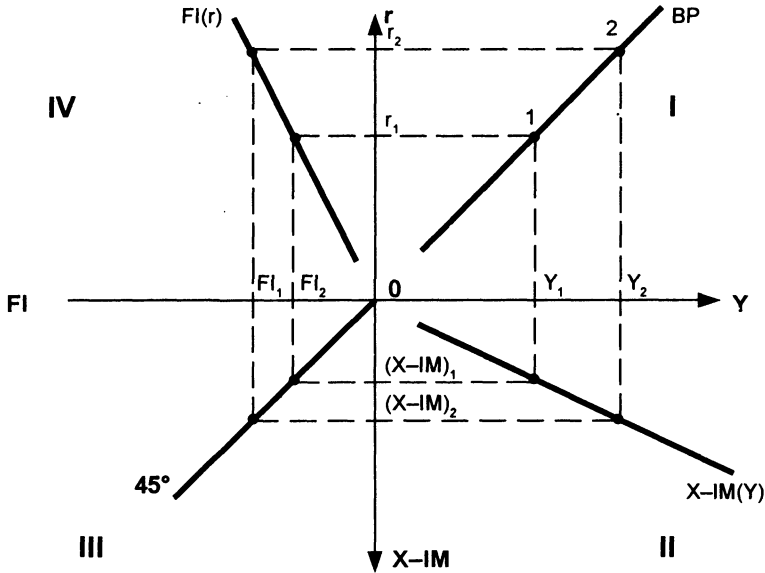


Рис. 6.7. Построение кривой BP

только на реальный сектор. Переменная предложения денег M^s — только в уравнении LM кривой, и поэтому его изменение влияет только на денежный сектор. Переменная валютного курса (E) присутствует во всех трех уравнениях и поэтому влияет на положение во всех трех секторах. Если считать государственные расходы и предложение денег переменными, которыми правительство может манипулировать по своему усмотрению, то, зная их, всегда можно определить значение уровня дохода (Y), процентной ставки (r) и валютного курса (E), при которых все три сектора находятся в равновесии. Графически это показывается кривыми IS, LM, BP, сведенными на один график (рис. 6.8), которые характеризуют такое состояние открытой экономики, когда реальный, денежный и внешний секторы находятся в равновесии. Одновременное равновесие достигается только в одной точке A , где все три кривые пересекаются. Разумеется, это идеальное состояние открытой экономики, которого никогда не бывает. Полное равновесие достигается в результате действия рыночных сил лишь моментально, затем снова переходит в

дисбаланс. Экономика выходит из баланса и, следовательно, требует корректировки. Нетрудно заметить, что LM и BP кривые имеют положительный угол наклона, показывая прямую связь роста и процентной ставки, тогда как IS кривая — отрицательный, свидетельствующий об обратной взаимосвязи.

Свойства IS, LM, BP кривых

Кривая IS всегда имеет отрицательный угол наклона, поскольку при снижении процентной ставки растут инвес-

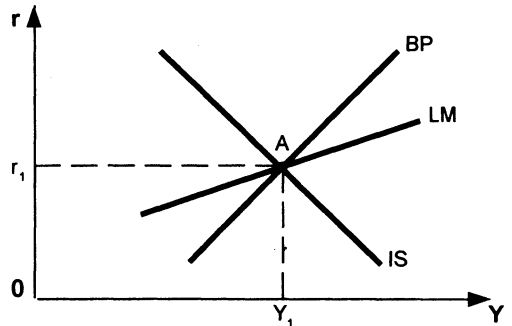


Рис. 6.8. Равновесие в модели IS-LM-BP

тиции, в результате чего уровень дохода тоже должен быть выше, чтобы обеспечить возрастающий уровень зависящих от него импорта и сбережений, обеспечив тем самым сохранение равновесия в реальном секторе (рис. 6.9). Слева от кривой IS сумма инвестиций и экспорта превышает сумму сбережений и импорта, справа имеет место обратная ситуация. Угол наклона IS кривой показывает отношение предельной склонности к сбережению и изменению процентной ставки. Чем ближе кривая к вертикали, чем больше угол ее наклона, тем выше предельная склонность к сбережению либо тем менее чувствителен объем инвестиций к изменению процентной ставки: для несущественного роста инвестиций требуется большое падение процентной ставки. Напротив, чем меньше угол наклона кривой IS_3 , тем ниже предельная склонность к сбережению или инвестиции очень чувствительны к изменению процентной ставки, в результате чего для нейтрализации даже несущественного снижения процентной ставки требуется значительное увеличение дохода, чтобы реальный сектор оставался в равновесии.

Если включить в состав возможных инъекций в экономику $(I+X)$ государственные расходы (G) или сокращения налогов (T) , то в результате их увеличения или роста экспорта из-за увеличения спроса на него из-за границы кривая функции инъекций (квадрант IV, рис. 6.5) сдвинется влево на величину государственных расходов. Это приведет к перемещению IS кривой (квадрант I) вправо на величину государственных расходов, помноженную на мультипликатор открытой экономики. IS кривая сдвинется вправо на уровень IS_2 , что будет означать рост доходов до уровня Y_2 при неизменном уровне процентной ставки r_1 (рис. 6.9). В результате девальвации или снижения курса национальной валюты происходит удорожание и сокращение импорта, в результате чего кривая функции утечки средств (квадрант II, рис. 6.5) переместится вверх на величину сокращения импорта. Но при

этом из-за девальвации неизбежно растет экспорт, в результате чего кривая функции инъекций (квадрант IV) сдвинется вправо на величину роста экспорта. Следовательно, в результате девальвации IS кривая сдвинется опять-таки вправо на уровень IS_2 на величину, равную величине улучшения торгового баланса $(X-IM)$, умноженную на мультипликатор открытой экономики. В случае рестриктивной бюджетной политики и роста валютного курса национальной валюты воздействие на IS кривую противоположное: она перемещается влево на уровень IS_1 , что однозначно свидетельствует о сокращении уровня дохода при неизменной процентной ставке.

Величина мультипликатора в открытой экономике зависит, как известно, от предельной склонности к потреблению и к импорту. Рост ставки налога увеличит утечку средств из системы, сократит размер мультипликатора и увеличит угол наклона IS кривой. Напротив, сокращение налоговой ставки уменьшит утечку средств из системы, что увеличит мультипликатор и уменьшит угол наклона IS кривой. Таким образом, экспансионистская бюджетная политика, предусматривающая рост государственных расходов и/или сокращение налогов, приводит к перемещению IS кривой вправо и/или уменьшению угла ее наклона. Рестриктивная бюджетная политика приводит к перемещению IS кривой влево и/или увеличению угла ее наклона.

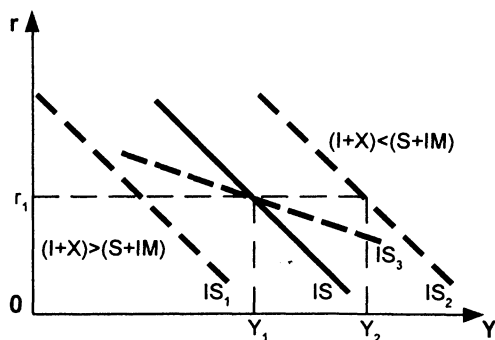


Рис. 6.9. Свойства кривой IS

Кривая LM всегда имеет положительный угол наклона, поскольку чем выше процентная ставка, тем меньше спекулятивный спрос на деньги и тем выше предложение денег в транзакционных целях, что может быть только при возрастающем уровне дохода (рис. 6.10). Слева от нее предложение денег превышает спрос на них; справа, напротив, спрос на деньги больше их предложения. Угол наклона LM кривой показывает чувствительность спроса на деньги по отношению к изменению уровня дохода и процентной ставки. В монетаристской концепции открытой экономики спрос на деньги практически полностью зависит от уровня дохода, составляет постоянную долю от дохода. Поэтому LM кривая в любом случае имеет очень большой угол наклона или в экстремальном случае даже вертикальна LM_1 . В кейнсианской концепции спрос на деньги зависит от уровня процентной ставки и, соответственно, LM кривая имеет небольшой угол наклона, а в экстремальном случае может быть горизонтальной, как LM_2 .

Рост предложения денег центральным банком сдвинет кривую M^s (квадрант III, рис. 6.6) вниз и влево, что приведет к перемещению кривой LM вправо вниз на уровень LM_4 (рис. 6.10). Рестриктивная денежная политика произведет обратный эффект: кривая сместится вверх и влево на уровень LM_3 . Аналогичная ситуация возникнет при падении курса национальной валюты или ее девальвации: уровень внутренних цен из-за роста цен на импортные товары возрастет, что увеличит транзакционный спрос на деньги и, следовательно, сдвинет кривую M^d (квадрант II, рис. 6.6) вниз. Это, в свою очередь, передвинет LM кривую на уровень LM_3 (рис. 6.10).

Свойства BP кривой особенно важны, поскольку она непосредственно выражает взаимосвязь национальной и международной экономики, а ее перемещения зависят от других важнейших параметров международной экономики, таких как динамика валютного курса и режим международного движения капи-

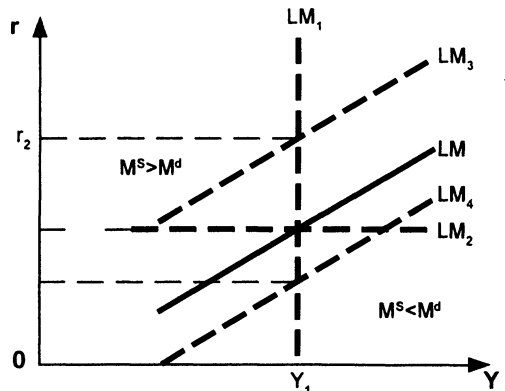


Рис. 6.10. Свойства кривой LM

тала. BP кривая всегда имеет положительный угол наклона, поскольку чем выше доходы и, следовательно, импорт, тем больше дефицит торгового баланса и тем выше должна быть процентная ставка, чтобы обеспечить достаточный приток иностранного краткосрочного капитала для его финансирования (рис. 6.11). Слева от BP кривой находится область, в которой платежный баланс дефицитен, справа — в которой он положительный. Если валютный курс в стране плавающий, то его сокращение либо девальвация фиксированного курса приведут к росту экспорта и падению импорта, в результате чего кривая $(X-IM)$ поднимется вверх (квадрант II, рис. 6.7), что при прочих равных условиях будет означать смещение BP кривой вправо вниз на уровень BP_1 .

При фиксированном валютном курсе наклон BP в критической степени зависит от уровня открытости страны с точки зрения международного движения капитала. Таковых четыре: полная немобильность капитала, высокая немобильность капитала, неполная мобильность капитала, полная мобильность капитала. При полной немобильности капитала страна запрещает его ввоз-вывоз из страны и BP_2 кривая вертикальна. С экономической точки зрения это означает, что процентная ставка внутри страны сильно отличается от мировой. Напротив, при разрешении полной мобильности капитала кривая прак-

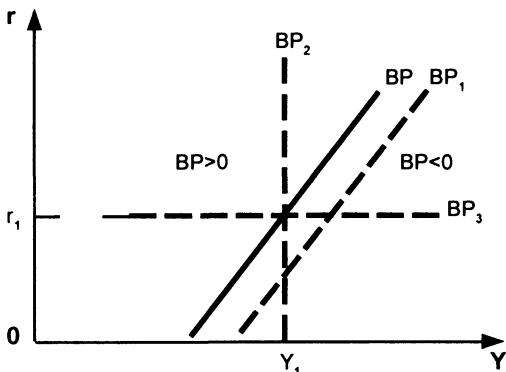


Рис. 6.11. Свойства кривой BP

тически горизонтальна BP_3 . В этом случае любое повышение внутренней процентной ставки приводит к большому притоку капитала из-за рубежа, который возвращает ее на среднемировой уровень, т.е. внутренняя процентная ставка всегда равна мировой. Взаимное расположение BP и LM кривых также чрезвычайно важно для правильного выбора инструментов экономической политики, обеспечивающих макроэкономическую корректировку, наиболее рациональным путем. Ситуация, когда BP кривая находится выше LM кривой, говорит о высокой немобильности капитала, когда ниже — о его высокой, но неполной мобильности.

Механизм макроэкономической корректировки в рамках IS-LM-BP модели включает использование двух инструментов макроэкономической политики — бюджетной и денежной, — может осуществляться в рамках широкого спектра подходов правительства конкретной страны к движению капитала — от полной свободы до полного запрета, — при том, что оно может устанавливать как фиксированный, так и плавающий режим валютного курса. Корректировка в условиях комбинации каждого из этих инструментов с каждым из типов политики движения капитала и валютного курса имеет свои особенности. Более того, наряду с крайними существуют многочисленные промежуточные варианты экономической политики (ползущая фиксация валютного курса, частич-

ные ограничения на международное движение капитала и т.д.), которые еще более осложняют IS-LM-BP модель. Ниже будут рассмотрены только наиболее типичные случаи макроэкономической корректировки в ее рамках.

Итак, механизм параллельного достижения внутреннего и внешнего баланса описывается IS-LM-BP моделью, представляющей собой одну из кейнсианских моделей открытой экономики. Она показывает такое соотношение уровня доходов и процентной ставки, при котором обеспечивается одновременное равновесие в трех секторах — реальном, денежном и внешнем, — которое может достигаться путем отдельного или одновременного использования инструментов государственной экономической политики — бюджетных расходов, регулирования денежной массы и валютного курса. IS-LM-BP модель показывает способы установления макроэкономического равновесия в реальном секторе, когда утечка средств из системы в виде сбережений и расходов на импорт равна инъекциям средств в систему в виде инвестиций и доходов от экспорта; в денежном секторе, когда спрос на деньги в транзакционных и спекулятивных целях равняется их предложению; во внешнем секторе, когда дефицит текущего (торгового) баланса покрывается чистым притоком краткосрочного капитала из-за рубежа. Государственные расходы и предложение денег являются инструментами экономической политики, которыми правительство может манипулировать по своему усмотрению. Зная их, всегда можно определить значение уровня дохода (Y), процентной ставки (r) и валютного курса (E), при которых все три сектора придут в равновесие. Серьезный недостаток IS-LM-BP модели заключается в том, что она не предусматривает возможности изменения внутреннего уровня цен (инфляции), тогда, как будет показано ниже, любое увеличение бюджетных расходов или денежной массы вместо того, чтобы вести к росту производства, может вызвать рост цен.

3. СОВОКУПНЫЙ СПРОС И СОВОКУПНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ В ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКЕ (AS-AD МОДЕЛЬ)

Базовая кейнсианская модель влияния роста расходов на увеличение доходов государства с открытой экономикой исходила из допущения о неизменности всех цен в экономике (отсутствия инфляции, постоянства процентной ставки, стабильности валютного курса), в результате чего автоматической корректировки экономики практически быть не могло. Расширяющая ее IS-LM-BP модель предусматривает возможность изменения процентной ставки и валютного курса, т.е. возможность автоматической адаптации денежного и внешнего секторов к изменяющимся макроэкономическим условиям просто через изменение цен денег и национальной валюты. Наконец, излагаемая ниже модель совокупного спроса и совокупного предложения (AD-AS модель) дополняет предыдущую модель возможностью изменения цен и в реальном секторе. Она показывает, как во всех трех секторах — реальном, денежном и внешнем — макроэкономический баланс может достигаться авто-

матически, без вмешательства государства и без использования им каких-либо инструментов экономической политики.

Структура модели

По своей структуре AD-AS модель весьма близка к только что рассмотренной IS-LM-BP модели. Так же как и IS-LM-BP модель, она основана на допущении о плавающей процентной ставке, предусматривает возможность существования как фиксированного, так и плавающего валютного курса. Инструментами корректировки по-прежнему являются баланс инвестиций-сбережений (IS), спроса-предложения денег (LM), правительственных доходов-расходов (G-T), с целью корректировки — улучшения платежного баланса (BP). Главные отличия заключаются в том, что AD-AS модель предусматривает возможность изменения цен, добавляет в число инструментов макроэкономической корректиров-

ТАБЛИЦА 6.2

Структура теоретических моделей открытой экономики

		Модель доходов-расходов	IS-LM-BP модель	AD-AS модель
Допущения	Цены, P	Фиксированные		Плавающие
	Валютный курс, E	Фиксированный	Фиксированный / плавающий	
	Процентная ставка, r	Фиксированная	Плавающая	
Инструменты		Инвестиции-сбережения, IS		
		Спрос-предложение денег, LM		
		Правительственные доходы-расходы, G-T		
		Агрегированное предложение, AS		
Цели		Доход, Y		Агрегированный спрос, AD
		Торговый баланс, САВ	Платежный баланс, ВР	

ки агрегированное предложение (AS) и в числе целей корректировки заменяет уровень дохода (Y) на агрегированный спрос (AD) (табл. 6.2).

Графически AD-AS модель показывает такое соотношение между уровнем дохода (Y) и существующим уровнем цен (P) (а не процентной ставки, как это было в IS-LM-BP модели), при котором совокупный спрос на товары и услуги в стране в целом равен их совокупному предложению.

@ *Совокупный спрос* (aggregate demand, AD) — спрос, предъявляемый на все товары, находящиеся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен.

Принципиальное различие между спросом на индивидуальный товар, изучаемым в рамках общей экономической теории, и совокупным спросом заключается в том, что совокупный спрос предъявляется на все товары в экономике, т.е. реальный ВВП, а под уровнем цен понимается соответствующий совокупный показатель уровня цен, например дефлятор ВВП. Графическое построение AD кривой в принципиальной степени зависит от степени открытости экономики и существующего в ней режима валютного курса. Поэтому совокупный спрос, вытекающий из IS-LM-BP модели, оказывается разным в закрытой экономике, в открытой экономике с фиксированным валютным курсом и в открытой экономике с плавающим валютным курсом.

- *Закрытая экономика.* В данном случае для построения AD кривой необходимо вспомнить, что IS и LM кривые показывали такое соотношение дохода и процентной ставки, при котором реальный и денежный секторы каждый находились в равновесии при существующем уровне цен, который полагался фиксированным (рис. 6.12). Макроэкономическое равновесие достигалось в точке А при уровне дохода Y_1 и процентной ставке r_1 и опять-таки при существующем уровне цен. Если этот существующий

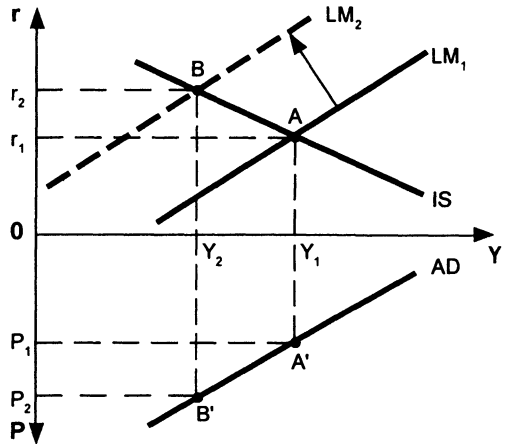


Рис. 6.12. Построение кривой AD

уровень цен обозначить P_1 и отложить на отдельной шкале цен \bar{P} , то она вместе с уже установленным уровнем дохода Y_1 определит первую точку A' кривой совокупного спроса AD. Рост цен сокращает реальную стоимость имеющейся денежной массы и сдвигает LM_1 влево на уровень LM_2 . Равновесие достигается в точке В при более высокой процентной ставке r_2 и более низком уровне дохода. Возросшие цены до уровня P_2 и сократившийся до Y_2 доход определяют вторую точку B' кривой совокупного спроса AD. Она имеет отрицательный угол наклона, показывая размер производства в реальном выражении, на который существует спрос при каждом уровне цен. Заметим, что изменение уровня цен не сказалось на положении IS кривой, поскольку равновесие в реальном секторе измеряется в реальных ценах (за вычетом инфляции).

- *Открытая экономика с фиксированным валютным курсом.* Если предположить, что в открытой экономике капитал высоко мобилен, но не полностью, т.е. BP более пологая, чем LM кривая, рост общего уровня цен вызовет более сложные процессы, чем в закрытой экономике (рис. 6.13). Допустим, что изначальное равновесие существует на пересечении IS_1 , LM_1 и BP_1 кривых в точке А. Эта точка определяет первую точку A' кривой совокупного спроса в откры-

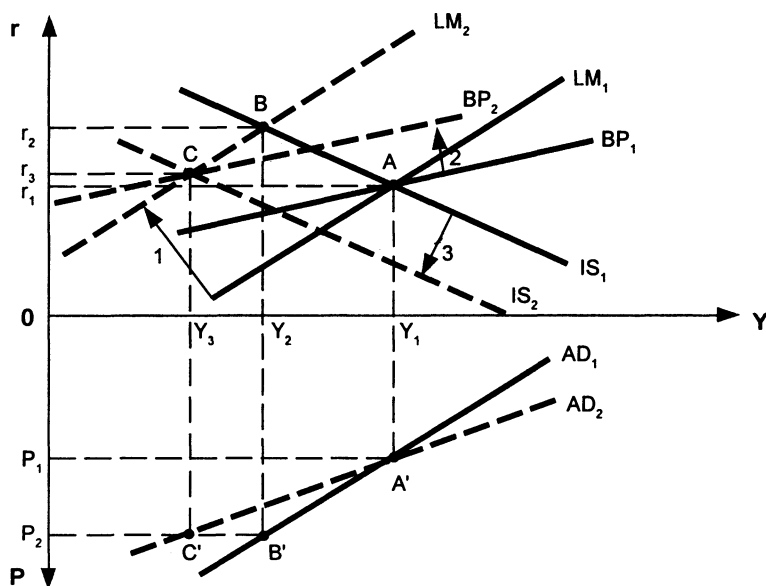


Рис. 6.13. Фиксированный валютный курс: построение кривой AD

той экономике с фиксированным курсом. Рост цен сократит реальную стоимость имеющейся денежной массы и сдвигает LM_1 влево на уровень LM_2 , так же как и в закрытой экономике (1). Однако рост внутренних цен изменяет соотношение внутренних и международных цен не в пользу данной страны, в результате чего BP_1 кривая также сдвигается влево на уровень BP_2 , поскольку для балансирования платежного баланса требуется приток краткосрочного капитала, что может произойти только при более высокой процентной ставке (2). Рост внутренних цен, кроме того, делает экспорт страны более дорогим и ухудшает торговый баланс, что неизбежно сдвинет IS_1 кривую также влево на уровень IS_2 (3).

В результате в открытой экономике рост общего уровня цен оказывает значительно большее воздействие на внутреннее производство, чем в закрытой экономике: чисто монетарный эффект дополняется эффектом переключения части расходов с местных на импортные товары, что способствует еще большему падению внутреннего производства. Точка C пересечения IS_2, LM_2 и BP_2 кри-

вых определяет вторую точку C' кривой совокупного спроса. Все три кривые обязаны пересекаться в одной точке. Если в результате сдвигов IS_1 и LM_1 кривых точка их пересечения окажется ниже BP_2 , платежный баланс окажется в дефиците, что создаст давление на валютный курс в сторону его понижения. Поскольку курс фиксированный, центральный банк начнет его защищать путем продажи иностранной валюты из резервов, сокращая тем самым предложение денег, что будет двигать LM_2 кривую еще дальше влево, пока все три кривые не пересекнутся. Аналогичным образом, если в результате сдвигов IS_1 и LM_1 кривых точка их пересечения окажется выше BP_2 , возникнет положительное сальдо платежного баланса, что создаст давление на валютный курс в сторону его повышения. Поскольку курс фиксированный, центральный банк начнет его защищать путем скупки излишней иностранной валюты в резервы, увеличивая тем самым предложение денег, что будет двигать LM_2 кривую вправо, пока все три кривые не пересекнутся. Соединив точки A' и C' , можно получить кривую совокупного спроса для откры-

той экономики AD_2 . Заметим, что в любом случае она будет более пологой, а совокупный спрос — более эластичным, чем в закрытой экономике. Чем сильнее эффект переключения расходов, тем больше это различие.

• *Открытая экономика с плавающим валютным курсом.* Построение кривой совокупного спроса при плавающем валютном курсе осложняется тем, что на изменение цен реагирует помимо множества других параметров и валютный курс. Начиная, как и прежде, с точки макроэкономического равновесия A , в модели определяется точка A' кривой совокупного спроса (рис. 6.14). Рост совокупного уровня цен приводит к следующим макроэкономическим эффектам: LM_1 кривая сдвигается влево, поскольку из-за роста цен сокращается реальная стоимость денежной массы, IS_1 кривая сдвигается влево, ибо падает производство в реальном секторе из-за сокращения спроса на экспорт страны, и BP_1 также сдвигается влево из-за ухудшения торгового баланса в результате падения экспорта и роста импорта. Казалось бы, все происходит так же, как и при фиксированном валютном курсе.

Однако, как видно из рисунка, LM_2 и IS_2 кривые пересекаются в точке C , которая находится выше (слева) от BP кривой, что означает отрицательное сальдо платежного баланса. Положительное сальдо, как известно, ведет к росту курса национальной валюты. Если при фиксированном валютном курсе центральный банк вынужден, защищая курс, скупать иностранную валюту, увеличивая тем самым денежную массу и двигая LM кривую вправо, то при плавающем курсе возрастает курс национальной валюты, что сдвигает кривую BP_2 еще дальше влево на уровень BP_3 . Это приводит к еще большему ухудшению платежного баланса, что сдвигает IS_2 кривую еще дальше влево на уровень IS_3 . Экономика приходит в равновесие в точке D , где все три кривые опять пересекутся. Эта точка определит вторую точку D' кривой совокупного спроса. Если кривые LM_2 и IS_2 пересекутся ниже кривой BP_2 , что будет означать дефицит платежного баланса, национальная валюта начнет обесцениваться. Это начнет двигать BP_2 и IS_2 кривые еще дальше вправо, пока они все не пересекутся в одной точке на LM_2 кривой. Если

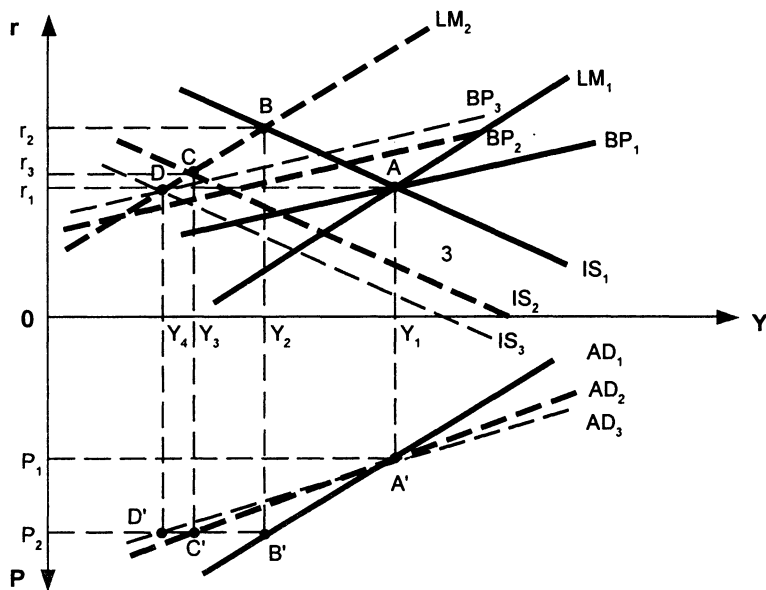


Рис. 6.14. Плавающий валютный курс: построение кривой AD

же случится так, что BP_2 и IS_2 кривые сразу пересекутся на кривой LM_2 , то точка их пересечения и будет второй точкой кривой совокупного спроса, т.е. последствия будут те же, что и при фиксированном валютном курсе.

Нетрудно заметить, что при плавающем валютном курсе результирующая кривая совокупного спроса еще более полого, чем при фиксированном курсе. Изменение валютного курса воздействует на платежный баланс вдобавок к воздействию, которое оказывает рост цен. Совокупный спрос оказывается более эластичным по цене при плавающем, чем при фиксированном валютном курсе. Тем самым одинаковый по размерам рост общего уровня цен с P_1 до P_2 приводит к разным последствиям: в закрытой экономике — к падению производства и дохода с Y_1 до Y_2 , в открытой экономике с фиксированным валютным курсом — к их большему падению с Y_1 до Y_3 , а в открытой экономике с плавающим валютным курсом — к самому большому падению с Y_1 до Y_4 .

@ *Совокупное предложение* (aggregate supply, AS) — предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен.

Если характер совокупного спроса зависит от степени открытости экономики и типа существующего в ней валютного курса, то характер совокупного предложения в критической степени зависит от временной перспективы, в которой она рассматривается. Как известно из общей теории макроэкономики, совокупное предложение в долгосрочной перспективе не зависит от уровня цен. Единственный способ увеличить производство в долгосрочной перспективе — увеличить объем используемых факторов производства: создать новую технологию, привлечь дополнительную рабочую силу, разработать новые природные ресурсы и пр. Наличие факторов производства и их максимальное использование определяют естественный

уровень производства (natural level of output) в стране.

• *Совокупное предложение в долгосрочной перспективе* (long-run aggregate supply, AS^L) — не зависящее от общего уровня цен потенциальное предложение товаров, которые можно было бы произвести при максимальном использовании находящихся в распоряжении страны факторов производства (трудовых и природных ресурсов, капитала и технологии).

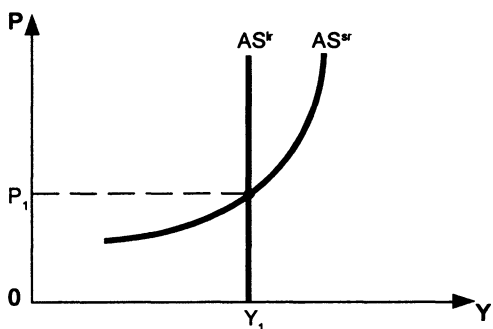
В результате в долгосрочной перспективе график совокупного предложения оказывается просто прямой вертикальной линией AS^L , показывающей, что, сколько бы ни поднялся общий уровень цен P , в силу ограниченности имеющихся в распоряжении общества факторов производства само производство и, следовательно, доход не могут превзойти естественный уровень производства Y_1 (рис. 6.15).

Напротив, в краткосрочной перспективе цены оказывают более чем существенное влияние на совокупное предложение; логично предположить, что по мере роста цен совокупное предложение будет также увеличиваться. Его график AS^{sr} будет иметь положительный угол наклона и пересекать AS^L .

• *Совокупное предложение в краткосрочной перспективе* (short-run aggregate supply, AS^{sr}) — текущее предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен.

Свойства AD и AS кривых

• *AD кривая.* И угол наклона, и положение AD кривой напрямую зависят от угла наклона и положения IS и LM кривых. Угол наклона AD кривой свидетельствует о степени эластичности по доходу совокупного спроса. Из механизма построения AD кривой однозначно следует, что чем круче IS и LM кривые, тем ближе к вертикали AD кривая, тем менее эластичен совокупный спрос. Любое изменение угла наклона и, следо-

Рис. 6.15. Построение кривых AS^r и AS^{sr}

вательно, эластичности IS и LM кривых приводит к соответствующему изменению угла наклона (эластичности) AD кривой. Например, рост ставки налогов (не путать с ростом общего объема собираемых налогов) увеличит угол наклона IS и, соответственно, AD кривой.

Положение AD кривой зависит от изменения в процессе корректировки положения обеих IS и LM кривых, которое, в свою очередь, зависит от массы других параметров. Так, например, снижение курса национальной валюты или ее целенаправленная девальвация понижает относительную стоимость национальных товаров на мировом рынке, что увеличивает спрос на них при каждом данном уровне цен. Это немедленно сдвигает кривую совокупного спроса вправо. Напротив, рост курса национальной валюты сдвинет ее влево. Рост предложения денег при неизменном уровне цен, как было установлено выше, сдвигает LM кривую вправо и приводит к росту уровня дохода. При этом AD кривая также сдвигается вправо, отражая более высокий уровень доходов при неизменном уровне цен. Такой же эффект возникает в результате роста государственных расходов и/или сокращения налогов: IS кривая сдвигается вправо, что приводит к аналогичному перемещению AD кривой. Таким образом, уровень дохода может расти в трех случаях: при падении общего уровня цен, что отражается в движении по AD кривой от точек B' к A' ; при мягкой денежной политике и неизменном уровне

цен, что отражается в сдвиге AD кривой вправо; и при экспансионистской бюджетной политике, что также отражается в сдвиге AD кривой вправо.

• *AS кривая.* Из рисунка 6.15 следует, казалось бы, невероятный на первый взгляд вывод, что в краткосрочной перспективе совокупное предложение (производство) может превышать совокупное предложение в долгосрочной перспективе, что показано частью AS^{sr} кривой, находящейся справа от AS^r вертикали. Одно из объяснений этого феномена заключается в том, что из-за несовершенства рынка и системы рыночной информации предприятия могут увеличить производство в ответ на скачок цен. Однако при этом через некоторое время станет очевидным, что цены увеличились не только на конечную продукцию, но и на все промежуточные товары и сырье. Рост издержек заставит предприятия в долгосрочной перспективе сократить производство, пережившее краткосрочный всплеск, до его естественного уровня AS^r . Верно и обратное: предприятия перед лицом падения цен на их продукцию могут сократить производство, сдвинув его влево от AS^r по AS^{sr} кривой. Однако, как только станет ясно, что имеет место общее падение цен, включая цены на сырье и материалы для производства этой продукции, предприятия немедленно снова увеличат производство до его естественного уровня. В силу бурного развития коммуникаций и рыночной информации различие совокупным предложением в краткосрочной и долгосрочной перспективе становится все менее значимым, AS^{sr} кривая все больше приближается к вертикали и потенциально, когда все участники рынка получают информацию об изменившихся рыночных условиях одновременно, сливается с AS^r вертикалью.

Равновесие в AS-AD модели

В силу двухъярусной структуры модели, анализирующей совокупное пред-

ложение как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе, механизм возникновения макроэкономического равновесия в принципиальной степени зависит от временного горизонта анализа. В закрытой экономике равновесие возникает в точке пересечения всех трех кривых AD_1 , AS^{lr} и AS^{sr} (рис. 6.16). Это означает, что совокупный спрос должен быть равен совокупному предложению как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Или, другими словами, совокупное предложение само должно находиться в состоянии межвременного равновесия и соответствовать совокупному спросу, так как это имеет место в точке А. Равновесие в ней само по себе весьма устойчиво, поскольку экономика находится в состоянии долгосрочного баланса, долгосрочного предложения и совокупного спроса.

Если по каким-либо причинам совокупный спрос повышается, например в силу увеличения государственных расходов или роста денежной массы, то AD_1 кривая переместится вправо на уровень AD_2 , а общий уровень цен повысится до P_2 (1). Предприятия, почувствовав рост спроса на их товары, увеличат производство до Y_2 , переместив краткосрочное равновесие в точку В. В ней краткосрочное совокупное предложение превысит долгосрочное совокупное предложение и поэтому равновесие не будет устойчивым. Как только работники потребуют и получат прибавку к заработной плате и предприятия осознают, что все цены, а не только цены на их продукцию, возросли, что больше надо платить за сырье и материалы, кривая совокупного предложения AS^{sr}_1 переместится влево на уровень AS^{sr}_2 (2). Это приведет к падению производства обратно на уровень Y_1 , а новое равновесие возникнет в точке С при еще более высоком уровне цен P_3 . Этот процесс можно объяснить и с точки зрения соотношения действительных (actual) и ожидаемых (expected) цен. Неожиданный рост спроса может вызвать внезапный скачок действительных цен. Однако на относительно продолжительном отрезке

времени ожидаемые цены будут расти как минимум в соответствии с инфляцией и рано или поздно сравняются с внезапно подпрыгнувшей действительной ценой. Графически это будет означать, что вся AS^{sr}_1 кривая сдвинется вверх на уровень AS^{sr}_2 .

Таким образом, экономика находится в краткосрочном равновесии в любой точке пересечения AD и AS^{sr} кривых. Долгосрочное равновесие возникает только в точке пересечения всех трех кривых — AD , AS^{sr} , AS^{lr} . Рост спроса имеет лишь временное воздействие на рост производства и дохода, а в долгосрочной перспективе приводит лишь к увеличению общего уровня цен, оставив производство на прежнем долгосрочном естественном уровне. Следовательно, долгосрочным рост дохода может быть только в случае принципиальных сдвигов в объеме или качестве задействованных факторов производства. Поэтому любые инструменты экономической политики должны быть направлены на расширение и совершенствование именно факторов производства. Если рыночная информация совершенна и становится доступной одновременно для всех участников, то рост совокупного спроса просто сразу ведет к росту цен, промежуточный этап роста производства выпадает. Тем самым временное расширение производства возможно только в силу несовершенства рынка и рыночной информации, кото-

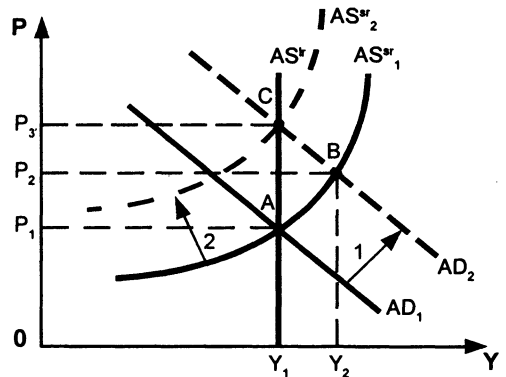


Рис. 6.16. Равновесие в модели AS-AD

рая доходит до его участников неодновременно.

Итак, модель совокупного спроса и совокупного предложения (AD-AS модель) показывает, как в реальном, денежном и внешнем секторах макроэкономический баланс может достигаться автоматически, без вмешательства государства и без использования им каких-либо инструментов экономической политики. Совокупный спрос представляет собой спрос, предъявляемый на все товары, находящиеся в распоряжении страны (на реальный ВВП), при существующем общем уровне цен. Совокупный спрос наименее эластичен по цене в закрытой экономике, несколько более эластичен в открытой экономике с фиксированным валютным курсом и наиболее эластичен в открытой экономике с плавающим валютным курсом. Рост цен на одинаковую величину приводит к значительно большему падению доходов в открытой, нежели в закрытой экономике. Совокупное предложение — предложение всех товаров, находящихся в распоряжении

страны (производство реального ВВП), при существующем общем уровне цен. Совокупное предложение в долгосрочной перспективе представляет собой не зависящее от общего уровня цен потенциальное предложение товаров, которые можно было бы произвести при максимальном использовании находящихся в распоряжении страны факторов производства (трудовых и природных ресурсов, капитала и технологии). Совокупное предложение в краткосрочной перспективе — текущее предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен. Для возникновения равновесия в AS-AD модели совокупный спрос должен быть равен совокупному предложению как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Рост совокупного спроса приводит к временному росту производства и постоянному увеличению уровня цен. Соответственно, сокращение совокупного спроса приводит к временному падению производства и постоянному снижению цен.

4. АДАПТАЦИЯ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ К ЭКЗОГЕННЫМ ШОКАМ

Рассмотренные выше теории макроэкономического баланса в открытой экономике могут быть использованы для объяснения механизма ее адаптации к экзогенным шокам — таким изменениям в международной экономике, которые не зависят от экономической политики данной страны. Экзогенные шоки могут происходить из реального, денежного, бюджетного и внешнего секторов как своей, так и зарубежных стран. Поскольку любые изменения в положении IS, LM, BP кривых могут оказывать влияние на положение AD кривой, проиллюстрировать процесс адаптации открытой экономики к экзогенным шокам можно путем одновременного использования IS-LM-BP и AS-AD моделей. При этом предполагается, что капитал высокоподвижен, но не полностью, т.е. что BP кривая более полого, чем LM кривая.

Шоки реального сектора

Наиболее типичными из шоков, происходящих из реального сектора, являются изменение уровня мировых цен на главные экспортные или импортные товары данной страны и изменение вкусов и предпочтений потребителей.

- *Изменение мировых цен.* Автоматическая корректировка открытой рыночной экономики происходит в результате возникновения некоторых внешних явлений, которые могут оказывать влияние на экономику данной страны. Отвлекаясь пока от целенаправленной макроэкономической корректировки, которая является результатом деятельности правительства по стимулированию экономического развития, необходимо заметить, что современная открытая экономика может автоматически адаптироваться к крупным макроэкономическим

ческим шокам, например росту мировых цен. Наиболее наглядным примером такой адаптации был скачок цен на нефть в первой половине 70-х гг., который привел к глубокой структурной перестройке большинства стран мира — как экспортеров, так и импортеров нефти.

@ *Шок от зарубежных цен* (foreign price shock) — корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между национальными и международными ценами из-за роста или падения последних.

@ *Шок от внутренних цен* (domestic price shock) — корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между международными и национальными ценами из-за роста или падения последних.

Если товар, цена которого неожиданно возросла на мировом рынке, является экспортным товаром данной страны, то ее экспорт немедленно возрастет, что сдвинет BP_1 кривую вправо на уровень

BP_2 (рис. 6.17). Рост экспортного спроса потребует соответствующего увеличения производства, что будет означать сдвиг IS_1 также вправо на уровень IS_2 . Промежуточное равновесие возникнет в точке В. Однако приток иностранной валюты увеличивает спрос на национальную валюту, в результате чего возникает повышающее давление на ее курс. А рост производства на экспорт в реальном секторе означает рост спроса на его финансирование, что создает аналогичное повышающее давление на процентную ставку. Дальше все зависит от того, какой режим валютного курса имеет данное государство. Если курс фиксированный, то центральный банк, поддерживая его, скупает излишнюю иностранную валюту, увеличивая тем самым предложение национальной валюты и двигая LM_1 кривую также вправо на уровень LM_2 . Макроэкономическое равновесие перемещается в точку В, что означает рост производства с Y_1 до Y_2 , что при неизменном уровне внутренних цен P_1 означает рост совокупного спроса с AD_1 до AD_2 .

При плавающем валютном курсе ситуация иная. В результате перемещения

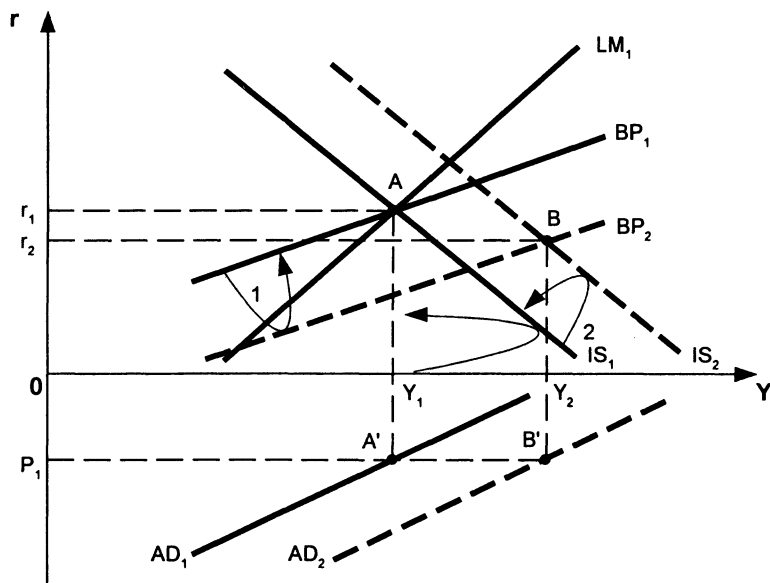


Рис. 6.17. Макроэкономический шок в открытой экономике

IS_1 кривой на уровень IS_2 , в точке В, находящейся справа от BP_1 кривой, появляется потенциальная возможность возникновения положительного сальдо платежного баланса. В результате курс национальной валюты начинает расти. Это сокращает экспорт и увеличивает импорт, т.е. возникает тенденция, противоположная изначальной. Как следствие и IS_2 , и BP_2 кривые сдвигаются на изначальный уровень, а макроэкономическое равновесие возвращается в точку А. Кривая совокупного спроса AD_1 , было переместившаяся на уровень AD_2 , также возвращается в свое начальное положение. Вывод очевиден: при фиксированном валютном курсе макроэкономический шок от роста мировых цен на экспортный товар привел к долгосрочному росту дохода и совокупного спроса в данной стране, тогда как при плавающем валютном курсе он вызвал корректировку относительной стоимости национальной валюты и не привел к сколько-нибудь продолжительному росту доходов и совокупного спроса. Обобщаем: любой макроэкономический шок, возникший в реальном секторе за рубежом, будет иметь прямое воздействие на уровень спроса в открытой экономике при фиксированном режиме ее валютного курса, но не окажет никакого воздействия на спрос, если ее курс плавающий.

• *Изменение вкусов и предпочтений внутри страны.* Другим весьма распространенным шоком, происходящим из реального сектора, только теперь уже своей страны, является сдвиг вкусов и предпочтений потребителей в пользу национальных товаров. Это обычно является результатом массовой пропаганды, а иногда и законодательных актов, требующих от потребителей покупать национальные товары, от производителей — использовать определенную долю национальных компонентов при выпуске готовой продукции, от работодателей — нанимать определенную часть местной рабочей силы и т.д. В этой ситуации IS кривая сдвинется вправо, ибо импорт сократится и BP кривая также уйдет вправо. При фиксированном

валютном курсе это породит положительное сальдо платежного баланса, рост предложения денег и сдвинет LM кривую также вправо. Автоматическая корректировка закончится тогда, когда все три сектора придут в одновременное равновесие при более высоком уровне доходов. Очевидно, что в этом случае совокупный спрос увеличится и его кривая также сместится вправо при неизменном уровне цен.

При плавающем режиме валютного курса потенциально возможное положительное сальдо платежного баланса приведет к росту курса национальной валюты. Расходы переключатся с иностранных на национальные товары, спрос на национальную валюту возрастет. По мере роста ее курса обе кривые — IS и BP — начнут двигаться назад влево к своему изначальному положению и автоматическая корректировка закончится на том же уровне, на котором она началась до сдвига во вкусах и предпочтениях внутри страны. Краткосрочный всплеск совокупного спроса довольно быстро исчерпает себя. Обобщаем: любой макроэкономический шок, возникший в реальном секторе внутри страны, будет иметь прямое воздействие на уровень спроса в открытой экономике при фиксированном режиме ее валютного курса, но не окажет никакого воздействия на спрос, если ее курс плавающий.

Шоки денежного сектора

• *Изменение мировой процентной ставки.* Шок, заключающийся в резком росте мировых процентных ставок, приведет к росту оттока краткосрочного капитала из данной страны, в результате чего при фиксированном валютном курсе возникнет дефицит платежного баланса, а при плавающем — потенциально возможный дефицит. Воздействие на совокупный спрос окажется разным. При фиксированном курсе BP кривая сдвинется влево. ЦБ, продавая валюту из резервов для поддержания курса, сократит предложение национальной валюты,

что сдвинет LM кривую также влево. Следовательно, при неизменном уровне цен кривая совокупного спроса также передвинется влево, обозначив тем самым падение уровня совокупного спроса в данной стране в результате роста процентных ставок за рубежом.

@ *Шок от зарубежной процентной ставки* (foreign interest rate shock) — корректировки в открытой экономике, происходящие в результате резкого изменения пропорций между национальными и международными процентными ставками из-за роста или падения последних.

При плавающем валютном курсе дефицита платежного баланса, как известно, не возникает. Появляется лишь потенциальная возможность его возникновения, а курс автоматически нивелирует дисбаланс. Обесценение курса национальной валюты приводит к росту экспорта и сокращению импорта, что, естественно, двигает обе IS и BP кривые вправо, оставляя LM кривую на месте. В результате AD кривая также смещается вправо, что означает рост совокупного спроса при постоянном уровне цен. Тенденция корректировки в ответ на шок от изменения мировых процентных ставок, как видно, прямо противоположна при фиксированном и при плавающем валютном курсе. При обратной ситуации — падении мировых процентных ставок — автоматическая адаптация открытой экономики происходит в зеркальном отражении. Обобщаем: макроэкономический шок, происходящий из денежного сектора зарубежной страны, оказывает влияние на совокупный спрос в открытой экономике, но направление его изменения (рост или сокращение) зависит от режима валютного курса.

• *Изменение национальной процентной ставки.* Другой типичный экзогенный шок может происходить из денежного сектора своей страны. Например, в силу неверия местных инвесторов в иностранный рынок ценных бумаг большинство граждан данной страны переориентируют свои инвестиции на мест-

ный рынок: законодательство написано на родном языке, судебная система работает исправно, нет проблем с репатриацией средств из-за рубежа и т.п. Поскольку отток краткосрочного капитала за рубеж сократится, BP кривая сдвинется вправо, создав реальное положительное сальдо платежного баланса при фиксированном валютном курсе и потенциальную возможность возникновения такого сальдо при плавающем курсе. В первом случае LM кривая сдвигается вправо, что стимулирует экономический рост и, соответственно, рост совокупного спроса, — AD кривая также уйдет вправо. Во втором случае рост курса национальной валюты ухудшит текущий баланс, что сдвинет BP и IS кривые влево. Это будет означать падение доходов и сокращение совокупного спроса — AD кривая переместится влево. Обобщаем: макроэкономический шок, происходящий из денежного сектора своей страны, оказывает влияние на совокупный спрос в открытой экономике, но направление его изменения (рост или сокращение) зависит от режима валютного курса. Влияние экзогенных шоков на совокупный спрос обобщено в таблице 6.3.

@ *Шок от национальной процентной ставки* (domestic interest rate shock) — корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между международными и национальными процентными ставками из-за роста или падения последних.

Рассмотренный механизм межстрановой передачи экзогенных шоков свидетельствует, что чем выше уровень экономической открытости страны, тем сильнее воздействие на нее экономической политики других стран, прежде всего ее торговых партнеров. Особенно это справедливо в условиях плавающего характера валютного курса. Например, рост процентной ставки в большой стране, в частности как средство борьбы с инфляцией, немедленно приведет к росту процентной ставки во всех малых стра-

ТАБЛИЦА 6.3

Влияние экзогенных шоков на совокупный спрос в открытой экономике

	Фиксированный курс	Плавающий курс
Изменения в международной экономике, увеличивающие экспорт данной страны	рост AD	неизменный AD
Изменения в национальной экономике, сокращающие экспорт данной страны	сокращение AD	неизменный AD
Изменения в международной экономике, увеличивающие отток капитала из данной страны	сокращение AD	рост AD
Изменения в национальной экономике, увеличивающие приток капитала в данную страну	рост AD	сокращение AD
Мягкая денежная политика	неизменный AD	рост AD
Экспансионистская бюджетная политика	рост AD	неизменный AD

нах, являющихся ее торговыми партнерами. Но во многих из них правительства не захотят повышения процентных ставок, поскольку это может подавить инвестиции. Чтобы воспрепятствовать росту процентных ставок, правительства малых стран увеличивают предложение денег, что вызывает потенциальный дефицит платежного баланса. Национальная валюта малых стран обесценивается, но и процентная ставка сокращается. У большой страны, напротив, национальная валюта дорожает, экспорт и доходы падают. Следовательно, при принятии решений в области экономической политики правительства стран, особенно значимых с точки зрения влияния на международную экономику, вынуждены учитывать их последствия друг для друга и других, особенно малых, стран. Стремление обеспечить согласованные действия в главных областях экономической политики привело к созданию разветвленного механизма межгосударственной макроэкономической координации, который подробно рассматривается в одной из последующих глав учебника.

Итак, на основе теории автоматической адаптации открытой экономики в рамках IS-LM-BP и AD-AS моделей возможно объяснить автоматическую корректировку, происходящую в результате

независимых от политики данной страны экзогенных шоков. Такие шоки могут проистекать из любого из четырех основных секторов экономической деятельности как в зарубежных странах, так и в своей стране. Наиболее типичными являются шоки реального сектора, связанные с повышением мировых цен на товары национального экспорта или импорта, с изменением вкусов и предпочтений потребителей, а также шоки, происходящие из денежного сектора, выражающиеся прежде всего в росте мировых или национальных процентных ставок и изменении инвестиционных предпочтений. Влияние этих шоков на совокупный спрос в критической степени зависит от характера валютного курса, существующего в данной стране. При плавающем валютном курсе, в отличие от фиксированного курса, шоки, приводящие к изменению размеров национального экспорта, не оказывают влияния на совокупный спрос. Шоки, приводящие к изменению в масштабах движения капитала, оказывают влияние на совокупный спрос при любом режиме валютного курса. Межстрановая передача макроэкономических шоков диктует необходимость координации макроэкономической политики, особенно между большими и экономически тесно связанными странами.

5. РЕЗЮМЕ

1. Простейшая модель макроэкономической корректировки открытой экономики основывается на разработанной Дж. Кейнсом базовой модели автоматической корректировки доходов в закрытой экономике через механизм мультипликации расходов в условиях неполной занятости, постоянства всех цен и отсутствия государственного сектора. В малой открытой экономике, изменения спроса в которой не оказывают влияния на другие страны, мультипликатор показывает изменение в уровне дохода в результате роста экспорта. Рост экспорта приводит к росту доходов, что, в свою очередь, индуцирует рост импорта. Рост импорта является утечкой средств из экономики и компенсирует часть улучшения торгового баланса, полученного в результате изначального роста экспорта. В большой открытой экономике любой внутренний шок через механизм мультипликации отражается на других странах мира. Рост доходов в большой стране увеличивает ее импорт, который является экспортом других стран. В результате роста их экспорта доход других стран также увеличивается. Их возросший доход индуцирует импорт, который является экспортом большой страны. В результате импульс экономического роста распространяется по миру. Влияние процесса мультипликации на торговый баланс неоднозначно и зависит от того, каковы были источники изначального экономического шока.

2. Механизм параллельного достижения внутреннего и внешнего баланса описывается IS-LM-BP моделью, представляющей собой одну из кейнсианских моделей открытой экономики. Она показывает такое соотношение уровня доходов и процентной ставки, при котором обеспечивается одновременное равновесие в трех секторах — реальном, денежном и внешнем, — которое может достигаться путем отдельного или одновременного использования инструментов государственной экономической политики — бюджетных расходов, регу-

лирования денежной массы и валютного курса. IS-LM-BP модель показывает способы установления макроэкономического равновесия в реальном секторе, когда утечка средств из системы в виде сбережений и расходов на импорт равна инъекциям средств в систему в виде инвестиций и доходов от экспорта; в денежном секторе, когда спрос на деньги в транзакционных и спекулятивных целях равняется их предложению; во внешнем секторе, когда дефицит текущего (торгового) баланса покрывается чистым притоком краткосрочного капитала из-за рубежа. Государственные расходы и предложение денег являются инструментами экономической политики, которыми правительство может манипулировать по своему усмотрению. Зная их, всегда можно определить значение уровня дохода (Y), процентной ставки (r) и валютного курса (E), при которых все три сектора придут в равновесие. Серьезный недостаток IS-LM-BP модели заключается в том, что она не предусматривает возможности изменения внутреннего уровня цен (инфляции), тогда, как будет показано ниже, любое увеличение бюджетных расходов или денежной массы вместо того, чтобы вести к росту производства, может вызвать рост цен.

3. Некейнсианская модель совокупного спроса и совокупного предложения (AD-AS модель) показывает, как в реальном, денежном и внешнем секторах макроэкономический баланс может достигаться автоматически, без вмешательства государства и без использования им каких-либо инструментов экономической политики. Совокупный спрос представляет собой спрос, предъявляемый на все товары, находящиеся в распоряжении страны (на реальный ВВП), при существующем общем уровне цен. Совокупный спрос наименее эластичен по цене в закрытой экономике, несколько более эластичен в открытой экономике с фиксированным валютным курсом и наиболее эластичен в открытой экономике с плавающим валютным курсом.

сом. Рост цен на одинаковую величину приводит к значительно большему падению доходов в открытой, нежели в закрытой экономике. Совокупное предложение — предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны (производство реального ВНП), при существующем общем уровне цен. Совокупное предложение в долгосрочной перспективе представляет собой не зависящее от общего уровня цен потенциальное предложение товаров, которое можно было бы произвести при максимальном использовании находящихся в распоряжении страны факторов производства (трудовых и природных ресурсов, капитала и технологии). Совокупное предложение в краткосрочной перспективе — текущее предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен. Для возникновения равновесия в AS-AD модели совокупный спрос должен быть равен совокупному предложению как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Рост совокупного спроса приводит к временному росту производства и постоянному увеличению уровня цен. Соответственно, сокращение совокупного спроса приводит к временному падению производства и постоянному снижению цен.

4. На основе теории автоматической адаптации открытой экономики в рамках IS-LM-BP и AD-AS моделей воз-

можно объяснить автоматическую корректировку, происходящую в результате независимых от политики данной страны экзогенных шоков. Такие шоки могут происходить из любого из четырех основных секторов экономической деятельности как в зарубежных странах, так и в своей стране. Наиболее типичными являются шоки реального сектора, связанные с повышением мировых цен на товары национального экспорта или импорта, с изменением вкусов и предпочтений потребителей, а также шоки, происходящие из денежного сектора, выражающиеся прежде всего в росте мировых или национальных процентных ставок и изменении инвестиционных предпочтений. Влияние этих шоков на совокупный спрос в критической степени зависит от характера валютного курса, существующего в данной стране. При плавающем валютном курсе, в отличие от фиксированного курса, шоки, приводящие к изменению размеров национального экспорта, не оказывают влияния на совокупный спрос. Шоки, приводящие к изменению в масштабах движения капитала, оказывают влияние на совокупный спрос при любом режиме валютного курса. Межстрановая передача макроэкономических шоков диктует необходимость координации макроэкономической политики, особенно между большими и экономически тесно связанными странами.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Каковы допущения базовой кейнсианской модели доходов-расходов в закрытой экономике и почему они ограничивают ее аналитическую ценность?

2. Как определяется предельная склонность к потреблению и сбережению и что она показывает?

3. Объясните механизм макроэкономической корректировки закрытой экономики.

4. Почему импорт в малой открытой экономике разделяется на автономный и индуцированный? Как измеряется предельная склонность к импорту?

5. В чем заключается процесс мультипликации доходов в малой открытой экономике?

6. Какие мультипликаторы доходов в большой открытой экономике вам известны?

7. Как функционирует механизм мультипликации доходов в большой открытой экономике?

8. Что показывает IS-LM-BP модель и какие секторы она описывает?

9. Дайте определение IS, LM и BP кривых и объясните принцип построения каждой из них.

10. Каковы свойства IS, LM и BP кривых и какие факторы способствуют их перемещению?

11. В чем заключается в рамках IS-LM-BP модели макроэкономическая корректировка при фиксированном валютном курсе с использованием денежной, бюджетной и смешанной политики?

12. В чем заключается в рамках IS-LM-BP модели макроэкономическая корректировка при плавающем валютном курсе с использованием денежной, бюджетной и смешанной политики?

13. Как воздействует государственная политика мобильности или немобильности капитала на результаты макроэкономической корректировки в рамках IS-LM-BP модели?

14. В чем заключается принципиальное отличие в подходе к моделированию открытой экономики AS-AD модели от подходов кейнсианской и IS-LM-BP моделей?

Проблемы для обсуждения

23. Очередной обзор экономики США, подготовленный МВФ, рекомендовал американскому правительству воздержаться от применения крупномасштабных односторонних санкций по сокращению импорта из Японии, Кореи, Австралии, Португалии и Пакистана. Один из аргументов заключался в том, что сокращение импорта повлияет на занятость в США. Почему?

24. Парламент Эстонии отклонил бюджет, предусматривающий повышение расходов, на том основании, что это ухудшит ее торговый баланс, поскольку, по расчетам экономистов, предельная склонность Эстонии к импорту больше, чем у ее торговых

15. Что такое совокупный спрос и в чем его принципиальное отличие от спроса на индивидуальный товар?

16. Каковы характерные черты совокупного спроса в закрытой экономике, в открытой экономике с фиксированным валютным курсом и в открытой экономике с плавающим валютным курсом?

17. Как определяется совокупное предложение и в чем его отличие от предложения конкретного товара?

18. В чем отличие совокупного предложения в долгосрочной и краткосрочной перспективе?

19. Какие факторы могут влиять на совокупный спрос и совокупное предложение?

20. В чем заключается долгосрочное и краткосрочное равновесие совокупного спроса и совокупного предложения?

21. Объясните механизм адаптации открытой экономики к экзогенным шокам, происходящим из реального сектора как своей страны, так и за рубежом.

22. Как адаптируется открытая экономика к экзогенным шокам, происходящим как из национального, так и из зарубежного денежного сектора?

партнеров. Обоснованы ли экономически действия парламента?

25. Россия повысила пошлины на импорт продовольствия из западноевропейских стран. С точки зрения кейнсианской теории как это скажется на уровне дохода в России и в странах Западной Европы?

26. В 1996 г. в среднемесячном выражении валютные резервы денежных властей России составили 7 млрд. долл., инфляция — 2%, экспорт — 7 млрд., импорт — 6 млрд., рост денежной массы — 5%. Средняя процентная ставка — 60% годовых. Правительство проводит весьма либеральную политику в отношении международно-

го движения капитала. В этой ситуации независимые эксперты предложили зафиксировать валютный курс для укрепления макроэкономической стабилизации. Исходя из IS-LM-BP модели, что вы думаете по этому поводу?

27. В Швеции рост государственных расходов в условиях высокой мобильности капитала ведет к росту процентной ставки, росту валютного курса и длительному дефициту торгового баланса, который финансируется за счет притока капитала из-за рубежа. Может ли такая ситуация считаться равновесной в долгосрочном плане? Приведите аргументы "за" и "против".

28. В результате доскональных расчетов аналитики Египта выяснили, что в их стране наклон LM кривой в точности совпадает с наклоном BP кривой, они сливаются. Поэтому, утверждают они, правительству безразлично, какие — финансовые или денежные — инструменты использовать для стимулирования экономического роста. Каков будет ваш совет?

29. Сторонники жесткой денежной политики утверждают, что помимо

подстегивания инфляции рост денежной массы ведет к сокращению производства. Их оппоненты полагают, что рост внутреннего кредита, напротив, стимулирует производство, которое должно расти темпами, превышающими темпы роста инфляции. Каково ваше мнение?

30. Пытаясь преодолеть экономические трудности, в частности подавить инфляцию, правительство Таджикистана решает сократить совокупный спрос за счет увеличения налогов на личные доходы и на прибыль предприятий. Утверждается, что такая мера приведет лишь к временному падению производства, но постоянному сокращению цен. Справедливо ли это утверждение?

31. Из-за падения мирового спроса на кофе условия торговли Кении ухудшаются. Страна имеет плавающий валютный курс. Для сглаживания последствий падения цен на кофе кенийские экономисты предлагают ввести фиксированный валютный курс, хотя бы временно, что якобы поможет удержать совокупный спрос в Кении на прежнем уровне. Не ошибаются ли они?

Задачи

32. Открытая экономика находится в равновесии, когда:

а) внутренние расходы равны национальному доходу;

б) торговый баланс равен сбережениям;

в) внутренние инвестиции равняются сбережениям;

г) торговый баланс равен разности сбережений и инвестиций?

33. Мультипликатор малой открытой экономики:

а) равен единице;

б) меньше мультипликатора закрытой экономики;

в) равен величине, обратной сумме предельной склонности к потреблению и к импорту?

34. Рост доходов в других странах в результате воздействия со стороны большой открытой экономики:

а) смягчает воздействие роста внутренних расходов на уровень дохода большой страны и на ее торговый баланс;

б) усиливает влияние внутренних расходов на уровень дохода, но смягчает их воздействие на торговый баланс;

в) смягчает воздействие роста внутренних расходов на уровень дохода большой страны, но усиливает их воздействие на ее торговый баланс;

г) усиливает воздействие роста внутренних расходов на доход и торговый баланс?

35. В Дании функция потребления составляет $C = 200 + 0,7Y$, функция импорта составляет $IM = 100 + 0,1Y$, инвестиции $I = 300$ и экспорт $X = 400$. Рассчитайте:

- а) равновесный уровень дохода Y ;
- б) прирост дохода ΔY в результате роста экспорта на 100;
- в) прирост дохода в результате роста инвестиций на 200;
- г) прирост дохода в результате роста инвестиций на 50 и экспорта на 50.

36. В ФРГ предельная склонность к сбережениям составляет 0,2, к импорту — также 0,2. Во Франции — соответственно 0,15 и 0,1. Рассчитайте изменение уровня дохода ФРГ в результате:

- а) роста экспорта ФРГ на 200, который замещает внутреннее производство Франции;
- б) роста инвестиций в ФРГ на 200;
- в) изменения торгового баланса ФРГ в результате роста экспорта на 200;

г) изменения торгового баланса ФРГ в результате роста инвестиций в ФРГ на 200.

37. Совокупный спрос определяется параметрами развития:

- а) реального и денежного секторов;
- б) денежного и бюджетного секторов;
- в) денежного, бюджетного и внешнего секторов;
- г) всех названных секторов?

38. Какое влияние может оказать денежная политика на совокупное предложение в стране с плавающим валютным курсом, если в данной стране:

- а) имеются крепкие профсоюзы, периодически проводящие переговоры с предпринимателями и добивающиеся повышения зарплаты;
- б) исторически была галопирующая инфляция;
- в) спрос на деньги неэластичен;
- г) намерения денежных властей обычно просачиваются в прессу и становятся известными задолго до принятия практических мер?

Глава 7

ЦЕЛЕНАПРАВЛЕННАЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОРРЕКТИРОВКА ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Баланс
внешний
внутренний
Бюджетная политика
Валютная политика
Высокая немобильность
капитала
Высококачественный рост
Денежная политика
Модель Манделла—Флеминга
Неполная мобильность
капитала

Политика
изменения расходов
переключения расходов
Полная мобильность капитала
Полная немобильность капитала
Правило Тинбергена
Принцип эффективной рыночной
классификации
Проблема выбора политики
Смешанная политика
Эффект “липких” цен

1. ПРИНЦИПЫ ПОСТРОЕНИЯ МЕХАНИЗМОВ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОРРЕКТИРОВКИ

В зависимости от развития экономической и финансовой ситуации в стране и в международной экономике в целом все правительства на том или ином этапе проводят целенаправленную макроэкономическую корректировку путем использования имеющихся в их распоряжении инструментов экономической политики.

Цели и инструменты

Целенаправленная макроэкономическая корректировка обычно стремится к достижению:

• *внутреннего баланса* (internal balance) — такой комбинации уровней производства и цен, при которой обеспечиваются полная занятость (определяемая как 2–3-процентная фрикционная безработица, возникающая в период смены людьми мест работы) и устойчиво низкий уровень инфляции (2–3% в год);

• *внешнего баланса* (external balance) — платежного баланса, равного нулю, или такого временного дисбаланса, который необходим для достижения определенных целей экономической политики, например временного положительного сальдо для пополнения государственных валютных резервов.

ТАБЛИЦА 7.1

Цели макроэкономической корректировки

Внутренняя сбалансированность	Внешняя сбалансированность
1. Полная занятость	1. Платежный баланс, равный нулю
2. Отсутствие инфляции	2. Стабильность валютного курса
3. Приемлемые темпы роста	
4. Справедливое распределение доходов	

Максималистски определенные задачи целенаправленной корректировки сформулированы в таблице 7.1. В рамках внутреннего баланса наиболее социально значимыми целями являются достижение полной занятости, сокращение безработицы, создание новых рабочих мест и обеспечение стабильности цен через подавление инфляции на фоне сопоставимых со среднемировыми темпами экономического роста. Важнейшей социальной целью макроэкономической корректировки обычно является и справедливое распределение доходов — понятие, о котором можно спорить. Внешняя сбалансированность означает поддержание такого сальдо платежного баланса, которое без напряжения может финансироваться за счет притока иностранного капитала, стабильности валютного курса, который не нужно искусственно поддерживать через валютные интервенции или валютные ограничения.

Для обеспечения достижения этих целей в рамках открытой экономики в распоряжении правительства имеются две группы инструментов экономической политики — инструменты регулирования спроса и инструменты регулирования предложения. Регулирование спроса считается наиболее эффективным направлением макроэкономической корректировки и может быть разделено на политику изменения и переключения расходов.

@ *Политика изменения расходов* (expenditure-changing policies) — экономическая политика управления спросом, предусматривающая маневрирование инструментами денежной и бюджетной политики в целях достижения макроэкономического баланса.

Денежная политика бывает жесткой (tight), предусматривающей сжатие денежной массы в реальном выражении и рост процентных ставок, и мягкой (easy), означающей рост денежной массы и падение процентных ставок. Бюджетная политика бывает рестриктивной (restrictive, contractionary), означающей сокращение государственных расходов,

рост налогов, что приводит к падению внутреннего производства и импорта, и экспансионистской (expansionary), основанной на росте государственных расходов и сокращении налогов, что приводит через механизм мультипликации к росту внутреннего производства и к росту импорта в зависимости от определенной склонности страны к импорту.

@ *Политика переключения расходов* (expenditure-switching policies) — экономическая политика управления спросом, предусматривающая маневрирование валютным курсом для переключения расходов между иностранными и национальными товарами с целью достижения макроэкономического баланса.

Маневрирование валютным курсом означает либо политику его целенаправленной девальвации (devaluation), которая переключает расходы с иностранных на национальные товары, стимулирует внутреннее производство, экспорт, сокращает импорт и исправления дефицита платежного баланса; либо политику его ревальвации (revaluation), которая переключает расходы с местных на иностранные товары, приводит к сокращению национального производства, экспорта и используется для ликвидации нежелательного положительного сальдо платежного баланса.

Другая классификация представлена в таблице 7.2. Она показывает, что для регулирования спроса правительство может использовать три основных вида политики — денежную, бюджетную и внешнеэкономическую. Заметим сразу же, что эта классификация весьма условна, поскольку практически каждая входящая в нее политика и ее инструмент могут регулировать как спрос, так и предложение. Каждая политика проводится через использование конкретных инструментов этой политики (денежная политика осуществляется через операции на открытом рынке, резервные требования и т.д.), перечисленных в таблице. Инструменты внешнеэкономической политики особенно важны для коррек-

Инструменты макроэкономической корректировки

Регулирование спроса		
Денежная политика	Бюджетная политика	Внешнеэкономическая политика
Операции на открытом рынке	Ограничение расходов	Валютный курс
Операции, схожие с операциями на открытом рынке	Рост налогов (доходов)	Тарифные ограничения на движение товаров
Прямой контроль	Расширение источников финансирования	Нетарифные ограничения на движение товаров
	Регулирование внебюджетных фондов	Ограничения на движение капитала
Регулирование предложения		
Расширение инвестиций	Контроль за ценами	Сокращение издержек производства
Налоговые льготы	Ограничение цен продукции государственных предприятий	Сдерживание роста зарплаты
Сокращение процентной ставки	Субсидирование цен (особенно в сельском хозяйстве)	Субсидирование цен на электроэнергию и транспорт
Увеличение сбережений	Законодательное ограничение размеров прибыли	Контроль над процентными ставками

тировки в рамках открытой экономики, поэтому каждый из них может рассматриваться как самостоятельное направление экономической политики (валютная политика, тарифная политика и т.д.).

Диаграмма Суона

Цели, которые может ставить перед собой правительство, начиная макроэкономическую корректировку, в самом общем плане могут быть описаны с помощью уже известной из анализа механизма образования валютного курса диаграммы, названной в честь австралийского экономиста Тренора Суона, впервые ее предложившего (рис. 7.1а)¹.

¹ Swan T. Longer-Run Problems of the Balance of Payments//The Australian Economy: a Volume of Readings. — Melbourne, 1955. — P. 384–395.

Напомним, что она исходит из кейнсианского равенства, в соответствии с которым доход в сбалансированной экономике (Y) равен расходам на личное потребление (C), инвестиции (I), государственное потребление (G) и разности экспорта (X) и импорта (IM):

$$Y = C + I + G + X - IM. \quad (7.1)$$

Если, как обычно, назвать абсорбцией все внутренние расходы резидентов $A = C + I + G$, а разность экспорта и импорта — текущим или торговым балансом $CAB = X - IM$, то кейнсианское равенство приобретает упрощенный вид:

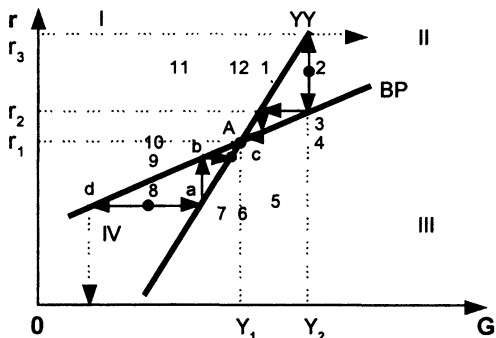
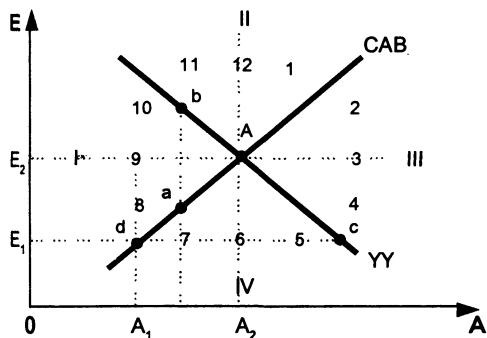
$$Y = A + CAB. \quad (7.2)$$

Из равенства (7.2) видно, что, с одной стороны, для каждого конкретного уровня дохода увеличение внутреннего потребления должно неминуемо сопровождаться ростом дефицита текущего

баланса и, напротив, увеличение положительного сальдо в торговле должно вести к снижению внутренней абсорбции. Соответственно, способом ликвидации дефицита торгового баланса является сокращение внутренней абсорбции, а его положительного сальдо — ее увеличение. С другой стороны, экспорт, и импорт зависят от валютного курса. Соответственно, по мере роста абсорбции растет импорт, что приводит к росту валютного курса; по мере ее сокращения импорт падает, так же как и валютный курс. Следовательно, в простейшем случае как внутренний, так и внешний баланс зависят от двух переменных — внутренней абсорбции (A) и валютного курса (E). Движение вправо по оси A означает рост абсорбции, т.е. внутреннего личного потребления, инвестиций и государственных расходов, влево — их падение. Движение вверх по оси E означает падение стоимости национальной валюты, ее девальвацию, движение вниз — рост стоимости национальной валюты, ее ревальвацию.

Кривая YY показывает все имеющиеся сочетания валютного курса E и внутренней абсорбции A, при которых обеспечивается внутренний баланс. Она имеет отрицательный угол наклона, поскольку в результате девальвации улучшается торговый баланс, что означает

рост экспорта и падение импорта и, следовательно, сокращение внутренней абсорбции. Если при девальвации произойдет меньше, чем нужно для равновесия, сокращение абсорбции, спрос превысит предложение и возникнет инфляция, если большее, напротив, предложение превысит спрос и возникнет безработица. Кривая CAB показывает все имеющиеся сочетания валютного курса E и внутренней абсорбции A, при которых обеспечивается торговый баланс. Она имеет положительный угол наклона, поскольку в результате девальвации улучшается торговый баланс, что должно быть перекрыто соответствующим ростом абсорбции, приводящей к увеличению импорта настолько, чтобы торговый баланс остался в равновесии. Если при девальвации произойдет больший, чем нужно для равновесия, рост абсорбции, возникнет дефицит торгового баланса, если меньший — его положительное сальдо. Необходимо особо отметить, что внешний баланс в данном случае упрощенно представлен только торговым балансом и что девальвация приводит к его улучшению в том случае, если сумма абсолютных значений эластичности национального спроса на импорт и иностранного спроса на национальный экспорт больше единицы, т.е. выполняется условие Маршалла—Лернена.



а) Диаграмма Суона

б) Диаграмма Манделла—Флеминга

Рис. 7.1. Механизмы макроэкономической корректировки

ТАБЛИЦА 7.3

Экономическая диагностика на основе диаграмм Суона и Манделла—Флеминга

Сегмент	Макроэкономические характеристики	
	Торговый баланс	Внутренний баланс
I	Положительный	Безработица
II	Положительный	Инфляция
III	Отрицательный	Инфляция
IV	Отрицательный	Безработица

Одновременное равновесие внутреннего и внешнего балансов достигается только в точке А, на пересечении кривой внутреннего баланса YY и кривой внешнего баланса $СAB$. Слева от кривой внутреннего баланса находятся сегменты I и IV, в которых экономика находится в дисбалансе, приводящем к неполной занятости, безработице; справа от нее располагаются сегменты II и III, в которых также внутренний баланс нарушается и возникает инфляция. Слева от кривой внешнего равновесия, которая весьма похожа на BP из $IS-LM-BP$ модели, но не тождественна ей, находятся сегменты I и II, в которых торговый баланс положителен, а справа — сегменты III и IV, в которых он отрицателен (табл. 7.3).

Конечной целью макроэкономической корректировки является одновременное достижение внутреннего и внешнего баланса в точке А. Инструментов экономической политики, которые можно использовать в данном случае, два — изменение расходов (рост или сокращение бюджетных расходов) и переключение расходов (девальвация либо ревальвация). Использование тех или иных инструментов экономической политики в критической степени зависит от того, в каком сегменте находится конкретная страна на диаграмме Суона. Практически все возможные варианты их расположения показаны в виде циферблата часов.

• Если страна находится в точках 3, 6, 9 или 12, то для достижения баланса в

точке А ей достаточно использовать всего один инструмент экономической политики. Например, находясь в точке 9, т.е. имея положительный торговый баланс и безработицу, для этого надо всего-навсего увеличить внутреннюю абсорбцию (государственные расходы) с A_1 до A_2 . Аналогичным образом, находясь в точке 6 (дефицит торгового баланса и безработица), достаточно девальвировать валютный курс с E_1 до E_2 .

• Если страна находится в точках 1, 2, 4, 5, 7, 8, 10 или 11, то для достижения баланса в точке А ей потребуется использовать также минимум два инструмента экономической политики. Например, находясь в точке 7, страна испытывает дефицит в торговле и безработицу. Используя только девальвацию валюты, можно сначала обеспечить торговый баланс в точке a и, девальвируя дальше, внутренний баланс в точке b , но невозможно обеспечить оба баланса одновременно. Если использовать только бюджетную политику для увеличения абсорбции, то максимум, чего можно добиться, — внутреннего баланса в точке c , при большом дефиците торгового баланса. Достижение равновесия в точке А возможно только при использовании обоих инструментов одновременно — девальвировании и увеличении расходов бюджета.

Закономерность взаимосвязи количества целей макроэкономической политики и имеющихся инструментов их достижения установил на основе принципов линейного программирования в начале 1950-х гг. голландский экономист Я. Тинберген.

@ *Правило Тинбергена* (Tinbergen's Rule) — для достижения определенного количества экономических целей необходимо использовать такое же или большее количество инструментов макроэкономической политики.

Например, в рамках диаграммы Суона достижение двух целей — внутреннего и внешнего баланса — в реальной жизни требует одновременного исполь-

Биографическая справка 7.1



Ян Тинберген (Jan Tinbergen) (1903–1993) — крупнейший голландский экономист, первый из экономистов, получивший Нобелевскую премию в 1969 г. Родился в академически одаренной семье: его младший брат получил Нобелевскую премию в области биологии в 1973 г., еще один брат является ученым-зоологом с мировым именем. Сам Ян в 1929 г. окончил университет по специальностям математической физики и экономики, защитив диссертацию по вопросам нахождения экстремальных значений функций. До 1945 г. работал в Центральном статистическом бюро, некоторое время в секретариате Лиги Наций. В 1945–1955 гг. работал директором голландского Центрального планового бюро, после ухода из которого был профессором в Нидерландской школе экономики. В 1966–1975 гг. был председателем Комитета ООН по планированию развития.

Вклад Тинбергена в экономическую науку огромен. Он один из первых еще в 30-е гг. стал статистически проверять теоретические закономерности и начал строить макроэкономические эконометрические модели, основанные на линейных дифференциальных уравнениях. Совместно с И. Фишером, Р. Фришем, Г. Хаберлером стоял у истоков создания Эконометрического общества. Во время директорства в Центральном плановом бюро он определил и описал принципы взаимосвязи экономических целей и инструментов экономической политики, доказав, что для достижения определенного числа макроэкономических целей необходимо использовать не меньшее число инструментов экономической политики. Книга “Экономическая политика: принципы и дизайн” (1956 г.) стала классической. На последнем этапе жизни уделял особое внимание проблеме “Север—Юг”, возглавлял подготовку знаменитого доклада Римскому клубу в 1976 г. Положения теоретических работ Тинбергена характеризуют его как приверженца экономической политики “малых шагов” и чувства меры.

Основные публикации: “Prosperity and Depression”, 1937; “Statistical Testing of Business Cycle Theories”, 1939; “On the Theory of Economic Policy”, 1952; “Centralization and Decentralization in Economic Policy”, 1954; “Economic Policy: Principles and Design”, 1956; “The Design of Development”, 1958; “Mathematical Models of Economic Growth”, 1962 (русский перевод изд-ва “Прогресс”, 1967); “Development Planning”, 1967; “Reshaping the international order: a report to the Club of Rome (coordinator)”, 1976 (русский перевод изд-ва “Прогресс”, 1980); “Income Distribution: Analysis and Policy”, 1975; “World security and equity”, 1990; “Production, income and welfare: the search for an optimal social order”, 1985; “Tinbergen lectures on economic policy”/ Ed. by A. Knoester. — А.Н.Е.М. Wellink, 1993.

зования некоторой комбинации валютной и бюджетной политики. Более того, весьма желательно иметь, скажем, две цели, три инструмента, поскольку использование одних из них, как будет показано ниже, может частично гасить положительный эффект других. Использование меньшего количества инструментов вообще не гарантирует достижение цели, хотя это и может случиться при стечении благоприятных обстоятельств, если, например, как в первом рассмотренном случае, страна находится точно в точке 3, 6, 9 или 12, что, конечно, крайне маловероятно.

Экономическая диагностика на основе диаграммы Суона, во-первых, позволяет определить, какие именно две из четырех проблем (дефицит или положительное сальдо торгового баланса, инфляция или безработица) и в каком сочетании являются наиболее жгучими для страны. Очевидно, что страна, находящаяся в сегментах III или IV, испытывает наибольшие экономические трудности. Во-вторых, из нее следует, что существует только один структурно правильный уровень валютного курса. Если страна желает придерживаться политики фиксированного валютного курса, но

фиксирует курс на неверном уровне, например переоценив его, установив на уровне E_2 , тогда внутренний баланс может быть достигнут только при условии существования огромного дефицита торгового баланса (точка c), а внешний баланс — только на фоне большой безработицы (точка d). Оба баланса одновременно недостижимы. В-третьих, она показывает, какую именно комбинацию политик изменения и переключения расходов необходимо проводить для одновременного обеспечения внутреннего и внешнего балансов — сокращение/рост бюджетных расходов и девальвация/ревальвацию.

Проблема в практическом использовании данной модели заключается в том, что она не позволяет точно определить, каковы должны быть масштабы параллельного изменения валютного курса и абсорбции для достижения равновесия. Еще одним существенным недостатком модели является то, что она упрощенно сводит внешний баланс только к торговому балансу, игнорируя тем самым международное движение капитала, а также вообще не рассматривает денежную политику в качестве инструмента экономической политики. Более того, учитывая, что многие страны мира придерживаются политики фиксированного валютного курса, а страны с плавающим курсом зачастую не желают активно влиять на его величину, опасаясь дестабилизировать международный рынок капитала, в распоряжении правительства остается, по сути, один инструмент экономической политики — бюджетная политика. Однако с помощью одного инструмента нельзя, как было установлено выше, достичь двух целей.

Эффективная рыночная классификация

Эта проблема была обозначена британским экономистом Дж. Флемингом и решена канадским экономистом Дж. Манделлом, который в начале

1960-х гг., в условиях, когда господствовала система фиксированных валютных курсов, показал, как можно, не трогая валютный курс, достичь одновременно внутреннего баланса за счет использования только бюджетного и внешнего баланса за счет использования только денежной политики. Он, соответственно, расширил трактовку внешнего баланса до масштабов платежного баланса страны в целом, в распоряжении которой для осуществления целенаправленной макроэкономической корректировки теперь имеются инструменты как бюджетной, так и денежной политики. Валютный курс полагается фиксированным, цены, как и прежде, неизменными.

@ *Модель Манделла—Флеминга (Mundell—Fleming Model)* — модель целенаправленной корректировки открытой экономики, показывающая механизм одновременного достижения внутреннего и внешнего баланса путем использования инструментов денежной и бюджетной политики в условиях различной политики в отношении международного движения капитала.

Графическое представление модели несколько схоже с диаграммой Суона. Графическое поле также разбивается на четыре квадранта кривыми внутреннего баланса YY и внешнего баланса BP , который в данном случае включает весь платежный баланс и эквивалентен BP кривой из $IS-LM-BP$ модели (рис. 7.1,б). Но в данном случае на горизонтальной оси показываются государственные расходы (G), являющиеся инструментом бюджетной политики, а на вертикальной — процентная ставка (r), являющаяся инструментом денежной политики. Движение вправо по горизонтальной оси означает экспансионистскую бюджетную политику — рост бюджетных расходов и/или сокращение налогов; движение влево — рестриктивную бюджетную политику — сокращение расходов и/или рост налогов. Движение

Биографическая справка 7.2

Джон Флеминг (John Fleming) (1911–1976) — известный английский экономист, окончивший в 1934 г. Эдинбургский университет по специальностям истории и политической экономии, а также несколько позже Лондонскую школу экономики. С 1935 г. работал в секретариате Лиги Наций. Во время второй мировой войны служил в британском министерстве по экономическим вопросам войны, в аппарате кабинета министров. В послевоенные годы был членом британской делегации на Сан-Францисской мирной конференции 1945 г., подготовительной комиссии по созданию ООН в 1946 г., подготовительной комиссии Конференции по международной торговле 1947 г. В 1951–1954 гг. преподавал в Колумбийском университете. С 1954 г. работал в МВФ, где прошел путь от начальника отдела до замдиректора Исследовательского департамента, куда позже поступил на работу Р. Манделл. Писанием книг себя не утруждал. Однако многие статьи, особенно написанные в 1962 г., в период работы в МВФ, стали классическими.

Основные публикации: “On Making the Best of Balance of Payments Restrictions on Imports”//Economic Journal, 1952, March, No 61, P. 48–71; “International Liquidity: Ends and Means”//IMF Staff Papers, 1961, Dec., No 8, P. 439–463; “Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates”//IMF Staff Papers, 1962, Nov., P. 369–379; “Essays in International Economics”, 1971; “International Aspects of Inflation”//Inflation Theory and Anti-inflation Policy, 1977; “Essays on economic policy”, 1978.



Роберт Манделл (Robert Mundell) (род. 1932) — канадский профессор экономики. Закончил Университет Британской Колумбии, Массачусетский технологический институт, Лондонскую школу экономики. С конца 1950-х гг. преподавал в университетах Канады, США, Италии, Швейцарии. С 1974 г. — профессор экономики Колумбийского университета в США. В 1966–1971 гг. редактировал престижный “Journal of Political Economy”. В 1961–1963 гг. работал старшим экономистом МВФ под руководством Дж. Флеминга, где они совместно разработали модель принципов корректировки открытой экономики. В свободное от преподавания время занимается живописью, теннисом, хоккеем, лыжами и историей искусств: зимой — в Нью-Йорке, а летом — в Palazzo Mundell в Италии.

Основные публикации: “The appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability”//IMF Staff Papers, 1962, March, P. 70–77; “The International Monetary System: Conflict and Reform”, 1965; “Man and Economics”, 1969; “International Economics”, 1968; “Monetary Theory: Interest, Inflation and Growth in the World Economy”, 1971; “Do exchange rates work?: another view”, 1991; “EMU and the international monetary system: a transatlantic perspective”//Oesterreichische Nationalbank. Working Paper (Austria), 1993, July, No 13: 1–41.

вверх по вертикальной оси означает жесткую денежную политику, приводящую к сжатию денежной массы и росту процентной ставки; движение вниз по вертикальной оси означает мягкую денежную политику, приводящую к росту денежной массы и падению процентной ставки.

В отличие от диаграммы Суона, на диаграмме Манделла—Флеминга кривая YY показывает теперь такое сочетание бюджетной и денежной политики, кото-

рое приводит к внутреннему балансу, определенному выше. Она имеет положительный угол наклона, поскольку для поддержания внутреннего баланса экспансионистская бюджетная политика, сдвигающая YY кривую вправо, должна быть частично компенсирована жесткой денежной политикой, возвращающей ее назад, но при более высоком уровне бюджетных расходов, которые могли бы привести к разрастанию инфляции спроса, если бы не увеличивавшаяся

процентная ставка, которая ее нейтрализует. Например, при изначальном внутреннем равновесии в точке А на $Y\bar{Y}$ кривой рост государственных расходов сдвинет ее на уровень точки 4 и создаст инфляционное давление в экономике. Для восстановления равновесия необходима жесткая денежная политика, которая вернет $Y\bar{Y}$ кривую в исходное положение, но при равновесии в точке на $Y\bar{Y}$ кривой непосредственно над точкой 4. Тем самым справа от $Y\bar{Y}$ кривой находятся сегменты внутреннего дисбаланса II и III, в которых экономика испытывает высокую инфляцию, слева — сегменты I и IV, где экономика в силу недостаточных инвестиций оказывается перед проблемой безработицы.

BP кривая показывает сочетания денежной и бюджетной политики, которые обеспечивают сбалансированность платежного баланса, его равенство нулю. Экспансионистская бюджетная политика сдвигает BP кривую вправо и приводит к дефициту платежного баланса, поскольку повышает доходы и, следовательно, зависящий от них импорт при неизменном размере экспорта. Чтобы избежать дефицита, денежная политика должна быть ужесточена, что приведет к росту процентной ставки и, следовательно, дополнительному притоку капитала из-за рубежа, который и покроет дефицит. Например, при изначальном внешнем равновесии в точке А на BP кривой рост государственных расходов сдвинет ее на уровень точки 4 и создаст дефицит платежного баланса. Для восстановления равновесия необходима жесткая денежная политика, которая вернет BP кривую в исходное положение, но при равновесии в точке теперь уже на кривой непосредственно над точкой 4. Тем самым справа от BP кривой находятся сегменты внешнего дисбаланса III и IV, в которых экономика имеет большой дефицит платежного баланса, слева — сегменты I и II, где экономика оказывается перед лицом положительного сальдо платежного баланса, ибо процентная ставка выше, чем нужно для

равновесия, что вызывает излишний приток капитала. Таким образом, экономическое содержание сегментов I–IV, показывающих всевозможные макроэкономические дисбалансы, и в диаграмме Суона, и в диаграмме Манделла—Флеминга одинаково (рис. 7.1). Точка А показывает единственное положение экономики, в котором она находится как во внутреннем, так и во внешнем равновесии.

Угол наклона BP кривой всегда меньше, чем у $Y\bar{Y}$ кривой, поскольку изменение процентной ставки оказывает большее влияние на внешний, чем на внутренний баланс, а большая реакция на изменение процента отражается, как известно из рассмотренных свойств BP кривой в рамках IS-LM-BP модели, в ее приближении к горизонтали. Изменение процентной ставки оказывает на внутренний баланс только прямое воздействие: ее рост приводит к сокращению инвестиций. В то же время изменение процентной ставки оказывает на платежный баланс как прямое, так и косвенное воздействие. Прямое, поскольку рост процентной ставки непосредственно ведет к росту притока капитала; косвенное, поскольку ее рост также еще и сокращает или, как говорят, вытесняет (crowds out) инвестиции и уменьшает уровень дохода, что приводит к сокращению импорта. Тем самым денежная политика, оперирующая через изменение процентной ставки, более эффективна для достижения внешнего баланса по сравнению с бюджетной политикой, которая более эффективна для достижения внутреннего баланса. Например, как видно из рис. 7.1б, чтобы перейти от точки равновесия А на уровень нового внешнего равновесия на BP кривой непосредственно над точкой 3, требуются весьма незначительное повышение процентной ставки с r_1 до r_2 и весьма существенный рост бюджетных расходов с Y_1 до Y_2 . Напротив, чтобы перейти от точки равновесия А на уровень нового внутреннего равновесия на $Y\bar{Y}$ кривой непосредственно над точкой 2, требуются

весьма незначительное повышение бюджетных расходов с Y_1 до Y_2 и весьма существенный рост процентной ставки с r_1 до r_2 .

В диаграмме Манделла—Флеминга “часы”, показывающие все возможные варианты макроэкономических дисбалансов, приобретают, как видно из рисунка 7.16, несколько искаженный вид. При этом при фиксированном валютном курсе инструментов для вывода экономики из дисбаланса только два — денежная и бюджетная политика.

• Если страна находится в точках 4, 6, 10 или 12, т. е. точно напротив снизу/сверху справа/слева от точки А, то для достижения баланса в точке А ей достаточно использовать всего один инструмент экономической политики. Например, находясь в точке 10, т. е. имея положительный торговый баланс и безработицу, для этого надо всего-навсего увеличить государственные расходы. Аналогичным образом, находясь в точке 6 (дефицит торгового баланса и инфляция), достаточно увеличить процентную ставку за счет рестриктивной денежной политики. Очевидно, что такие “чистые” дисбалансы крайне маловероятны.

• Если страна находится в точках 1.30, 2.30, 7.30 или 8.30, то для достижения баланса в точке А ей потребуется использовать уже минимум два инструмента экономической политики. Например, находясь в точке 2.30, т. е. имея сбалансированный платежный баланс, но внутренний дисбаланс (инфляцию), надо не только сократить государственные расходы, но и несколько ослабить денежную политику, чтобы сбить процентную ставку. Аналогичным образом, находясь в точке 7.30 (сбалансированность внутреннего рынка на фоне дефицита платежного баланса), недостаточно просто зажать денежную эмиссию, надо еще и повысить бюджетные расходы.

• Если страна находится в точках 1, 2, 3, 5, 7, 8, 9 или 11, то для достижения баланса в точке А ей потребуется

использовать также минимум два инструмента экономической политики. Например, находясь в точке 8, страна испытывает дефицит в торговле и безработицу. Используя экспансионистскую бюджетную политику, страна сначала достигнет промежуточного внутреннего баланса в точке *a*, затем, ужесточая денежную политику, достигает промежуточного равновесия платежного баланса в точке *b*, затем, опять добавляя государственные расходы, возвращается к внутреннему равновесию в точке *c* и т. д., пока не достигнет общего равновесия в А. Если пойти в обратную сторону и постараться достичь внешнего баланса за счет рестриктивной бюджетной политики, то это можно будет сделать только в точке *d*, но только заработав чудовищную безработицу и отдалив себя тем самым от общего баланса в точке А. Затем уже никакая — ни жесткая, ни мягкая — денежная политика не сможет привести страну в состояние баланса. Аналогичным образом, испытывая в точке 3 инфляцию на фоне положительного сальдо торгового баланса, правительство для выправления ситуации должно опять-таки использовать денежную политику для достижения внешнего баланса и затем бюджетную — для обеспечения внутреннего.

Таким образом, модель Манделла—Флеминга поднимает важнейшие для теории и практики открытой экономики проблемы: выбора необходимого количества инструментов экономической политики для достижения макроэкономического баланса; определения инструментов, которые могут наиболее эффективно использоваться для достижения поставленных целей; определения последовательности применения этих инструментов.

@ *Проблема выбора политики* (policy assignment problem) — в теории открытой макроэкономики определение набора экономических инструментов, которые правительство должно и готово использовать, и набора целей,

для достижения которых они предназначены.

Однако правильно выбрать инструменты, которых обязательно должно быть столько же или больше, чем целей, еще недостаточно для гарантированного достижения макроэкономического баланса. Как было показано на примере диаграммы Манделла—Флеминга, достижение равновесия в точке А возможно, только если не просто использовать оба инструмента, но использовать именно бюджетную политику для достижения внутреннего баланса, а денежную — для обеспечения внешнего, т.е. использовать объективные рыночные возможности наиболее эффективно.

@ *Принцип эффективной рыночной классификации* (principle of effective market classification) — каждый инструмент экономической политики должен быть максимально задействован в решении тех задач макроэкономической корректировки, где его использование наиболее эффективно.

В простейшем случае при фиксированном валютном курсе и неизменных ценах бюджетная политика должна использоваться для обеспечения внутреннего, а денежная политика — внешнего баланса. Если же приблизить модель к реальной рыночной экономике, то курс обычно является плавающим или, как минимум, может меняться по решению денежных властей, цены колеблются под воздействием спроса и предложения. При этом если среди целей экономической политики числятся обычно снижение безработицы, уменьшение инфляции, сокращение дефицита платежного баланса, то эффективная рыночная классификация может выглядеть иначе: денежная политика используется для подавления инфляции, бюджетная политика — для увеличения занятости, а политика валютного курса — для устранения дефицита платежного баланса. При одновременном использовании

двух и более инструментов экономической политики возникает проблема, связанная с тем, что вместо того, чтобы усиливать друг друга, они могут частично вытеснять, гасить эффект друг друга. Наиболее типичным примером является вытеснение расходов/инвестиций (crowd out expenditures/investments). Ниже будет показано, что при немобильном капитале рост государственных расходов приводит к росту процентной ставки, что вытесняет инвестиции. Рост чистых иностранных активов в составе денежной массы может частично вытеснить чистый внутренний кредит. Возможна и обратная ситуация, когда желаемое сокращение внутреннего кредита расширяет долю (crowds in) чистых иностранных активов.

@ *Комбинация политик* (policy mix) — в теории открытой макроэкономики последовательность использования имеющихся в распоряжении правительства инструментов для достижения макроэкономического баланса.

Разумеется, модель Манделла—Флеминга является сильно упрощенным представлением о реальных проблемах целенаправленной макроэкономической корректировки. Во-первых, и это часто случается, у правительства обычно имеется инструментов их достижения. Во-вторых, четкое различие между целями и инструментами не всегда можно проявить, более того, они могут противоречить друг другу. Хотя рост бюджетных расходов является мощнейшим инструментом стимулирования экономического развития, он ведет к дефициту бюджета, который инфляционен и ликвидация которого является целью экономической политики. В-третьих, в большинстве стран даже законодательно центральный банк считается независимым от правительства, что делает сложным координацию денежной и бюджетной политики. Наконец, использование жесткой денежной политики для

повышения процентной ставки далеко не обязательно приводит к долгосрочному приливу капитала из-за рубежа, достаточному для финансирования дефицита платежного баланса. Практика подтверждает, что такой приток обычно оказывается весьма краткосрочным, а в долгосрочной перспективе правительство все равно будет вынуждено девальвировать валютный курс.

Итак, главной задачей целенаправленной макроэкономической корректировки открытой экономики является одновременное достижение внутреннего и внешнего баланса. Для обеспечения достижения этой цели в распоряжении правительства имеются две группы инструментов экономической политики: инструменты регулирования спроса и инструменты регулирования предложения. Регулирование спроса считается наиболее эффективным направлением макроэкономической корректировки и может быть разделено на политику изменения расходов, предусматривающую маневрирование денежными и бюджетными инструментами, и политику переключения расходов, предусматривающую маневрирование валютным курсом для переключения расходов между иностранными и национальными товарами.

Диаграмма Суона показывает сочетания абсорбции валютного курса, при которых торговый баланс и внутренний баланс находятся в равновесии. Она позволяет определить: экономические проблемы, приоритетные для решения, комбинацию инструментов экономической политики, которую надо использовать для достижения баланса, и структурно правильный уровень валютного курса. Диаграмма Манделла—Флеминга показывает сочетание бюджетной и денежной политики, которое приводит к внешнему и внутреннему балансу. Она позволяет определить, сколько инструментов экономической политики необходимо задействовать для достижения поставленных целей, какие именно это должны быть инструменты и какой из них должен использоваться для достижения какой-либо конкретной цели. В соответствии с правилом Тинбергена для достижения определенного количества экономических целей необходимо использовать такое же или большее количество инструментов макроэкономической политики. При фиксированном валютном курсе бюджетная политика считается более эффективной для достижения внутреннего баланса, а денежная — для внешнего.

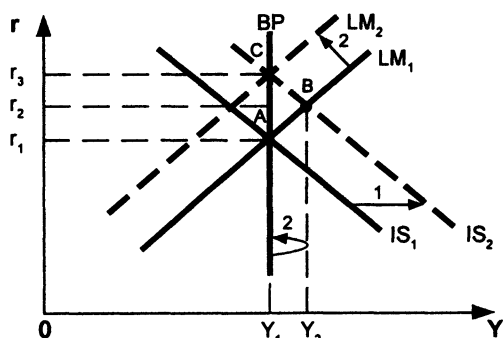
2. ЦЕЛЕНАПРАВЛЕННАЯ КОРРЕКТИРОВКА ПРИ ФИКСИРОВАННОМ ВАЛЮТНОМ КУРСЕ

Целенаправленная макроэкономическая корректировка предполагает умышленное использование правительством определенных инструментов экономической политики. В подавляющем большинстве случаев это инструменты бюджетной, денежной или внешнеэкономической (прежде всего валютной) политики. Обычно целенаправленная корректировка осуществляется в два этапа: на первом правительство дает ей импульс через применение одного или нескольких инструментов экономической политики, а затем происходит цеп-

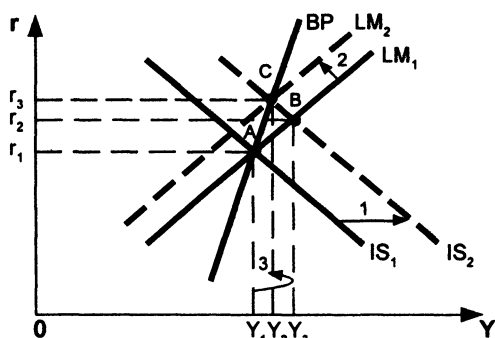
ная реакция автоматической макроэкономической корректировки, которая осуществляется уже независимо от решений правительства под воздействием объективных закономерностей.

Бюджетная политика

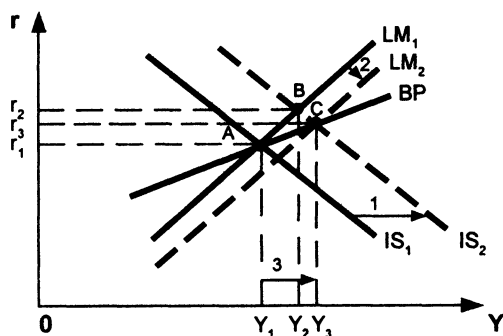
Результаты использования того или иного инструмента для достижения задач целенаправленной макроэкономической корректировки в критической степени зависят от того, какая политика



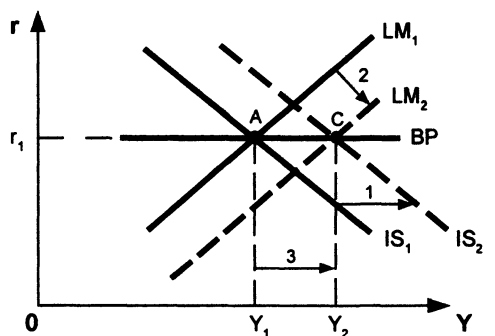
а) Полная неомобильность капитала



б) Высокая неомобильность капитала



в) Неполная мобильность капитала



г) Полная мобильность капитала

Рис. 7.2. Фиксированный валютный курс: корректировка с помощью инструментов бюджетной политики

проводится страной в отношении международного движения капитала — полной неомобильности капитала, высокой неомобильности капитала, неполной мобильности капитала или полной мобильности капитала. Последствия использования экспансионистской бюджетной политики для расширения совокупного спроса и стимулирования роста при презумпции разной политики в отношении международного движения капитала в рамках IS-LM-BP модели показаны на рис. 7.2а–г. Целенаправленная корректировка проходит в 2 стадии: изначальный целенаправленный импульс со стороны государства и последующая автоматическая корректировка экономики.

(1) Изначальный импульс — рост государственных расходов. Пусть страна находится в состоянии макроэкономического баланса в точке А. Правительство

считает необходимым стимулировать экономический рост. В соответствии с кейнсианскими представлениями для этого оно решает расширить совокупный спрос за счет роста государственных расходов в виде государственных закупок, финансирования общественных работ и т.п. Рост спроса немедленно сказывается на реальном секторе, предложение товаров увеличивается и кривая IS_1 перемещается на уровень IS_2 . В закрытой экономике это просто означало бы возникновение нового макроэкономического равновесия в точке В, в которой доход увеличился бы до Y_2 , но процентная ставка возросла бы до r_2 , вытеснив инвестиции.

Содержание первого этапа корректировки неизменно, а последующая автоматическая корректировка зависит от того, какая политика проводится в стра-

не относительно международного движения капитала, и развивается она в следующей последовательности:

а) *Полная немобильность капитала.* Капитал вообще не реагирует на изменение процентной ставки (кривая BP вертикальна), прилив и отток капитала из страны в ответ на изменение процентной ставки перекрыт. Внутренняя процентная ставка сильно отличается от среднемировой. В открытой экономике с немобильным капиталом в силу роста импорта в результате повышения внутренних доходов возникает дефицит платежного баланса (точка B находится справа от BP). Рост импорта повысит спрос импортеров на иностранную валюту и создаст понижающее давление на курс национальной валюты. (2) Поскольку курс фиксированный, для его поддержания правительство вынуждено продавать иностранную валюту из государственных резервов взамен на национальную валюту. Импортеры оплачивают импортные поставки валютой, выпущенной на рынок из государственных резервов, сокращая тем самым денежную массу. Это станет перемещать LM_1 кривую влево, пока она не выйдет на уровень LM_2 . (3) Изначально возросший с Y_1 до Y_2 уровень доходов опять сократится до Y_1 . Экономика вернется в равновесие в точке C , но при значительно более высоком уровне процентной ставки r_3 и неизменившемся уровне дохода Y_1 . Рост процентной ставки, спровоцированный ростом бюджетных расходов и сокращением денежной массы, вытесняет частное потребление и инвестиции на величину увеличения государственных расходов. Доход, потребление и занятость остались прежними в абсолютном выражении, но их структура изменилась — доля государственного потребления увеличилась, а инвестиции и частное потребление сократились.

Таким образом, при фиксированном валютном курсе и полностью немобильном капитале бюджетная политика абсолютно неэффективна как инструмент целенаправленной макроэкономичес-

кой корректировки. В результате роста процентной ставки возникает эффект вытеснения: рост государственных расходов вытесняет точно такие же по объему инвестиции.

б) *Высокая немобильность капитала.* Капитал слабее реагирует на изменение процентной ставки, чем денежная масса (кривая BP расположена выше кривой LM_1). Приток и отток капитала из страны хоть и возможны, но сильно ограничены. Внутренняя процентная ставка отличается от среднемировой. Рост импорта опять приведет к возникновению дефицита платежного баланса, повысит спрос импортеров на иностранную валюту, что окажет понижающее давление на курс национальной валюты. Частично, но далеко не полностью он будет компенсирован притоком краткосрочного капитала, привлеченного возросшей процентной ставкой. (2) Для поддержания фиксированного валютного курса правительство вынуждено скупать национальную валюту за счет валютных резервов, сокращая денежную массу. Это станет перемещать LM_1 кривую влево, пока она не выйдет на уровень LM_2 . (3) Изначально было возросший с Y_1 до Y_2 уровень доходов сократился до Y_1 . Экономика оказалась в равновесии в точке C , но при более высоком уровне процентной ставки r_3 и несколько выросшем с Y_1 до Y_3 уровне дохода. Рост процентной ставки, спровоцированный ростом бюджетных расходов и последующим сокращением денежной массы, вытеснил часть потребления и инвестиции, но на величину, меньшую роста государственных расходов.

Таким образом, при фиксированном валютном курсе и высоко немобильном капитале бюджетная политика хотя и может использоваться как инструмент целенаправленной макроэкономической корректировки в краткосрочном плане, но ее эффективность весьма ограничена. Эффект вытеснения инвестиций присутствует.

в) *Неполная мобильность капитала.* Капитал сильнее реагирует на измене-

ние процентной ставки, чем денежная масса (кривая BP расположена ниже кривой LM_1). Приток и отток капитала из страны разрешены, хотя и несколько ограничены. Внутренняя процентная ставка незначительно отличается от среднемировой. В результате повышения внутренней процентной ставки растет приток капитала из-за рубежа, который перекрывает рост расходов на импорт товаров, из-за чего возникает положительное сальдо платежного баланса (точка B находится слева от BP_1 кривой). Рост притока капитала оказывает повышающее давление на курс национальной валюты. (2) Для поддержания фиксированного валютного курса центральный банк вынужден скупать излишнюю иностранную валюту в государственные резервы, продавая национальную валюту, увеличивая тем самым денежную массу. Это переместит LM_1 кривую вправо на уровень LM_2 . Рост денежной массы сократит процентную ставку с r_2 до r_3 . (3) В результате изначально возросший с Y_1 до Y_2 уровень доходов возрастет еще сильнее — до Y_3 . Экономика придет в равновесие в точке C при несколько возросшем уровне процентной ставки r_3 , но существенно увеличившемся уровне дохода с Y_1 до Y_3 . Эффект вытеснения инвестиций хотя изначально и присутствует, но полностью погашается стимулирующим эффектом от расширения денежной массы в результате притока иностранного капитала.

Таким образом, при фиксированном валютном курсе и неполностью мобильном капитале бюджетная политика является эффективным инструментом целенаправленной макроэкономической корректировки и частично усиливается денежной политикой.

г) *Полная мобильность капитала.* Капитал полностью реагирует на изменение процентной ставки (кривая BP горизонтальна). Приток и отток капитала из страны ничем не ограничены. Внутренняя процентная ставка практически равна среднемировой. Поскольку ограничений на перемещение капитала нет, его приток из-за рубежа немедлен-

но увеличивается, как только в результате роста бюджетных расходов возрастает процентная ставка, и полностью перекрывает рост расходов на импорт товаров, из-за чего возникает положительное сальдо платежного баланса. Рост притока капитала оказывает сильное повышающее давление на курс национальной валюты. (2) Для поддержания валютного курса центральный банк вынужден активно скупать излишнюю иностранную валюту в государственные резервы, продавая национальную валюту, увеличивая тем самым денежную массу. Это переместит LM_1 кривую вправо на уровень LM_2 . Рост денежной массы сократит процентную ставку с r_2 назад до r_1 . (3) В результате доход возрастает с Y_1 до Y_2 . Экономика придет в равновесие в точке C при неизменном уровне процентной ставки r_1 . Рост процентной ставки, спровоцированный ростом бюджетных расходов, и эффект вытеснения инвестиций были полностью погашены последующим сокращением процентной ставки из-за расширения денежной массы.

Схематически процесс корректировки с помощью бюджетной политики можно представить следующим образом:

$$\begin{aligned} \uparrow G \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow \uparrow r \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y \\ \Rightarrow \uparrow FI \Rightarrow \uparrow M^* \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y. \end{aligned}$$

Эффект вытеснения инвестиций, показанный в первой строке, погашается в результате притока иностранного капитала и роста предложения денег, показанных во второй строке.

Таким образом, при фиксированном валютном курсе и полностью мобильном капитале бюджетная политика является самым эффективным инструментом целенаправленной макроэкономической корректировки и усиливается денежной политикой.

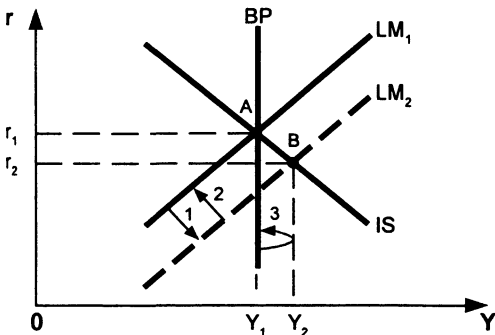
Рестриктивная бюджетная политика сдвигает IS_1 кривую влево и приводит к эффектам, диаметрально противоположным описанным выше. В целом при фиксированном валютном курсе бюджетная политика может эффективно использоваться в качестве инструмента

целенаправленной макроэкономической корректировки. Наивысшая эффективность достигается в случае весьма высокой открытости страны международному движению капитала, т.е. отсутствия ограничений по счету движения капитала платежного баланса.

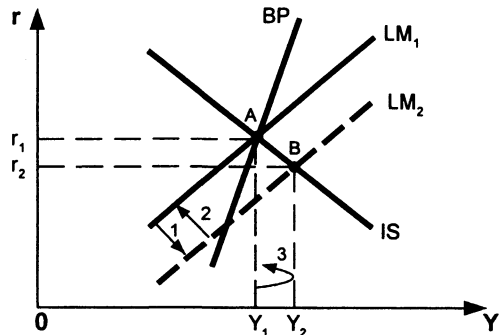
Денежная политика

Последствия использования мягкой или жесткой денежной политики для расширения совокупного спроса и стимулирования роста при презумпции разной политики в отношении международного движения капитала в рамках IS-LM-BP модели показаны на рисунке 7.3а–г. (1) Изначальный импульс — рост денежной массы. Пусть, как и в предыдущем разделе, изначально страна находится в состоянии макроэкономического

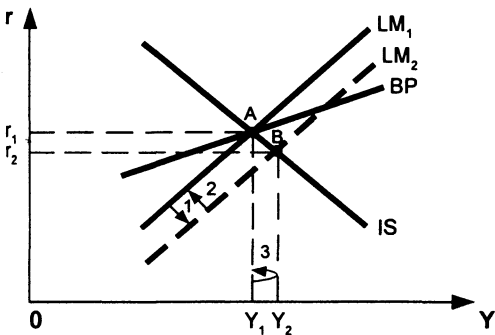
баланса в точке А. Допустим, что правительство считает, что для обеспечения полной занятости или хотя бы для ее повышения до социально приемлемого уровня необходимо увеличить производство и, соответственно, доходы с Y_1 до Y_2 . Сделать это предполагается за счет расширения кредитования центральным банком производства, т.е. роста денежной массы. В результате роста денежной массы кривая LM_1 перемещается вправо на уровень LM_2 . При увеличении количества денег их цена, процентная ставка, падает с r_1 до r_2 . Воодушевленные падением процентной ставки, экономические агенты начинают более активно инвестировать в производство, чтобы увеличить его объем с Y_1 до Y_2 . В результате при неизменном положении в реальном секторе макроэкономическое равновесие временно переместится в точку В.



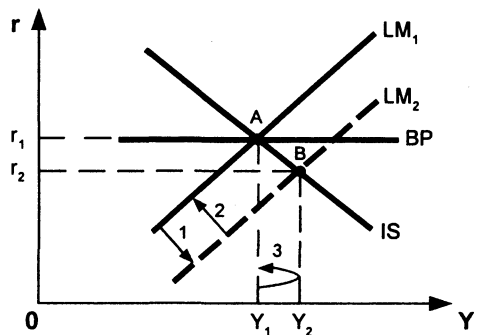
а) Полная немобильность капитала



б) Высокая немобильность капитала



в) Неполная мобильность капитала



г) Полная мобильность капитала

Рис. 7.3. Фиксированный валютный курс: корректировка с помощью инструментов денежной политики

Последующая автоматическая корректировка опять-таки зависит от того, какая политика проводится в стране относительно международного движения капитала, и развивается в следующей последовательности:

а) *Полная немобильность капитала.* Довольно быстро станет очевидно, что хотя в точке В уровень доходов возрос, а следовательно, и зависящий от них импорт возрос, платежный баланс вышел из равновесия и оказался в дефиците (точка В справа от ВР кривой). Поскольку капитал немобилен, его притока из-за рубежа для финансирования дефицита быть не может. Единственный оставшийся источник — государственные валютные резервы, за счет которых государство начинает покрывать дефицит платежного баланса. (2) Продажа иностранной валюты, которая уходит за рубеж в оплату за импорт, означает покупку национальной валюты, т.е. сокращение денежной массы. Это начнет двигать LM_2 кривую назад к ее изначальному положению до тех пор, пока она не вернется в положение LM_1 , в котором платежный баланс находится в равновесии. Правительство, конечно, может сопротивляться этой тенденции с помощью дальнейшего увеличения внутреннего кредита, как бы стерилизуя тем самым отток валютных резервов. Но, тем не менее, рано или поздно валютные резервы иссякнут и страна будет вынуждена вернуться к изначальному равновесию. Нечто аналогичное происходит и в других случаях. (3) Возросший было до Y_2 доход вернется на исходный уровень Y_1 .

б) *Высокая немобильность капитала.* В данном случае в результате роста денежной массы возникнет еще более крупный дефицит платежного баланса и резко возрастет спрос на иностранную валюту: во-первых, в результате повышения спроса на нее со стороны импортеров, доходы которых увеличились и которые смогут теперь, соответственно, увеличить импорт, и, во-вторых, как следствие того, что из-за падения процентной ставки начинается некоторый отток капитала за рубеж. Предпринима-

тели обменивают национальную валюту на иностранную и инвестируют ее в тех странах, где процентная ставка выше. Сокращение спроса на национальную валюту оказывает понижающее давление на валютный курс. (2) ЦБ вынужден продавать иностранную валюту из своих резервов, чтобы защитить фиксированный валютный курс. Продажа иностранной валюты за национальную сокращает объем денежной массы, что возвращает LM_2 кривую на ее исходную LM_1 позицию. (3) Уровень дохода также возвращается назад к Y_1 . Несколько расширив в краткосрочном плане производство, в долгосрочной перспективе мягкая денежная политика при фиксированном валютном курсе и невысокой мобильности капитала привела к потере резервов и не дала никаких результатов с точки зрения стимулирования роста.

в) *Неполная мобильность капитала.* Автоматическая корректировка происходит аналогичным образом: изначальные целенаправленные действия денежных властей по стимулированию производства с помощью расширения внутреннего кредита через некоторое время компенсируются и сводятся на нет автоматической корректировкой, сокращающей денежную массу. (2) Если правительство пытается поддержать внутренний кредит и разросшуюся денежную массу в целом, стимулируя тем самым рост, оно на протяжении некоторого времени может осуществлять операции на открытом рынке, скупая государственные ценные бумаги и добавляя наличность в обращение. Но долго это продолжаться не может: рано или поздно ЦБ исчерпает резервы для поддержания валютного курса и денежная масса сама собой сократится, так же как и уровень дохода. (3)

г) *Полная мобильность капитала.* В крайней ситуации, когда существует абсолютная мобильность капитала, внутренняя процентная ставка по этой причине равна мировой и ВР кривая горизонтальна. Рост предложения денег также передвинет LM_1 кривую на уровень LM_2 . В результате роста предложе-

ния денег возникнет давление на процентную ставку в сторону ее понижения, но поскольку она равна мировой и существует полная мобильность капитала, то капитал просто начнет утекать из страны на мировой рынок, где понижающего давления на процентную ставку нет. Состояние равновесия возникнет не в точке В, как это было бы в закрытой экономике, а в точке С. (2) В реальной жизни отток капитала будет означать, что резиденты начнут обменивать свою национальную валюту на иностранную и вывозить ее за рубеж, что компенсирует изначальное увеличение денежной массы и вернет LM_2 кривую назад на уровень LM_1 . Но при этом центральный банк, который обязался поддерживать фиксированный валютный курс, потеряет все свои валютные резервы, удовлетворяя повышенный спрос на иностранную валюту. (3) Доход остается прежним.

Схематически корректировка с помощью инструментов денежной политики может быть показана следующим образом:

$$\begin{aligned} \uparrow M^* &\Rightarrow \downarrow r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y \\ &\Rightarrow \downarrow FI \Rightarrow \downarrow BP \Rightarrow \downarrow M^* \Rightarrow \uparrow r \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y. \end{aligned}$$

Рост дохода вследствие расширения денежной массы полностью нейтрализуется в результате оттока капитала за рубеж.

Таким образом, в случае фиксированного валютного курса и любой политики в отношении международной мобильности капитала денежная политика практически неэффективна как инструмент макроэкономической корректировки. В долгосрочной перспективе она приводит лишь к изменениям в структуре денежной массы в направлении роста удельного веса чистых внутренних активов и сокращения чистых зарубежных активов и в долгосрочной перспективе никак не может повлиять ни на процентную ставку, ни на уровень дохода. Только при очень жестких ограничениях на движение капитала с ее помощью можно добиться ограниченного по времени сокращения процентных ставок и роста

производства, которые неизбежно вернутся на прежний уровень, но уже при более низком уровне государственных валютных резервов. Они будут исчерпаны на проведение корректировки, основанной на политическом решении, но не поддерживаемой макроэкономическими закономерностями.

Валютная политика

Фиксированность валютного курса не означает, что в распоряжении правительства нет инструментов валютной политики: в необходимых случаях оно может изменить уровень курса, который оно обязуется поддерживать путем девальвации или ревальвации своей валюты. Целенаправленное изменение валютного курса приводит к переключению расходов между национальными и иностранными товарами. Девальвация, понижающая цену национальной валюты, выраженную через цену иностранной валюты, делает национальные товары дешевле, а импортные дороже, переключая тем самым расходы на национальные товары. Напротив, ревальвация удорожает национальные товары и переключает расходы на иностранные. Особенность валютной политики как инструмента целенаправленной макроэкономической корректировки заключается в том, что она сказывается не только на внешнем (BP кривая), но и на реальном (IS кривая) равновесии.

(1) Изначальный импульс — девальвация. Пусть экономика страны находится в равновесии в точке А, но правительство решает стимулировать экономический рост путем использования девальвации как инструмента валютной политики (рис. 7.4). Правительство своим решением осуществляет девальвацию национальной валюты на определенную величину, чтобы обеспечить снижение ее стоимости с текущего и явно завышенного уровня до того, который оно считает на данный момент правильным. Это вызывает рост экспорта и сокращение импорта и приводит к

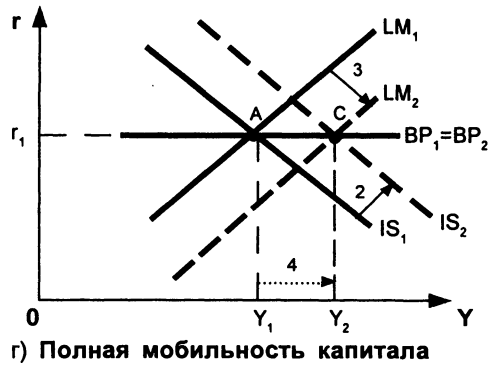
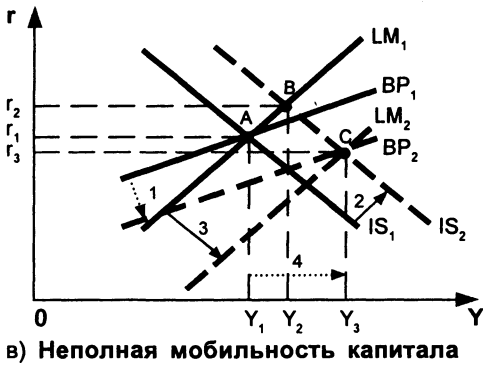
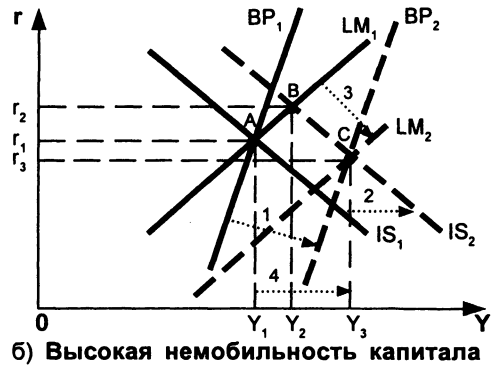
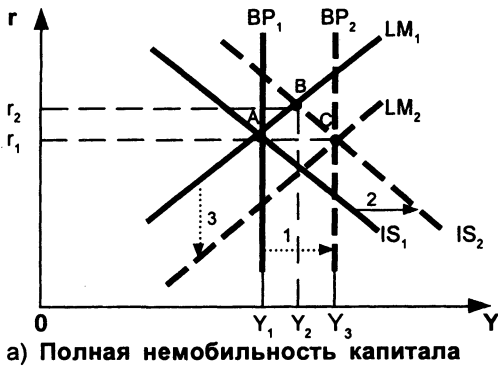


Рис. 7.4. Фиксированный валютный курс: корректировка с помощью девальвации валютного курса

перемещению BP_1 кривой вправо на уровень BP_2 .

Последующая корректировка развивается автоматически, и, как и в предыдущих случаях, ее эффект в ключевой степени зависит от политики в отношении международного движения капитала, проводимой страной:

- а) Полная немобильность капитала.
- (2) Девальвация означает переключение части расходов с импортных товаров, которые подорожали, на национальные, что перемещает IS_1 кривую вправо на уровень IS_2 . Уже вследствие одного этого доход растет с Y_1 до Y_2 . Промежуточное равновесие реального и денежного секторов возникнет в точке В, в которой процентная ставка из-за отсутствия движения капитала возрастает с r_1 до r_2 . Однако поскольку точка В находится слева от новой BP_2 кривой, то в ней наблюдается

положительное сальдо платежного баланса, возникшее из-за резкого роста экспорта и падения импорта. Положительное сальдо приводит к давлению на новый валютный курс в сторону его повышения. (3) Чтобы нейтрализовать это давление, ЦБ скупает иностранную валюту, расширяя тем самым предложение денег, что сдвигает LM_1 кривую на уровень LM_2 , возвращая процентную ставку на изначальный уровень. Экономика приобретает новое равновесие в точке С при более высоком уровне дохода.

Таким образом, в условиях полной немобильности капитала валютная политика переключения путем девальвации расходов с импортных на национальные усиливается ростом внутреннего кредита, не приводит к вытеснению инвестиций и обеспечивает достижение цели роста дохода;

б) *Высокая немобильность капитала.* (2) В результате переключения расходов с иностранных на национальные товары увеличивается потребление в реальном секторе и IS_1 кривая сдвигается на уровень IS_2 . Равновесие денежного и реального секторов достигается в точке В, в которой уровень дохода возрастает с Y_1 до Y_2 , но из-за роста экспорта и процентной ставки с r_1 до r_2 при неполной мобильности капитала валютная политика переключения расходов через девальвацию также усиливается денежной политикой и может вызывать эффект, противоположный эффекту вытеснения инвестиций, на основе снижения процентной ставки, что является важнейшим стимулятором роста в долгосрочной перспективе. Возникает положительное сальдо платежного баланса. (3) Приток иностранного капитала увеличивает денежную массу, сдвигает LM_1 кривую вправо на уровень LM_2 и создает давление на валютный курс в сторону его повышения. ЦБ для поддержания курса фиксированным скупает иностранную валюту в резервы, изменяя тем самым структуру увеличившейся денежной массы в пользу национальной валюты. (4) Это еще более увеличивает доход — с Y_2 до Y_3 — и одновременно понижает процентную ставку с r_2 до r_3 . Новое равновесие всех трех секторов возникает в точке С.

Таким образом, в условиях высокой немобильности капитала валютная политика переключения расходов через девальвацию также усиливается в результате расширения внутреннего кредита и не только не приводит к вытеснению инвестиций и обеспечивает рост дохода, но и может вызвать снижение процентной ставки, что является важнейшим стимулятором роста в долгосрочной перспективе.

в) *Неполная мобильность капитала.* Процесс макроэкономической корректировки практически в точности повторяет предыдущий вариант. Разница заключается в том, что в силу более высокой чувствительности процентной ставки к международному движению ка-

питала повышающее давление из-за притока капитала на валютный курс значительно сильнее. Следовательно, из-за большего расширения предложения денег, которое усиливает корректировочный эффект девальвации, рост дохода оказывается существенно выше (Y_3 находится дальше справа от Y_1), чем в предыдущем случае.

Таким образом, при неполной мобильности капитала валютная политика переключения расходов через девальвацию также усиливается денежной политикой и также может вызывать эффект, противоположный эффекту вытеснения инвестиций, на основе снижения процентной ставки, что является важнейшим стимулятором роста в долгосрочной перспективе.

г) *Полная мобильность капитала.* Девальвация улучшает состояние платежного баланса, но перемещает BP_1 кривую горизонтально вдоль самой же себя, в результате чего она сливается с новой кривой BP_2 , которая остается на уровне среднемировой процентной ставки r_1 . (2) Одновременно в результате переключения расходов и роста спроса на национальные товары IS_1 кривая сдвигается на уровень IS_2 . Поскольку какие-либо ограничения на международное движение капитала отсутствуют, промежуточное равновесие возникнуть не успевают: малейшая тенденция к росту процентной ставки немедленно подавляется массивным притоком капитала из-за рубежа. (3) Приток иностранного капитала увеличивает денежную массу и создает давление на валютный курс в сторону его повышения, что сдвигает LM_1 кривую вправо на уровень LM_2 . Для поддержания курса фиксированным ЦБ скупает иностранную валюту в резервы, изменяя тем самым структуру увеличившейся денежной массы в пользу национальной валюты. (4) Это еще более увеличивает доход — с Y_1 до Y_2 — при неизменной процентной ставке с r_1 . Новое равновесие всех трех секторов возникает в точке С.

Таким образом, при полной мобильности капитала валютная политика пе-

реключения расходов через девальвацию с иностранных на национальные товары усиливается денежной политикой по расширению внутреннего кредита, что является наиболее эффективным стимулятором роста в долгосрочной перспективе. Эффект вытеснения инвестиций отсутствует.

Смешанная политика

Рассмотренные выше экстремальные ситуации корректировки в условиях полного запрета или полной свободы международного движения капитала при фиксированном валютном курсе дают представление о направлении действия экономической политики с использованием бюджетных, денежных или валютных инструментов. В реальной жизни наиболее типичной является ситуация, когда, во-первых, изначально один, два или все три сектора разбалансированы; во-вторых, движение капитала хотя и разрешается, но оговаривается различными условиями и ограничивается многочисленными барьерами; в-третьих, для достижения сбалансированности необходимо одновременно задействовать несколько инструментов экономической политики, и, следовательно, возникает проблема эффективной рыночной классификации.

Допустим, что в некоторой экономике реальный и бюджетный секторы сбалансированы в точке А, но, поскольку она находится справа от ВР кривой, имеется дефицит платежного баланса (рис. 7.5а). Правительство ставит задачу его ликвидировать. Сделать это можно, зажав, например, денежную политику, что сдвинет LM_1 кривую влево на уровень LM_2 , в результате чего равновесие платежного баланса и экономики в целом будет обеспечено в точке В. (1) Другим инструментом достижения баланса является сокращение государственных расходов, что сдвинет кривую IS_1 влево на уровень IS_2 и обеспечит бездефицитный баланс и экономическое равновесие в точке С. (2) Вопрос заключается в

том, какой инструмент или какое их сочетание предпочесть. Очевидно, что при проводимой политике ограничений на международное движение капитала, о чем свидетельствует весьма большой угол наклона ВР кривой, абсолютно предпочтительной является денежная политика, поскольку ограничение денежной массы для сбалансированности платежного баланса приведет к падению дохода только на $[Y_1, Y_2]$ (3), тогда как при использовании бюджетной политики падение дохода будет большим — $[Y_1, Y_3]$. (4) Это связано с тем, что рестриктивная денежная политика приводит к росту процентной ставки с r_1 до r_2 , что является причиной роста притока иностранного капитала, за счет которого покрывается дефицит платежного баланса. Сокращение бюджетных расходов в данном случае, напротив, приводит к падению процентной ставки с r_2 до r_3 , и поэтому требуется значительно большее сокращение дохода, чтобы привести платежный баланс в равновесие. Разумеется, возможен и некоторый промежуточный вариант корректировки, предусматривающий одновременное использование денежных и бюджетных инструментов.

Если же страна проводит политику незначительных ограничений на международное движение капитала, то ВР кривая наверняка будет иметь меньший угол наклона, чем LM кривая (рис. 7.5б). Реальный и денежный секторы находятся в балансе в точке А, в которой, однако, существует дефицит платежного баланса, поскольку она справа от ВР кривой. Власти принимают решение его ликвидировать. В данном случае это решается значительно проще — за счет увеличения бюджетных расходов, что сдвинет IS_1 кривую на уровень IS_2 и обеспечит равновесие всех трех секторов, включая сбалансированность платежного баланса, в точке В. (1) Заметим, что в данной ситуации возникают две противоположные тенденции: растет доход с Y_1 до Y_2 , а рост дохода, как известно, способствует росту зависящего от него импорта и еще больше усугубляет дефицит платеж-

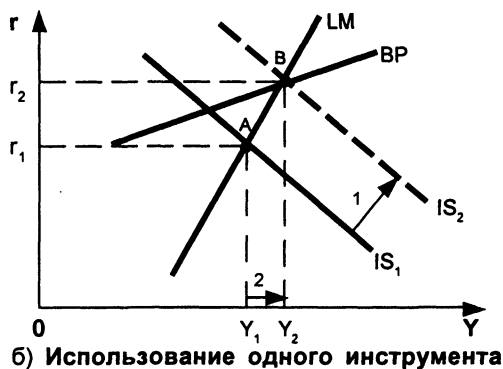
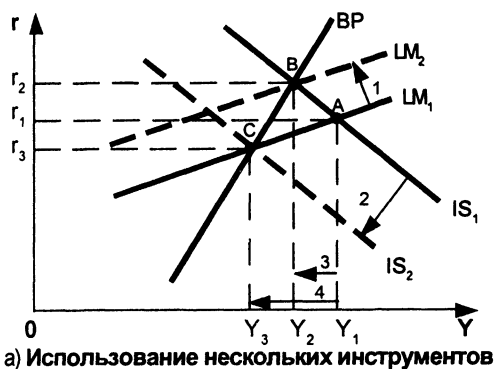


Рис. 7.5. Фиксированный валютный курс: смешанная политика

ного баланса. (2) Но в то же время рост государственных расходов приводит и к увеличению процентной ставки с r_1 до r_2 , что обеспечивает интенсивный приток иностранного капитала, который не только перекрывает негативный для платежного баланса эффект роста доходов, но и способствует выравниванию платежного баланса в целом.

Этот вариант макроэкономической корректировки становится все более распространенным, особенно среди развитых стран, по мере роста интегрированности мирового рынка капитала, сокращения барьеров на пути его международного движения. Возможности макроэкономической корректировки в рамках IS-LM-BP модели далеко не исчерпываются рассмотренными случаями. Выбор экономических инструментов и направлений их использования полностью зависит от взаимного расположения трех кривых и от того, какие именно цели преследует правительство. Нетрудно графически представить, например, довольно распространенный случай, когда в стране со значительными ограничениями на движения капитала для обеспечения сбалансированности платежного баланса требуется использовать экспансионистскую бюджетную и рестриктивную денежную политику.

Выше рассмотрены варианты целенаправленной макроэкономической корректировки, при которых главной зада-

чей были ускорение темпов экономического роста, увеличение доходов и потребления. Поэтому в качестве инструмента использовалась либо экспансионистская бюджетная политика, предусматривающая рост бюджетных расходов, либо мягкая денежная политика, предусматривающая рост денежной массы. Необходимо, однако, отметить, что целенаправленная макроэкономическая корректировка, направленная, например, на сокращение бюджетного дефицита или дефицита платежного баланса, развивалась бы в рамках IS-LM-BP модели точно симметричным образом — IS и LM кривые сдвигались бы не вправо, а влево, приводя к изменению процентной ставки и в большинстве случаев к сокращению уровня доходов.

Важно также и то, что рассмотренная выше модель более всего подходит для анализа небольших открытых экономик, изменение дохода или процентной ставки в которых не влияет сколько-нибудь существенным образом на остальные страны мира, даже страны, являющиеся их торговыми партнерами. Если анализируется целенаправленная макроэкономическая корректировка в больших странах с фиксированным валютным курсом, таких как западноевропейские страны, входящие в европейскую валютную систему, и/или в странах, фиксирующих курсы валют друг к другу, например Аргентина, фиксирующая его к доллару

США, и Саудовская Аравия, фиксирующая его к СДР, то изменение уровня дохода в них может сказаться на росте экспорта стран — их торговых партнеров, а рост процентной ставки — на резком увеличении экспорта ими капитала.

Итак, целенаправленная макроэкономическая корректировка предполагает использование правительством инструментов бюджетной, денежной или внешнеэкономической (прежде всего валютной) политики для достижения сбалансированности секторов и решения задач экономической политики — стимулирования роста, сокращения безработицы, подавления инфляции и т.д. Она проходит в два этапа: изначальный импульс дается правительством, последующая корректировка осуществляется автоматически. При фиксированном валютном курсе бюджетная политика может эффективно использоваться в качестве инструмента целенаправленной макроэкономической корректировки. Наивысшая эффективность бюджетной политики достигается в условиях весьма высокой открытости страны междуна-

родному движению капитала. С другой стороны, в случае любой политики в отношении международной мобильности капитала денежная политика — практически неэффективная как инструмент макроэкономической корректировки — в долгосрочной перспективе никак не может повлиять ни на процентную ставку, ни на уровень дохода. Только при очень жестких ограничениях на движение капитала с ее помощью можно добиться ограниченного по времени сокращения процентных ставок и роста производства, которые неизбежно вернутся на прежний уровень, но уже при более низком уровне государственных валютных резервов. Целенаправленное изменение валютного курса приводит к переключению расходов между национальными и иностранными товарами. Валютная политика усиливается денежной политикой и также может вызывать эффект, противоположный эффекту вытеснения инвестиций, на основе снижения процентной ставки, что является важнейшим стимулятором роста в долгосрочной перспективе.

3. ЦЕЛЕНАПРАВЛЕННАЯ КОРРЕКТИРОВКА ПРИ ПЛАВАЮЩЕМ ВАЛЮТНОМ КУРСЕ

Примерно $\frac{2}{3}$ стран мира имеют плавающий валютный курс, некоторые из них используют те или иные механизмы его корректировки, что, однако, не изменяет базового механизма его образования — соотношение спроса и предложения на валюту. Целенаправленная макроэкономическая корректировка в этих странах имеет свои особенности по сравнению со странами с фиксированным курсом, прежде всего потому, что валютный курс перестает быть инструментом макроэкономической политики, он ее результат.

Особенности корректировки

Выше было показано, что при фиксированном валютном курсе правитель-

ство практически не может контролировать свою денежную политику, т.е. определять положение LM кривой. Денежная политика является эндогенным показателем. При плавающем валютном курсе имеет место обратная ситуация: положение IS кривой зависит от соотношения экспорта и импорта, которое, в свою очередь, эндогенно определяется изменением плавающего валютного курса. Поэтому приток капитала, вызванный, например, возросшей по тем или иным причинам процентной ставкой, приводит не только к простому давлению на валютный курс в сторону его повышения, но и к его немедленному росту, восстанавливающему равновесие плавающего баланса. Теоретически при плавающем валютном курсе платежный баланс не может иметь ни отрицательного,

ни положительного сальдо: ВР кривая всегда будет эндогенно перемещаться и восстанавливать его равновесие. Следовательно, речь может идти только о потенциально возможном дефиците или потенциальном положительном сальдо платежного баланса, которые в реальной жизни могут возникать на весьма короткий промежуток времени.

@ *Потенциальный дефицит* (incipient deficit) — такое сочетание дохода и процентной ставки, которое привело бы к дефициту платежного баланса при фиксированном валютном курсе, а при плавающем курсе заставляет его снижаться.

Потенциальный дефицит стимулирует снижение валютного курса, что при соблюдении условия Маршалла—Лернена стимулирует экспорт и передвигает ВР кривую вправо.

@ *Потенциальное активное сальдо* (incipient surplus) — такое сочетание дохода и процентной ставки, которое привело бы к положительному сальдо платежного баланса не при фиксированном валютном курсе, а при плавающем.

Потенциальное активное сальдо стимулирует повышение валютного курса, что увеличивает импорт и перемещает ВР кривую влево.

Однако помимо валютного курса на положение ВР кривой влияет великое множество других факторов. Рост уровня дохода в стране — торговом партнере увеличивает экспорт данной страны и смещает ВР кривую вправо. Аналогичный эффект производит рост мировых цен, что обеспечивает рост экспорта, увеличение прибыльности национального производства или ожидания повышения курса национальной валюты или девальвации, которые приводят к наплыву краткосрочного капитала из-за рубежа. Напротив, рост внутренних цен (инфляция), увеличение процентной ставки за рубежом, сокращение прибыльности национального производства

или ожидание девальвации вызовут отток капитала и сдвинут ВР кривую влево.

Применительно к IS-LM-ВР модели в условиях плавающего валютного курса предполагается, что все эти параметры остаются постоянными, изменяется только валютный курс, а также что условие Маршалла—Лернена соблюдается. Как и в случае фиксированного валютного курса, целенаправленная корректировка имеет различный характер в зависимости от того, какие инструменты — бюджетной, денежной политики — или какая-либо их комбинация используется и какая проводится политика в отношении международного движения капитала. Напомним, что капитал считается полностью немобильным, если его экспорт и импорт в любых формах запрещены; высоко немобильным, если они сильно ограничены; неполностью мобильным или полностью мобильным, если ограничений на движение капитала в стране нет. При полностью мобильном капитале процентная ставка (r) считается равной мировой, при полностью немобильном — независимо определяемой национальными денежными властями. Процесс корректировки, как и при фиксированном валютном курсе, состоит из двух этапов: изначального импульса — корректировки с помощью целенаправленных действий правительства, и последующей автоматической корректировки экономики, не зависящей от действия правительства.

Бюджетная политика

Изначально экономика находится в равновесии в точке А, в которой все три сектора сбалансированы. Правительство принимает решение о необходимости осуществить целенаправленную макроэкономическую корректировку с целью стимулировать экономический рост, увеличить уровень дохода.

(1) Изначальный импульс — рост бюджетных расходов. Увеличение государственных расходов стимулирует внутренний спрос на товары и услуги и

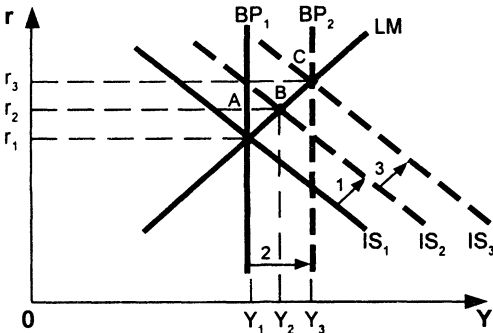
сдвигает IS_1 кривую вправо на уровень IS_2 (рис. 7.6, а-г). В результате чего промежуточное равновесие достигается в точке В, в которой доход увеличился с Y_1 до Y_2 , но процентная ставка выросла с r_1 до r_2 . Последующая корректировка носит автоматический характер и полностью зависит от проводимой политики в отношении международного движения капитала:

а) *Полная немобильность капитала.* (2) Поскольку точка В оказалась справа от BP_1 кривой, в ней возникает потенциальный дефицит платежного баланса, что приводит к падению курса национальной валюты и сдвигает BP_1 кривую вправо на уровень BP_2 . (3) Одновременно падение курса увеличивает экспорт и сокращает импорт, что еще более перемещает вправо IS_2 кривую на уровень

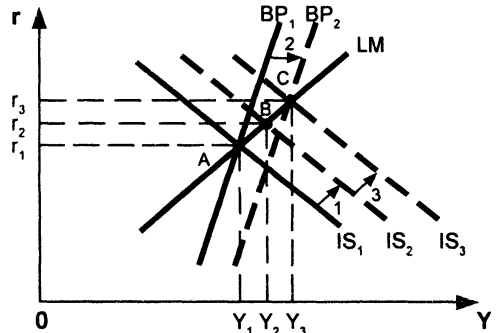
IS_3 , усиливая рост дохода до уровня Y_3 . Новое равновесие достигается в точке С.

Таким образом, при плавающем валютном курсе и полной немобильности капитала макроэкономическая корректировка с помощью бюджетной политики обеспечила рост дохода в два этапа: сначала как результат целенаправленного увеличения бюджетных расходов, затем автоматически как результат роста экспорта. Она является высокоэффективным инструментом макроэкономической корректировки.

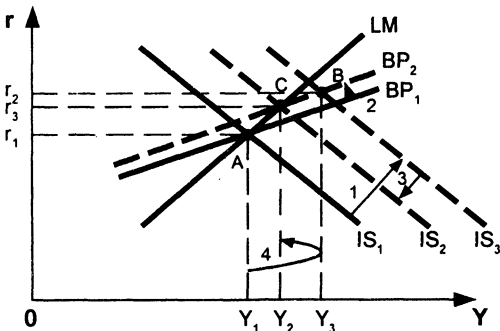
б) *Высокая немобильность капитала.* В ситуации, когда краткосрочный капитал медленнее реагирует на изменение процентной ставки, чем внутренний финансовый рынок (BP_1 кривая имеет больший угол наклона, чем LM кривая), рост государственных расходов опять



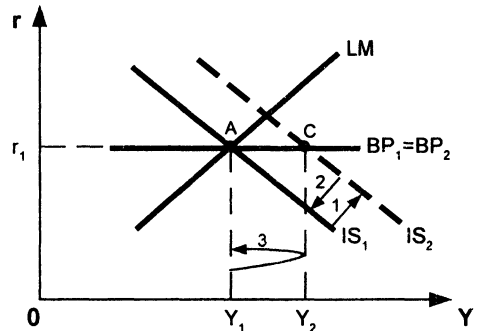
а) Полная немобильность капитала



б) Высокая немобильность капитала



в) Неполная мобильность капитала



г) Полная мобильность капитала

Рис. 7.6. Плавающий валютный курс: корректировка с помощью инструментов бюджетной политики

ведет к потенциальному дефициту и возникновению давления на валютный курс в сторону его понижения. (2) Однако в силу того, что некоторая мобильность капитала разрешена, начинается небольшой приток капитала из-за рубежа, что приводит к несколько меньшему падению валютного курса. Из-за этого BP_1 кривая сдвигается вправо, но не так значительно, как в предыдущем случае, а только до уровня BP_2 . (3) По мере все-таки происходящего обесценения валюты растет экспорт, что проталкивает IS_2 кривую дальше вправо на уровень IS_3 .

Таким образом, при плавающем валютном курсе и высокой немобильности капитала макроэкономическая корректировка с помощью бюджетной политики опять-таки обеспечила рост дохода в два этапа: сначала как результат целенаправленного увеличения бюджетных расходов, затем автоматически как результат роста экспорта. Правда, совокупный рост дохода оказался несколько меньшим, чем в условиях полной немобильности капитала, поскольку размер потенциального падения курса и, следовательно, последующий рост экспорта оказываются несколько меньшими, чем в предыдущем примере, из-за притока иностранного капитала. Тем не менее бюджетная политика продолжает оставаться весьма эффективным инструментом макроэкономической корректировки.

в) *Неполная мобильность капитала.* Если краткосрочный капитал быстрее реагирует на изменение процентной ставки, чем внутренний финансовый рынок (BP_1 кривая имеет меньший угол наклона, чем LM кривая), рост государственных расходов ведет к потенциальному положительному сальдо платежного баланса, поскольку точка B оказывается слева от BP_1 кривой. Он возникает в результате притока краткосрочного капитала из-за рубежа, который перекрывает дефицит торгового баланса. Возросший спрос на национальную валюту приводит к возникновению давления на ее валютный курс в сторону его повышения. (2) Торговый баланс ухуд-

шается, что сдвигает BP_1 кривую влево на уровень BP_2 . (3) Ухудшение торгового баланса из-за повышающегося давления на валютный курс приводит к сокращению агрегированного спроса и возвращает IS_2 кривую несколько назад, на уровень IS_1 . (4) Доход, было возросший с Y_1 до Y_2 , сокращается до Y_3 .

Таким образом, при плавающем валютном курсе и неполной мобильности капитала макроэкономическая корректировка с помощью бюджетной политики весьма неэффективна, хотя и обеспечивает некоторый рост дохода. На первом этапе в результате целенаправленного увеличения бюджетных расходов доход значительно увеличивается, но на втором — автоматически сжимается из-за падения экспорта. Возникает частичный эффект вытеснения: рост правительственных расходов частично вытесняет экспорт. Рост дохода оказывается значительно меньшим, чем в условиях немобильности капитала. Тем не менее бюджетная политика все же может использоваться для краткосрочной макроэкономической корректировки.

г) *Полная мобильность капитала.* В условиях полной мобильности капитала и роста государственных расходов IS_1 кривая перемещается на уровень IS_2 , в результате чего опять появится потенциальная возможность возникновения положительного сальдо платежного баланса и роста процентной ставки до r_2 .

Но поскольку валютный курс плавающий, BP_1 кривая останется на месте, слившись с BP_2 кривой. А рост процентной ставки просто приведет к притоку иностранного капитала и, как следствие, росту курса национальной валюты. Промежуточное равновесие в точке C просто не удержится сколько-нибудь долго. (2) Рост курса негативно скажется на торговом балансе, сократит экспорт, увеличив импорт, в результате чего кривая IS_2 сдвинется назад на исходный уровень IS_1 , в исходную точку равновесия A . (3) Доход и процентная ставка не изменятся.

Таким образом, при плавающем валютном курсе и полной мобильности

капитала макроэкономическая корректировка с помощью бюджетной политики полностью неэффективна. Выросший на первом этапе в результате целенаправленного увеличения бюджетных расходов доход на втором этапе автоматически сокращается до исходного уровня из-за падения экспорта. Тем самым возникает эффект вытеснения. Экспорт вытесняется точно на величину роста правительственных расходов. В этой ситуации бюджетная политика не может использоваться ни для краткосрочной, ни для долгосрочной макроэкономической корректировки. Схематически корректировка в данном случае может быть представлена следующим образом:

$$\begin{aligned} \uparrow G &\Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow \uparrow r \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y \\ &\Rightarrow \uparrow FI \Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \downarrow X \Rightarrow \downarrow Y \\ &\Rightarrow \uparrow IM \Rightarrow. \end{aligned}$$

Эффект вытеснения, показанный в первой строке, еще больше усиливается из-за роста валютного курса и последующего падения экспорта и общего уровня доходов.

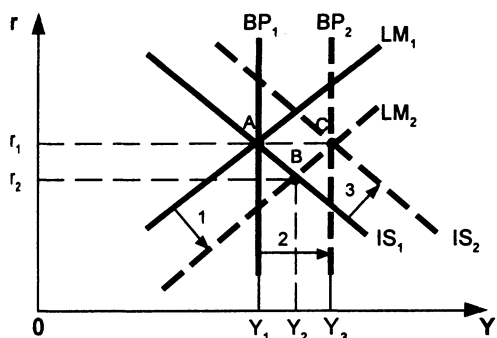
Сравнивая эффективность инструментов бюджетной политики при фиксированном и плавающем валютных курсах, необходимо заметить следующее. Во-первых, использование роста государственных расходов как стимулятора экономического роста в условиях плавающего курса и немобильного капитала приводит к значительно большему росту дохода, чем при фиксированном курсе и мобильном капитале. Это происходит из-за автоматического увеличения экспорта, усиливающего эффект роста дохода от целенаправленного расширения бюджетных расходов. Во-вторых, эффект вытеснения в результате роста государственных расходов при плавающем валютном курсе отличается от аналогичного эффекта при фиксированном валютном курсе. При плавающем курсе вытесняется экспорт из-за роста валютного курса, при фиксированном курсе вытесняются внутренние инвестиции из-за роста процентной ставки.

Денежная политика

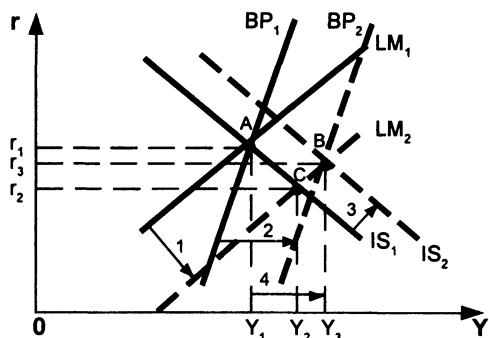
Предположим теперь, что правительство решает стимулировать рост с помощью увеличения внутреннего кредита. (1) Изначальный импульс — рост денежной массы, который сдвигает LM_1 кривую вправо на уровень LM_2 (рис. 7.7 а–г). В результате чего промежуточное равновесие достигается в точке В, в которой доход увеличился с Y_1 до Y_2 , и процентная ставка падает с r_1 до r_2 . Последующая корректировка носит автоматический характер и полностью зависит от проводимой политики в отношении международного движения капитала:

а) *Полная немобильность капитала.* Из-за роста в результате мягкой денежной политики уровня дохода увеличивается импорт, и из-за падения процентной ставки сокращается приток капитала. Это значит, что в точке промежуточного равновесия реального и денежного секторов В потенциально возможно возникновение дефицита платежного баланса, поскольку она находится справа от BP_1 кривой. (2) В силу немобильности капитал не может устремиться за границу, однако возросший доход стимулирует импорт, что провоцирует понижающее давление на национальную валюту, которая не находит достаточного спроса на валютном рынке, и ее курс падает. Это сдвигает BP_1 кривую вправо на уровень BP_2 . (3) Одновременно с падением валютного курса растет экспорт и сокращается импорт, что также двигает IS_1 кривую вправо на уровень IS_2 . Экономика приходит в новое равновесие в точке С при возросшем с Y_1 до Y_2 уровне дохода, неизменной процентной ставке и обесценившейся национальной валюте.

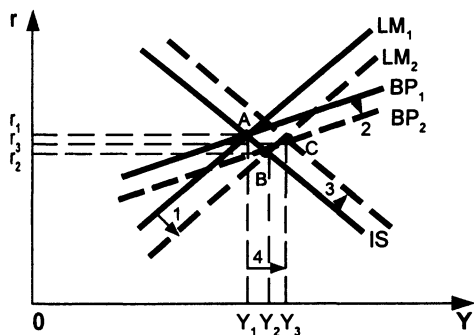
Таким образом, при плавающем валютном курсе и полной международной немобильности капитала денежная политика является высокоэффективным средством макроэкономической корректировки. Она усиливается падением валютного курса, обеспечивающим достижение сбалансированности платежного баланса.



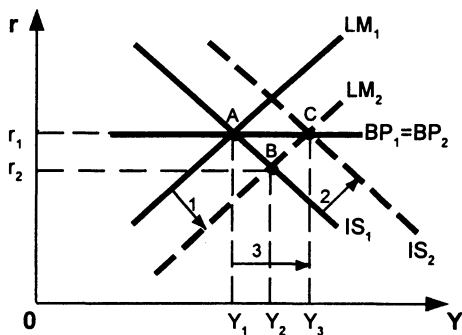
а) Полная немобильность капитала



б) Высокая немобильность капитала



в) Неполная мобильность капитала



г) Полная мобильность капитала

Рис. 7.7. Плавающий валютный курс: корректировка с помощью инструментов денежной политики

б) *Высокая немобильность капитала.* Падение процентной ставки из-за роста денежной массы приводит в данном случае к некоторому оттоку краткосрочного спекулятивного капитала в те страны, где процентная ставка оказалась выше. (2) В отличие от предыдущего случая, падение курса национальной валюты, сдвигающее BP_1 кривую вправо на уровень BP_2 , происходит как из-за оттока краткосрочного капитала за рубеж, так и из-за роста дохода и, следовательно, импорта. (3) По мере обесценения валюты улучшается торговый баланс, растет экспорт, что двигает IS_1 кривую вправо на уровень IS_2 . Доходы от роста экспорта перекрывают потери валюты из-за ее оттока за рубеж. (4) Экономика оказывается в равновесии в точке С при уровне дохода, возросшем в совокупности с Y_1 до Y_3 .

Таким образом, при плавающем валютном курсе и высокой немобильности капитала денежная политика опять-таки является высокоэффективным средством макроэкономической корректировки. Она усиливается более существенным, чем в предыдущем случае, падением валютного курса, что обеспечивает дополнение целенаправленного использования денежных инструментов автоматическим эффектом улучшения торгового баланса.

в) *Неполная мобильность капитала.* Корректировка в данных условиях отличается от предыдущего варианта только тем, что международное движение капитала еще сильнее реагирует на падение процентной ставки. Отток капитала наряду с ростом дохода оказывает еще более сильное понижающее давление на валютный курс, который обесценивает-

ся в значительно большей степени, чтобы поддержать равновесие платежного баланса. Денежная политика снова является очень эффективным средством макроэкономической корректировки.

г) *Полная мобильность капитала.* В условиях абсолютной мобильности капитала рост денежной массы с LM_1 до LM_2 приведет к снижению процентной ставки до уровня r_2 , что спровоцирует очень большой отток капитала. Отток капитала приводит к падению курса национальной валюты, что, в свою очередь, будет способствовать росту экспорта и сокращению импорта, т.е. улучшению платежного баланса. Рост доходов от роста экспорта точно перекроет их потерю из-за оттока капитала за рубеж. (2) Улучшение платежного баланса означает рост дохода и потребления, что перемещает IS_1 кривую на уровень IS_2 . (3) В результате корректировки экономика входит в новое равновесие в точке С при более высоком уровне дохода Y_3 .

Схематически действие инструментов денежной политики при плавающем валютном курсе можно представить следующим образом:

$$\begin{array}{l} \uparrow M^* \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y \\ \downarrow FI \Rightarrow \downarrow E \Rightarrow \uparrow X \Rightarrow \uparrow Y \\ \qquad \qquad \qquad \Rightarrow \downarrow IM \Rightarrow. \end{array}$$

Рост дохода в результате роста денежной массы усиливается ростом экспорта из-за падения валютного курса.

Сравнивая эффективность инструментов денежной политики при фиксированном и плавающем валютном курсе, необходимо заметить следующее. Во-первых, использование инструментов денежной политики как стимуляторов экономического роста в условиях плавающего курса и мобильного капитала приводит к значительно большему росту дохода, чем при фиксированном курсе и немобильном капитале. Это происходит из-за автоматического увеличения экспорта, усиливающего эффект роста дохода от целенаправленного расширения денежной политики. Во-вторых, в условиях плавающего курса денежная политика является эффективным инструмен-

том корректировки при всех вариантах политики в отношении движения капитала: максимальный эффект возникает при его полной мобильности, несколько меньший — при его полной немобильности. Если исходный импульс носит противоположный характер — не рост, а сокращение государственных расходов, не ослабление, а ужесточение денежной политики, то корректировка осуществляется в обратном направлении и имеет точно симметричный характер.

Смешанная политика

Рассмотренные выше случаи “чистого” использования бюджетной или денежной политики в целях макроэкономической корректировки при плавающем валютном курсе, разумеется, являются не более чем теоретической схемой, наглядно показывающей направления действия и эффективность тех или иных инструментов. В реальной жизни встает вопрос об использовании соответствующей смеси политик для достижения поставленных целей. Если при фиксированном валютном курсе выбор инструментов вполне очевиден: бюджетная политика при высокой мобильности капитала и валютная политика при любой политике в области движения капитала, то при плавающем валютном курсе и, например, полной немобильности капитала могут использоваться как бюджетная, так и денежная политика. Заметим также, что все описанные выше случаи, основанные на изначальном импульсе от расширения бюджетных расходов или денежной массы, полностью симметричны. Корректировка происходит в обратном порядке, если бюджетные расходы или денежная масса сокращаются и соответствующие кривые смещаются не вправо, а влево.

Рассмотрим наиболее приближенный к реальности случай, когда при плавающем режиме валютного курса существует неполная мобильность капитала (рис. 7.8). В простейшем варианте макроэкономическая корректировка может

быть связана, например, с потребностью стимулировать экономический рост, т.е. перевести экономику из одного равновесного состояния в другое, но при более высоком уровне дохода. Допустим, что изначально равновесие всех трех секторов существует в точке А. (1) Путем увеличения денежной массы (за счет централизованных кредитов, снижения резервных требований и т.п.) правительство стимулирует рост доходов с Y_1 до Y_2 , что происходит из-за роста инвестиций и личных сбережений в результате снижения процентной ставки с r_1 до r_2 . Но в результате возникает дефицит платежного баланса, поскольку точка В находится справа от BP_1 кривой. (2) Из-за снижения процентной ставки начинается отток капитала из страны, спрос на национальную валюту сокращается и ее курс падает. Это означает, что кривая BP_1 перемещается на уровень BP_2 . (3) Падение курса национальной валюты улучшает торговый баланс, что приводит к росту потребления и смещению IS_1 кривой вправо на уровень IS_2 . (4) Одновременно падение курса увеличит транзакционный спрос на деньги, что сместит LM_2 несколько назад влево до

уровня LM_3 . (5) В результате все три кривые войдут в равновесие в точке С при более высоком, чем изначально, уровне дохода Y_3 и более низкой процентной ставке r_3 .

Заметим, что с помощью одного импульса, расширяющего денежную массу, правительству не удалось повысить доходы сразу до Y_2 , как планировалось изначально. Падение валютного курса откатило LM_2 несколько назад, снизив тем самым эффект изначального импульса. Следовательно, для достижения конечной цели потребуется еще одно или несколько расширений денежной массы, пока несколькими толчками не удастся достичь точку Y_2 . Заметим также, что альтернативный способ стимулирования экономического роста — за счет роста государственных расходов — для достижения сравнимых результатов потребовал бы сдвинуть IS_1 кривую на уровень минимум IS_3 , чтобы увеличить доход до Y_2 и в конечном счете заставить через девальвацию все три кривые пересечься в точке D. Однако, если пойти таким путем, ценой за рост дохода будет возросшая до r_4 процентная ставка, что в долгосрочном плане обычно

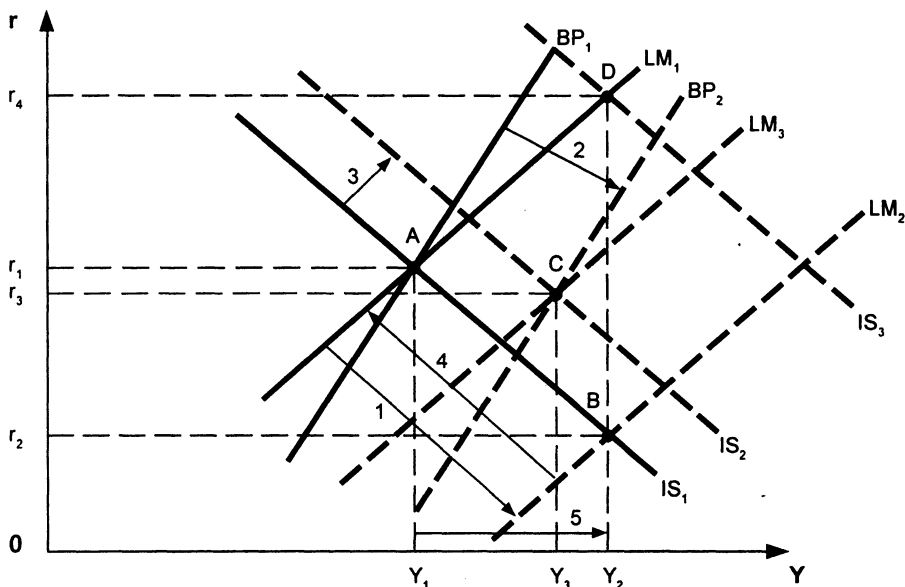


Рис. 7.8. Плавающий валютный курс: смешанная политика

Целенаправленная корректировка открытой экономики в рамках IS-LM-VP модели

Политика в области движения капитала	Бюджетная политика	Денежная политика	Валютная политика
Фиксированный валютный курс			
Полная немобильность	<i>Полностью неэффективна</i> , приводит к росту процентной ставки и вытеснению инвестиций	<i>Частично эффективна</i> в краткосрочном плане, полностью неэффективна в долгосрочном, приводит к потере валютных резервов	<i>Эффективна</i> , усиливается отсутствием эффекта вытеснения инвестиций и ростом внутреннего кредита
Высокая немобильность	<i>Частично эффективна</i> в краткосрочном плане, полностью неэффективна в долгосрочном, инвестиции в значительной степени вытесняются	<i>Частично эффективна</i> в краткосрочном плане, полностью неэффективна в долгосрочном, приводит к потере валютных резервов	<i>Эффективна</i> , усиливается эффектом роста инвестиций и ростом внутреннего кредита
Неполная мобильность	<i>Весьма эффективна</i> , усиливается некоторым расширением денежной массы за счет притока иностранного капитала	<i>Весьма неэффективна</i> , приводит к потере валютных резервов	<i>Эффективна</i> , усиливается эффектом роста инвестиций и ростом внутреннего кредита
Полная мобильность	<i>Высокоэффективна</i> , значительно усиливается ростом денежной массы за счет притока иностранного капитала	<i>Полностью неэффективна</i> , приводит к потере валютных резервов	<i>Высокоэффективна</i> , усиливается эффектом сильного роста внутреннего кредита
Плавающий валютный курс			
Полная немобильность	<i>Высокоэффективна</i> , усиливается потенциальным падением валютного курса и последующим ростом экспорта	<i>Эффективна</i> , приводит к росту дохода и обесценению валюты	<i>Отсутствует</i>
Высокая немобильность	<i>Весьма эффективна</i> , усиливается потенциальным падением валютного курса, частично погашаемого притоком капитала, и последующим некоторым ростом экспорта	<i>Эффективна</i> , приводит к росту дохода и весьма существенному падению валютного курса	<i>Отсутствует</i>
Неполная мобильность	<i>Весьма неэффективна</i> , рост дохода частично погашается в результате вытеснения экспорта	<i>Очень эффективна</i> , усиливается ростом экспорта	<i>Отсутствует</i>
Полная мобильность	<i>Полностью неэффективна</i> , рост дохода в результате роста бюджетных расходов полностью вытесняет доходы от экспорта	<i>Высокоэффективна</i> , усиливается ростом экспорта	<i>Отсутствует</i>

означает сокращение инвестиций и, следовательно, будет подавлять экономический рост.

Наиболее возможные последствия макроэкономической корректировки в рамках IS-LM-BP модели при различных режимах валютного курса и проводимой в стране политики в отношении международной мобильности капитала суммированы в таблице 7.4.

Итак, в условиях плавающего валютного курса в распоряжении правительства для осуществления целенаправленной макроэкономической корректировки остаются только инструменты бюджетной и денежной политики. Валютная политика как самостоятельный инструмент экономической корректировки отсутствует. Она сводится к наблюдению за изменениями плавающего валютного курса и влиянию на него с помощью других экономических инструментов. Целенаправленная корректировка осуществляется в два этапа: на первом правительство придает ей изначальный импульс с использованием тех или иных инструментов экономической политики, на втором корректировка происходит автоматически под влиянием объективных экономических законо-

мерностей. Бюджетная политика выступает эффективным средством корректировки только в условиях полной или высокой немобильности капитала. Рост государственных расходов приводит к росту доходов. При полной и неполной мобильности капитала возникает эффект полного или частичного вытеснения государственными расходами экспорта, в результате чего бюджетная политика становится негодным средством макроэкономической корректировки. Денежная политика является эффективным средством макроэкономической корректировки на фоне практически любой политики в отношении движения капитала. Эффект вытеснения отсутствует. В силу того что и бюджетная, и денежная политики в условиях невысокой мобильности капитала при плавающем валютном курсе могут быть относительно эффективными инструментами макроэкономической корректировки, правительство должно использовать то или иное их сочетание для достижения поставленных целей макроэкономической корректировки. Механизм ее действия, как и в случае фиксированного валютного курса, полностью симметричен.

4. ВЛИЯНИЕ ЦЕЛЕНАПРАВЛЕННОЙ КОРРЕКТИРОВКИ НА ЦЕНЫ

В рамках IS-LM-BP модели было установлено, что вне зависимости от степени международной мобильности капитала бюджетная политика практически всегда является эффективным инструментом макроэкономической корректировки при фиксированном валютном курсе, тогда как денежная политика — при плавающем валютном курсе. Бюджетная политика при плавающем курсе и денежная политика при фиксированном курсе практически неэффективны в долгосрочной перспективе. Цены при этом полагались постоянными. Модель баланса совокупного спроса и совокупного предложения (AS-AD модель) расширила этот вывод, показав, что и при изменяющемся уровне

цен бюджетная политика является наиболее эффективным инструментом увеличения совокупного спроса именно при фиксированном валютном курсе, а денежная — при плавающем. Поэтому ниже будут рассмотрены только эти два случая целенаправленной макроэкономической корректировки.

Бюджетная политика при фиксированном валютном курсе

Стимулирование экономического роста с помощью бюджетной политики в условиях открытой экономики происходит точно так же, как и в закрытой экономике (рис. 6.16). Это предположение

весьма реально, поскольку все характеристики открытой экономики инкорпорируются в AS-AD модель в процессе построения самих AS и AD кривых, подробно разобранных в главе 6. Изначальное экономическое равновесие в точке А устойчиво, поскольку текущие цены равны ожидаемым ценам и долгосрочное предложение равно его краткосрочному значению. Если реальные государственные расходы увеличиваются (растут номинальные государственные расходы или сокращаются налоги), то AD_1 кривая переместится вправо на уровень AD_2 , а общий уровень цен повысится до P_2 . (1) Предприятия, почувствовав рост спроса на их товары, увеличат производство до Y_2 , переместив краткосрочное равновесие в точку В. Равновесие в этой точке неустойчиво, поскольку краткосрочное совокупное предложение превышает его долгосрочное значение. Как только станет ясным, что все цены, а не только цены на конечную продукцию, возросли, что больше надо платить за сырье и материалы, кривая совокупного предложения AS^{sr}_1 переместится влево на уровень AS^{sr}_2 . (2) Это приведет к падению производства снова на уровень Y_1 , а новое равновесие возникнет в точке С при еще более высоком уровне цен P_3 . Долгосрочное равновесие возникает только в точке пересечения всех трех кривых — AD , AS^{sr} , AS^{lr} .

Экспансионистская бюджетная политика имеет лишь временное воздействие на рост производства и дохода, а в долгосрочной перспективе приводит лишь к увеличению общего уровня цен, оставив производство на прежнем долгосрочном естественном уровне. Если корректировка происходит быстро и все цены адаптируются немедленно, то рост бюджетных расходов в открытой экономике не вызовет никакого роста совокупного спроса, а только приведет к всплеску инфляции. Напомним, что временный рост совокупного спроса возможен только в силу далеко не очевидного и отнюдь не всегда возникающего эффекта “липкости” цен, когда рост цен на факторы производства происходит с некоторым

отставанием от роста цен на конечную продукцию.

@ *Эффект “липких” цен* (sticky price effect) — временная задержка в изменении цен при изменении макроэкономических условий их формирования.

Более типичной, чем ситуация изначального макроэкономического равновесия, является такая ситуация в открытой экономике, когда страна находится в состоянии экономического спада и производство не достигает своего долгосрочного потенциально возможного уровня: имеются не полностью использованные факторы производства — незагруженные производственные мощности, безработица, неиспользованная технология. В этой ситуации правительство, если оно уважает неокейнсианскую теорию, может принять решение о необходимости преодоления экономического спада за счет стимулирования совокупного спроса. Допустим, что экономика находится в состоянии спада в точке А (рис. 7.9), которая, как видно, расположена слева от кривой совокупного предложения в долгосрочной перспективе AS^{lr} . Рост бюджетных расходов передвинет AD_1 кривую вправо на уровень AD_2 . (1) Совокупный спрос придет в равновесие с долгосрочным совокупным предложением в точке С. В этой точке совокупное предложение равно естественному уровню производства Y_2 , но общий уровень цен возрос с P_1 до P_2 . Тем самым с помощью государственного стимулирования экономики достигается равновесие, но за счет всплеска инфляции.

В то же время вместо стимулирования экономики за счет роста бюджетных расходов у правительства есть альтернатива: пустить макроэкономическую корректировку на самотек. То, что исходная точка А находится на уровне Y_1 , что ниже естественного уровня производства, означает отсутствие спроса на товары, общий экономический спад. В этой ситуации под воздействием рыночных сил рано или поздно общий уровень

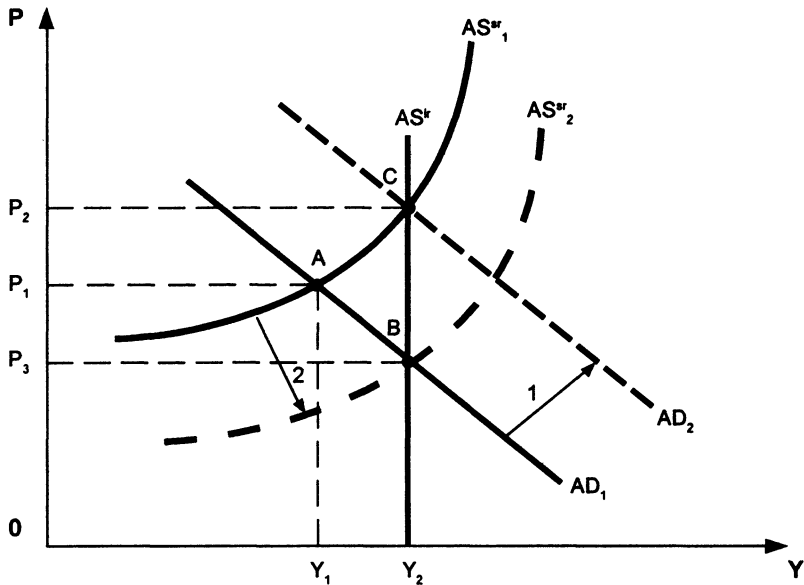


Рис. 7.9. Стимулирование экономики с помощью бюджетной политики

цен начнет постепенно падать с P_1 до P_3 и по мере его падения кривая AS^{sr} краткосрочного предложения будет двигаться вниз на уровень AS^{sr}_2 . (2) В этом случае долгосрочное равновесие возникнет в точке В при более низком, чем изначальный, общем уровне цен P_3 . Заметим, что в открытой экономике падение общего уровня цен увеличивает совокупный спрос не только потому, что товары на внутреннем рынке становятся более доступными для местных потребителей, но и потому, что изменяется пропорция между внутренними и мировыми ценами, в результате чего растет экспортный спрос и улучшается платежный баланс.

В результате перед властями страны, находящейся в ситуации экономического спада, рецессии, стоит трудная дилемма: дать ли в соответствии с неокейнсианскими представлениями импульс экономике за счет роста государственных расходов, отлично понимая, что это приведет к инфляции, или позволить ей в соответствии с неоклассическими представлениями пройти цикл автоматической адаптации, который рано

или поздно все равно выведет ее на уровень макроэкономического равновесия? Ответ на этот вопрос не имеет отношения к экономике. Он заключается в политической возможности осуществления жестких мер экономической корректировки. Если социальная и политическая ситуация находится у опасной черты, если правительство пользуется доверием и поддержкой населения, жесткие корректировочные меры возможны. Если правительство слабое, политического консенсуса в обществе нет, то скорее всего выбор будет сделан в пользу постепенной автоматической корректировки с помощью рыночных сил. Однако и преобладающие экономические представления могут сыграть свою роль. Если в экономической теории на том или ином отрезке истории возобладают взгляды о "липкости" цен, означающей, что их понижение даже при отсутствии спроса крайне маловероятно или займет слишком много времени, скорее всего будет избран более радикальный метод стимулирования экономики за счет увеличения бюджетных расходов.

Денежная политика при плавающем валютном курсе

Если в стране плавающий валютный курс, то наиболее эффективным инструментом макроэкономической политики является денежная политика. Воздействие роста предложения денег при ситуации изначального макроэкономического равновесия оказывает на совокупный спрос такое же воздействие, как и рост бюджетных расходов (рис. 6.16). Сначала совокупный спрос возрастает и, соответственно, растет производство. Но затем повышаются цены факторов производства, что сокращает краткосрочное совокупное предложение до уровня его долгосрочного естественного уровня. Экономика возвращается в состояние долгосрочного равновесия, но при более высоком общем уровне цен. Тем самым мягкая денежная политика может стимулировать только краткосрочный, весьма непродолжительный экономический рост и занятость, но в долгосрочной перспективе приводит к инфляции.

Если экономика находится в состоянии спада (рис. 7.9), то при плавающем валютном курсе ее можно стимулировать с помощью роста денежной массы. Это увеличит совокупный спрос, сдвинув кривую совокупного спроса вправо, и приведет к долгосрочному равновесию при более высоком уровне цен (инфляции). Если правительство решает не вмешиваться в процесс макроэкономической корректировки, то недостаточный спрос рано или поздно приведет к падению цен и росту краткосрочного предложения, смещая ее кривую вправо до тех пор, пока макроэкономическое равновесие не будет достигнуто, но при более низком уровне цен. По мере падения цен растет денежная масса в реальном выражении, увеличивается экспорт, улучшается платежный баланс. Важнейшее ограничение корректировки в данном случае заключается в том, что сокращение цен означает и сокращение зарплат, что считается важнейшим фактором роста занятости. Очевидно, что в реальном мире обеспечить прямое со-

кращение зарплаты практически невозможно.

Если денежная политика является главным инструментом в руках правительства страны, переживающей спад, то главный выбор, который оно должно сделать, заключается в следующем. Что более эффективно и менее социально болезненно: относительно быстрое стимулирование экономики, ведущее к всплеску инфляции и, следовательно, падению реального жизненного уровня, или же постепенная и долгая автоматическая корректировка за счет рыночных сил, ведущая к большой потере альтернативных возможностей из-за недопроизводства и высокой безработицы? На страницах газет заголовки статей на эту тему будут выглядеть примерно следующим образом: “Рост занятости и инфляция или безработица при ее отсутствии?” Очевидно, что практическое решение этой дилеммы тоже лежит за пределами экономической науки.

Стимулирование долгосрочного роста

Вывод открытой экономики из состояния краткосрочного спада, как было показано выше, является в принципе достижимой целью экономической политики государств при различных режимах валютного курса. Однако, как известно, главной целью развития выступает все-таки не краткосрочный, а долгосрочный экономический рост. В международном сообществе все большую поддержку находит концепция не просто достижения роста любой ценой, а достижения “высококачественного роста”.

@ *Высококачественный рост* (high-quality growth) — долгосрочное и непрерывное экономическое развитие страны, обеспечивающее рост занятости, сокращение бедности, гарантирующее справедливое распределение доходов, не угрожающее окружающей среде и уважающее права человека.

Главные параметры высококачественного роста следующие:

- Здоровая макроэкономическая политика, включающая жесткую антиинфляционную денежную политику, сбалансированную бюджетную политику и реалистичный валютный курс.

- Активная структурная политика, создающая благоприятную рыночную среду для роста и включающая приватизацию и монополизацию экономики на фоне развития сбалансированной правовой системы рыночной ориентации.

- Либеральный торговый и валютный режим, обеспечивающий открытость экономики для торговли и инвестиций, которые являются важнейшим источником передовых технологий и роста эффективности производства.

- Активная и изобретательная социальная политика, включая создание механизма целевых социальных гарантий для наиболее нуждающихся и социальных амортизаторов на период экономических реформ (social safety nets), развитие системы образования и проведение политики сокращения излишнего роста численности населения.

- Хорошее государственное управление (good governance), означающее правительство, служащее интересам всего общества, а не узких его слоев, правительство, открытое и восприимчивое для критики, правительство, вмешивающееся в экономику только в необходимых случаях и в очень ограниченных масштабах, правительство, которое борется и побеждает коррупцию в государственном аппарате.

С концептуальной точки зрения в рамках рассматриваемой нами модели долгосрочный рост означает постоянный сдвиг кривой долгосрочного предложения AS^L вправо. Как было указано выше, такой рост натурального уровня производства возможен только в результате принципиальных изменений в факторах производства — роста объемов и качества рабочей силы, открытия и разработки новых природных ресурсов, притока новых инвестиций капитала, создания принципиально новых технологий. Теоретически правительство, используя бюджетную или денежную по-

литику или какую-то их комбинацию, может целенаправленно стимулировать долгосрочный рост. Однако очевидно, что процессы, требующие принципиальных сдвигов в качестве и структуре факторов производства, вряд ли могут быть описаны с помощью даже очень развитых математических моделей.

Тем не менее в первом приближении стимулирование долгосрочного роста можно проиллюстрировать следующим образом (рис. 7.10). Если страна изначально находится в точке А долгосрочного равновесия на пересечении AD_1 , AS^L и AS^{sr} кривых, то, расширив денежную массу или нарастив реальные бюджетные расходы, можно довольно быстро увеличить внутренний спрос, сдвинув AD_1 кривую вправо на уровень AD_2 . Это подхлестнет инфляцию, и промежуточное равновесие, как уже известно, возникнет в точке В при более высоком уровне цен P_2 . Все происходит так же, как на рисунке 7.9. Однако, если согласиться с тем, что целенаправленная макроэкономическая политика может стимулировать не только краткосрочный, но и долгосрочный рост, необходимо признать, что в результате экспансионистской денежной и бюджетной политики в какой-то степени расширится краткосрочное предложение, что сдвинет вправо кривую AS^{sr}_1 на уровень AS^{sr}_2 , а также и долгосрочное предложение, что сдвинет вправо кривую AS^L_1 на уровень AS^L_2 . О положении точки С, означающей новое долгосрочное равновесие на пересечении всех трех кривых, достоверно известно только то, что она должна быть справа от точки исходного равновесия А, так, чтобы $Y_2 > Y_1$.

При этом с ценами может произойти все что угодно. На рисунке 7.10 уровень цен после корректировки остался таким же, как и до корректировки. Хотя нет никакой гарантии того, что все инфляционное давление от накачивания денег в экономику будет перекрыто адекватным ростом предложения и что общий уровень цен не окажется несколько выше изначального. Возможна и обратная ситуация: реакция со стороны пред-

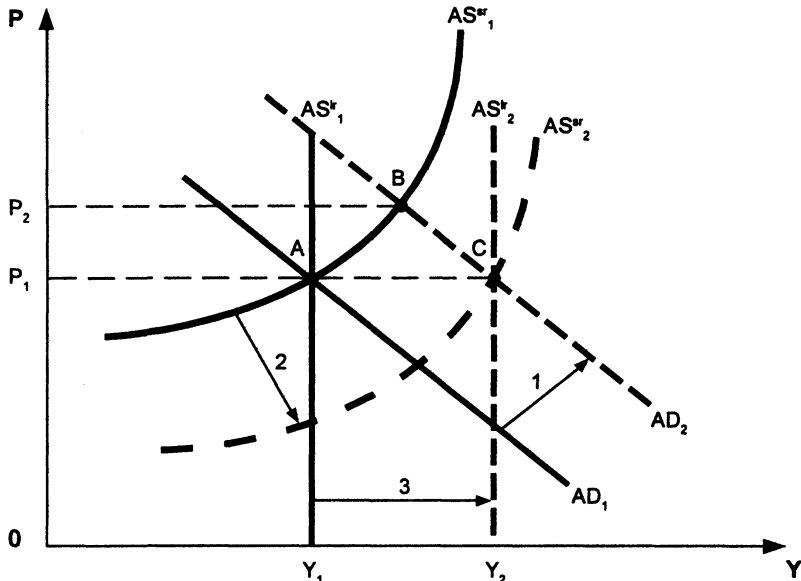


Рис 7.10 Стимулирование долгосрочного роста

ложения на возросший спрос окажется настолько бурной, что общий уровень цен снизится по сравнению с докорректировочным. Теоретически чем дальше вправо удастся сместить кривую долгосрочного предложения, тем выше будет долгосрочный рост производства и занятости. Воздействие макроэкономической политики на темпы роста определяется на основе бихевиористских уравнений регрессионного типа. Результаты расчетов сильно различаются в зависимости от типа экономики, времени их проведения, базового периода, избранных переменных и многих других параметров и поэтому могут использоваться в процессе принятия решений по вопросам макроэкономической политики только как один, хотя и важный, ориентир.

Итак, в условиях реальной открытой рыночной экономики уровень внутренних цен может меняться и является наряду с плавающей процентной ставкой и гибким валютным курсом, если таковой используется в данной стране, еще одним механизмом автоматической макроэкономической адаптации открытой экономики к изменившимся внутренним

или международным макроэкономическим условиям. AS-AD модель позволяет проиллюстрировать механизм целенаправленной корректировки открытой экономики с помощью инструментов, которые были определены как самые эффективные в рамках IS-LM-BP модели. Это бюджетная политика при фиксированном валютном курсе и денежная политика при плавающем валютном курсе. Правительство страны, находящейся в состоянии экономического спада, должно сделать принципиальный выбор путей его преодоления — через постепенную автоматическую адаптацию экономики к новым условиям либо путем ее целенаправленной корректировки. Теория показывает, что в обоих случаях объем производства увеличится на непродолжительное время, но в долгосрочной перспективе останется прежним. Однако первый путь ведет к снижению инфляции и даже общего уровня цен, но требует слишком много времени, в результате чего социальная цена автоматической корректировки может оказаться неприемлемой. Второй путь ведет к общему росту цен, но корректировка может быть осуществлена быстро,

что особенно важно, когда проблемы роста и безработицы нужно решать немедленно. Принципиально возможна ситуация, когда целенаправленная макроэкономическая корректировка с по-

мощью бюджетных или денежных инструментов или их комбинации будет стимулировать долгосрочный рост. Однако механизм такой стимуляции еще недостаточно разработан.

5. РЕЗЮМЕ

1. Главной задачей целенаправленной макроэкономической корректировки открытой экономики является одновременное достижение внутреннего и внешнего баланса. Для обеспечения достижения этой цели в распоряжении правительства имеются две группы инструментов экономической политики: инструменты регулирования спроса и инструменты регулирования предложения. Регулирование спроса считается наиболее эффективным направлением макроэкономической корректировки и может быть разделено на политику изменения расходов, предусматривающую маневрирование денежными и бюджетными инструментами, и политику переключения расходов, предусматривающую маневрирование валютным курсом для переключения расходов между иностранными и национальными товарами. Диаграмма Суона показывает сочетания абсорбции валютного курса, при которых торговый баланс и внутренний баланс находятся в равновесии. Она позволяет определить экономические проблемы, приоритетные для решения, комбинацию инструментов экономической политики, которую надо использовать для достижения баланса, и структурно правильный уровень валютного курса. Диаграмма Манделла—Флеминга показывает сочетание бюджетной и денежной политики, которое приводит к внешнему и внутреннему балансу. Она позволяет определить: сколько инструментов экономической политики необходимо задействовать для достижения поставленных целей, какие именно это должны быть инструменты и какой из них должен использоваться для достижения какой-либо конкретной цели. В соответствии с правилом Тинбергена

для достижения определенного количества экономических целей необходимо использовать такое же или большее количество инструментов макроэкономической политики. При фиксированном валютном курсе бюджетная политика считается более эффективной для достижения внутреннего баланса, а денежная — для внешнего.

2. Целенаправленная макроэкономическая корректировка предполагает использование правительством инструментов бюджетной, денежной или внешнеэкономической (прежде всего валютной) политики для достижения сбалансированности секторов и решения задач экономической политики — стимулирования роста, сокращения безработицы, подавления инфляции и т.д. Она происходит в два этапа: изначальный импульс дается правительством, последующая корректировка осуществляется автоматически. При фиксированном валютном курсе бюджетная политика может эффективно использоваться в качестве инструмента целенаправленной макроэкономической корректировки. Наивысшая эффективность бюджетной политики достигается в условиях весьма высокой открытости страны международному движению капитала. С другой стороны, в случае любой политики в отношении международной мобильности капитала денежная политика — практически неэффективная как инструмент макроэкономической корректировки — в долгосрочной перспективе никак не может повлиять ни на процентную ставку, ни на уровень дохода. Только при очень жестких ограничениях на движение капитала с ее помощью можно добиться ограниченного по времени сокращения процентных ста-

вок и роста производства, которые неизбежно вернутся на прежний уровень, но уже при более низком уровне государственных валютных резервов. Целенаправленное изменение валютного курса приводит к переключению расходов между национальными и иностранными товарами. Валютная политика усиливается денежной политикой и также может вызывать эффект, противоположный эффекту вытеснения инвестиций, на основе снижения процентной ставки, что является важнейшим стимулятором роста в долгосрочной перспективе.

3. В условиях плавающего валютного курса в распоряжении правительства для осуществления целенаправленной макроэкономической корректировки остаются только инструменты бюджетной и денежной политики. Валютная политика как самостоятельный инструмент экономической корректировки отсутствует. Она сводится к наблюдению за изменениями плавающего валютного курса и влиянию на него с помощью других экономических инструментов. Целенаправленная корректировка осуществляется в два этапа: на первом правительство придает ей изначальный импульс с использованием тех или иных инструментов экономической политики, на втором корректировка происходит автоматически под влиянием объективных экономических закономерностей. Бюджетная политика выступает эффективным средством корректировки только в условиях полной или высокой немобильности капитала. Рост государственных расходов приводит к росту доходов. При полной и неполной мобильности капитала возникает эффект полного или частичного вытеснения государственными расходами экспорта, в результате чего бюджетная политика становится негодным средством макроэкономической корректировки. Денежная политика является эффективным средством макроэкономической корректировки на фоне практически любой политики в отношении движения капитала. Эффект вытеснения отсутствует. В силу того что и бюд-

жетная, и денежная политики в условиях невысокой мобильности капитала при плавающем валютном курсе могут быть относительно эффективными инструментами макроэкономической корректировки, правительство должно использовать то или иное их сочетание для достижения поставленных целей макроэкономической корректировки. Механизм ее действия, как и в случае фиксированного валютного курса, полностью симметричен.

4. В условиях реальной открытой рыночной экономики уровень внутренних цен может меняться и является наряду с плавающей процентной ставкой и гибким валютным курсом, если таковой используется в данной стране, еще одним механизмом автоматической макроэкономической адаптации открытой экономики к изменившимся внутренним или международным макроэкономическим условиям. AS-AD модель позволяет проиллюстрировать механизм целенаправленной корректировки открытой экономики с помощью инструментов, которые были определены как самые эффективные в рамках IS-LM-BP модели. Это бюджетная политика при фиксированном валютном курсе и денежная политика при плавающем валютном курсе. Правительство страны, находящейся в состоянии экономического спада, должно сделать принципиальный выбор путей его преодоления — через постепенную автоматическую адаптацию экономики к новым условиям либо путем ее целенаправленной корректировки. Теория показывает, что в обоих случаях объем производства увеличится на непродолжительное время, но в долгосрочной перспективе останется прежним. Однако первый путь ведет к снижению инфляции и даже общего уровня цен, но требует слишком много времени, в результате чего социальная цена автоматической корректировки может оказаться неприемлемой. Второй путь ведет к общему росту цен, но корректировка может быть осуществлена быстро, что особенно важно, когда проблемы роста и безработицы нужно решать не-

медленно. Принципиально возможна ситуация, когда целенаправленная макроэкономическая корректировка с помощью бюджетных или денежных инст-

рументов или их комбинации будет стимулировать долгосрочный рост. Однако механизм такой стимуляции еще недостаточно разработан.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. В чем заключаются главные цели макроэкономической корректировки?

2. Каковы основные инструменты целенаправленной макроэкономической корректировки?

3. Чем политика изменения расходов отличается от политики переключения расходов?

4. Объясните механизм экономической диагностики на основании диаграммы Суона.

5. Каков практический смысл правила Тинбергена?

6. Что такое эффективная рыночная классификация?

7. Объясните механизм макроэкономической диагностики на основе диаграммы Манделла—Флеминга.

8. Почему механизмы макроэкономической корректировки зависят от проводимой политики в области движения капитала?

9. Каковы последствия использования бюджетной политики в условиях фиксированного валютного курса?

10. Каковы последствия использования денежной политики в условиях фиксированного валютного курса?

11. Каковы последствия использования валютной политики в условиях фиксированного валютного курса?

12. Что такое потенциальный дефицит и потенциальное активное сальдо платежного баланса?

13. Каковы последствия использования бюджетной политики в условиях плавающего валютного курса?

14. Каковы последствия использования денежной политики в условиях плавающего валютного курса?

15. Приведите примеры использования смешанной политики в целях макроэкономической корректировки при фиксированном и плавающем валютном курсе.

16. Объясните механизм стимулирования совокупного спроса с помощью бюджетной политики при фиксированном валютном курсе.

17. Что означает эффект «липких» цен?

18. Объясните механизм стимулирования совокупного спроса с помощью денежной политики при плавающим валютном курсе.

19. Каковы последствия целенаправленной корректировки экономики, находящейся в состоянии спада, с помощью денежной и бюджетной политики?

20. В чем заключается альтернатива целенаправленной макроэкономической корректировки и с какими издержками она связана?

21. Дайте определение высококачественного роста. Каковы механизмы его достижения?

Проблемы для обсуждения

22. В условиях дефицита государственного бюджета России экспансионистская бюджетная политика не может использоваться для стимулирования экономического роста. Дайте вашу оценку этому суждению.

23. При высокой инфляции Украине выгодно было бы перейти от плавающего к фиксированному курсу своей валюты. Так ли это?

24. Страны «большой семерки» на своем очередном заседании обратили

особое внимание на важность сокращения бюджетного дефицита США и рост их реальных государственных расходов. Какое влияние это может оказать на мировую экономику и почему?

25. В процессе перехода к единой валюте страны Европейского Союза требовали друг от друга соблюдения согласованных пределов дефицита государственного бюджета в каждой из стран. Почему это было столь важно?

26. После кризиса в Персидском заливе, связанного с захватом Кувейта Ираком в 1991 г., цены на нефть резко возросли. Этот ценовой шок значительно сильнее сказался на Японии,

чем на США. Как это повлияло на курс доллара к цене, на уровень доходов и занятости в США и Японии?

27. Развитие событий в Колумбии показывает, что плавающий валютный курс национальной валюты будет обесцениваться. Как это повлияет на совокупный спрос, совокупное предложение, уровень цен и дохода?

28. Номинальный ВВП Австрии вырос в 1994 г. на 7%, дефлятор ВВП составил 4%, следовательно, рост реального ВВП — только 3%. Насколько важно это деление для оценки роста совокупного спроса и совокупного предложения?

Задачи

29. Сочетание каких инструментов экономической политики должно использоваться для достижения макроэкономического баланса, если страна находится в точках 2, 4.30, 5, 7.30 и 10 на рисунке 7.1а?

30. Какова должна быть последовательность использования инструментов денежной политики для достижения макроэкономического баланса, если страна находится в точках 3, 4, 7.30, 10 и 11 на рисунке 7.1б, и какие это должны быть инструменты?

31. В условиях фиксированного валютного курса рост государственных расходов приводит к:

а) краткосрочному улучшению платежного баланса;

б) краткосрочному ухудшению платежного баланса;

в) долгосрочному улучшению платежного баланса;

г) долгосрочному ухудшению платежного баланса?

32. При фиксированном валютном курсе темп роста денежной массы зависит от:

а) притока капитала из-за рубежа;

б) роста кредита центрального банка;

в) одновременно от притока капитала и внутреннего кредита;

г) не зависит от этих показателей?

33. В условиях абсолютной мобильности капитала инструменты денежной политики являются:

а) эффективным средством стимулирования спроса;

б) снижают процентную ставку и стимулируют инвестиции;

в) приводят к дефициту платежного баланса;

г) не оказывают никакого влияния на доходы, процентную ставку и платежный баланс?

34. Бахрейн проводит политику свободных рыночных цен, плавающего валютного курса и полной международной мобильности капитала. Правительство считает, что уровень инфляции слишком высок, и решает сократить бюджетные расходы. Полагая при этом, что экономика стагнирует, правительство решает расширить централизованный кредит для стимулирования роста производства. Одновременно для обеспечения роста занятости оно предполагает расширить экспорт за счет субсидирования экспортного производства. Оцените предлагаемую стратегию. Каковы ее сильные и слабые стороны? Составьте собственный план экономической корректировки.

Глава 8

МОНИТОРИНГ И РЕГУЛИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ ЭКОНОМИКИ

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Автономные организации ООН	Многостороннее агентство
Базельские комитеты	по гарантии инвестиций (МАГИ)
по евровалютам	Наблюдение
по банковскому надзору	Надзор
по системам платежей и расчетов	Национальный режим
Всемирная торговая организация	Обусловленность кредитов
(ВТО)	Парижский клуб
Генеральное соглашение по торговле	Помощь
услугами (ГТУ)	техническая
Защитные меры	финансовая
Компенсационные пошлины	Программа развития ООН
Консультации по статье IV	(ПРООН)
Лондонский клуб	Развернутый надзор
Международная организация	Регулирование
по интеллектуальной собственности	Режим наибольшего
(МАИС)	благоприятствования (РНБ)
Международная организация труда	Связывание тарифов
(МОТ)	Соглашение ВТО о связанных
Международные организации	с торговлей аспектах прав
банковские	на интеллектуальную собственность
консультативные	Специализированные агентства ООН
отраслевые	Специальные права заимствования
универсальные	(ДР)
Международный центр	Условия
по урегулированию	Лионские
инвестиционных споров (МЦУИС)	Лондонские
Механизм проверки торговой политики	Неапольские
урегулирования торговых споров	Торонтские

1. МЕХАНИЗМЫ МНОГОСТОРОННЕГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

В мире насчитывается более 100 международных организаций, в большей или меньшей степени вовлеченных в обсуждение и регулирование экономических проблем. Они различны по составу, размерам, функциям и влиянию на международную экономику. Международные организации можно классифицировать в соответствии с разными критериями, но ни один из них не является идеальным.

Система международных организаций

В конце XX в. проявилась тенденция к сосредоточению ключевых функций по регулированию и мониторингу важнейших процессов международной экономики в рамках небольшого количества организаций. Ключевыми и наиболее универсальными из них являются организации, представленные в таблице 8.1, которые возникли практически одно-

ТАБЛИЦА 8.1

Ключевые международные экономические организации

Международный валютный фонд (макрэкономическая политика)	Группа Мирового банка (структурная политика)
Всемирная торговая организация (торговая политика)	Система Организации Объединенных Наций (социальная политика)

временно в конце 40-х гг. и выступают сегодня важнейшими форумами согласования экономической политики между странами.

Международный валютный фонд является компактной международной организацией, выполняющей, помимо прочих, функцию надзора за развитием международной экономики в целом и макроэкономики каждой из 182 стран, являющейся ее членом в частности. Группа Мирового банка состоит из пяти организаций: Международного банка реконструкции и развития, Международной ассоциации развития (159 членов), Международной финансовой корпорации (170 членов) и Международного центра по урегулированию инвестиционных споров (126 членов). Их главной задачей является предоставление кредитов развивающимся странам и странам с переходной экономикой для осуществления мер структурной политики, таких как реформы финансового сектора, поддержка рынка труда, улучшение окружающей среды, усовершенствование системы образования и пр. Всемирная торговая организация, членами которой являются 131 государство, концентрируется на регулировании ключевой сферы международной экономики — торговли товарами и услугами. ВТО возникла в 1995 г. на основе Генерального соглашения по тарифам и торговле, которое было подписано в 1947 г. Наконец, ООН сама является системой многих организаций, которая находится в процессе реорганизации.

Официально система ООН включает:

- *Программы ООН* (UN programmes) — штаб-квартира ООН в Нью-Йорке, офисы в Женеве и Вене; региональ-

ные экономические комиссии — для Африки в Аддис-Абебе (ECA), для Европы в Женеве (ECE), для Латинской Америки и Карибского бассейна в Сантьяго (ECLAC), для Азии и Тихого океана в Бангкоке (ESCAP), для Западной Азии в Аммане (ESCWA); Детский фонд ООН (UNICEF); Конференция ООН по торговле и развитию (UNCTAD); Программа развития ООН (UNDP), Мировая продовольственная программа (WFP), Международный торговый центр (ИТС) и др.

- *Специализированные агентства ООН* (UN specialized agencies) — Международная организация труда (ILO), Продовольственная и сельскохозяйственная организация (FAO), Организация ООН в области образования, науки и культуры (UNESCO), Мировой банк (IBRD), Международный валютный фонд (IMF), Организация ООН по промышленному развитию (UNIDO), Международная организация гражданской авиации (ICAO) и др.

- *Автономные организации ООН* (UN autonomous organizations) — Международное агентство по атомной энергии (IAEA), Международная туристическая организация (WTO).

Сферы деятельности

Функции международных организаций определяются теми задачами, которые на них возложены международным сообществом. Практически все основные формы международных экономических отношений в той или иной степени регулируются международными организациями, задачи которых в той или иной конкретной сфере нередко

пересекаются или дополняют друг друга (пример 8.1).

В силу большого разнообразия международных организаций их классификация может быть осуществлена по од-

ному ключевому признаку, отличающему одну группу организаций от другой, и поэтому не может не быть несколько эклектичной. Среди международных организаций, отвечающих за наблюдение

Пример 8.1

Консультативные группы стран по проблемам международной экономики¹

Группа пяти (Group of 5, G-5): Великобритания, Германия, США, Франция, Япония.

Группа семи (G-7): G-5 плюс Канада и Италия.

Группа восьми (G-8): G-7 и Россия; Австралия, Европейский Союз (один член), Канада, США, Испания, Швеция, Швейцария, Япония.

Группа девяти (G-9): Австрия, Бельгия, Болгария, Дания, Финляндия, Венгрия, Румыния, Швеция, Федеральная Республика Югославия (Сербия/Черногория).

Группа десяти (G-10): Бельгия, Канада, Франция, Италия, Германия, Япония, Нидерланды, Швеция, Швейцария, Великобритания, США. Наблюдатели: Банк международных расчетов, Европейская комиссия, Международный валютный фонд, Организация экономического сотрудничества и развития.

Группа одиннадцати (G-11): Картахенская группа — Аргентина, Боливия, Бразилия, Чили, Колумбия, Доминиканская Республика, Эквадор, Мексика, Перу, Уругвай, Венесуэла.

Группа пятнадцати (G-15): Алжир, Аргентина, Бразилия, Египет, Индия, Индонезия, Ямайка, Малайзия, Мексика, Нигерия, Перу, Сенегал, Венесуэла, Федеральная Республика Югославия (Сербия/Черногория), Зимбабве.

Группа двадцати четырех (G-24): Алжир, Аргентина, Бразилия, Колумбия, Конго, Кот д'Ивуар, Египет, Эфиопия, Габон, Гана, Гватемала, Индия, Иран, Ливан, Мексика, Нигерия, Пакистан, Перу, Филиппины, Шри-Ланка, Сирия, Тринидад и Тобаго, Венесуэла, Югославия.

Группа семидесяти семи (G-77): Афганистан, Алжир, Ангола, Антигуа и Барбуда, Аргентина, Багамы, Бахрейн, Бангладеш, Барбадос, Белиз, Бенин, Бутан, Боливия, Босния и Герцеговина, Ботсвана, Бразилия, Бруней, Буркина Фасо, Бурунди, Камбоджа, Камерун, Острова Зеленого Мыса, Центральноафриканская Республика, Чад, Чили, Китай, Колумбия, Коморские Острова, Демократическая Республика Конго, Республика Конго, Коста-Рика, Кот д'Ивуар, Куба, Кипр, Джибути, Доминика, Доминиканская Республика, Эквадор, Египет, Сальвадор, Экваториальная Гвинея, Эфиопия, Фиджи, Габон, Гамбия, Гана, Гренада, Гватемала, Гвинея, Гвинея-Бисау, Гайана, Гаити, Гондурас, Индия, Индонезия, Иран, Ирак, Ямайка, Иордания, Кения, Демократическая Республика Корея, Республика Корея, Кувейт, Лаос, Ливан, Лесото, Либерия, Ливия, Мадагаскар, Малави, Малайзия, Мальдивские Острова, Мали, Мальта, Маршалловы Острова, Мавритания, Маврикий, Микронезия, Монголия, Марокко, Мозамбик, Мьянма, Намибия, Непал, Никарагуа, Нигер, Нигерия, Оман, Пакистан, Панама, Папуа — Новая Гвинея, Парагвай, Перу, Филиппины, Катар, Румыния, Руанда, Сент-Китс и Невис, Сент-Лусия, Сент-Винсент и Гренадины, Сан-Томе и Принсипи, Саудовская Аравия, Сенегал, Сейшельские Острова, Сьерра-Леоне, Сингапур, Соломоновы Острова, Сомали, Южная Африка, Шри-Ланка, Судан, Суринам, Свазиленд, Сирия, Танзания, Таиланд, Того, Тонга, Тринидад и Тобаго, Тунис, Уганда, Объединенные Арабские Эмираты, Уругвай, Вануату, Венесуэла, Вьетнам, Западное Самоа, Йемен, Югославия, Замбия, Зимбабве и Организация освобождения Палестины.

¹ По сравнению с моментом образования составы групп и количество их участников позднее претерпели изменения.

и регулирование тех или иных сфер международной экономики, можно выделить следующие основные функциональные группы:

• *Консультативные группы стран* — относительно постоянные механизмы согласования экономической политики стран, не оформленные обычно в постоянную международную организацию, но нередко имеющие свой секретариат, предоставляемый в их распоряжение страной-членом или какой-либо постоянно действующей международной организацией (пример 8.1). Группа пяти состоит из крупнейших промышленных стран, представители которых проводят совещания преимущественно в рамках Банка международных расчетов. Группа семи объединяла до принятия в нее России в 1997 г. основные промышленные страны, президенты или премьер-министры которых проводят с 1975 г. ежегодные совещания, на которых согласовываются магистральные направления макроэкономической политики по таким вопросам, как стимулирование экономического роста, бюджетные дефициты, инфляция, валютные курсы, занятость, отношения с развивающимися странами и странами с переходной экономикой. Группой восьми называют либо расширенную за счет присоединения России Группу семи, либо Группу G-8. Группа десяти объединяет 11 стран, согласившихся в 1962 г. предоставить кредитную линию МВФ в рамках Общего соглашения о займах. В их числе была Швейцария, которая вступила в МВФ только в 1992 г. Группа двадцати четырех объединяет страны — члены Комитета по развитию, собирающегося во время ежегодных совещаний МВФ и Мирового банка, который выносит предложения по решению структурных и макроэкономических проблем развивающихся стран. Группа семидесяти семи — коалиция примерно 100 развивающихся стран, созданная на заседании ЮНКТАД в 1964 г. с целью координации их усилий в международных переговорах по ключевым проблемам международной экономики.

• *Универсальные международные организации* — объединяют подавляющее большинство стран мира, собирают информацию и регулируют конкретные формы международных экономических отношений. В их числе МВФ, группа Мирового банка, система ООН, ВТО, Международная организация труда.

• *Отраслевые международные организации* — регулируют определенные отрасли производства товаров или услуг и торговли ими на международной арене. Наиболее значимой из них является Организация стран — экспортеров нефти (ОПЕК), являющаяся форумом 12 нефтеэкспортирующих государств, главная задача которого состоит в том, чтобы устанавливать и следить за соблюдением квот на производство нефти, что считается механизмом поддержания мировых цен на нефть. В числе других организаций этой группы выделяются товарные соглашения, такие как международные организации по какао, кофе, джуту, натуральному каучуку, сахару и др. Их главная задача — обеспечить стабильность мировых цен на соответствующие товары, служить форумом для обсуждения проблем, возникающих на товарных рынках, между их производителями и импортерами, собирать и анализировать статистические данные о мировом рынке соответствующего товара.

• *Региональные международные организации* — многочисленные объединения небольших групп стран, не перешедшие в интеграционную форму и служащие для них форумом для обсуждения региональных проблем, предоставляющих взаимный интерес, согласования региональной политики в вопросах производства и внешней торговли, сбора и обобщения информации о данном регионе. Примерами региональных международных организаций являются Балтийский совет и Балтийская ассамблея, Латиноамериканская энергетическая организация (OLADE), Союз стран реки Мано и пр. В числе региональных международных организаций выделяется подгруппа региональных комиссий ООН —

для Латинской Америки, Африки, Европы и т.д.

• *Банковские международные организации* — включают такие организации, как Банк международных расчетов, Скандинавский инвестиционный банк (NIB), Латиноамериканский экспортный банк (BLADDEX). Отдельной группой в числе международных банковских организаций являются международные банки развития — Европейский банк реконструкции и развития (EBRD), Африканский банк развития (ADB), Западно-Африканский банк развития (EADB), Межамериканский банк развития (IaDB), Скандинавский банк развития (NDB), Исламский банк развития (IDB), Банк развития стран Карибского бассейна (CDB) и пр. Характерной чертой банков развития является то, что они носят региональный характер и их деятельность направлена на совместное с другими банками финансирование проектов в странах-членах. Поскольку финансирование предоставляется на более льготных, чем рыночных, условиях и многие кредиты не возвращаются в срок, некоторые банки развития, объединяющие развивающиеся страны, находятся на грани банкротства.

Выполняемые функции

Функции, выполняемые международными организациями, весьма многочисленны и зависят от того, какие задачи возлагают на них участвующие страны. С точки зрения международной экономики наиболее важными являются следующие основные функции:

• *Содействие (facilitation)* — организация международных конференций, сбор и анализ статистических и фактических материалов, публикация и распространение статистики и исследований, предоставление помещений и секретариата для проведения многосторонних и двусторонних переговоров. Страны предоставляют в международные организации, занимающиеся содействием, только те данные, которые пра-

вительство считает нужным предоставить, и зачастую это ограничивается простой подпиской на текущие статистические и аналитические публикации, которые пополняют собой архивы и библиотеки. Эти функции выполняют, например, секретариаты Парижского клуба или Совета сотрудничества стран Персидского залива (GCC).

• *Наблюдение (monitoring)* — содействие с возможностью формулирования и обнародования официальной точки зрения организации на те или иные проблемы, что является способом создания общественного мнения и оказания тем самым воздействия на экономическую политику страны. Наблюдение осуществляется в основном с помощью анализа вторичных источников, на основе которых секретариат готовит доклады, и путем обмена политическими декларациями во время сессий. Наиболее типичный пример организации, выполняющей функцию наблюдения, — ООН, которая с помощью резолюций Генеральной Ассамблеи побуждает страны к проведению определенной экономической политики. Однако никакими реальными рычагами влияния, кроме силы убеждения, ООН не обладает.

• *Надзор (surveillance)* — более жесткая форма наблюдения, связанная с обязательством стран сообщать на регулярной основе и по установленной форме данные о своем экономическом положении и выслушивать рекомендации по существу текущего экономического развития. Правительства, подписавшие устав международных организаций, осуществляющих надзор, обязаны с определенной частотой принимать у себя миссии экспертов из этих организаций и предоставлять им помимо текущих публикаций также и первичную информацию, отвечать на их вопросы и быть максимально откровенными. Содержание дискуссий, по желанию правительства, может оставаться конфиденциальным и не обнародоваться международной организацией, с которой велась дискуссия. Типичный пример — МВФ, главная функция которого заключается именно

в жестком надзоре за экономической политикой стран-членов с целью предоставления им опирающихся на мировой опыт рекомендаций для предупреждения потенциально возможных макроэкономических дисбалансов и наиболее эффективного решения существующих проблем. Практически, однако, страны-члены могут игнорировать такие рекомендации.

• *Регулирование* (regulation) — надзор, опирающийся на принуждение стран к выполнению рекомендаций международного сообщества через разработку соответствующих международных норм и механизмов принуждения к их исполнению. Регулирование в международной экономике основано на том, что страны добровольно принимают решение о создании определенного международного механизма решения тех или иных проблем, договариваются о принципах его функционирования и о том, как они будут совместно наказывать те страны, которые не будут следовать принципам, под которыми они сами же подписались. Примером является ВТО, в рамках которой установлены определенные правила международной торговли, с которыми согласилось более сотни стран, а также жесткие антидемпинговые и иные процедуры, которые применяются против нарушителей согласованных правил.

Содействие—наблюдение—надзор—регулирование исчерпывают весь спектр ключевых функций, которые могут возложить на себя международные организации. По сути, все эти функции многостороннего межгосударственного регулирования основаны лишь на доброй воле участвующих стран. Если правительство той или иной страны не видит выгод от членства в международной организации, никто не может заставить принять его. Так же как, даже будучи членом организации, независимое государство может проигнорировать его рекомендации или иные касающиеся ее решения. Некоторые надгосударственные функции, приближающие международную организацию к роли мирового или хотя бы регионального правитель-

ства, будут иметь только некоторые органы ЕС после перехода стран ЕС к единой валюте и начала работы Единого европейского центрального банка. Тем самым надгосударственность, приводящая к управлению экономическими процессами в нескольких странах из единого центра, может быть только в рамках высокоразвитого интеграционного объединения стран. Частично функцию надгосударственного регулирования выполняет МВФ в странах, которые используют его кредиты на основе того, что условием предоставления кредита является выполнение правительством согласованной с МВФ программы экономических реформ.

Итак, в конце XX в. проявилась тенденция к сосредоточению ключевых функций по регулированию и мониторингу важнейших процессов в рамках небольшого количества организаций. Наиболее универсальными из них являются МВФ, занимающийся макроэкономической политикой; ВТО, согласовывающая торговую политику; ООН, последние годы все более направляющая свои усилия на социальные вопросы; и группа Мирового банка, концентрирующаяся на проблемах развития и структурных реформах. Эти организации возникли в конце 40-х гг. и выступают сегодня важнейшими форумами согласования экономической политики между странами. В силу большого разнообразия международных организаций их классификация может быть осуществлена по одному ключевому признаку, отличающему одну группу организаций от другой. Они делятся на консультативные группы стран, обычно не имеющие жесткой организационной структуры; универсальные организации, охватывающие большинство стран мира; отраслевые организации, занимающиеся проблемами производства и торговли определенным товаром; региональные организации, концентрирующиеся на вопросах взаимного интереса обычно географически и экономически близких стран; финансовые организации, среди которых выделяются банки развития.

В международной экономике международные организации выполняют следующие основные функции — содействие, заключающееся в организации международных переговоров и конференций; наблюдение, включающее возможность определения точки зрения организации

на те или иные проблемы; надзор, означающий обязательство стран предоставлять данные о своем экономическом положении и проводить консультации; регулирование, опирающееся на принуждение стран к выполнению рекомендаций международного сообщества.

2. РЕГУЛИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ ТОРГОВЛИ

Наиболее важная сфера международной экономики — международная торговля товарами и услугами — регулируется несколькими международными организациями, в числе которых главной является Всемирная торговая организация.

ВТО: торговля товарами

Мировая торговля товарами была предметом регулирования со стороны мирового сообщества с первых послевоенных лет, когда в 1948 г. вступило в силу Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ). Международная торговая организация (МТО) задумывалась как третья, наряду с МВФ и Мировым банком, организация, которая приняла бы на себя функции регулирования международного экономического сотрудничества. Устав торговой организации еще разрабатывался, а около 23 стран уже согласовали и подписали ГАТТ как временное соглашение, полагая, что за этим последует создание МТО. Однако история распорядилась иначе: несмотря на то что устав МТО был согласован, парламенты некоторых стран, и прежде всего США, отказались его ратифицировать. В результате ГАТТ, количество подписавших сторон которого постоянно расширялось, с 1948 по 1995 г. оставалось единственным международно-правовым соглашением, регулирующим мировую торговлю. ГАТТ являлось главным форумом переговоров о снижении таможенных тарифов и несколько позже — о сокращении нетарифных ограничений. Переговоры в ГАТТ осуществ-

лялись в рамках раундов торговых переговоров, последний из которых — Уругвайский — увенчался созданием ВТО (табл. 8.2).

@ *Всемирная торговая организация* (World Trade Organization) — законодательная и институциональная основа международной торговой системы, механизм многостороннего согласования и регулирования политики стран-членов в области торговли товарами и услугами, урегулирования торговых споров и разработки стандартной внешнеторговой документации.

ВТО была образована в 1995 г. на основе Марракешского соглашения, подписанного в апреле 1994 г. в г. Марракеш в Марокко в результате окончания Уругвайского раунда многосторонних торговых переговоров. Соглашение о создании ВТО содержит 29 правовых документов и 25 министерских деклараций, определяющих права и обязанности стран в рамках многосторонней торговой системы, которые впитали в себя все лучшее достигнутое в рамках ГАТТ и добавили много нового. ГАТТ, подписанное в 1947 г. с последующими изменениями и дополнениями, известное сейчас как “ГАТТ 1994”, входит в число правовых документов, лежащих в основе ВТО. Большинство в $\frac{3}{4}$ голосов требуется для одобрения толкования того или иного многостороннего торгового соглашения или для снятия со страны-члена обязательства, налагаемого таким соглашением. Решение об изменении многостороннего соглашения требует согласия всех стран-членов, хотя такие решения

Раунды торговых переговоров в рамках ГАТТ

Годы	Место/Название	Предмет	Кол-во стран
1947	Женева	Тарифы	23
1949	Аннеси (Аппесу)	Тарифы	13
1951	Торкай (Torquay)	Тарифы	38
1956	Женева	Тарифы	26
1960–1961	Женева (Диллон-раунд)	Тарифы	26
1964–1967	Женева (Кеннеди-раунд)	Тарифы и антидемпинговые меры	62
1973–1979	Женева (Токио-раунд)	Тарифы, нетарифные меры, рамочные соглашения	102
1986–1994	Женева (Уругвайский раунд)	Тарифы, нетарифные меры, торговля услугами, урегулирование споров, интеллектуальная собственность, создание ВТО, торговля и окружающая среда	123

обязательны только для стран, ратифицирующих их. Решение о приеме новых членов принимается министерской конференцией $\frac{2}{3}$ голосов. Решения в ВТО принимаются голосованием на основе принципа “одна страна — один голос”, но, унаследовав традиции ГАТТ, ВТО принимает большинство решений на основе согласия всех — консенсусом.

Принципиальное различие между ВТО и ГАТТ заключается в том, что ГАТТ было простым сводом правил, многосторонним соглашением, имеющим небольшой секретариат. ВТО является постоянной международной организацией, действующей на основе соглашения, ратифицированного странами-членами, и имеющей свой секретариат. ГАТТ как соглашение состояло из сторон, участвующих в нем. ВТО состоит из стран-членов. ГАТТ изначально считалось временным соглашением, действующим до момента создания ВТО. ВТО — постоянно действующая организация. ГАТТ было посвящено практически только торговле товарами. На ВТО возложены функции регулирования торговли не только товарами, но и услугами, вклю-

чая такие специфические, как права на интеллектуальную собственность. Многие соглашения по отдельным товарам, входившие в ГАТТ, охватывали не все, а только некоторые из сторон, участвовавших в ГАТТ, и поэтому были селективными по характеру своего действия. Практически все соглашения в рамках ВТО являются многосторонними и поэтому универсальными по характеру действия. Наконец, система урегулирования торговых споров, действовавшая в рамках ГАТТ, была громоздкой и неэффективной, поскольку позволяла отдельным странам блокировать принятие решений. Система урегулирования торговых споров, действующая в ВТО, более эффективна, поскольку позволяет принимать многие решения, которые не могут быть заблокированы отдельными странами, на автоматической основе.

Соглашение об образовании ВТО носит чисто институциональный характер и определяет такие организационные параметры ВТО, как функции, сфера деятельности, структура, бюджет, формирование секретариата, механизм принятия решений и пр., но в качестве при-

*Пример 8.2***Всемирная торговая организация — ВТО (World Trade Organization — WTO)**

Дата создания: 1 января 1995 г.

Количество членов: 131 на середину 1997 г.

Основные функции:

- надзор за исполнением многосторонних торговых соглашений;
- проведение многосторонних торговых переговоров;
- содействие решению торговых споров;
- контроль за развитием международной торговли и торговой политики;
- оказание технического содействия и обучение персонала;
- сотрудничество с другими международными организациями по вопросам торговой политики.

Структура:

- Министерская конференция (Ministerial Conference) — высший орган ВТО, состоящий из представителей на уровне министров всех стран-членов, который собирается не реже раза в два года и полномочен принимать решения по всем вопросам, касающимся выполнения многосторонних торговых соглашений.
- Генеральный совет (General Council) — орган, также состоящий из представителей всех стран-членов, отвечающий за ежедневную работу ВТО. Генеральный совет может собираться в форме Органа по разрешению споров (Dispute Settlement Body) и Органа по наблюдению за торговой политикой (Trade Policy Review Body).
- Специализированные советы: Совет по торговле товарами (Council for Trade in Goods), Совет по торговле услугами (Council for Trade in Services), Совет по связанным с торговлей аспектам интеллектуальной собственности (Council for Trade-Related Aspects of Intellectual Property) — рабочие органы Генерального совета, занимающиеся надзором за исполнением многосторонних торговых соглашений в соответствующих областях.
- Секретариат (Secretariat) — технический орган, состоящий из примерно 500 сотрудников и возглавляемый генеральным директором, главная задача которого заключается в оказании содействия странам-членам по организации многосторонних торговых переговоров, предоставлении технической помощи, изучении торговой политики и предоставлении правовых консультаций при разрешении торговых споров.

Публикации: WTO Focus (публикуется 10 раз в год), WTO Annual Report (ежегодная публикация), Trade Policy Reviews (периодическая публикация по отдельным странам).

Адрес:

Centre William Rappard
154 rue de Lausanne
CH-1211 Geneva 21 Switzerland

Telephone: [41](22)739-5111

Facsimile: [41](22)731-4206

Telex: 412324 GATT CH

Cable: GATT GENEVE

Internet: webmaster@wto.org

World Wide Web server: <http://www.unicc.org/wto>

ложений в него включены все основные соглашения, подписанные в рамках Уругвайского раунда ГАТТ. Таких приложений — четыре, причем документы, содержащиеся в первых трех (multilateral trade agreements) из них, являются

обязательными для исполнения всеми членами ВТО, тогда как документы, содержащиеся в четвертом приложении (plurilateral trade agreements), обязательны только для тех стран — членов ВТО, которые их подписали. Из правил ВТО

возможны изъятия (waiver) — временное освобождение стран-членов по их просьбе и с согласия остальных стран от отдельных обязательств, накладываемых многосторонними торговыми соглашениями в рамках ВТО. Наиболее распространенные изъятия связаны с изменением тарифной классификации или введением новой классификации, что делает необходимым вновь провести переговоры с торговыми партнерами о предоставлении взаимных торговых уступок, а также о вступлении стран в региональные интеграционные группировки.

На основе совокупности соглашения об образовании ВТО и приложений к нему регулируется международная торговая система. В настоящее время ВТО (пример 8.2) является главной международной организацией, регулирующей торговлю товарами, услугами и интеллектуальной собственностью. Это регулирование заключается в реализации согласованных принципов поведения стран в международной торговле и комплексе мероприятий, проводимых под эгидой ВТО с участием большинства стран мира. Наиболее важные принципы, на которых строится многосторонняя торговая система, следующие:

- *Торговля без дискриминации* — страны не должны предоставлять кому-либо лучший торговый режим по сравнению с тем, какой они предоставляют всем остальным странам, и не должны предоставлять лучший режим своим национальным товарам по сравнению с иностранными. В рамках ВТО предусматривается взаимное предоставление всеми странами режима наибольшего благоприятствования, РНБ (most-favoured-nation, MFN), закрепленное в ст. 1 ГАТТ, так же как и в соглашениях по торговле услугами и интеллектуальной собственностью, правило, означающее обязательство распространить на третьи страны все льготы и привилегии, предоставляемые одному из торговых партнеров. Это фундаментальное для многосторонней торговой системы требование ВТО направлено против дискриминации

товаров в международной торговле на основе страны их происхождения или страны назначения. Изъятия из РНБ, с одобрения ВТО, возможны, если страна является членом интеграционного объединения, если страна-партнер проводит несправедливую торговую практику, наносящую ущерб национальным производителям. Как только иностранный товар попал на внутренний рынок, ему в соответствии с правилами ВТО должен быть предоставлен национальный режим (national treatment), означающий, что на внутреннем рынке как на национальные, так и на иностранные товары должны накладываться одинаковые налоги, предъявляться одинаковые технические, санитарно-гигиенические и иные требования. Национальный режим должен применяться к импортным товарам, прошедшим через таможенную границу. Поэтому изменение таможенной ставки не является нарушением национального режима.

- *Либерализация международной торговли* — проведение многосторонних переговоров по снижению таможенных тарифов и устранению других препятствий на пути международной торговли. Средний уровень таможенного обложения импорта в результате восьми раундов многосторонних торговых переговоров снизился с 35 до примерно 6%. Последний раунд таких переговоров — Уругвайский — привел к договоренности о снижении тарифов на более чем 120 товаров, которое будет осуществлено постепенно в течение пяти лет. В результате средний уровень импортных тарифов на промышленные товары снизится с 6,3 до 3,8%, или на 40%, что приведет к росту импорта промышленных товаров, на которые распространяется режим беспошлинного ввоза в развивающиеся страны, с 30 до 44%.

- *Применение мер, ограничивающих импорт, только на основе правил ВТО* — отказ стран от использования протекционизма как средства торговой политики. Однако либерализация торговли и соблюдение правил ВТО не означают, что страна полностью лишается законной возможности защищать в слу-

чае необходимости свой внутренний рынок. Арсенал защиты внутреннего рынка, предусмотренный правилами ВТО, весьма широк. Он включает: защитные меры (safeguards) — временное ограничение импорта определенного товара в случае, когда его масштабы наносят или угрожают нанести серьезный ущерб отечественным товаропроизводителям; антидемпинговые пошлины (anti-dumping duties) — применяемые против конкретного источника демпинга защитные пошлины; компенсационные пошлины (countervailing duties) — применяемые против экспорта товара, экспорт которого субсидируется в явной или скрытой форме. Для использования защитных мер в каждом конкретном случае сначала определяется серьезность наносимого ущерба на основе данных о масштабах роста импорта, изменения объемов национального производства, загрузки мощностей, продаж, уровня занятости и пр. Процедурные правила применения защитных мер предусматривают публикацию извещения о начале расследования, расследование компетентными органами импортирующей страны причин и масштабов наносимого ущерба, проведение консультаций со страной-экспортером, публичные слушания, публикацию доклада, содержащего рекомендации. Защитные меры устанавливаются в отношении всех стран, экспортирующих данный товар, на срок не более четырех лет. Западные страны активно пользуются мерами защиты внутреннего рынка. По данным ВТО, в 1950–1993 гг. защитные меры вводились 151 раз 23 странами, в том числе США 22 раза; расследования по обвинению других стран в демпинге только в 1993–1994 гг. проводились 812 раз, в том числе в США 262 раза; расследования по использованию другими странами экспортных субсидий проводились в те же годы 125 раз, в том числе в США 85 раз.

• *Предсказуемость торговой политики* — проведение торговой политики в соответствии с установленными правилами и недопущение одностороннего нарушения принятых на себя обяза-

тельств. Страны, инвесторы, корпорации должны быть уверены, что тарифы, нетарифные ограничения, прочие инструменты торговой политики применяются странами в соответствии с определенными ВТО правилами. Главным механизмом обеспечения предсказуемости торговой политики является связывание тарифов (tariff binding) — принимаемое страной обязательство не увеличивать ставку импортного тарифа сверх установленного предела. Страны могут изменить уровень связанного тарифа, но только после переговоров с ее торговыми партнерами и компенсации их за наносимый тем самым ущерб. Одно из главных достижений Уругвайского раунда ГАТТ заключается в том, что удалось договориться об увеличении количества связанных тарифов с 78 до 99% в развивающихся странах, с 21 до 73% в развитых странах и с 73 до 98% в странах с переходной экономикой. В области торговли сельскохозяйственной продукцией все 100% тарифов связанные. Предсказуемость торговой политики также означает ее максимальную транспарентность и открытость, что означает прежде всего побуждение стран к отказу от использования каких-либо других, кроме опубликованного таможенного тарифа, методов защиты внутреннего рынка, будь то квоты, внутренние налоги или субсидии местным производителям.

• *Содействие конкуренции* — принцип ВТО, означающий отказ стран от использования несправедливых методов торговой политики, таких как демпинг (экспорт по ценам ниже справедливых рыночных), экспортные субсидии. Многосторонние соглашения в рамках ВТО предусматривают санкции, применяемые к экспортерам и странам, которые пользуются несправедливыми методами торговой политики. Однако само толкование понятия справедливых методов в международной торговле весьма сложно и запутанно. С целью определения проблем на пути свободной конкуренции в мировой торговле в рамках ВТО действует механизм проверки торговой политики (Trade Policy Review Mechanism —

TRIM) — детальный анализ торговой политики стран-членов секретариатом ВТО с целью определения ее соответствия требованиям соглашений ВТО и вынесения рекомендаций по устранению их нарушений. Проверка торговой политики четырех стран с наибольшей долей в мировой торговле, включая ЕС в целом на правах одной из стран, осуществляется каждые два года, следующие 16 стран проверяются каждые четыре года и остальные страны — каждые шесть лет. В рамках такой проверки каждая проверяемая страна предоставляет на рассмотрение ВТО детальный доклад о состоянии ее внешнеторговой политики, включая торговлю товарами и услугами. Секретариат, со своей стороны, также готовит доклад, высказывающий его оценку торговой политики страны-члена. Оба доклада, так же как и записи всех бесед, проводимых сотрудниками секретариата с официальными лицами страны, публикуются и передаются на

рассмотрение министерской конференции, которая принимает их к сведению.

Прием в члены ВТО состоит из трех этапов. На первом страна предоставляет в ВТО меморандум о своей торговой политике, ВТО создает рабочую группу по изучению меморандума на предмет определения соответствия регулирования внешней торговли в стране, желающей стать членом ВТО, ее правилам. На втором ВТО проводит двусторонние переговоры со страной по вопросам доступа на ее рынок товаров и услуг других стран. Если переговоры привели к принятию страной условий, определенных в многосторонних соглашениях ВТО, рабочая группа составляет доклад для министерской конференции ВТО, к которому прикладывается протокол о присоединении страны к ВТО. После голосования на очередной министерской конференции страна считается принятой в ВТО. На начало 1997 г. более 30 стран подали заявление на вступление в ВТО (пример 8.3).

Пример 8.3

Россия и ВТО

Россия предоставила в ВТО Меморандум о торговой политике в июне 1993 г. С тех пор проводятся переговоры об условиях ее вступления в ВТО. С целью ускорения процесса стороны договорились, что заседания рабочей группы будут проходить не два раза в год, как в отношениях со всеми другими странами, а три. К середине 1997 г. состоялось шесть заседаний рабочей группы, которая изучает развитие российского внешнеторгового законодательства, существующие технические барьеры, санитарные нормы и вопросы торговли сельскохозяйственными товарами. Россия также осуществляет двусторонние контакты с основными торговыми партнерами по вопросам взаимного урегулирования торговых процедур и пошлин. Главная проблема переговоров — степень соответствия российской экономики в целом и внешнеторгового регулирования в частности требованиям ВТО. На определенном этапе переговоров возникали технические проблемы подсчета средневзвешенного уровня таможенного обложения импортных товаров, который, по расчетам российских экспертов, составлял 14%, тогда как по оценкам ЕС — 22, а с учетом сельскохозяйственной продукции — вообще 30%.

Главное преимущество в присоединении к ВТО для российских экспортеров заключается в возможности защиты с помощью ее механизмов интересов российских экспортеров, поскольку масштабы дискриминации российского экспорта на мировом рынке являются критическими. В основном это обвинения в демпинге, и антидемпинговые санкции применяются к российским экспортерам ЕС, США, Мексикой, Индией, Бразилией и некоторыми другими странами в форме введения антидемпинговых пошлин на российский экспорт в размере до 100% его стоимости и ограничительных квот. Российские импортеры также могут ожидать, что рано или поздно в соответствии с правилами ВТО российский импортный тариф будет несколько снижен. Российское государство получит в свое распоряжение новый, освященный авторитетом ВТО, набор средств административного регулирования внешней торговли, позволяющий на законной основе осуществлять защиту внутреннего рынка.

Если страны вступают в ВТО и подписывают его основные документы, это означает, что они обязуются соблюдать заложенные в нем принципы. Несовпадение в трактовке многостраничных и весьма сложных документов ВТО может привести к возникновению торгового спора. Для их разрешения в рамках ВТО действует механизм урегулирования торговых споров (Trade dispute settlement mechanism) — процедура решения на многосторонней основе под эгидой ВТО и при участии ее экспертов разногласий, вытекающих из-за невыполнения другой страной — членом ВТО принятых на себя обязательств по многосторонним торговым соглашениям, а также из-за применения другой страной мер торговой политики, не соответствующих правилам ВТО, или из любой другой ситуации в торговле. Рассмотрением споров занимается созданный в рамках ВТО Орган по рассмотрению споров (Dispute Settlement Body), в задачу которого входит решение всех разногласий, возникающих в связи с различиями в интерпретации документов ВТО. Процесс урегулирования торговых споров состоит из консультаций между сторонами, которые в течение 60 дней пытаются найти решение проблемы; если это сделать не удастся, создается комиссия из трех квалифицированных специалистов, выбранных ВТО, которая в течение 3–6 месяцев подготавливает независимый от спорящих сторон доклад, который основывается на аргументах, предоставленных каждой из сторон, и содержит точку зрения экспертов; доклад комиссии одобряется Органом по рассмотрению споров, после чего страны должны выполнить его рекомендации. Страна, не согласная с выводами доклада, может апеллировать решение Органа по рассмотрению споров, которое рассматривается Органом по рассмотрению апелляций (Appellate Body); его решение снова выносится на одобрение Органа по рассмотрению споров, решение которого считается окончательным и дальнейшему апеллированию не подлежит. Если страна, которая при-

знана виновной в нарушении правил ВТО, не предпринимает действий по исправлению этих нарушений, страна, подавшая жалобу, может подать просьбу в ВТО отменить в отношении страны-нарушителя льготы и привилегии, предоставляемые ей в соответствии с правилами ВТО. Если такое разрешение получено, то ответные меры должны быть применены в тех же секторах, в каких произошло нарушение, и должны быть отменены после того, как нарушение устранено. Орган по рассмотрению споров наблюдает за каждым случаем до тех пор, пока стороны не достигнут согласия.

Несмотря на то что процедура урегулирования торговых споров относительно новая, очевидно, что процесс переговоров и примирения может затягиваться на годы. По состоянию на середину 1997 г. ВТО была вовлечена в рассмотрение более 100 споров, большая часть из них между промышленными и развивающимися странами, которые предъявляют претензии по поводу ограничения доступа их товаров на западные рынки. Примерами торговых споров, рассматриваемых в ВТО, являются претензии Южной Кореи к США по поводу корейского экспорта сельскохозяйственной продукции, который подвергается, с точки зрения корейской стороны, излишнему инспектированию и анализу, что затрудняет экспорт; Мексики к ЕС по поводу нарушения последним согласованных в ВТО процедур таможенной оценки товаров; США к Индии по поводу экспорта последней текстильных товаров, угрожающего американской текстильной промышленности; Гватемалы к Мексике по поводу обвинения в экспорте цемента по демпинговым ценам и пр.

В числе прочих функций ВТО — содействие развитию международной торговли путем разработки стандартной внешнеторговой документации и систематической рационализации внешне-торговых процедур (наиболее активные действия предпринимаются по созданию унифицированных правил определения страны происхождения товара), техни-

ческое содействие в области внешнеторговой политики и регулирования через проведение семинаров, “круглых столов”, посылку миссий экспертов в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой. Новым направлением деятельности ВТО является исследование взаимосвязи мировой торговли и проблем окружающей среды в целях обеспечения стабильности процессов роста и развития.

ВТО—ГТУ: торговля услугами

Подписанное в результате Уругвайского раунда Генеральное соглашение по торговле услугами — ГТУ (General Agreement on Trade in Services — GATS), входящее на правах приложения в соглашение о ВТО, является главным международным документом, регулирующим международную торговлю услугами в целом. Документ определяет торговлю услугами как предоставление услуги с территории одной страны на территорию другой страны и покрывает все виды услуг, кроме предоставляемых правительством. Соглашение определяет, что международная торговля услугами, так же как и торговля товарами, должна основываться на принципе РНБ; отношение к услугам, предоставляемым нерезидентами, на внутреннем рынке зарубежных стран должно исходить из национального режима, т.е. быть недискриминационным, транспарентным (страны обязаны публиковать все новое регулирование, относящееся к торговле услугами, и извещать другие страны о нем); обеспечивать активное участие развивающихся стран в международной торговле услугами. Тем самым ГТУ распространяет принципы ГАТТ на новый сегмент международной торговли, который составляет 20–25% ее объема.

Особенностью ГТУ является то, что на первом этапе оно закрепило существующий статус-кво в области торговли услугами, т.е. страны договорились начать переговоры о либерализации торговли услугами и существующего поло-

жения вещей, по возможности не осложняя текущее регулирование. Так же как и ГАТТ, ГТУ предусматривает возможность отступления от согласованного РНБ в случае образования интеграционного союза и по соображениям национальной безопасности. Каждая страна при подписании ГТУ должна была предоставить список изъятий из РНБ, который будет проанализирован участниками через пять лет и в принципе должен быть аннулирован через 10 лет. Более 70 стран зарегистрировали изъятия из РНБ. Национальный режим иностранным услугам в соответствии с ГТУ предоставляется не автоматически, а на основе переговоров. Принимающая страна может оговорить ограничения доступа услуг на свой рынок путем наложения ограничений на способ их доставки, на торговлю, потребление услуг за границей, коммерческое присутствие в принимающей стране, на передвижение лица, предоставляющего услуги, и пр. Движение услуг может также ограничиваться на основе соглашения между предоставляющей и принимающей страной, на основе критериев профессиональной квалификации лиц, их оказывающих, соответствия услуг национальным стандартам или путем лицензирования. В ГТУ включены обязательства сторон не накладывать ограничения на международную торговлю услугами в следующих формах: квоты на объем предоставляемых услуг, ограничения на стоимость услуг, ограничения общего числа организаций, предоставляющих услуги, ограничения числа физических лиц, которые предоставляют услуги, ограничения юридических форм, в которых могут быть зарегистрированы организации, предоставляющие услуги, ограничения на участие иностранного капитала в организациях, предоставляющих услуги.

Либерализация международной торговли услугами должна начаться не позднее пяти лет после образования ВТО, т.е. около 2000 г., и осуществляться, как и либерализация торговли, на основе многосторонних переговоров, хотя по определенным вопросам, таким как фи-

нансовые услуги и передвижение физических лиц, ГТУ предусматривает начать переговоры раньше. Совет ВТО по торговле услугами будет разрабатывать соответствующие планы для каждого раунда переговоров, имея в виду в качестве конечной цели последовательную либерализацию торговли услугами по отношению к существующему на 1995 г. статус-кво. Все споры между сторонами будут улаживаться на основе консультаций, а если соглашение на двусторонней основе недостижимо, то с использованием механизмов урегулирования споров, принятых в ВТО. Частью соглашения являются приложения по авиатранспортным услугам, услугам морского транспорта, финансовым услугам, телекоммуникационным услугам и передвижению физических лиц, предоставляющих услуги.

ЮНКТАД: политические консультации

В числе прочих организаций, традиционно участвующих в регулировании международной торговли, особое место занимает входящая в систему ООН Конференция ООН по торговле и развитию. Созданная в разгар холодной войны по инициативе социалистических стран как альтернатива ГАТТ, ЮНКТАД на протяжении многих лет, вплоть до кризиса ООН в конце 80-х гг., оставалась основным политическим форумом, на котором сталкивались идеологически противоположные взгляды на международную торговлю. Практическими достижениями ЮНКТАД в области регулирования международной торговли стали:

- заключение ряда международных товарных соглашений и создание Общего фонда по товарам (Common Fund for Commodities) в 1989 г. для финансирования товарных соглашений и проведения исследований товарных рынков;

- принятие Общей системы преференций — ОСП (Generalized System of Preferences — GSP) — достигнутое на ЮНКТАД II в 1968 г. согласованное ре-

шение развитых стран отменить таможенные пошлины на импорт товаров из развивающихся стран. В результате различного подхода развитых стран к тому, какие именно страны считать развивающимися, и принятия многочисленных исключений по отдельным товарам ОСП не стала эффективным средством стимулирования экспорта развивающихся стран;

- ряд политических инициатив в пользу наименее развитых стран в рамках международных конференций по наименее развитым странам, состоявшихся в 1981 и 1990 гг., и островных государств и стран, не имеющих выхода к морю, в 1995 г.;

- техническая помощь преимущественно наименее развитым странам, финансируемая Программой развития ООН и странами-членами. Техническое содействие в последние годы сосредоточено на разработке автоматизированных систем, способствующих развитию международной торговли, таких как Автоматизированная система по таможенной статистике, Информационная система анализа эффективности торговли, система управления внешним долгом и финансового анализа.

Деятельность ЮНКТАД ознаменовалась также выдвиганием ряда инициатив в области международной помощи развитию. Наиболее известная из них — призыв к развитым странам выделять 0,7% своего ВВП на официальную помощь развивающимся странам, который, правда, был выполнен далеко не всеми странами-членами. Существенную информационную роль играет также аналитическая работа, проводимая ЮНКТАД в рамках подготовки ежегодных докладов по торговле и развитию и Мирового инвестиционного доклада. В связи с окончанием холодной войны и, соответственно, противостояния двух систем ЮНКТАД оказалась в глубоком идеологическом и финансовом кризисе.

Итак, международная торговля товарами и услугами регулируется Всемирной торговой организацией, являющейся законодательной и институциональной

*Пример 8.4***Конференция ООН по торговле и развитию — ЮНКТАД
(UN Conference on Trade and Development — UNCTAD)**

Дата создания: 1964 г.

Количество членов: 188 стран, 104 межгосударственные организации и 163 неправительственные организации участвуют на правах наблюдателей.

Основные функции:

- содействие интеграции развивающихся стран и стран с переходной экономикой в международную торговую систему;
- удовлетворение специальных нужд наименее развитых стран, содействие их развитию через подключение к международной торговле;
- проведение многостороннего диалога по проблемам глобализации и развития, международной торговли, инвестиций и услуг.

Структура:

- Конференция (Conference) — высший орган ЮНКТАД, собирающийся на уровне министров каждые четыре года, определяющий политику организации и разрабатывающий программу действий. Последняя конференция ЮНКТАД IX состоялась в Южной Африке в 1996 г. Следующая запланирована на 2000 г. в Южной Корее.
- Совет по торговле и развитию (Trade and Development Board) — исполнительный орган в составе 144 стран, собирающийся дважды в год и руководящий текущей деятельностью организации. Совет представляет свои доклады на рассмотрение Генеральной Ассамблеи ООН.
- Комиссии: Комиссия по торговле товарами и услугами, Комиссия по инвестициям, технологии и связанным с ними финансовым вопросам, Комиссия по предприятиям, содействию предпринимательству и развитию. Комиссии заседают раз в год, подотчетны Совету и могут создавать группы технических экспертов.
- Секретариат, в рамках которого действуют Комиссия по транснациональным корпорациям и Комиссия по науке и технике в целях развития.

Публикации: UNCTAD Bulletin, Trade and Development Report, Transnational Corporations (3 issues a year), World Investment Report, Advanced Technology Assessment System Bulletin, The Least Developed Countries Report, Handbook of International Trade and Development Statistics, UNCTAD Commodity Yearbook, Monthly Commodity Price Bulletin.

Адрес:

Palais des Nations
CH-1211 Geneva 10
Switzerland

Telephone: [41](22)907-1234

Facsimile: [41](22)907-0057

Telex: 412962

Cable: UNATIONS GENEVA

World Wide Web server: <http://www.unicc.org/unctad>

Internet: webmaster@unctad.org

основой международной торговой системы, механизмом многостороннего согласования и регулирования политики стран-членов в области торговли товарами и услугами, урегулирования торговых споров и разработки стандартной внешнеторговой документации. Согла-

шение об образовании ВТО носит чисто институциональный характер, но в качестве приложений в него включены все основные соглашения, подписанные в рамках Уругвайского раунда ГАТТ. Регулирование в рамках ВТО международной торговли заключается в реализации

согласованных принципов поведения стран, среди которых наиболее важными являются: торговля без дискриминации на основе РНБ и национального режима; либерализация международной торговли путем проведения многосторонних переговоров по снижению таможенных тарифов; применение мер, ограничивающих импорт, только на основе правил ВТО; предсказуемость торговой политики; содействие конкуренции. Для разрешения возникающих разногласий в рамках ВТО действует механизм урегулирования торговых споров, представля-

ющий собой процедуру решения на многосторонней основе при участии экспертов ВТО проблем, вытекающих из-за невыполнения другой страной—членом ВТО принятых на себя обязательств по многосторонним торговым соглашениям, применения другой страной мер торговой политики, не соответствующих правилам ВТО, или из любой другой ситуации в международной торговле. Определенную роль в регулировании международной торговли сыграла Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД).

3. РЕГУЛИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО ДВИЖЕНИЯ ФАКТОРОВ ПРОИЗВОДСТВА

В отличие от международной торговли товарами и услугами, в регулировании которых доминирует одна международная организация — ВТО, в сфере международного движения факторов производства — капитала, труда и технологии — пока не сложилось четкой организационной структуры международного мониторинга и регулирования.

МАГИ — ЦУИС: международное инвестирование

В результате мирового долгового кризиса начала 80-х гг. стало очевидно, что подавляющее большинство развивающихся стран лишаются доступа к мировому рынку капитала: ТНК стали сворачивать свои производства в экономически нестабильных странах и переносить их назад в развитые страны или концентрировать инвестиции в небольшой группе развивающихся государств. Частные банки и страховые компании отказывались гарантировать инвестиции в развивающихся странах, что привело к еще большему падению вывоза капитала. Возникла потребность в создании авторитетной международной организации, которая смогла бы придать уверенность прямым и портфельным инвесторам в том, что их средства, вложенные в раз-

вивающиеся страны, не будут потеряны. Такой организацией стала МАГИ.

@ *Многостороннее агентство по гарантии инвестиций* — МАГИ (Multilateral Investment Guarantee Agency — MIGA) — автономная организация группы Мирового банка, осуществляющая страхование иностранных инвестиций (*пример 8.5*).

МАГИ было образовано в рамках группы Мирового банка, но финансово независимым от него с уставным капиталом около 1 млрд. СДР (1,45 млрд. долл.), который может быть использован для гарантии инвестиций. Гарантии инвестиций, предоставляемые МАГИ, строятся на следующих принципах:

- гарантии предоставляются только по инвестициям, происходящим из стран-членов, обычно совместно с несколькими другими государственными или частными страховщиками, причем гарантия МАГИ составляет 25–30% общего пакета;

- гарантии предоставляются на срок 15–20 лет по конкретным проектам на инвестиции в форме вложений в акционерный капитал или займов сроком на более чем три года, а также в отдельных случаях в форме технической помощи, франчайзинга и лицензионных соглашений;

*Пример 8.5***Многостороннее агентство по гарантии инвестиций — МАГИ
(Multilateral Investment Guarantee Agency — MIGA)***Дата создания:* 1988 г.*Количество членов:* 141 на середину 1997 г.*Основные функции:*

- содействие увеличению притока инвестиций в развивающиеся страны через предоставление гарантий инвестиций;
- проведение исследований, сбор и распространение информации для содействия инвестициям;
- предоставление технической помощи странам и проведение консультаций по инвестиционным вопросам.

Структура (МАГИ имеет совместные с другими членами группы Мирового банка органы управления):

- Совет управляющих Мирового банка, состоящий из управляющего и заместителя от каждой страны, заседающий один раз в год и определяющий стратегические цели организации.
- Комитет по развитию — группа министров, представляющих интересы мирового сообщества в области экономики и финансов, которые заседают дважды в год и осуществляют функции мониторинга по проблемам развития.
- Совет исполнительных директоров, находящийся в Вашингтоне и отвечающий за ежедневное функционирование организации. Состоит из 24 директоров и их заместителей, представляющих группы близких стран.
- Президент Мирового банка и Секретариат МАГИ.

Публикации:

Annual Report, MIGA News.

Адрес:

MIGA 1818 H Street, NW

Washington, DC 20433

USA

Telephone: [1](202)477-1234

Facsimile: [1](202)477-6391

Cable: INTBAFRAD

Telex: 248423 WORLDBANK

Internet: <http://www.miga.org>

• гарантии предоставляются по следующим некоммерческим рискам: невозможность перевести валюту за рубеж (репатриировать прибыль, конвертировать местную валюту в доллары и пр.), экспроприация инвестиций (конфискация, национализация или изъятие принимающей страной иностранных инвестиций), нарушение контракта (в случае невозможности получения компенсации через арбитраж); война или гражданские беспорядки (потеря активов в результате революции, терроризма, саботажа, восстания);

• инвестор, который может претендовать на получение гарантии МАГИ, должен быть резидентом одной из стран-членов, а его инвестиция должна предназначаться для любой другой страны, даже нечлена МАГИ, кроме той, в которой он является резидентом. Государственные предприятия могут получать гарантии МАГИ, если они функционируют на коммерческих принципах.

Максимальный объем гарантии капиталовложений, предоставляемый МАГИ, составляет 50 млн. долл. на один проект, независимо от того, какое количество

инвесторов в нем участвует. Поскольку гарантии МАГИ являются своего рода страховкой, которую покупает у МАГИ тот, кому она нужна, за пользование ею выплачивается премия, размер которой зависит от рыночных условий, типа покрываемого риска и сектора экономической деятельности. Например, ставка страховой премии в 1996 г. колебалась от 0,25% за каждые 100 долл. стоимости гарантии от риска войны и гражданских волнений для предприятий в обрабатывающей промышленности и услуг до 1,25% от риска экспроприации для предприятий в области нефте- и газодобычи. Для получения гарантии МАГИ инвестор должен подать предварительную заявку в МАГИ до того, как инвестиция произведена или контракт о ней подписан. В течение 24–48 часов МАГИ определит, может ли в принципе гарантия быть выдана по формальным признакам, регистрирует заявку и известит об этом заявителя. Заявитель вслед за предварительной регистрацией должен предоставить МАГИ основную документацию по проекту — технико-экономическое обоснование, соглашение о создании совместного предприятия, договор займа и пр., которые должны содержать данные о размере и форме предполагаемой инвестиции, расчеты экономической эффективности проекта и указание на то, какой именно тип гарантии хотел бы получить заявитель. МАГИ рассматривает заявки в течение 3–4 месяцев, после чего выдает гарантию на основании решения ее совета директоров.

@ *Международный центр по урегулированию инвестиционных споров — МЦУИС (International Center for Settlement of Investment Disputes — ICSID)* — созданная в рамках группы Мирового банка в 1966 г. автономная организация для урегулирования споров между правительствами и иностранными инвесторами.

Его членами являются 139 стран. Политическую линию определяет Админи-

стративный совет, состоящий из управляющих от каждой страны-члена и поддерживаемый техническим секретариатом во главе с генеральным секретарем — вице-президентом Мирового банка. Президент Мирового банка является также президентом ICSID. Страны могут добровольно согласиться использовать его услуги в качестве арбитра по инвестиционным спорам. В соответствии с инвестиционным законодательством примерно 20 стран любые возникающие инвестиционные споры должны рассматриваться в ICSID. Такое же условие содержится в примерно 700 двусторонних инвестиционных соглашениях, заключенных между различными странами мира. ICSID издает многотомное собрание инвестиционных законов и инвестиционных договоров всех стран-членов. За время своего существования ICSID рассмотрел 41 инвестиционный спор между правительствами 32 стран и несколькими десятками зарубежных инвесторов.

Еще одним многосторонним механизмом, частично регулирующим международные инвестиции, является подписанное в рамках ВТО Соглашение о связанных с торговлей инвестиционных мерах (Agreement on Trade-Related Investment Measures — TRIM). Соглашение признает, что некоторые инвестиционные меры (требования о содержании местных компонентов или привязка размеров импорта предприятия к размерам ее экспорта) не соответствуют требованиям ВТО о национальном режиме и отмене количественных ограничений на торговлю. Такие инвестиционные меры должны быть устранены в течение двух лет после подписания TRIM развитыми странами, в течение пяти лет — развивающимися странами и в течение семи лет — наименее развитыми странами. Комитет по связанным с торговлей инвестиционным мерам, образованный в рамках ВТО, осуществляет мониторинг выполнения этих соглашений. Наблюдательные функции за развитием международного инвестирования осуществляет также и Комиссия ЮНКТАД по инвес-

тициям, технологии и связанным с ними инвестиционным вопросам. После неудачи с разработкой Кодекса поведения ТНК, предпринятой ООН в 70 — начале 80-х гг., на эту комиссию в середине 1996 г. были возложены обязанности изучения взаимосвязи инвестиций и торговли и исследования правовой базы иностранных инвестиций, а также разработки системы статистической отчетности, которая позволила бы улучшить сопоставимость информации о прямых инвестициях, осуществляемых ТНК.

МОТ: миграция рабочей силы

Ни одна из международных организаций не имеет мандата на регулирование миграции рабочей силы, которое является традиционной прерогативой национальных органов власти. Косвенно в наблюдение и изучение проблем миграции вовлечена Международная организация труда.

@ *Международная организация труда* (International Labor Organization) —

Пример 8.6

Международная организация труда — МОТ (International Labor Organization — ILO)

Дата создания: 1919 г.

Количество членов: 171.

Основные функции:

- содействие разработке национальных программ для обеспечения полной занятости и роста жизненного уровня;
- создание равных условий для образования и профессиональной подготовки;
- улучшение условий труда, здравоохранения и жизни;
- признание права на коллективное проведение переговоров и сотрудничество между менеджментом и трудом.

Структура:

- Международная конференция по вопросам труда (International Labor Conference) — высший политический орган МОТ, заседающий раз в год, на уровне делегаций стран-членов, состоящих из двух представителей правительства, одного представителя работодателей и одного представителя наемных работников.
- Управляющий орган (Governing Body) — заседающий три-четыре раза в год исполнительный орган МОТ, состоящий из 56 членов, из которых 28 представляют правительства, 14 — работодателей и 14 — наемных работников. 10 крупных стран имеют постоянное представительство в этом органе, а остальные 18 избираются из числа других членов каждые три года.
- Международная контора по труду (International Labor Office) — постоянно функционирующий секретариат МОТ во главе с Генеральным секретарем.

Публикации:

World of Work; Official Bulletin; Labour Law Documents; Bulletin of Labour Statistics; Yearbook of Labour Statistics; International Labour Review.

Адрес:

ILO 4 route des Morillons
CH-1211 Geneva 22
Switzerland

Telephone: [41](22)799-6111

Facsimile: [41](22)798-8685

Telex: 415647 ILO CH

Cable: INTERLAB GENEVE

Internet Address: <http://www.unicc.org/ilo>

являющаяся с 1946 г. специализированным агентством ООН автономная международная организация, занимающаяся разработкой и согласованием международных стандартов в области рынка труда (*пример 8.б*).

Главный вклад МОТ в регулирование международного рынка труда заключается в разработке международных стандартов по труду, являющихся рекомендацией национальным правительствам в таких областях, как минимальный уровень оплаты труда, равенство возможностей в области занятости, система социального страхования, охрана материнства, минимальный возраст рабочей силы, защита интересов мигрантов и пр. Стандарты в области труда находятся под постоянным контролем со стороны МОТ, которая, однако, не имеет рычагов, чтобы заставить страны применять их. Они внедряются странами на добровольной основе и закрепляются в текущем законодательстве и практической работе правительств. Ежегодно страны-члены предоставляют в МОТ отчет о прогрессе в деле внедрения международных стандартов в национальную практику, которые рассматриваются независимым комитетом, состоящим из примерно 20 экспертов, которые, в свою очередь, составляют доклад и представляют его на рассмотрение Международной конференции по вопросам труда. Если правительство страны — члена МОТ не соблюдает те или иные международные стандарты в области труда, которые она ратифицировала в своем законодательстве, организации, представляющие наемных работников, могут сделать представление в МОТ по этому поводу. Получив его, Управляющий орган назначает независимую трехстороннюю комиссию по изучению проблемы, которая выносит свои рекомендации по ее решению. Если с точки зрения какой-либо страны-члена другая страна не выполняет принятые на себя обязательства стандартов в области труда, она может также сделать представление в МОТ по этому поводу. Если рекоменда-

ции МОТ игнорируются, то дело может быть вынесено на рассмотрение Международного Суда. Однако основной метод работы МОТ — через согласование интересов и поиск консенсуса на трехсторонней основе между правительствами, работодателями и наемными работниками.

ВТО—МОИС—ПРООН: движение технологии

Так же как и международная миграция рабочей силы, международная передача технологии не является пока сферой сколько-нибудь жесткого международного регулирования и надзора. Ближе всего подходят к вопросам изучения и регулирования международного движения технологии три организации — ВТО, МОИС и ПРООН, причем первые две являются в большей мере международными соглашениями по связанным с технологией вопросам, а последняя выступает главным каналом многостороннего финансирования международного технического содействия.

• *Соглашение ВТО о связанных с торговлей аспектах прав на интеллектуальную собственность* (Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights — TRIPS), вступившее в силу в 1995 г., стало самым всеобъемлющим международно-правовым документом, регулирующим вопросы интеллектуальной собственности. Соглашение, так же как и другие соглашения в рамках ВТО, предусматривает применение РНБ и национального режима в отношении иностранных прав на интеллектуальную собственность. Оно покрывает такие вопросы, как копирайт, торговые марки и знаки, географические названия и промышленный дизайн. Соглашение распространяется не только на торговлю, оно определяет и стандарты — минимальные обязательства стран — членов ВТО по охране интеллектуальной собственности, включая предмет защиты и ее минимальную длительность, механизм обеспечения защиты прав интел-

лектуальной собственности и процедуру решения споров в этой области через систему ВТО. В соответствии с минимальными стандартами страны ВТО должны соблюдать Парижскую конвенцию по защите прав индустриальной собственности и Бернскую конвенцию по защите авторских прав на произведения литературы и искусства в их последних редакциях. Соглашение развивает положения обеих конвенций в тех областях, где они неадекватны текущей ситуации, и, являясь минимальным стандартом, не запрещает странам ВТО вводить более жесткие требования к соблюдению прав на интеллектуальную собственность.

• *Международная организация по интеллектуальной собственности* — *МОИС* (World Intellectual Property Organization — WIPO) — одно из специализированных агентств системы ООН, состоящее из 161 страны-члена. Интеллектуальная собственность состоит из промышленной собственности (изобретений, торговых марок, промышленного дизайна) и копирайта на произведения литературы, искусства, фотографии, видео- и звукозаписи. Задачами организации являются содействие защите интеллектуальной собственности путем развития многостороннего сотрудничества между странами и административное руководство союзами в отдельных областях, заключенными в соответствии с Парижской и Бернской конвенциями. Например, под ее техническим администрированием находится соглашение в рамках Бернской конвенции о защите производителей фонограмм от несанкционированного размножения фонограмм. Руководят организацией Генеральная ассамблея, состоящая из представителей стран, подписавших Бернскую и Парижскую конвенции, избираемый ею генеральный директор, а также избираемый из числа членов координационный комитет в составе 68 стран.

• *Программа развития ООН* — *ПРООН* (The UN Development Programme — UNDP) — созданный в 1965 г.

основной источник многостороннего финансирования технической помощи развитию. Средства в размере примерно 1 млрд. долл. в год предоставляются на добровольной основе странами—членами ООН. Организацией руководит исполнительный директорат в составе 36 членов, представляющих как развитые, так и развивающиеся страны. Основная задача ПРООН заключается в содействии развивающимся странам в развитии их человеческого капитала, устранении бедности, улучшении окружающей среды, создании рабочих мест и развитии международного сотрудничества. Через 132 офиса в большинстве стран мира и с использованием экспертизы более 30 других международных и региональных организаций ПРООН оказывает техническую помощь в сфере передачи и адаптации технологии к нуждам определенных стран, устранения бедности, разработки природных ресурсов, технического сотрудничества между развивающимися странами, содействия предпринимательству, безопасности продуктов питания, борьбе со СПИДом. Наиболее заметным полем деятельности ПРООН в середине 90-х гг. стало совместное с Мировым банком управление Программой деятельности в области окружающей среды.

Итак, в сфере международного движения факторов производства — капитала, труда и технологии — пока не сложилось четкой организационной структуры международного мониторинга и регулирования. В области движения капитала Многостороннее агентство по гарантии инвестиций, автономная организация группы Мирового банка, осуществляет страхование иностранных инвестиций. Гарантии предоставляются на 15–20 лет по таким некоммерческим рискам, как невозможность перевести валюту за рубеж, экспроприация инвестиций, нарушение контракта, война или гражданские беспорядки. Для урегулирования споров между правительствами и иностранными инвесторами в рамках группы Мирового банка действует на правах автономной организации Между-

народный центр по урегулированию инвестиционных споров. Некоторую, но весьма ограниченную роль в изучении международного движения капитала играет ЮНКТАД. В области международной миграции ни одна из международных организаций не имеет мандата на ее регулирование, которое является традиционной прерогативой национальных органов власти. Однако косвенно в наблюдение и изучение проблем миграции вовлечена Международная организация труда — действующая на правах специализированного агентства ООН автономная международная организация, занимающаяся разработкой и согласова-

нием международных стандартов в области рынка труда. Международная передача технологии также не является пока сферой сколько-нибудь жесткого международного регулирования и надзора. Ближе всего подходят к вопросам изучения и регулирования международного движения технологии три организации — ВТО, МОИС и ПРООН, причем первые две являются в большей степени международными соглашениями по связанным с технологией вопросам, а последняя выступает главным каналом многостороннего финансирования международного технического содействия.

4. РЕГУЛИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ МАКРОЭКОНОМИКИ

Надзор за развитием международной макроэкономики, регулирование ее отдельных параметров, так же как и регулирование международной торговли, все более сосредоточиваются в руках небольшого числа компактных и высокоэффективных международных организаций, тогда как большое множество остальных отодвигается на второй план и постепенно отмирает. Надзором за развитием международной макроэкономики занимается Международный валютный фонд, а регулированием международных финансовых рынков — Парижский и Лондонский клубы (кредиты и долги) и Банк международных расчетов (банковский надзор и международные расчеты).

МВФ: платежный баланс

Международный валютный фонд, который был создан в первые послевоенные годы и задумывался изначально как механизм наблюдения за системой фиксированных валютных курсов, постепенно трансформировался в наиболее влиятельную международную организацию, регулирующую международную макроэкономику (*пример 8.7*). В целях достижения главной цели — стабиль-

ности в международной экономике — в настоящее время МВФ выполняет три основные функции: надзор, финансовую помощь и техническое содействие.

@ *Надзор (surveillance)* — функция МВФ, предусматривающая его право в соответствии со статьей IV его Статей соглашения осуществлять жесткое наблюдение за политикой стран-членов в области установления валютных курсов и связанной с ней макроэкономической политикой.

Каждая страна обязана предоставлять МВФ по его запросу информацию, необходимую для осуществления надзора за ее экономической политикой. Она обычно состоит из детальной информации о реальном денежном, бюджетном и внешнем секторах, а также о структурной политике правительства (приватизация, рынок труда, окружающая среда). Главная цель надзора заключается в том, чтобы своевременно выявить потенциально опасные макроэкономические дисбалансы, могущие повлиять на стабильность валютных курсов, и, используя лучший мировой опыт, дать правительству страны рекомендации по их исправлению. Надзор за экономической

*Пример 8.7***Международный валютный фонд — МВФ (International Monetary Fund — IMF)**

Дата создания: 1944 г.

Количество членов: 182 страны, включая Россию.

Основные функции:

- надзор за валютными курсами и макроэкономической политикой стран-членов и развитием международной экономики в целом;
- предоставление временной финансовой помощи странам, испытывающим трудности с погашением своих международных долгов в результате несбалансированности платежного баланса;
- предоставление технической помощи правительствам стран-членов в области государственных финансов, статистики, банковского регулирования и платежного баланса.

Структура:

- Совет управляющих (Board of Governors) — высший орган МВФ и Мирового банка в составе управляющих от каждой страны-члена (обычно председатель центрального банка или министр финансов), собирающийся ежегодно осенью. В компетенции Совета управляющих находятся принятие новых членов, определение их квот, распределение СДР, а также все основные политические вопросы, стоящие перед МВФ.
- Временный комитет (Interim Committee) — созданный Советом управляющих в 1974 г. орган на уровне министров стран-членов, который заседает дважды в год, весной и осенью, и определяет текущие задачи МВФ. Во Временном комитете представлены 24 страны на уровне министров финансов или председателей ЦБ.
- Исполнительный совет (Executive Board) — 24 директора, пять из которых назначены (США, Япония, ФРГ, Англия, Франция), три избраны одной страной, которую они представляют (Россия, Китай, Саудовская Аравия), а остальные избираются от групп стран, близких по своим социально-экономическим условиям. Исполнительный совет заседает три раза в неделю и руководит текущей деятельностью МВФ, включая выделение кредитов странам-членам.
- Руководство (Management) — директор-распорядитель и три заместителя директора, один из которых “первый среди равных”. Директором-распорядителем МВФ традиционно по решению Группы семи назначается гражданин Европы, его первым заместителем — гражданин США.
- Персонал (Staff) — с уровня директора департамента и ниже — граждане более 100 стран мира.

Публикации:

World Economic Outlook, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, International Financial Statistics, Balance of Payments Statistics, Direction of Trade Statistics, Government Finance Statistics Yearbook, Annual Report, Pamphlet Series, Working Papers.

Адрес:

700 - 19th Street, NW
Washington, DC 20431
USA

Telephone: [1](202)623-7000

Facsimile: [1](202)623-4661

Telex: 64111 IMF UW

Cable: INTERFUND WASHINGTON DC

Email: communications@imf.org

Internet: www.imf.org

политикой осуществляется МВФ в трех основных формах:

- *Консультации по статье IV* (Article IV consultations) — двусторонние консультации со странами-членами в рамках статьи IV Статей соглашения об МВФ, главная форма надзора за экономической политикой, в рамках которой миссии МВФ ежегодно посещают страны-члены и проводят переговоры с министерством финансов, центральным банком, министерством экономики и другими экономическими ведомствами о развитии национальной экономики. По результатам таких консультаций миссия МВФ вырабатывает свое независимое от правительства мнение о состоянии экономики, подготавливает доклад для рассмотрения на Совете директоров МВФ, в который обязательно включает рекомендации о том, что правительство может сделать, чтобы улучшить состояние экономики. Совет директоров рассматривает доклад миссии, выслушивает мнение правительства, которое представлено в нем одним из директоров, и большинством голосов от лица международного сообщества выносит свои рекомендации правительству. Правительство вольно соглашаться или не соглашаться с ними, однако обычно эти рекомендации воспринимаются очень серьезно. Несмотря на то что консультации ведутся на конфиденциальной основе, что позволяет и правительству, и МВФ быть максимально откровенными, результаты консультаций в форме доклада МВФ, одобренного решением Совета директоров, принадлежат правительству, которое вольно сделать с ними все, что оно считает нужным: опубликовать, забыть, включить в правительственную программу действий, предоставить частному бизнесу и т.п. С подавляющим большинством стран такие консультации проводятся раз в год, с некоторыми, особенно малыми, странами с устойчивой экономикой — раз в 1,5–2 года.

- *Многосторонний надзор* (multilateral surveillance) — осуществляемый Советом директоров дважды в год ана-

лиз международной экономики на основе специально публикуемого доклада “Мировой экономической обзор/World Economic Outlook”. Задача многостороннего надзора заключается в том, чтобы вписать развитие экономики отдельных стран в контекст ситуации в экономике мира в целом. Такие процессы, как изменение мировых цен на нефть и другие ключевые товары, международные валютные и финансовые рынки, спекулятивное движение краткосрочного капитала, интеграционные процессы, и многие другие не поддаются объяснению только с точки зрения национальных, пусть и больших, экономик. Наиболее важной частью многостороннего надзора является прогноз мировой экономической ситуации на 2–3 года вперед. Этот прогноз включает прогноз темпов роста реального ВВП, инфляции, бюджетных дефицитов, баланса счета текущих операций платежного баланса, размеров внешнего долга, условий торговли, международных резервов. Такой прогноз составляется для каждой страны исходя из данных, полученных от правительств во время последней консультации по статье IV, а затем агрегируется по группам стран и по миру в целом.

- *Углубленный надзор* (enhanced surveillance) — механизм надзора за экономической политикой стран — членов МВФ, осуществляемый по запросу правительства со стороны МВФ с целью гарантировать устойчивое экономическое развитие для исправления макроэкономических дисбалансов. Углубленный надзор был создан в 1985 г. после того, как страны-кредиторы потребовали от развивающихся стран-должников принятия решительных мер по выплате внешних долгов. Условием переноса сроков платежей как правительствами, так и коммерческими банками стало введение углубленного надзора МВФ за выполнением планов структурной корректировки. В последующем углубленный надзор, состоящий преимущественно в ежеквартальном анализе экономики страны МВФ и рассмотрении результатов этого

анализа на заседании Совета директоров, стал использоваться и другими странами как способ придания большего международного веса правительственным планам экономических реформ. Формальное согласие МВФ с этими планами обычно играет роль катализатора, увеличивающего приток иностранного капитала и расширяющего возможности для внешней торговли.

@ *Финансовая помощь* (financial assistance) — использование финансовых ресурсов МВФ странами-членами, испытывающими сложности с финансированием платежного баланса и представившими в МВФ программу реформ, показывающую намерения правительства по преодолению этих трудностей.

МВФ оказывает финансовую помощь странам-членам за счет финансовых ресурсов, которыми он располагает. Эти ресурсы состоят из собственных ресурсов — взноса каждой страны в уставный капитал МВФ в соответствии с квотой и дохода, полученного в результате того, что МВФ взимает проценты за пользование его ресурсами, а также заемных ресурсов — кредитных линий, открытых для МВФ в рамках Генерального соглашения о займах 1962 г. и Нового соглашения о займах 1996 г., и прочих кредитных линий от правительств и центральных банков его членов. Финансовая помощь не имеет формы кредитов. Она является обменом национальной валюты на соответствующую сумму иностранной валюты. Когда страна берет кредит МВФ, она осуществляет покупку (purchase) иностранной валюты за национальную; когда она выплачивает кредит, страна осуществляет обратную покупку (repurchase) национальной валюты за иностранную. Кредиты МВФ выдаются долями, или траншами (tranches). Резервный транш рассматривается как часть международных резервов страны, поэтому его покупка не является использованием финансовых ресурсов МВФ. Все остальные случаи использо-

вания финансовых ресурсов МВФ предусматривают их выделение частями по мере выполнения страной согласованной с МВФ программы экономических реформ. Первым кредитным траншем в размере не более 25% квоты страны в МВФ страна должна просто ясно продемонстрировать намерение преодолеть трудности с платежным балансом. Последующие кредитные транши могут быть получены страной только в случае выполнения критериев, установленных в рамках программ экономических реформ, согласованных между правительством и МВФ. Финансовые ресурсы МВФ принадлежат странам-членам, поэтому в ответственность МВФ входит обеспечение сохранности и возвратности этих ресурсов, с тем чтобы они могли быть использованы другими членами.

@ *Обусловленность финансирования* (conditionality) — экономическая политика, которую страна-член обязуется осуществлять, с тем чтобы иметь доступ к финансированию со стороны МВФ.

Все виды доступа к финансовым ресурсам МВФ основаны на выполнении странами определенных условий, которые разрабатываются совместно экспертами МВФ и правительством страны в рамках программы экономических реформ, направленной на преодоление трудностей с платежным балансом. Обе стороны свободны в принятии решений: если правительство не согласно с условиями МВФ, оно вполне не использовать его финансовые ресурсы; если МВФ не согласен с условиями правительства, он свободен не предоставлять свои ресурсы в его распоряжение. Поэтому обусловленность финансирования обычно является результатом кропотливой работы экспертов, многочисленных двусторонних переговоров, которые приводят к взаимоприемлемому компромиссу. В понятие обусловленности финансирования входят следующие основные элементы: предварительные действия (prior

actions) — мероприятия по реформе экономики, которые правительство обязуется осуществить до того, как получит финансирование от МВФ, как жест доброй воли и подтверждение серьезности своих реформистских намерений; критерии выполнения программы (performance criteria) — набор количественных индикаторов, обычно в форме объема дефицита государственного бюджета, размеров внутреннего кредита, объемов международных резервов, которые устанавливаются для каждого квартала или полугодия выполнения программы и исполнение которых обеспечивает поддержание доступа к финансовым ресурсам МВФ; индикаторы (benchmarks) — промежуточные количественные показатели выполнения программы реформ, которые не являются критериями, но по которым можно судить о существующих тенденциях и заранее предвидеть проблемы с выполнением критериев по программе; проверка (review) — периодически проводимые штатом МВФ и его Исполнительным советом слушания хода выполнения программ странами, использующими ресурсы МВФ для их финансирования.

Финансовые ресурсы МВФ предоставляются его членам в рамках трех групп финансовых “окон”, которые называются “финансовыми возможностями” (“financial facilities”): регулярных, концессионных и специальных. Регулярное финансирование включает финансирование в рамках резервных соглашений (stand-by arrangements), предоставляемое МВФ на срок 12–18 месяцев для исправления краткосрочных макроэкономических дисбалансов, и продленных соглашений с Фондом (Extended Fund facilities), предоставляемых на срок до трех лет и направленных на поддержку структурных реформ. Кредиты предоставляются под рыночный процент и подлежат выплате в срок от четырех до 10 лет. Концессионное финансирование предусматривает предоставление займов 81 наименее развитой стране, имеющей доход меньше 825 долл. на душу населения, на льгот-

ных условиях — под 0,5% годовых с выплатой через 10 лет и пятилетним льготным периодом. Специальное финансирование предусматривает предоставление финансовых средств МВФ либо отдельной группе его членов, либо в связи с определенными обстоятельствами. Например, в 1993–1995 гг. МВФ открыл специальное финансовое окно для финансирования стран с переходной экономикой в рамках кредитов системной трансформации. С 1988 г. существует возможность получения кредитов МВФ в случае стихийных бедствий, резкого падения доходов от экспорта или роста цен на импортное зерно. В МВФ не используется понятие кредита, поскольку все операции являются операциями покупки иностранной валюты и ее последующего выкупа. Только концессионное финансирование называется займами (loans), поскольку ресурсы для них черпаются не из квоты МВФ, а из специально созданного за счет взносов развитых стран целевого финансового пула.

Размер финансового содействия определяется на основе квоты страны в капитале МВФ. Например, страна может занять в рамках регулярного финансирования до 300% своей квоты, в рамках концессионного — до 50, в рамках чрезвычайного финансирования — до 30% квоты.

@ *Техническая помощь* (technical assistance) — содействие МВФ странам-членам в области денежной, валютной политики и банковского надзора, бюджетной и налоговой политики, статистики, разработки финансового и экономического законодательства и подготовки кадров.

Техническая помощь осуществляется через направление миссий в центральные банки и министерства финансов и статистические органы стран, запросивших такую помощь, посылку экспертов в эти органы на 2–3 года, проведение экспертизы готовящихся законодательных документов. Институт МВФ, Со-

вместный институт, созданный МВФ, Мировым банком и Европейским банком реконструкции и развития, ЕС и ОЭСР в Вене осуществляют повышение квалификации сотрудников среднего звена с уровня заместителя начальника отдела и выше государственных органов стран-членов.

Специфической функцией МВФ, возложенной на него международным сообществом, является пополнение международных резервов с помощью выпуска СДР.

© *Специальные права заимствования* — СДР (special drawing rights — SDR) — международный резервный актив, созданный МВФ в 1969 г. и периодически распределяемый между странами-членами пропорционально их квотам в МВФ.

В международной экономике СДР, составляя примерно 2% мировых резервов, выполняют функцию международных резервов наряду с золотом и иностранной валютой, расчетной единицы, которая используется МВФ и некоторыми другими международными организациями, валюты фиксации валютного курса некоторыми странами, деноминатора ряда частных финансовых инструментов. Курс СДР к доллару США рассчитывается ежедневно на основе курсов определенного количества пяти основных валют — доллара США (39%), марки ФРГ (21%), японской иены (18%), французского франка (11%) и английского фунта стерлингов (11%). Вес каждой валюты в корзине валют пересматривается каждые пять лет и отражает относительную значимость валют в международных расчетах. Во второй половине 90-х гг. курс СДР к доллару составлял 1:1,45. СДР может использоваться для покупки любой другой валюты путем оплаты ее на СДР, в соглашениях типа своп, в форвардных операциях, для предоставления кредитов, для оплаты внешних финансовых обязательств, для предоставления грантов. СДР создавались и размещались среди стран-членов

в 1969 и 1981 гг. Поскольку с тех пор около 40 стран стали новыми членами МВФ, они, включая Россию и другие страны бывшего СССР, никогда не получали СДР.

Основой финансовых ресурсов МВФ являются квоты стран-членов, которые представляют собой их взнос в уставный капитал при вступлении в организацию. Причем 25% квоты вносятся в свободно используемой валюте, а остальные — в национальной валюте. Квота страны зависит от ее доли в мировом производстве, резервах и расчетах и определяется по следующей формуле:

$$(0,01Y + 0,025R + 0,05P + 0,2276VC) \times (1 + C/Y), \quad (8.1)$$

где Y — ВВП страны в 1985 г.;

R — среднемесячные резервы в 1985 г.;

P — среднегодовые текущие платежи в 1981–1985 гг.;

C — среднегодовые текущие поступления в 1981–1985 гг.;

VC — стандартное отклонение текущих поступлений от их скользящего среднегодового значения в 1973–1985 гг.

От размеров квоты зависит: количество голосов, которыми страна располагает в МВФ (каждая страна имеет 250 базовых голосов плюс 1 голос за каждые 100 тыс. СДР ее квоты); доступ к финансовым ресурсам МВФ, который определяется не в абсолютных показателях (млн. долл.), а как процент от квоты (50% квоты); количество СДР, которое страна может получить, когда происходит их распределение. Наибольшей квотой и, соответственно, наибольшим количеством голосов располагают США (18%), Япония и ФРГ (по 5,7%), Франция и Великобритания (по 5,1%), Саудовская Аравия (3,5%), Италия (3,2%), Канада (2,98%). Россия находится на девятом месте с квотой в 2,98%. Для принятия большинства решений в МВФ необходимо простое большинство голосов, однако практически всегда вопрос не выносится на голосование до тех пор, пока не достиг-

нут консенсус всех стран. Общий размер квоты, т.е. сумма капитала, которым располагает МВФ, составляет 144,9 млрд. СДР, или около 200 млрд. долл. Размер квоты пересматривается раз в 5 лет с целью обеспечить в распоряжении МВФ поддержание достаточного объема финансовых ресурсов, которые могут быть использованы для финансирования стран-членов в случае возникновения кризисных ситуаций в международной экономике.

Парижский и Лондонский клубы: внешняя задолженность

Проблемы международной задолженности являются предметом мониторинга со стороны нескольких международных организаций. Парижский клуб и Лондонский клуб кредиторов занимаются регулированием внешней задолженности, тогда как Мировой банк и Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) ведут учет и обобщают статистическую информацию о внешней долге, соответственно со стороны должников и кредиторов.

@ *Парижский клуб* (Paris Club) — созданная в 1956 г. неформальная организация правительств стран-кредиторов, занимающаяся наблюдением за государственной задолженностью и проведением со странами-должниками многосторонних переговоров по проблемам реструктуризации государственных долгов.

Парижский клуб не имеет жесткой организационной структуры и членства и формально открыт для всех стран, которые являются кредиторами и принимают его практику работы. Председателем Парижского клуба традиционно является высокопоставленный чиновник министерства финансов Франции, небольшой секретариат также размещается во французском казначействе. Главной функцией клуба являются проведение многосторонних переговоров с

крупнейшими должниками и урегулирование их внешней задолженности. Основными членами Парижского клуба являются развитые страны — члены ОЭСР. По результатам переговоров с должниками на многосторонней основе члены Парижского клуба подписывают Согласованный протокол (Agreed Minutes) реструктуризации долга, содержащий условие о консолидации платежей по обслуживанию долга и просроченных платежей, дату, по состоянию на которую подписанные соглашения о кредитах попадают под реструктуризацию, консолидационный период, в течение которого должна произойти реструктуризация долга, доля долга, подлежащая реструктуризации, условия первого взноса по реструктуризованной задолженности и график платежей. Условия согласованного протокола вступают в силу только после того, как страна-кредитор и страна-должник договорятся на двусторонней основе по списку кредитов, подлежащих реструктуризации.

Время от времени Парижский клуб согласовывает условия, на которых реструктурируются долги развивающихся стран. Наиболее известные из них следующие:

- *Торонтские условия* (Toronto terms) — действовавшие в 1988–1991 гг. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран, в соответствии с которыми страны-кредиторы должны были выбрать одну из следующих альтернатив взаимоотношений с этими странами: частичное списание долгов (списание 33% чистой текущей стоимости долга и перенос платежей по остальной части на 14 лет под рыночную процентную ставку с восьмилетним льготным периодом); увеличение срока погашения долга (перенос сроков платежей на 25 лет, включая 14 лет льготного периода); использование льготной процентной ставки (перенос платежей по долгам на 14 лет под рыночную процентную ставку, уменьшенную на 3,5 пункта, с восьмилетним льготным периодом).

Применение этих условий способствовало частичному облегчению долгового бремени развивающихся стран, но было явно недостаточным для большинства из них.

• *Лондонские условия* (London terms) — действовавшие в 1991–1994 г. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран, в соответствии с которыми страны-кредиторы могли списать до 50% чистой текущей стоимости долга. В соответствии с вариантом снижения долга страны могли получить: перенос платежей на 23 года с шестилетним льготным периодом под льготную процентную ставку; сокращение платежей по обслуживанию долга, в соответствии с которым его размер сокращается в результате использования льготной процентной ставки, с выплатой оставшейся части в течение 23 лет с пятилетним льготным периодом; коммерческий вариант, предусматривающий выплату всего долга в течение 25 лет с шестнадцатилетним льготным периодом.

• *Неапольские условия* (Naples terms) — действующие с 1995 г. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран, в соответствии с которыми страны, получившие ранее льготы на основе Торонтских или Лондонских условий, могут получить дальнейшие льготы от кредиторов в виде списания 67% чистой текущей стоимости их долга. Если среднедушевой доход страны составляет более 500 долл., а отношение суммы долга к экспорту не превышает 350%, то может быть списано не более 50% стоимости долга. Решение кредиторами принимается по каждой отдельной стране. В распоряжении кредиторов имеются три варианта механизма списания долгов: сокращение долга с его выплатой оставшейся части в течение 23 лет, включая 6 лет льготного периода; сокращение платежей по обслуживанию долга, в соответствии с которым его размер сокращается в результате использования льготной про-

центной ставки, с выплатой оставшейся части в течение 33 лет; коммерческий вариант, предусматривающий выплату всего долга в течение 40 лет с 20-летним льготным периодом. Для стран-должников, проводящих в течение не менее трех лет политику стабилизации и экономических реформ, поддерживаемую кредитами МВФ, зарезервирован вариант проведения операции с запасами долга (stock-of-debt operation), в рамках которой весь государственный внешний долг страны может быть сокращен одновременно на льготных условиях. В конце 90-х гг. Неапольские условия применялись в рамках инициативы МВФ и Мирового банка по сокращению долгов беднейших стран с высокой задолженностью.

• *Лионские условия* (Lyon terms) — согласованные в декабре 1996 г. условия реструктуризации внешнего долга наименее развитых стран с высоким уровнем задолженности, которые будут применяться наряду с Неапольскими условиями на втором этапе реструктуризации. Они предусматривают сокращение чистой текущей стоимости долга на 80% с выплатой оставшейся части в течение 40 лет при восьмилетнем льготном периоде.

@ *Лондонский клуб* (London Club) — консультационный комитет крупнейших частных банков-кредиторов, заседающий в связи с их переговорами с правительствами стран-должников по вопросам реструктуризации их частной задолженности, которые обычно ведутся одним из банков от лица и по поручению других банков, участвующих в консультативном совете.

Лондонский клуб не имеет какой-либо организационной структуры и собирается в составе тех банков, которые имеют наиболее крупные требования к стране-должнику, дело которой они рассматривают. В рамках Лондонского клуба банки заключают с правительством страны-должника соглашения либо о ежегодной реструктуризации долга,

либо о многолетней реструктуризации. Условием подписания соглашения о реструктуризации обычно являются принятие страной программы МВФ по структурной корректировке экономики и осуществлению экономических реформ и наличие жесткого мониторинга за ее исполнением. Реструктуризации подлежат только выплаты основного долга, тогда как все просроченные суммы должны быть выплачены в момент подписания соглашения о реструктуризации. Набор мер по реструктуризации в рамках Лондонского клуба обычно ограничивается соглашениями о выкупе (buy-back agreements), по которым правительство страны-должника покупает частный долг своих компаний со скидкой у иностранных банков; об обмене со скидкой (discount exchange) долгов на другие активы, такие как акции национальных компаний; сокращении платежей по обслуживанию долга и предоставлении новых займов для выплаты старых долгов. В 90-е гг. через механизм Лондонского клуба прошли такие страны, как Аргентина, Боливия, Бразилия, Болгария, Мексика, Нигерия, Филиппины, Польша и др.

БМР: расчеты и надзор

В сфере банковского регулирования и межбанковских расчетов неоспоримое первенство в международной экономике принадлежит Банку международных расчетов (*пример 8.8*), одной из старейших международных организаций, созданной в 1930 г. с целью урегулировать проблему германских репараций по результатам первой мировой войны. Интересно, что в качестве расчетной единицы, в которой ведется баланс БМР, до сих пор применяется золотой швейцарский франк. В соответствии с уставом капитал банка составляет 1,5 млрд. золотых франков и разделен на 600 тыс. акций. Один золотой франк содержит 0,29 г чистого золота, что соответствует золотому паритету, существовавшему между швейцарским франком и золотом в 1930–

1936 гг. Американские доллары конвертируются во франки по фиксированному курсу 1 золотой франк = 1,94 долл. США, что означает цену золота, к которому до сих пор привязан этот франк: 208 долл. США за одну тройскую унцию золота, что существенно ниже, чем цена золота на мировом рынке. БМР играл ключевую роль в администрировании платежных соглашений в рамках УС в 1947–1958 и 1960–1971 гг. В 1961–1968 гг. через БМР страны-члены координировали свои интервенции на валютных рынках в рамках так называемого “золотого пула”. В 1962 г. Группа десяти заключила с МВФ Генеральное соглашение о займах, позволявшее МВФ воспользоваться кредитной линией от крупнейших центральных банков мира в случае нехватки собственных средств для урегулирования тех или иных кризисов. В последние годы БМР наряду с чисто банковскими операциями по расчетам между ЦБ стран-членов концентрирует также свои усилия на разработке согласованных банковских стандартов.

БМР выполняет важнейшую функцию регулирования международных расчетов и разработки нормативных документов по банковскому надзору. Эта функция осуществляется через три комитета, действующих под эгидой БМР и при поддержке его секретариата:

- *Базельский комитет по банковскому надзору* (Basle Committee on Banking Supervision) — созданный в 1974 г. на основе соглашения между ЦБ Группы десяти периодически собирающийся орган, в задачу которого входит разработка минимальных принципов эффективного банковского надзора, которые рекомендуются для применения всеми центральными банками в целях избежания банковских кризисов. Наиболее весомыми документами, принятыми комитетом, являются: Базельский конкордат: принципы надзора за подразделениями иностранных банков (Basle Concordat: Principles for the supervision of banks' foreign establishments, May 1983) с последующими дополнениями определили

*Пример 8.8***Банк международных расчетов — БМР (Bank for International Settlements — BIS)***Дата создания:* 1930 г.*Количество членов:* 41 страна, включая Россию.*Основные функции:*

- осуществляет широкий круг банковских операций с целью содействия центральным банкам в управлении их валютными резервами;
- служит форумом для международного валютного сотрудничества, в рамках которого периодически встречаются руководители ЦБ ведущих стран;
- выполняет функции агента и доверенного лица по исполнению международных финансовых соглашений, в том числе до 1994 г. в рамках ЕС;
- осуществляет исследования в области валютной и денежной политики, являющейся предметом интереса для ЦБ.

Структура:

- Генеральное собрание (General Meeting) — заседающий ежегодно во второй понедельник июня в составе председателей ЦБ стран-членов высший орган БМР, определяющий политику организации.
- Совет директоров (Board of Directors) — орган, руководящий текущей политикой и состоящий из председателей ЦБ Бельгии, Франции, Германии, Италии, Великобритании и США, каждый из которых назначает еще одного члена совета из своей страны. Председатели ЦБ Канады, Японии, Нидерландов, Швеции и Швейцарии являются кооптированными членами.
- Руководство (Management) — избранный Советом директоров председатель совета из числа его членов и назначенный президент БМР. С конца второй мировой войны оба поста совмещает одно лицо — председатель ЦБ одной из стран-членов.

Публикации: Annual Report; International Banking and Financial Market Developments The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending; Statistics on External Indebtedness (BIS/OECD); Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity.

Адрес:

2 Centralbahnplatz
CH-4002 Basle
Switzerland

Telephone: [41](61)280-8080

Telex: 962487 biz ch.

E-Mail: emailmaster@bis.org

Internet: www.bis.org

согласованные принципы взаимоотношений международных банков с центральными банками принимающих стран; Базельское соглашение по капиталу: международное сближение измерений капитала и стандартов капитала (Basle Capital Accord: International convergence of capital measurement and capital standards, July 1986), рекомендовавшее, чтобы собственный капитал банков составлял не менее 8% их активов; Ключевые

принципы эффективного банковского надзора (Core principles for effective banking supervision, April 1997), которые стали ответом международного сообщества на потенциальную угрозу банковских кризисов в конце XX в. Эти основополагающие документы банковского регулирования признаются подавляющим большинством стран мира. Зачастую одним из главных критериев, по которым международные инвесторы су-

дят о потенциальной безопасности инвестиций в ту или иную страну, является соблюдение банками этой страны Базельских принципов. Еще более 30 нормативных документов, принятых Базельским комитетом по банковскому надзору, определяют международные нормы банковской деятельности в таких областях, как финансовые дериваты, валютные фьючерсы, рыночные риски, борьба с отмыванием криминальных денег, высокий уровень кредита одному заемщику и т.д.

- *Базельский комитет по системам платежей и расчетов* (Basle Committee on Payment and Settlement Systems) — периодически собирающийся с 1989 г. под эгидой БМР комитет, осуществляющий наблюдение за международными расчетами, обобщающий статистику и разрабатывающий новые механизмы международных расчетов. В числе более чем 20 документов, принятых комитетом, наиболее значимыми являются рекомендации о том, как осуществлять расчеты по финансовым дериватам, как учитывать системные риски в сделках с иностранной валютой, по международным расчетам, по сделкам с ценными бумагами, по механизмам перевода крупных платежей между центральными банками и др.

- *Постоянный комитет по евровалютам* (Euro-currency Standing Committee) — постоянно действующий с 1971 г. комитет Группы десяти, который изучает и выносит рекомендации по усовершенствованию банковского регулирования рынка евровалют. В числе тем, по которым комитет сформулировал рекомендации, — улучшение статистики финансовых дериватов, риски финансовых посредников, нововведения на международном финансовом рынке.

Итак, надзор за развитием международной макроэкономики, регулирование ее отдельных параметров, так же как и регулирование международной торговли, все более сосредоточиваются в руках небольшого числа организаций. Над-

зором за развитием международной макроэкономики занимается Международный валютный фонд. В целях достижения его главной цели — обеспечения стабильности в международной экономике — МВФ выполняет три основные функции: надзор (жесткое наблюдение за политикой стран-членов в области установления валютных курсов и связанной с ней макроэкономической политикой), финансовую помощь (использование финансовых ресурсов МВФ странами-членами, испытывающими сложности с финансированием платежного баланса и представившими в МВФ программу реформ) и техническое содействие. Финансовая помощь предоставляется исключительно на основе политики обусловленности финансирования: средства предоставляются только для поддержки согласованной с МВФ программы экономических реформ. В случае неисполнения программы финансирования прекращается. Парижский клуб и Лондонский клуб кредиторов занимаются регулированием, соответственно, государственной и частной внешней задолженности, тогда как Мировой банк и ОЭСР ведут учет и обобщают статистическую информацию о внешнем долге, соответственно, со стороны должников и кредиторов. Парижский клуб, в частности, выступает головной организацией в определении параметров реструктуризации долгов развивающихся стран на основе коллективно сформулированных условий (например, Неапольских условий). Функцию регулирования международных расчетов и разработки нормативных документов по банковскому надзору выполняет БМР. Минимальные стандарты по банковскому регулированию и надзору, согласованные Группой десяти в рамках действующих под эгидой БМР трех Базельских комитетов, используются большинством стран мира в качестве основы построения национального банковского законодательства.

5. РЕЗЮМЕ

1. В конце XX в. проявилась тенденция к сосредоточению ключевых функций по регулированию и мониторингу важнейших процессов в рамках небольшого количества организаций. Наиболее универсальными из них являются МВФ, занимающийся макроэкономической политикой; ВТО, согласовывающая торговую политику; ООН, последние годы все более направляющая свои усилия на социальные вопросы; группа Мирового банка, концентрирующаяся на проблемах развития и структурных реформах. Эти организации возникли в конце 40-х гг. и выступают сегодня важнейшими форумами согласования экономической политики между странами. В силу большого разнообразия международных организаций их классификация может быть осуществлена по одному ключевому признаку, отличающему одну группу организаций от другой. Они делятся на консультативные группы стран, обычно не имеющие жесткой организационной структуры; универсальные организации, охватывающие большинство стран мира; отраслевые организации, занимающиеся проблемами производства и торговли определенным товаром; региональные организации, концентрирующиеся на вопросах взаимного интереса обычно географически и экономически близких стран; финансовые организации, среди которых выделяются банки развития. В международной экономике международные организации выполняют следующие основные функции: содействие, заключающееся в организации международных переговоров и конференций; наблюдение, включающее возможность определения точки зрения организации на те или иные проблемы; надзор, означающий обязательство стран предоставлять данные о своем экономическом положении и проводить консультации; регулирование, опирающееся на принуждение стран к выполнению рекомендаций международного сообщества.

2. Международная торговля товарами и услугами регулируется Всемирной торговой организацией, являющейся законодательной и институциональной основой международной торговой системы, механизмом многостороннего согласования и регулирования политики стран-членов в области торговли товарами и услугами, урегулирования торговых споров и разработки стандартной внешнеторговой документации. Соглашение об образовании ВТО носит чисто институциональный характер, но в качестве приложений в него включены все основные соглашения, подписанные в рамках Уругвайского раунда ГАТТ. Регулирование в рамках ВТО международной торговли заключается в реализации согласованных принципов поведения стран, среди которых наиболее важными являются: торговля без дискриминации на основе РНБ и национального режима; либерализация международной торговли путем проведения многосторонних переговоров по снижению таможенных тарифов; применение мер, ограничивающих импорт, только на основе правил ВТО; предсказуемость торговой политики; содействие конкуренции. Для разрешения возникающих разногласий в рамках ВТО действует механизм урегулирования торговых споров, представляющий собой процедуру решения на многосторонней основе при участии экспертов ВТО проблем, вытекающих из-за невыполнения другой страной — членом ВТО принятых на себя обязательств по многосторонним торговым соглашениям, применения другой страной мер торговой политики, не соответствующих правилам ВТО, или из любой другой ситуации в международной торговле. Определенную роль в регулировании международной торговли сыграла Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД).

3. В сфере международного движения факторов производства — капитала, труда и технологий — пока не сложилось четкой организационной

структуры международного мониторинга и регулирования. В области движения капитала Многостороннее агентство по гарантии инвестиций, автономная организация группы Мирового банка, осуществляет страхование иностранных инвестиций. Гарантии предоставляются на 15–20 лет по таким некоммерческим рискам, как невозможность перевести валюту за рубеж, экспроприация инвестиций, нарушение контракта, война или гражданские беспорядки. Для урегулирования споров между правительствами и иностранными инвесторами в рамках группы Мирового банка действует на правах автономной организации Международный центр по урегулированию инвестиционных споров. Некоторую, но весьма ограниченную роль в изучении международного движения капитала играет ЮНКТАД. В области международной миграции ни одна из международных организаций не имеет мандата на ее регулирование, которое является традиционной прерогативой национальных органов власти. Однако косвенно в наблюдение и изучение проблем миграции вовлечена Международная организация труда — действующая на правах специализированного агентства ООН автономная международная организация, занимающаяся разработкой и согласованием международных стандартов в области рынка труда. Международная передача технологии также не является пока сферой сколько-нибудь жесткого международного регулирования и надзора. Ближе всего подходят к вопросам изучения и регулирования международного движения технологии три организации — ВТО, МОИС и ПРООН, причем первые две являются более международными соглашениями по связанным с технологией вопросам, а последняя выступает главным каналом многостороннего финансирования международного технического содействия.

4. Надзор за развитием международной макроэкономики, регулирование ее отдельных параметров, так же как и ре-

гулирование международной торговли, все более сосредоточиваются в руках небольшого числа организаций. Надзором за развитием международной макроэкономики занимается Международный валютный фонд. В целях достижения его главной цели — обеспечения стабильности в международной экономике — МВФ выполняет три основные функции: надзор (жесткое наблюдение за политикой стран-членов в области установления валютных курсов и связанной с ней макроэкономической политикой), финансовую помощь (использование финансовых ресурсов МВФ странами-членами, испытывающими сложности с финансированием платежного баланса и представившими в МВФ программу реформ) и техническое содействие. Финансовая помощь предоставляется исключительно на основе политики обусловленности финансирования: средства предоставляются только для поддержки согласованной с МВФ программы экономических реформ. В случае неисполнения программы финансирование прекращается. Парижский клуб и Лондонский клуб кредиторов занимаются регулированием, соответственно, государственной и частной внешней задолженности, тогда как Мировой банк и ОЭСР ведут учет и обобщают статистическую информацию о внешнем долге, соответственно, со стороны должников и кредиторов. Парижский клуб, в частности, выступает головной организацией в определении параметров реструктуризации долгов развивающихся стран на основе коллективно сформулированных условий (например, Неапольских условий). Функцию регулирования международных расчетов и разработки нормативных документов по банковскому надзору выполняет БМР. Минимальные стандарты по банковскому регулированию и надзору, согласованные Группой десяти в рамках действующих под эгидой БМР трех Базельских комитетов, используются большинством стран мира в качестве основы построения национального банковского законодательства.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Назовите ключевые международные экономические организации и опишите “разделение труда” между ними.

2. Какие группы организаций включаются в систему ООН?

3. Назовите основные функциональные группы международных организаций.

4. Дайте определение основным функциям международных организаций: содействию, наблюдению, надзору и регулированию.

5. Что такое ВТО и в чем заключается отличие ВТО и ГАТТ?

6. На каких принципах строится международная торговая система?

7. Дайте определение РНБ и национальному режиму. Являются ли они взаимодополняющими или взаимоисключающими принципами?

8. Какие меры, ограничивающие импорт, допустимы в соответствии с правилами ВТО?

9. Каким соглашением регулируется международная торговля услугами и каково его основное содержание?

10. В чем состоит современная роль ЮНКТАД и каковы его прошлые достижения?

11. Какие организации вовлечены в регулирование международного инвестирования и каковы пределы такого регулирования?

12. Каковы функции МОТ и ее влияние на международный рынок труда?

13. Назовите основные организации, вовлеченные в регулирование международного рынка технологий. Каковы их специфические функции?

14. В чем заключается функция надзора за макроэкономической политикой со стороны МВФ и в каких формах он осуществляется?

15. Назовите главные финансовые окна МВФ.

16. Что такое обусловленность финансирования со стороны МВФ?

17. Дайте определение СДР. Каков механизм их расчета?

18. Чем различаются функции Парижского и Лондонского клубов? Какие условия реструктуризации долгов вам известны?

19. Назовите основные документы, принятые в рамках БМР по вопросам банковского надзора. Какова их роль в международной экономике?

Проблемы для обсуждения

20. В связи со вступлением России в ВТО и принятием на себя соответствующих обязательств ей придется отказаться от большей части количественных ограничений на экспорт и импорт и перейти преимущественно на таможенные методы внешнеторговой политики. При этом тарифы также нельзя будет повышать выше согласованного с партнерами уровня. Часть экспертов полагает, что, пока страна находится в переходном к рынку периоде, принимать такие обязательства преждевременно: внутренний рынок может подвергнуться товарной экспансии с Запада и пострадают рос-

сийские производители, которые не выдержат конкуренции. Какова ваша точка зрения по этому поводу?

21. Большая часть иностранных инвесторов, стремящихся вложить капитал в Россию и другие страны с переходной экономикой, требуют правительственных гарантий своих инвестиций. Нередко под этим понимается простое письмо от министерства финансов или центрального банка, подтверждающее наличие такой гарантии. Однако на деле, в силу дефицитности бюджетов, платежи по таким гарантиям не осуществляются, поскольку расходы на потенциально

возможные платежи по гарантиям даже не закладываются в расходную часть бюджета. Учитывая возможности международных организаций в этой сфере, что можно было бы порекомендовать иностранным инвесторам и их российским партнерам?

22. Россия является одновременно крупным должником западных стран и крупным кредитором развивающихся стран, особенно по межгосударственным кредитам бывшим странам с социалистической ориентацией. Вступление России в Парижский клуб кредиторов будет означать, что она будет вынуждена строить свои отношения с должниками на основе Неапольских условий. Обсудите “за” и “против” решения о присоединении к Парижскому клубу.

23. Одно из условий получения кредитов МВФ, впервые внедренное в случае России, заключается в ежемесячном мониторинге исполнения согласованной с МВФ программы ре-

форм со стороны экспертов МВФ. Часть депутатов Госдумы рассматривала это как потерю суверенитета над национальной экономической политикой, которой реально руководит не российское правительство, а МВФ из Вашингтона. Что вы думаете по этому вопросу?

24. Система банковского учета и надзора в России в силу исторических причин сильно отличается от принятых в рамках БМР стандартов. Перестройка ее в соответствии с этими стандартами потребует длительного времени, обучения кадров, материальных затрат. Существует понимание, что для более активного участия в международной экономике банковская система должна действовать на основе международно признанных и понятных принципов. Исходя из этого, по каким ключевым направлениям должна, с вашей точки зрения, осуществляться банковская реформа в России?

Задачи

25. Используя следующие данные, рассчитайте курс СДР к доллару США:

Валюта	Кол-во	Курс к долл.	Эквивалент в долл.
Марка	0,4460	1,4845	
Франк	0,8130	5,075	
Иена	27,2000	108,35	
Фунт	0,105	1,5482	
Доллар	0,582	1,0	
1 СДР			?

26. ВВП некоторой страны составил в 1985 г. 48 153 млн. долл. Ее текущие платежи — 25,2 млн. долл., текущие поступления — 21,5, среднемесячные резервы — 1283,1 млн. долл., стандартное отклонение текущих платежей — 0,1. Рассчитайте квоту страны в МВФ в СДР, используя курс, полученный из предыдущей задачи.

Раздел II

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ ПРОГРАММИРОВАНИЕ

Глава 9

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ ПРОГРАММИРОВАНИЕ ДЛЯ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ

Милонов. Купцы банкротятся, дворяне проживаются... Согласитесь, что наконец необходимо будет ограничить законом расходы каждого, определить норму по сословиям, по классам, по должностям.

Бодаев. Ну что ж, представляйте проект! Теперь время проектов, все представляют. Не удивите, не бойтесь, чай, и глупей вашего есть.

А.Н.Островский. "Лес".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Акцизный налог	стабилизационная
Дисконтное финансирование	текущая
Задержка платежей и неплатежи	финансовая
Инструменты	Налог на добавленную стоимость
денежной политики	Налог на продажу
косвенные	Операции на открытом рынке
прямые	Официальный потолок заимствования
торговой политики	Подоходный налог
Капитальные расходы	Политика
Контроль за	доходов
выплатой процента и другими	расходов
переводами	регулирования предложения
инвестиционными расходами	регулирования спроса
прочими выплатами	Потолок межбанковского кредитования
уровнем зарплат в государственном	Прямые налоги
секторе	Стимулирование сбережений
Корпоративный налог	Текущие расходы
Корректировка валютного курса	Управление
Косвенные налоги	валютным курсом
Кредитные аукционы	внешним долгом
Кредитные операции ЦБ	композицией внешнего долга
Ломбардное финансирование	предложением
Макроэкономическая корректировка	спросом
Макроэкономическая программа	Уставные коэффициенты ликвидности
активная	Устойчивость платежного баланса
корректировочная	Финансирование овердрафта
пассивная	Целевые кредиты

1. ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОГРАММ

Помещики, рассуждая за чашкой чая о проблемах экономической стабилизации, были правы в одном: регулирование расходов является одним из важнейших рычагов экономической политики.

Однако макроэкономическая программа, состоящая только из предложений по сокращению расходов, вряд ли, как заметил еще А.Н. Островский, может действительно привести к реальной эко-

номической стабилизации. В действительности проблема макроэкономического программирования намного сложнее и охватывает этапы оценки существующей ситуации, постановки целей и определения механизмов их достижения.

Цели макроэкономических программ

Сбалансированность экономики означает, в соответствии с рассмотренными выше моделями, одновременное достижение внутреннего и внешнего баланса, при том что внутренний баланс означает, как минимум, отдельно баланс реального, денежного и бюджетного секторов. В условиях столь сложной системы балансов, каждый из которых зависит от неопределенного количества переменных, встает вопрос о том, какой один из них может с наибольшей степенью достоверности свидетельствовать о состоянии экономики и при этом быть более или менее точно просчитан количественно.

В аналитических и практических целях экономисты можно разделить на четыре взаимосвязанных сектора — реальный, денежный, бюджетный и внешний. Мировой опыт показывает, что именно такое представление экономики является наиболее оправданным с аналитической точки зрения, позволяющей анализировать экономику в целом, а не отдельные ее элементы, в ее взаимосвязи с внешним миром. В подавляющем большинстве стран мира именно эти секторы экономики наиболее полно отражены в статистике, что позволяет осуществлять не только количественный, но и качественный анализ. И наконец, именно такое аналитическое представление экономики позволяет хотя бы приблизительно оценивать показатели одних секторов через поведение других, что чрезвычайно важно для развивающихся стран с ограниченной статистической базой.

Экономические сделки внутри каждого сектора и секторов между собой фиксируются в рамках системы нацио-

нальных счетов, с одной стороны, как сделки по производству и торговле товаров и услуг, а с другой — как соответствующие им финансовые расчеты. Баланс сделок каждого сектора, по определению, должен быть равен нулю. Разность доходов и расходов каждого сектора составляют его сбережения. Если в каком-либо из секторов доходы меньше расходов, то возникающий таким образом дефицит сбережений должен быть профинансирован за счет другого сектора. Например, дефицит государственного бюджета может быть профинансирован за счет кредита правительству со стороны денежного сектора. Если же возникнет ситуация, когда расходы страны в целом — ее внутренних секторов (реального, бюджетного и денежного) — меньше доходов, генерируемых этими секторами в целом, то возникает ситуация дефицита сбережений в стране в целом, который может быть покрыт только за счет чистых сбережений других стран. В результате внешний сектор, происходящие события в котором объединяются в платежном балансе, является агрегированным отражением ситуации со сбережениями во всех других секторах. По состоянию платежного баланса можно с известной степенью условности судить как о состоянии экономики на определенный момент, так и о возможных проблемах на пути ее будущего развития. Поэтому достижение устойчивости платежного баланса является главной целью программ макроэкономической корректировки.

@ *Устойчивость платежного баланса* (balance of payments viability) — поддержание сбалансированности международных платежей на фоне приемлемых темпов долгосрочного неинфляционного роста.

Сбалансированность международных платежей в данном случае отнюдь не означает равенство платежного баланса нулю. Имеется в виду такое состояние платежного баланса страны, при котором ни финансирование его отрицатель-

ного сальдо, ни наличие положительного сальдо не подрывают экономический рост в долгосрочной перспективе. Соответственно, необходимо четко различать краткосрочную несбалансированность платежного баланса, которая связана преимущественно с движением краткосрочного капитала и может быть исправлена с помощью быстрых корректировочных мер, и долгосрочную несбалансированность, которая вызвана структурными проблемами экономики, ведет к накоплению внешней задолженности и может быть преодолена только путем глубоких экономических реформ. Соответственно, программы макроэкономической корректировки принципиальным образом различаются в зависимости от того, какой тип дисбаланса необходимо исправить. Однако ни в одной стране существующие дисбалансы невозможно однозначно классифицировать как краткосрочные или долгосрочные. Поэтому корректировочные меры неизбежно являются сочетанием краткосрочных и долгосрочных мер, осуществляемых в рамках макроэкономической программы.

В целом проявляющиеся через устойчивость платежного баланса цели макроэкономических программ сводятся к:

- обеспечению долгосрочного неинфляционного роста объемов производства;
- подавлению инфляции, снижению ее до уровня, совместимого с долгосрочным ростом;
- достижению стабильного уровня международной платежеспособности;
- гарантии приемлемого социального уровня жизни населения.

Виды макроэкономических программ

Страны мира значительно отличаются друг от друга по характеру стоящих перед ними макроэкономических проблем. В условиях открытой экономики пути решения этих проблем абсолютно индивидуальны для каждой из них. Но в любом случае решение тех или иных проблем предполагает предварительное

создание и одобрение некоего плана, идентифицирующего проблемы и определяющего последовательность и механизмы их решения.

@ *Макроэкономическая программа* (macroeconomic program) — совокупность существующих экономических условий, поставленных экономических целей и инструментов их достижения.

Макроэкономические программы могут составляться либо в качестве аналитического ориентира экономического развития, либо для исправления возникших проблем. Классификация макроэкономических программ по целям:

- *Текущая / финансовая программа* (current / financial program) — программа среднесрочного планирования или прогнозирования макроэкономического развития страны. Практически во всех странах оно осуществляется в рамках составления бюджета правительства как минимум на следующий год, но нередко включает и его прогноз на 2–3 ближайших года. Во многих странах принимаются кредитные программы, которые определяют приоритеты кредитования и охватывают либо весь банковский сектор, либо только центральный банк.

- *Стабилизационная / краткосрочная корректировочная программа* (stabilization / short-term adjustment program) — программа продолжительностью до 1–1,5 года, направленная на единовременное исправление дисбалансов, не связанных с глубокими структурными проблемами экономики. Так, рост бюджетного дефицита может быть связан, например, с непредвиденными расходами на ликвидацию стихийных бедствий или выплату зарплат работникам государственных предприятий, объявивших забастовку. Дефицит платежного баланса может быть вызван быстрым оттоком краткосрочного спекулятивного капитала, необходимостью осуществить крупные выплаты по внешней задолженности, пришедшиеся на данный год.

- *Долгосрочная программа структурной корректировки / программа раз-*

вития (long-term structural adjustment program / development program) — программа продолжительностью 3–4 года, направленная на исправление глубоких структурных диспропорций в экономике и обычно включающая такие меры, как приватизация, демонополизация, изменение механизмов регулирования экономики.

На практике ни одна программа не может быть однозначно отнесена к той или иной категории. Нередко на фоне реализации текущей программы правительство сталкивается с неожиданной проблемой, которая, если не применить срочных стабилизационных мер, приведет к долгосрочной разбалансированности. Во многих странах краткосрочный финансовый кризис, который на время может быть подавлен стабилизационной программой, является отражением глубоких макроэкономических структурных диспропорций, либо унаследованных от прежнего режима, либо возникших в силу неадекватной текущей экономической политики. Разработка макроэкономической программы предполагает анализ прошлых и текущих событий в экономике и составление на его основе прогноза ее развития на текущий год и несколько ближайших лет.

@ *Прогноз* (projection) — расчет и предсказание будущих экономических тенденций на основе анализа исторической и текущей информации.

Прогноз является неотъемлемой составной частью любых макроэкономических программ и должен основываться на хорошо проверенной и отлаженной методологии, позволяющей избегать технических ошибок и осуществлять постоянное обновление прогноза по мере получения новой информации.

По характеру макроэкономические программы делятся на:

- *Активные программы* (active programs) — набор мер, которые правительство обязуется принять для достижения поставленных целей.

- *Пассивные программы* (passive programs) — оценка возможных последствий текущей и планируемой экономической политики и тенденций развития макроэкономических переменных, которые были бы желательны для достижения поставленных целей.

Пассивные программы обычно разрабатываются в странах, не испытывающих существенных макроэкономических пертурбаций, и используются властями для текущего мониторинга экономического развития и для целей информирования общественности о своих планах. Активные программы чаще всего связаны с решением неотложных задач сегодняшнего дня и нередко предусматривают использование ресурсов, занятых в той или иной форме на мировом финансовом рынке. Активные программы могут быть также долгосрочными, направленными на глубокие структурные реформы. Источники внешнего финансирования таких программ ограничены практически двумя-тремя международными финансовыми организациями, и поэтому возможности их осуществления сильно ограничены объемами существующих в странах внутренних сбережений. Примерное соотношение между различными типами макроэкономических программ представлено в таблице 9.1.

Композиция макроэкономических программ

Макроэкономическая программа обычно состоит из следующих ключевых элементов: цели, временные рамки, определение стратегии, инструменты эко-

ТАБЛИЦА 9.1

Разновидности макроэкономических программ

	Активная	Пассивная
Текущая программа		×
Стабилизационная программа	×	
Программа развития	×	

номической политики, последовательность их использования и надзор за исполнением.

- *Цели (objectives)*. Цели программы должны быть четко определены еще до начала ее разработки. Они должны быть ясными, реалистичными и достижимыми с помощью набора инструментов, имеющегося в распоряжении правительства.

- *Временные рамки (time span)*. Из программы должно быть ясно, на решение каких — краткосрочных, среднесрочных или долгосрочных — целей или какой-то их комбинации она направлена. Соответственно устанавливается и продолжительность действия самой программы.

- *Определение стратегии (strategy determination)*. Программа обычно определяет, какие меры — по контролю спроса, по контролю предложения или некая их комбинация — заложены в ее теоретическую основу.

- *Инструменты экономической политики (instruments of economic policy)* — набор экономических рычагов, которые либо непосредственно находятся в распоряжении правительства, либо на которые оно может косвенно влиять. Обычно в распоряжении правительства находятся инструменты регулирования бюджета (налоги, централизованные инвестиции, выпуск государственных долговых обязательств и пр.), регулирования денежного сектора (учетная ставка, централизованные кредиты, резервные требования, операции на открытом рынке и пр.), инструменты внешнеэкономической политики (тарифные и нетарифные ограничения, регулирование валютного курса), инструменты регулирования реального сектора (ценовая политика, субсидии, регулирование доходов).

- *Последовательность (sequencing)* использования тех или иных инструментов. Разумеется, легче исправить ту или иную проблему, пока она еще в зародыше, путем простого устранения ее причин. Когда же экономическая проблема запущена, привела к серьезной макроэкономической деформации, например

вызвала денежный навес или неприемлемый уровень внешней задолженности, становится важным не только набор инструментов, которые предполагается использовать для стабилизации обстановки, но и очередность их применения. Никаких однозначных рецептов здесь нет. Определение очередности зависит от политической возможности осуществления реформ в целом, наличия инструментов в распоряжении правительства, глубины текущего кризиса и многих других причин.

- *Надзор за исполнением программы (surveillance / monitoring)*. Разрабатывается национальным правительством нередко в сотрудничестве с международными организациями, осуществляющими финансовую поддержку реформ системы постоянного контроля за ходом исполнения программы. Контроль могут осуществлять само правительство, парламент, президентские структуры. Если используются ресурсы международных финансовых организаций, то для контроля используются ежемесячные индикативные показатели (benchmarks) и ежеквартальные критерии исполнения программы (performance criteria).

Любая макроэкономическая программа состоит из нескольких основных типов переменных:

- *Цели (targets)* — переменные, размер которых устанавливается по усмотрению правительства в соответствии с приоритетами его экономической политики. Например, будущая инфляция обычно считается целью, поскольку ее желаемый уровень задается решением правительства или парламента.

- *Эндогенные переменные (endogenous variables)* — макроэкономические показатели, размер которых определяется путем использования модели. В алгебраическом уравнении это всегда зависимые переменные. Например, размер возможного импорта рассчитывается обычно в рамках модели как остаточная величина от разности считающихся предопределенными суммы притока капитала с экспортом и международных резервов.

• *Экзогенные переменные* (exogenous variables) — макроэкономические показатели, которые считаются независимыми от процессов, описанных моделью. Их параметры считаются либо известными, либо предопределенными. Это, однако, не означает, что они не поддаются воздействию с помощью мер государственной политики. В алгебраическом уравнении это всегда независимые переменные. Например, будущие платежи правительства по внешней задолженности считаются экзогенной переменной, поскольку их размеры предопределены графиками платежей в рамках кредитных соглашений.

• *Инструменты (экономической) политики* (policy instruments) — переменные, размер которых необходимо определить, чтобы достичь поставленных целей. Инструментом обычно являются те макроэкономические переменные, на которые правительство может оказать прямое воздействие. Например, инструментом считается обычно размер чистого внутреннего кредита со стороны центрального банка.

Процесс макроэкономического программирования заключается в расчете стоимостных значений переменных, являющихся инструментами экономической политики, которые обеспечивают достижение стоимостных размеров переменных, рассматриваемых как поставленные цели, в условиях известности или предопределенности экзогенных переменных и возможности рассчитать на их основе недостающие эндогенные переменные.

Корректировка спроса и предложения

Макроэкономическое программирование имеет конечной целью так скорректировать экономическое развитие страны, чтобы ликвидировать существующие дисбалансы и обеспечить приемлемые темпы неинфляционного роста. На основе действия экономических законов в долгосрочной перспективе экономика любой страны, по теории, долж-

на сама, автоматически, прийти к равновесному состоянию. Однако столь радужные долгосрочные перспективы в большинстве случаев не могут затмить более насущных краткосрочных и среднесрочных проблем, корректировка которых требуется уже сегодня. Поэтому на фоне действия законов открытой экономики правительства с разной степенью успеха принимают меры по макроэкономическому регулированию для ускорения достижения всеобщего экономического баланса.

@ *Макроэкономическая корректировка* (macroeconomic adjustment) — процесс приспособления экономики к изменившимся внешним и внутренним условиям в результате как автоматического действия законов открытой экономики, так и целенаправленного осуществления определенной экономической политики.

По определению, текущий платежный баланс, являющийся сконцентрированным отражением всех дисбалансов в экономике, равен разности доходов (ВВП) и потребления (абсорбции). Если текущий платежный баланс отрицателен, это означает, что потребление превышает доходы и должно финансироваться из-за рубежа. Следовательно, для обеспечения сбалансированности текущего платежного баланса необходимо либо увеличить доходы, либо сократить потребление. В условиях открытой экономики в распоряжении правительства имеется весьма широкий набор экономических рычагов макроэкономической корректировки и регулирования, позволяющих добиться этого в рамках осуществления макроэкономических программ в той или иной форме. Одна группа инструментов воздействует преимущественно на агрегированный спрос, другая — на агрегированное предложение. Разумеется, инструменты корректировки спроса косвенно влияют на размеры предложения, так же как и инструменты корректировки предложения косвенно воздействуют на спрос.

@ *Управление спросом* (demand management) — политика правительства по сокращению размеров частного и государственного потребления (абсорбции).

Сократить спрос всегда легче, чем увеличить предложение. Поэтому корректировка спроса обычно является наиболее простым, быстрым и эффективным методом достижения целей экономической политики, особенно в ситуациях острого финансового кризиса. Управление спросом означает в подавляющем большинстве случаев его ограничение тем или иным способом, что неминуемо затрагивает интересы тех или иных групп населения. Поэтому управление спросом оказывается политически наиболее болезненным механизмом макроэкономической корректировки и обычно вызывает наибольшее политическое неприятие и даже отторжение.

@ *Управление предложением* (supply management) — политика правительства, направленная на увеличение объемов реального производства.

В отличие от управления спросом, меры по управлению предложением обычно означают поиск путей его увеличения и поэтому политически более приемлемы для всех заинтересованных групп. Даже тогда, когда такие меры означают структурные реформы, они обычно растягиваются на несколько лет, что облегчает адаптационный процесс. Правда, как показывает мировой опыт, меры управления предложением значительно менее эффективны по сравнению с инструментами управления спросом и практически бесполезны в условиях

финансового кризиса, требующего от правительства быстрой реакции.

Итак, макроэкономическая программа — совокупность существующих экономических условий, поставленных экономических целей и инструментов их достижения. Главной целью макроэкономической программы является устойчивость платежного баланса — поддержание сбалансированности международных платежей на фоне приемлемых темпов долгосрочного неинфляционного роста. Другие цели включают подавление инфляции, снижение ее до уровня, совместимого с долгосрочным ростом; достижение стабильного уровня международной платежеспособности; гарантии приемлемого социального уровня жизни населения. Макроэкономическая программа обычно состоит из следующих ключевых элементов: цели, временные рамки, определение стратегии, инструменты ее реализации, последовательность их использования и надзор за исполнением. Макроэкономическая программа включает переменные, являющиеся ее целями, эндогенные и экзогенные переменные и переменные, являющиеся инструментами экономической политики. Процесс макроэкономического программирования заключается в определении размеров переменных, являющихся инструментами, которые обеспечивают достижение поставленных целей. Макроэкономическая корректировка — процесс приспособления экономики к изменившимся внешним и внутренним условиям в результате как автоматического действия законов открытой экономики, так и целенаправленного осуществления правительством политики управления спросом и предложением.

2. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРОГРАММ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОРРЕКТИРОВКИ

В условиях закрытой экономики проблема обеспечения внутреннего баланса спроса и предложения является приоритетной задачей национального правительства и не выходит за пределы госу-

дарственных границ. В условиях открытой экономики баланс внутреннего спроса и предложения становится проблемой не только отдельно взятых стран, но и международной экономики в

целом. Причем это касается не только больших стран, внутренние дисбалансы в которых влияют на состояние экономики других стран, но и малых стран, которые оказываются непосредственно от них зависимыми.

Модель базового баланса

Учитывая, что любые тенденции просчитать проще на краткосрочную перспективу (на 1–1,5 года), когда хотя бы некоторые ключевые переменные можно условно считать постоянными, простейшая макроэкономическая программа исходит из того, что в стране, для которой она разрабатывается, существуют:

- *Краткосрочная несбалансированность платежного баланса.* В базовой модели считается, что несбалансированность платежного баланса, отражающая разбалансированность экономики в целом, не носит глубокого структурного характера и не требует для корректировки таких долгосрочных мер, как приватизация или демонополизация. Структурный характер дисбаланса может быть также учтен позже путем расширения базовой модели.

- *Фиксированный валютный курс.* Колебания валютного курса изначально не принимаются во внимание. Это в известном смысле допустимо для многих стран с фиксированным режимом валютного курса. Его колебания, безусловно, должны приниматься во внимание при плавающем режиме, что может быть учтено позже на основе расширений базовой модели.

- *Известные темпы роста реального ВВП.* В краткосрочной перспективе объемы реального производства не могут измениться сколько-нибудь существенно, и поэтому в целях упрощения модели предполагается, что они либо постоянны, хотя производственные мощности могут быть использованы не полностью, либо их изменения (рост или сокращение) поддаются точной оценке.

- *Надежная оценка уровня инфляции на прогнозируемый период.* При всей

условности оценок будущей инфляции они осуществляются на основе предшествующего тренда с учетом планируемых изменений в монетарной и бюджетной политике правительства. Нередко темп инфляции считается желательным индикативным показателем и закладывается в программу как составляющая прогнозируемого темпа роста широких денег.

В основе макроэкономического программирования лежат несколько тождеств, которые либо вытекают из определений самих макроэкономических показателей, своего рода аксиомы, либо считаются доказанными теоремами в рамках специальных экономических исследований и устоявшимися в общей экономической теории. По определению, широкие деньги (называемые также денежной массой, или M_2), предложение которых можно обозначить просто (M), состоят из национальных денег — чистых внутренних активов (net domestic assets, NDA) и иностранных денег — чистых иностранных активов (net foreign assets, NFA). В соответствии с правилами построения обзора денежной сферы (monetary survey):

$$M = NDA + NFA. \quad (9.1)$$

NDA состоят из внутреннего кредита (domestic credit, D) и прочих чистых статей (other items net). В целях упрощения модели можно принять прочие чистые статьи равными нулю, тогда чистые внутренние активы будут просто равны внутреннему кредиту ($NDA = D$). Внутренний кредит, в свою очередь, укрупненно делится на чистый кредит правительству (D_g), включая кредит государственным предприятиям, и кредит частным предприятиям (D_p):

$$D = D_g + D_p. \quad (9.2)$$

NFA, в свою очередь, состоят из чистых международных резервов центрального банка (net international reserves, NIR) и чистых международных резервов коммерческих банков (net international reserves, NIR). В целях упрощения модели можно считать, что все NFA находят-

ся под эффективным контролем государства, т.е. являются его международными резервами ($NFA = R$), либо что у коммерческих банков нет международных резервов, и тогда все равно ($NFA = R$).

Соответственно, изменение денежной массы (ΔM) в течение единицы времени равно изменению ее национального и иностранного компонента, каковыми являются чистый внутренний кредит (ΔD) и международные резервы (ΔR):

$$\Delta M = \Delta R + \Delta D. \quad (9.3)$$

В результате преобразований видно, что изменение международных резервов равно разности изменения денежной массы и внутреннего кредита:

$$\Delta R = \Delta M - \Delta D. \quad (9.4)$$

Денежная масса есть предложение денег, которое осуществляется центральным банком и зависит от спроса на деньги. Денежный рынок находится в равновесии, когда спрос на деньги равен их предложению. Это означает, что изменение спроса на деньги должно быть равно изменению их предложения, т.е. $\Delta M^d = \Delta M^s$. Спрос на деньги был определен формулой 3.22 как функция от номинальной процентной ставки (i) и уровня дохода (Y), пропорционально уровню цен (P). Соответственно, изменение спроса на деньги (ΔM^d) пропорционально изменению уровня цен (ΔP) и является некоторой функцией от изменения процентной ставки (Δi) и уровня дохода (ΔY). Спрос на деньги является единственной бихевиористской переменной, зависящей от поведения некоторых других переменных:

$$\Delta M^d = \Delta P \times f(\Delta i, \Delta Y). \quad (9.5)$$

Исходя из этих тождеств, нетрудно установить ключевую взаимосвязь открытой экономики — зависимость изменения международных резервов страны, т.е. ее способность оплачивать свои внешние обязательства, от изменения чистых внутренних активов денежной системы, т.е. по сути чистого внутреннего кредита. Заменив спрос на деньги равным ему предложением денег и выразив

изменение спроса на деньги как функцию от изменения номинальной процентной ставки, реального дохода и пропорции к уровню цен, получаем следующее:

$$\Delta R = \Delta P \times f(\Delta i, \Delta Y) - \Delta D. \quad (9.6)$$

Это уравнение, известное как “чикагская версия” монетаристского подхода к корректировке платежного баланса, показывает, что чистые международные резервы страны за единицу времени вырастут в том случае, если темп роста денежной массы в целом превысит рост внутреннего кредита. В наиболее чистом виде этот подход работает в случае малой страны, уровень цен в которой определяется уровнем цен мирового рынка через ППС, процентная ставка и доход постоянны на коротком промежутке времени, т.е. компонент изменения спроса или предложения денег остается неизменным. Тогда любой рост внутреннего кредита, темп роста которого превысит желаемый темп роста денежной массы, приведет к сокращению международных резервов страны на размер превышения темпа роста кредита над темпом роста денежной массы. Валютный курс, напомним, полагается фиксированным.

В соответствии с тождеством платежного баланса сумма баланса текущих операций (CAB) и изменений в балансе движения капитала, которую также называют чистой иностранной задолженностью небанковских резидентов (ΔFI), должна быть равна изменению чистых резервов денежной (называемой также банковской или финансовой) системы (ΔR). По определению платежного баланса, отрицательное сальдо торговли товарами и услугами за год (текущий баланс) финансируется за счет изменения за тот же год превышения притока капитала над его оттоком (баланс движения капитала). Если же отрицательное сальдо текущего баланса не покрывается положительным сальдо движения капитала, то отрицательное сальдо платежного баланса в целом финансируется за счет изменения чистых иностранных резервов банковской системы:

ТАБЛИЦА 9.2

Взаимосвязи базового баланса экономики

Базовый баланс	$f(\Delta i, \Delta Y)$	=	ΔM															
			ΔM	-	ΔD	=	ΔR											
							ΔR	=	ΔFI	+	CAB							
											CAB	=	Y	-	A			
			ΔM	-	ΔD			=	ΔFI		+			Y	-	A		

$$\Delta R = CAB + \Delta FI. \quad (9.7)$$

Чистый приток капитала распадается на приток капитала по правительственным каналам (ΔFI_g), преимущественно в виде межгосударственных займов, и частным каналам (ΔFI_p), в виде коммерческих займов:

$$\Delta FI = \Delta FI_g + \Delta FI_p. \quad (9.8)$$

Изменение чистых международных резервов страны может быть вычислено двумя путями. С одной стороны, на основе определения платежного баланса как сумма текущего платежного баланса и изменения притока капитала (формула 9.7), а с другой — на основе “чикагской версии” как разность изменений денежной массы и внутреннего кредита (формула 9.4). Объединив обе формулы, получаем:

$$CAB + \Delta FI = \Delta M - \Delta D. \quad (9.9)$$

В соответствии с абсорбционным подходом к анализу экономики, известным с начала 1950-х гг. и целенаправленно упрощающим состав макроэкономических переменных¹, текущий платежный баланс (CAB) определяется как разность экспорта и импорта резидентами товаров и услуг, производство (Y) определяется как ВВП и полагается равным доходам, абсорбция (A) — как сумма расходов резидентов (потребления частных лиц, C , внутренних инвестиций, I , и правительственных расходов, G) на национальные и иностранные товары и

услуги. Текущий платежный баланс считается равным разности внутреннего дохода и потребления (абсорбции):

$$CAB = Y - A. \quad (9.10)$$

Поэтому, объединив формулы 9.9 и 9.10, получаем:

$$Y - A + \Delta FI = \Delta M - \Delta D. \quad (9.11)$$

Формула 9.11 содержит три аналитически важных компонента: компонент предложения — валовые доходы от внутреннего производства и чистого притока капитала из-за рубежа ($Y + \Delta FI$), компонент спроса — абсорбция (A), являющаяся, напомним, суммой расходов резидентов на потребление, инвестиции и правительственных расходов, и компонент, сравнивающий рост широких денег и внутреннего кредита ($\Delta M - \Delta D$). Следовательно, спрос в экономике превышает предложение настолько, насколько изменение внутреннего кредита превышает изменение широких денег. Уравнение 9.11 показывает, что при постоянном спросе на деньги (см. пример 9.1), когда изменение широких денег ΔM четко предсказуемо, размер изменения международных резервов ΔR , т.е. способность финансировать платежный баланс, непосредственно зависит от изменения внутреннего кредита ΔD . Таким образом, теоретическая модель программирования общего баланса выглядит следующим образом (табл. 9.2).

Тем самым проблема макроэкономического программирования базового баланса сводится к четырем стадиям:

¹ См. подробнее: Киреев А. Международная экономика. — Ч. I. — М., 1997. — Гл. 2.

1) задать желаемое изменение международных резервов страны в будущем году, равное прогнозируемому отрицательному сальдо платежного баланса;

2) спрогнозировать уровень реального ВВП, задать желаемый уровень инфляции и рассчитать скорость обращения денег по доходу;

3) на основе роста уровней реального ВВП, инфляции и скорости обращения денег спрогнозировать размер объема широких денег;

4) определить потолочный уровень чистого внутреннего кредита путем вычитания из объема широких денег объема международных резервов.

Таким образом, из рассмотренного выше следует, что внутренний кредит оказывает критически важное воздействие на платежный баланс: если чистый внутренний кредит растет быстрее, чем денежная масса в целом, то чистые международные резервы, финансирующие

платежный баланс, уменьшаются. Или проще: чрезмерное расширение кредита приводит к дефициту платежного баланса, сокращение кредита обеспечивает улучшение платежного баланса.

Рассмотренная выше базовая модель макроэкономической корректировки может быть расширена в целях более точного определения влияния сокращения внутреннего кредита, во-первых, на композицию платежного баланса, во-вторых, на бюджет и, в-третьих, на баланс центрального банка. Для этого необходимо расчленить на компоненты все три главные переменные базового уравнения (9.4) — изменение чистых резервов, равное по определению сальдо платежного баланса в целом (ΔR), изменение спроса на деньги (ΔM), равное изменению денежной массы или широких денег, и изменение чистых внутренних активов (ΔD), равное изменению чистого внутреннего кредита.

Пример 9.1

Оценка спроса на деньги. Поскольку изменение международных резервов ориентируется на потребность финансирования платежного баланса, а чистый внутренний кредит вычисляется как остаточная величина, наибольшую сложность представляет оценка спроса на деньги. Спрос на деньги является единственной бихевиористской переменной в модели, поскольку его поведение, как видно из формулы 9.5, зависит от нескольких других экономических переменных — цен, уровня дохода и процентной ставки и, возможно, каких-то других. Многочисленные исследования показали, что для прогнозируемости спроса на деньги совершенно не обязательно, чтобы он был некоей фиксированной пропорцией от, скажем, уровня дохода, что означает неизменность скорости обращения денег по доходу. Самое главное, чтобы, с одной стороны, спрос на деньги изменялся предсказуемым образом в результате изменения определяющих его переменных, а с другой — чтобы он не зависел от изменений внутреннего кредита.

Функция спроса на деньги будет своя для каждой страны. Наиболее точно она рассчитывается на основе метода статистической регрессии, которая показывает степень взаимозависимости изменения спроса на деньги от изменения уровня дохода, процентной ставки, а иногда уровня цен и некоторых других переменных, которые важны для данной конкретной страны. В более простом случае уровень спроса на деньги можно оценить на основе тенденции скорости обращения денег по доходу за последние годы, экстраполировав ее на прогнозируемый период. Тогда уровень спроса на деньги, рассчитываемый как пропорция от уровня дохода, будет изменяться в соответствии с тенденцией изменения скорости обращения денег. В еще более простом случае, если скорость обращения постоянна в течение нескольких последних лет или принимается постоянной, то спрос на деньги — простая пропорция от уровня реального дохода, спрогнозируемого на будущий период, т. е. та же доля от ВВП, как и в предыдущем году. Доказать отсутствие взаимосвязи между внутренним кредитом и спросом на деньги значительно сложнее. По сути это означает попытку доказать, что операции центрального банка на открытом рынке не оказывают воздействия на процентную ставку, уровень цен или валютный курс.

Модель платежного баланса

Если считать доказанным, что сокращение внутреннего кредита ведет к улучшению платежного баланса, тогда возникает вопрос: как это влияет на отдельные компоненты платежного баланса — текущий баланс (экспорт и импорт) и чистое движение капитала? Текущий баланс, по определению, равен разности экспорта и импорта товаров и нефакторных услуг:

$$CAB = X - IM. \quad (9.12)$$

Если развернуть уравнение 9.7, то необходимо оценить переменные в правой части следующего уравнения:

$$\Delta R = X - IM + \Delta FI. \quad (9.13)$$

Для этого в модель наряду со спросом на деньги необходимо ввести еще одну бихевиористскую переменную, зависящую от ряда других переменных, а именно спрос на импорт. Спрос на импорт можно оценить с учетом изменений в относительных ценах, валютном курсе и других переменных, от которых зависят объемы импорта. В простейшем случае спрос на импорт (IM) определяется как постоянная функция (f) от уровня реальных доходов: чем больше реальные доходы, тем пропорционально больше спрос на импорт и наоборот:

$$IM = f(Y). \quad (9.14)$$

Рост экспорта и, следовательно, поступлений платежей за экспорт (X) оценивается на основе данных о росте реального дохода в странах, являющихся основными покупателями товаров данной страны, и экспортных цен конкурентов. Чистый приток капитала (ΔFI) вычисляется исходя из оценки

уровня внешней задолженности страны, которая считается приемлемой, путем суммирования чистых прямых инвестиций, займов небанковских предприятий и финансовой помощи. Когда определен желаемый уровень изменения чистых резервов (ΔR) и спрогнозированы экспорт (X) и изменение чистого притока капитала, то желаемый уровень импорта (IM) вычисляется по формуле 9.13 как остаточная величина. Программирование компонентов платежного баланса основано на следующем расширении базовой модели (см. табл. 9.3).

Таким образом, если наряду с оценкой макроэкономического баланса в целом стоит задача оценить изменение компонентов платежного баланса, а не только его сальдо, то к процессу макроэкономического программирования добавляются еще две стадии:

5) рассчитать желаемые объемы платежей за импорт как: (а) разность, с одной стороны, суммы чистого притока капитала и чистых поступлений от экспорта, а с другой — чистого изменения резервов; (б) показатель, пропорциональный росту уровней реального ВВП и инфляции;

б) сравнить спрогнозированные методом а и б размеры импортных платежей и в случае расхождений сделать соответствующую корректировку за счет изменений международных резервов, потоков капитала, уровня реального дохода или экспортных поступлений.

Модель бюджетного баланса

Среди многих экономических рычагов, которыми правительство может пользоваться наиболее эффективно для

ТАБЛИЦА 9.3

Взаимосвязи платежного баланса

				CAB	=	X	-	IM			Платежный баланс
ΔR	=	ΔFI		+		X	-	IM			
								IM	=	f(Y)	

осуществления программ макроэкономической стабилизации, находится бюджетная политика. С помощью небольшого расширения базовой модели бюджет можно вписать в рамки макроэкономического программирования. Для этого необходимо вспомнить, что чистый приток капитала (ΔFI) распадается на приток капитала по правительственным каналам (ΔFI_g), преимущественно в виде межгосударственных займов, и частным каналам (ΔFI_p), в виде коммерческих займов (9.8). Аналогичным образом, из 9.2 следует, что изменение чистого внутреннего кредита состоит из изменения кредита частному сектору ΔD_p и чистого кредита правительству ΔD_g :

$$\Delta D = \Delta D_p + \Delta D_g. \quad (9.15)$$

По определению, дефицит бюджета равен разности его доходов (Rev) и расходов (Exp). Источников его финансирования только два — либо внутренние займы правительства у финансовой системы (ΔD_g), либо международные правительственные займы (ΔFI_g), т.е.:

$$Rev - Exp = \Delta D_g + \Delta FI_g. \quad (9.16)$$

Из этого уравнения очевидно, что размеры бюджетного дефицита, которые может себе позволить правительство, напрямую зависят от объемов внутреннего и внешнего финансирования, находящихся в его распоряжении. В большинстве случаев макроэкономические программы должны составляться с учетом того, что частному сектору необходимо получать достаточный объем кредитования для расширения активности. В самом простом случае считается, что объем кредита частному сектору должен расти примерно таким же темпом, как и рост широких денег в целом или уровень номинального дохода. Отсюда очевидно, что в условиях, когда общий объем внутреннего изменения внутреннего кредитования (ΔD) определяется как остаточная величина из базового уравнения 9.4, а изменение кредита частному сектору (ΔD_p) примерно задается ростом широких денег, то изменение кредита правительству (ΔD_g) само неизбежно ока-

зывается остаточной величиной. В обратном случае, когда кредит частному сектору считается достаточным, можно поставить задачу достижения определенного уровня кредита правительству, а частному сектору отдать то, что останется.

Изменение уровня иностранного кредитования правительства (ΔFI_g) зависит от состояния внешней задолженности страны и перспектив движения долгосрочного и среднесрочного капитала. Обычно парламенты устанавливают годовые пределы иностранного заимствования, которые позволяют поддерживать уровень внешней задолженности на управляемом уровне, а правительства имеют довольно четкое представление о том, какие межгосударственные кредиты оно планирует получить и какой объем погашения текущей задолженности приходится на прогнозируемый год. Эти данные отражаются в долларах в балансе по капитальным операциям платежного баланса. Конвертировав их в национальную валюту, чистый приток иностранного капитала может быть использован для финансирования дефицита бюджета. Если сумма прогнозируемых чистого притока иностранного капитала и чистого внутреннего кредита не совпадает с прогнозируемым дефицитом бюджета, то это свидетельствует о том, что надо либо сократить дефицит (увеличить налоги и снизить расходы), либо увеличить кредит бюджетному сектору со стороны денежного, что, правда, может оставить без кредита частный сектор. На этом этапе бывает полезно оценить вытекающие из изменения объемов кредитования частного сектора объемы потребления, сбережений и инвестиций в частном секторе и понять, насколько они реалистичны. Программирование бюджетного баланса исходит из следующих теоретических основ (см. табл. 9.4).

Таким образом, если наряду с оценкой макроэкономического баланса в целом стоит задача оценить изменение компонентов платежного баланса и желаемый уровень дефицита бюджета, к

ТАБЛИЦА 9.4

Взаимосвязи бюджетного баланса

				ΔD			ΔFI
				=			=
Rev	-	Exp	=	ΔD_c	+		ΔFI_c
				+			+
				ΔD_p			ΔFI_p
Бюджетный баланс							

процессу макроэкономического прогнозирования добавляются еще три стадии:

7) рассчитать желаемые объемы изменения кредитования частного сектора, которые должны быть пропорциональны росту ВВП или широких денег, и определить возможное изменение кредита правительству как разность изменения внутреннего кредита в целом и кредита частному сектору;

8) оценить возможный чистый приток иностранного кредитования и определить, остается ли внешняя задолженность на управляемом уровне;

9) согласовать величину бюджетного дефицита с прогнозируемым объемом внутреннего и внешнего финансирования правительства и сделать соответствующие коррективы в доходной и расходной статьях бюджета.

Модель баланса центрального банка

Наконец, в случае, когда правительство, осуществляя экономическую политику, предпочитает воздействовать не на общий уровень кредита, а только на тот его сегмент, который находится непосредственно под его контролем, то необходимо еще одно расширение базовой модели макроэкономического равновесия. Оно предполагает прогноз баланса центрального банка, что означает прежде всего прогноз резервных денег. Как было определено в главе 3, резервные деньги, называемые также базовыми деньгами, или деньгами повышенной

эффективности (M_0), состоят из наличной валюты в обращении и резервов коммерческих банков на счетах в центральном банке. Резервные деньги связаны с широкими деньгами, которыми оперирует модель общего равновесия (M), через денежный мультипликатор (m):

$$M = m \times (M_0). \quad (9.17)$$

Если поведение мультипликатора хаотично и установить сколько-нибудь четкую закономерность не удастся, то это означает, что и поведение резервных денег не вполне ясно. Поэтому целью корректировки должно стать изменение внутреннего кредита в целом, а не только кредита центрального банка.

Внутренний кредит делится по направлению использования на кредит правительству и кредит частному сектору (уравнение 9.2), а по источнику — на кредит, предоставляемый центральным банком (ΔD_c), и кредит, предоставляемый коммерческими банками (ΔD_b):

$$\Delta D = \Delta D_c + \Delta D_b. \quad (9.18)$$

Поскольку в исходной модели было принято, что все чистые международные резервы находятся в центральном банке или под его эффективным контролем, то изменение резервных денег, по определению баланса центрального банка, равно сумме изменения чистых международных резервов (ΔR) и чистого кредита центрального банка (ΔD_c):

$$\Delta M_0 = \Delta R + \Delta D_c. \quad (9.19)$$

В результате подстановки уравнения 9.19 в уравнение 9.17 можно получить уравнение, спрогнозировав составляющие которого можно получить представление о балансе центрального банка:

$$\Delta M = m \times (\Delta R + \Delta D_c). \quad (9.20)$$

Тем самым для программирования баланса центрального банка модель базового баланса должна быть расширена следующим образом (см. табл. 9.5).

В результате к девяти стадиям программирования, оценивающим макроэкономический баланс в целом, а также компоненты платежного баланса, уровень дефицита бюджета, добавляются, в случае программирования баланса центрального банка, еще две стадии:

10) оценить тенденцию развития денежного мультипликатора в предыдущие годы как частного широких и резервных денег и спрогнозировать с учетом резервные деньги;

11) путем вычитания из прогнозируемого изменения резервных денег международных резервов определить изменение объема кредита центрального банка, при котором изменение резервов будет достаточным, чтобы профинансировать платежный баланс.

Учет изменений валютного курса

До настоящего момента базовая макроэкономическая модель открытой экономики со всеми ее расширениями предполагала неизменность валютного курса. Это было необходимо, поскольку

ку, во-первых, строительство любой модели должно идти от простого к сложному; во-вторых, примерно треть стран мира используют фиксированный режим валютного курса; в-третьих, программирование при меняющемся валютном курсе может рассматриваться как еще одно расширение базовой модели. Особенность введения в модель изменений валютного курса заключается также и в том, что манипулирование курсом, приводящее к его росту или падению, обычно рассматривается как один из инструментов управления спросом для переключения части внутренних расходов с иностранных товаров на местные. Способы прогнозирования развития плавающего валютного курса в деталях описаны в главе 3. Поэтому на данном этапе нас интересует лишь способ учета влияния колебаний валютного курса на оценку основных макроэкономических параметров как в базовой модели, так и в ее расширениях.

Проблема учета изменения валютного курса в базовой модели возникает в силу того, что все ее параметры выражены в национальной валюте, тогда как параметры платежного баланса — в долларах. В валюте, отличной от национальной, могут быть также выражены валютные кредиты, если они предоставляются банковской системой, так же как некоторые другие операции. Все валютные операции должны быть пересчитаны в национальную валюту для того, чтобы стать частью денежного оборота, бюджета или баланса центрального банка. Очевидно, что даже при незначительных изменениях валютного курса постоянный уровень международных резервов, выраженный в долларах под чертой платежного баланса, будет означать существенное изменение показателя международных резервов, выраженного в национальной валюте в денежном обороте.

Проблема учета изменения валютного курса еще более усложняется тем, что различные банки могут использовать разный валютный курс, различные валютные курсы могут быть установлены либо государством, либо самими банка-

ТАБЛИЦА 9.5

Взаимосвязи баланса центрального банка

Баланс ЦБ				
m		ΔD_b		
\times		+		
ΔM_b	\times	ΔD_c	+	ΔR
=		=		
ΔM		ΔD		

ми для разных видов операций, методология учета валютных операций — по курсу на конец периода или среднему курсу за период — может также существенно отличаться. В активах центрального банка цена золота может периодически пересматриваться в соответствии с колебанием мировой цены на него. Власти могут вести переговоры о пересчете объемов внешней задолженности в связи с изменениями курса или получением отсрочек по платежам и т.п. Важность учета изменения валютного курса при макроэкономическом программировании можно проиллюстрировать на следующем примере: коммерческий банк покупает 100 долл. при курсе 1 долл. = 3 руб., т. е. 100 долл. = 300 руб. Через какое-то время курс падает до 1 долл. = 6 руб., и банк продает 50 долл. по этому курсу, т. е. 50 долл. = 300 руб. Как видно, обе операции имеют одну и ту же стоимость в рублях, но совершенно разную — в долларах.

Изменения валютного курса, которые необходимо учесть при подготовке макроэкономической программы, могут быть однородными — в случае односторонней девальвации фиксированного валютного курса по решению правительства; скользящими — в случае использования в стране режима валютного курса наподобие скользящей фиксации, предусматривающего пересмотр уровня курса с определенной частотой; постоянными — в случае обесценения или удорожания плавающего валютного курса. Разумеется, наибольшую сложность представляет учет постоянных изменений валютного курса, особенно если эти изменения имеют разнонаправленный характер и неравномерны во времени.

В практике макроэкономического программирования для пересчета данных из иностранной валюты в национальную обычно используется одна из следующих трех разновидностей валютного курса:

- валютный курс на конец текущего периода (квартала, года). Применяется для бухгалтерского учета и предусматривает учет изменений в запасах нацио-

нальной валюты в конце периода по сравнению с его началом в результате изменений валютного курса за весь период. Применяется чаще всего при необходимости оценить влияние расширения кредита на способность частного или государственного сектора платить по своим долгам;

- валютный курс, преобладавший в предыдущем квартале. Применяется для учета эффективных изменений и предусматривает учет поквартальных изменений в запасах национальной валюты при использовании среднего валютного курса на каждый квартал. Считается наиболее точным и используется для учета изменений курса в денежном обзоре и государственном бюджете;

- средний валютный курс за год или квартал. Применяется для учета средних изменений и предусматривает учет изменений в запасах национальной валюты в конце периода по сравнению с его началом на основе использования среднего валютного курса за весь период. Используется чаще всего при плавающем режиме валютного курса, когда не удается установить курс, преобладавший в течение квартала.

В зависимости от избранного способа пересчета результаты весьма различны (пример 9.2). В условиях сколько-нибудь значительных изменений валютного курса в краткосрочной перспективе они должны быть обязательно учтены в процессе макроэкономического программирования в соответствии с наиболее приемлемой для конкретной страны методологией или даже их комбинациями.

В целом теоретическая основа макроэкономического программирования, состоящая из базового баланса и расширяющих его платежного баланса, бюджетного баланса и баланса ЦБ, может быть представлена в виде следующей схемы (см. табл. 9.6).

Итак, базовая теоретическая модель макроэкономической программы для открытой экономики предполагает существование в стране, для которой она составляется, краткосрочной разбалансированности платежного баланса, фик-

Пример 9.2

Допустим, что размер международных резервов России увеличивается каждый квартал на одну и ту же величину, но в конце каждого квартала курс рубля падает. Все данные в миллионах долларов и миллиардах рублей, соответственно. Валютный курс — количество рублей за доллар.

	Кварталы					Изменение
	4	1	2	3	4	
Бухгалтерские изменения (запасы)						
в долларах	100	110	120	130	140	+40
валютный курс	1,0	1,1	1,2	1,6	1,8	
в рублях	100	132	156	208	252	152
Эффективные изменения (потоки)						
в долларах		+10	+10	+10	+10	+40
валютный курс		1,0	1,2	1,3	1,6	
в рублях		+10	+12	+13	+16	+51
Средние изменения (потоки)						
в долларах		+10	+10	+10	+10	+40
валютный курс		1,4	1,4	1,4	1,4	
в рублях		+14	+14	+14	+14	+56

В соответствии со всеми способами учета резервы увеличились за год на 40 млн. долл. Однако если учесть падение курса, то при использовании метода бухгалтерских изменений, применяя курс на конец текущего квартала, резервы выросли на 152 млрд. руб. (на 152%); при использовании метода эффективных изменений, применяя курс на конец предшествующего квартала, — на 51 млрд. руб. (на 51%); при использовании метода средних изменений, применяя средний курс за весь год, — на 56%. Важно и то, что использование различных методов дает различные результаты оценки сезонных колебаний роста резервов. В долларах резервы увеличивались равномерно в течение года — на 20 млн. За полугодие, однако, при переводе в рубли оказывается, что при бухгалтерском методе учета примерно треть роста резервов произошла в первом полугодии и две трети — во втором. При учете по методу эффективных изменений 43% роста резервов произошло в первом полугодии и 57% — во втором. А при учете по методу средних изменений рост резервов в рублях был примерно одинаков в первом и втором полугодиях.

сированного валютного курса и надежной оценки роста реального ВВП и уровня инфляции. В рамках базовой модели оценивается перспектива изменения чистого внутреннего кредита, которая может обеспечить достаточное для финансирования платежного баланса изменение чистых международных резервов при заданном функцией спроса на деньги росте широких денег в целом. Первое расширение базовой модели позволяет прогнозировать композицию платежного баланса путем оценки объемов платежей за импорт, согласующихся с планируемыми масштабами поступлений от экспорта, изменениями

притока капитала и изменениями чистых международных резервов. Второе расширение базовой модели позволяет прогнозировать бюджетный баланс — размер дефицита бюджета, который может быть профинансирован за счет внутреннего кредита правительству и кредитования правительства из-за рубежа. Третье расширение базовой модели позволяет прогнозировать в рамках баланса центрального банка размер его кредита, который обеспечит изменение международных резервов, достаточное для финансирования платежного баланса. Если в стране существует плавающий валютный курс, то его изменения

ТАБЛИЦА 9.6

Модель макроэкономического программирования для открытой экономики

		Баланс ЦБ															
		m		ΔD_b													
		x		+													
		ΔM_0	x	ΔD_c	+	ΔR											
		=		=													
Базовый баланс		$f(\Delta i, \Delta Y) =$	ΔM														
			ΔM	-	ΔD	=	ΔR										
						$\Delta R =$	ΔFI	+	CAB								
									CAB =	Y	-	A					
			ΔM	-	ΔD	=	ΔFI	+	Y	-	A						
										CAB =	X	-	IM				
										$\Delta R =$	ΔFI	+	X	-	IM		
														IM =	f(Y)		
														Платежный баланс			
										ΔD							
										=							
		Rev	-	Exp	=	ΔD_p	+	ΔFI_p									
										+							
Бюджетный баланс																	
										ΔD_p							
										+							
										ΔFI_p							

в течение года должны быть учтены в процессе программирования. В целом модель макроэкономического программирования в условиях открытой экономики определяет три ключевые макроэкономические переменные — изменение чистых международных ре-

зервов, изменение чистого внутреннего кредита центрального банка и изменение чистого кредита правительству со стороны денежной системы в целом, которые позволяют осуществлять мониторинг реализации макроэкономической программы.

3. РЕГУЛИРОВАНИЕ СПРОСА В ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКЕ

Политика управления спросом осуществляется правительством и денежными властями путем использования определенных инструментов экономической политики, которые условно можно разделить на инструменты денежной политики, инструменты бюджетной политики, инструменты внешнеэкономической политики.

Инструменты денежной политики

Денежная политика обычно контролируется либо независимым от правительства центральным банком (например, Бундесбанком в ФРГ), либо совместно денежными властями в лице центрального банка и правительством, которое в соответствии с национальным законо-

дательством наделено таким правом. Для регулирования спроса правительство и ЦБ используют прямые и косвенные инструменты денежной политики. Причем наиболее развитые страны используют преимущественно косвенные методы регулирования, которые считаются более рыночными.

@ *Косвенные инструменты* (indirect instruments) — механизмы денежной политики, воздействующие на факторы, определяющие спрос и предложение денег и регулирующие преимущественно предложение денег центральным банком.

В их числе следующие:

- *Операции на открытом рынке* (open market operations) — купля или продажа ценных бумаг или других финансовых инструментов центральным банком в целях регулирования общего уровня ликвидности. В числе используемых финансовых инструментов — государственные долговые обязательства, долговые обязательства ЦБ и, в некоторых развитых странах, ценные бумаги частного сектора высокой степени надежности. Операции на открытом рынке предпринимаются обычно в целях стерилизации излишней ликвидности в национальной валюте, возникшей, например, в результате покупки иностранной валюты в государственные резервы, либо, напротив, в целях впрыскивания дополнительной денежной массы в обращение. Они также используются в чисто фискальных целях для финансирования на рынке средств для финансирования дефицита государственного бюджета. В этом случае ЦБ обычно выступает агентом по продаже государственных долговых обязательств и выплате процента по ним, который относится в расходную часть бюджета. Поскольку, чтобы заставить коммерческие банки покупать государственные ценные бумаги, процент по ним должен быть весьма привлекательным, стоимость этого типа операций для бюджета или ЦБ может оказаться очень высокой.

ЦБ может осуществлять эти операции на первичном и вторичном рынке. Операциями на открытом рынке в чистом виде (pure open market operations) считаются только операции на вторичном рынке. Они включают непосредственную куплю-продажу (outright purchase and sale) уже выпущенных ценных бумаг, операции продажи с обратным выкупом типа РЕПО (sale and repurchase agreement, РЕПО), предусматривающие покупку ЦБ ценных бумаг на рынке с обязательством продавца выкупить их назад через определенный, и весьма короткий, промежуток времени. Операции на первичном рынке по непосредственной торговле центральным банком вновь выпускаемыми государственными ценными бумагами или бумагами ЦБ считаются операциями “типа операций на открытом рынке” (“open market type operations”). Это связано с тем, что государство в этом случае может контролировать напрямую условия выпуска ценных бумаг, что лишает этот тип операций чисто рыночного характера. Торговля на первичном рынке включает продажу ценных бумаг (outright sales) и их погашение (redemption), т. е. выплату владельцу ее изначальной стоимости, в момент истечения срока их жизни. Обычно предыдущие выпуски ценных бумаг погашаются за счет последующих. Такие операции используются странами, в которых вторичный рынок развит недостаточно. Продажа ЦБ ценных бумаг на открытом рынке сокращает предложение денег, а их покупка или погашение — увеличивают.

- *Резервные требования* (reserve requirements) — устанавливаемый ЦБ уровень денежных резервов, который КБ должны поддерживать на счетах в ЦБ и наличными в своей кассе. Используются большинством стран мира для обеспечения платежеспособности КБ по привлеченным депозитам и обеспечения среднесрочного регулирования ликвидности. По обязательным резервам ЦБ может выплачивать процент. Если этот процент ниже рыночного или не выплачивается вообще, то резервные

требования являются формой скрытого налогообложения КБ. Поэтому КБ зачастую пытаются не выполнять резервные требования либо оказывать нажим на ЦБ, с тем чтобы получать по ним ставку процента, близкую к рыночной. Государственные банки в большинстве стран вообще не выполняют резервных требований. Увеличение коэффициента обязательных резервов сокращает денежную массу, поскольку сокращает объем свободных денег, находящихся в распоряжении банков для предоставления кредитов. В результате растет цена аккумуляции ресурсов КБ и, как следствие, уровень процента по выдаваемым ими кредитам. Принудить КБ выполнять требования обязательного резервирования весьма сложно. Если накладываются штрафы за недостаточные резервы ниже рыночной ставки процента, КБ предпочитают платить штрафы и использовать резервы для кредитных операций. Поэтому реальные резервы КБ могут существенно отличаться от уровня резервных требований, установленного ЦБ. Выплата процента по обязательным резервам со стороны ЦБ увеличивает резервные деньги и денежную массу в целом.

Резервные требования обычно устанавливаются на разном уровне для разных видов депозитов по принципу: чем выше ликвидность депозита, тем выше резервное требование по нему. Поэтому обычно наиболее высокими бывают требования резервирования по депозитам до востребования, которые могут быть востребованы в любой момент и по которым у КБ должны быть наивысшие гарантии платежеспособности, и более низкими по сберегательным и срочным депозитам, получение которых нередко требует предварительного уведомления или сопряжено с истечением определенных сроков их хранения. Правда, разный уровень резервных требований может побудить КБ переклассифицировать большую часть находящихся у них депозитов в тот тип, по которому резервные требования наименьшие. Это, в свою очередь, не позволит достичь цели же-

лаемого сокращения денежной массы. В экстремальных случаях ЦБ может ввести 100-процентную норму резервирования, что фактически означает запрет КБ использовать привлеченные ими средства для выдачи кредитов; все внутреннее кредитование ЦБ берет на себя. Эта мера используется в случаях, когда требуется укрепить местные банки перед лицом конкуренции со стороны иностранных банков, которые перехватывают большую часть депозитов, или когда необходимо перераспределить кредит между отраслями или регионами в соответствии с поставленными политическими целями. В целом рост нормы обязательного резервирования приводит к сокращению денежной массы, а ее уменьшение — к росту.

• *Кредитные операции ЦБ* (Central Bank credit operations) — предоставление кредитов со стороны ЦБ по устанавливаемой им ставке централизованного финансирования. Процентная ставка, по которой осуществляется рефинансирование, устанавливается на уровне выше рыночной, чтобы КБ использовали этот источник кредита, только когда источники кредита на частном рынке исчерпаны.

Дисконтное финансирование / (пере)учетное окно (discount financing / window) — источник кредитования, предоставляемого центральным банком коммерческим по определяемой им ставке рефинансирования. Обычно носит краткосрочный характер и заключается в покупке государственных и частных долговых обязательств.

Ломбардное финансирование (lombard financing) — выдача кредитов со стороны ЦБ под залог, в роли которого обычно выступают государственные или первоклассные частные ценные бумаги под процент выше рыночного.

Финансирование овердрафта (overdraft financing) — покрытие ЦБ краткосрочного перерасхода банками собственных средств сверх остатков на их счетах под процент выше рыночного.

Кредитные аукционы (credit auctions) — механизм установления цены на

кредиты ЦБ, который позволяет приблизить ее к рыночной. Используются в условиях недостаточной развитости рынка межбанковского кредитования.

Кредитные операции ЦБ используются в той или иной форме практически всеми странами. Рост кредитования со стороны ЦБ увеличивает предложение денег, уменьшение — сокращает.

@ *Прямые инструменты* (direct instruments) — механизмы денежной политики, непосредственно влияющие на цены (процентные ставки) или количества (размеры кредитов) и регулирующие предложение денег коммерческими банками.

С помощью прямых инструментов власти могут непосредственно устанавливать те или иные показатели развития денежного сектора. В их числе следующие:

- *Контроль над процентными ставками* (interest rate controls) — директивное установление параметров процентных ставок. ЦБ может контролировать уровень, верхний или нижний предел и размах колебания процентных ставок по всем или отдельным видам банковских операций.

- *Контроль над учетной ставкой* (discount rate control) — установление процентной ставки рефинансирования центральным банком коммерческих, обычно на уровне выше рыночного и периодически пересматриваемого денежными властями. Рефинансирование означает, что ЦБ покупает кредиты, выданные КБ, но по цене ниже их номинала (с дисконтом) и под залог, которым обычно выступают государственные ценные бумаги. Повышение ставки централизованного рефинансирования приводит к росту рыночных процентных ставок и используется для сокращения денежной массы, поскольку централизованный кредит становится менее доступным для КБ.

Нижний уровень ставки по депозитам (floor deposit rate) — предписываемый денежными властями минималь-

ный уровень процента, который КБ должны платить по депозитам. Обычно устанавливается на уровне или с небольшой премией к ставке рефинансирования.

Верхний уровень ставки по кредитам (ceiling lending rate) — предписываемый денежными властями максимальный уровень процента, под который КБ могут выдавать кредиты. Используется для регулирования прибыльности КБ и устанавливается с премией к ставке рефинансирования.

Межбанковские льготные ставки (bank-to-bank discount rates) — низший предел процентной ставки, устанавливаемый ЦБ для кредитных операций на межбанковском рынке, способствующий поддержанию ее на высоком уровне. Применяются также для переучета по более благоприятной процентной ставке векселей приоритетных отраслей и отдельных банков для поддержки их ликвидностью. Используются в ограниченных масштабах в США, Германии, Китае, Тунисе для стимулирования кредитования определенных отраслей. Стимулируют рост предложения денег.

Ставка рефинансирования устанавливается во всех странах. Другие инструменты контроля за процентными ставками используются чаще всего в условиях неразвитости банковского бизнеса для устранения монопольного ценообразования или когда определенный уровень процента требуется для осуществления программы экономического реформ. Они использовались развитыми странами до конца 1980-х гг. и продолжают применяться некоторыми развивающимися странами. Увеличение процентных ставок сокращает предложение денег, падение — увеличивает.

- *Потолки межбанковского кредитования* (bank-by-bank credit ceilings). Применяются для сдерживания роста денежной массы через сокращение физического объема межбанковских кредитов. Кредитные квоты устанавливаются как доля от капитала, существующих кредитов или объемов депозитов.

Использовались в западноевропейских странах до конца 1980-х гг. Применяются в некоторых странах с переходной экономикой. Сдерживают рост денежной массы.

- *Уставные коэффициенты ликвидности* (statutory liquidity ratios) — устанавливаемые ЦБ соотношения размеров активов и капитала для коммерческих банков денежными властями с целью сокращения риска банковских операций или стоимости займа для заемщика, которым обычно в этом случае бывает правительство. Например, если банку, имеющему 100 млн. активов и 5 млн. капитала, 10% кредитов (10 млн.) не будут возвращены, то банк обанкротится. Если бы размер капитала банка был 12 млн., то банкротства можно было бы избежать. В США отношение капитала к активам установлено для банков на уровне 5,5%. Такие коэффициенты применяются также в большинстве стран мира для сокращения стоимости займов правительством у КБ через продажу государственных долговых обязательств. Рост уставных коэффициентов ликвидности сокращает предложение денег.

- *Целевые кредиты* (directed credits) — кредиты, предоставляемые центральным банком коммерческим банкам для финансирования определенных проектов в соответствии с государственными приоритетами, преимущественно на государственных предприятиях. Применяются большинством стран с переходной экономикой. Увеличивают предложения денег.

Инструменты бюджетной политики

Высокие уровни бюджетного дефицита являются наиболее типичной характеристикой стран, находящихся в ситуации экономического кризиса. Превышение расходов над доходами создает излишний спрос в экономике, который ведет к инфляции. В данном случае управление спросом не может свестись лишь к изысканию дополнительных мер

увеличения доходов от налогообложения и сокращения текущих расходов. Например, рост налогов может лишь временно сократить дефицит государственного бюджета, главной проблемой которого является экономически необоснованный уровень расходов. В результате рост налогов может только спровоцировать еще большие государственные расходы и тем самым усугубить дефицит. Поэтому главной задачей использования инструментов бюджетной политики является такая корректировка бюджетной системы, которая позволила бы обеспечить приемлемый уровень бюджетного дефицита и рост бюджетных доходов, соизмеримый с ростом экономики в целом. Приемлемость уровня бюджетного дефицита обычно не означает его равенства нулю, а скорее возможность его неинфляционного финансирования за счет внутренних и внешних источников.

- *Политика доходов / налоговая политика* (revenue / tax policy) — набор инструментов бюджетной политики, обеспечивающих финансирование операций правительства и являющихся одним из инструментов макроэкономической корректировки.

Налоги, как известно, разделяются на следующие две широкие категории:

- *Прямые налоги* (direct taxes) — регулярные налоговые отчисления, выплачиваемые центральным или местным органам государственной власти физическими и юридическими лицами со всех видов получаемых доходов, включая прибыль и доходы от собственности.

- *Косвенные налоги* (indirect taxes) — регулярные налоговые отчисления, выплачиваемые производителями при производстве, продаже, покупке и конечном использовании товаров и услуг, относимых на производственные расходы. Включают налог на продажу, налог с оборота, налог на добавленную стоимость, акцизные сборы, импортные и экспортные пошлины, налог на различ-

ные виды монопольной деятельности и др.

Прямые налоги считаются более справедливыми и беспристрастными, однако от них легко уклоняться и их излишний рост может оказаться препятствием для развития производства и инвестиций. Косвенные налоги полагаются менее справедливым и беспристрастным методом налогообложения, поскольку они сильнее влияют на отрасли и предприятия с низкими доходами, однако их легче собирать и от них сложнее уклониться. Соответственно, в распоряжении властей имеются следующие основные налоговые инструменты, которые можно использовать в целях макроэкономической корректировки:

- *Налог на продажу (sales tax)* — общий налог с унифицированной ставкой, взимаемый со стоимости товаров, продаваемых в розничной и оптовой торговле. Его преимущество заключается в том, что его налоговая база очень широка — все товары и услуги, являющиеся предметом купли-продажи; его относительно легко собирать и контролировать. Слабая сторона состоит в том, что один и тот же товар, двигаясь через сбытовую сеть от оптового торговца через розничного к конечному потребителю, может оказаться предметом обложения налогом на продажу несколько раз. Чтобы избежать этого, применяется одностадийный налог на продажу (single-stage sales tax). Широко используется в США.

- *Налог на добавленную стоимость, НДС (value-added tax, VAT)* — вид косвенного налога, взимаемого с общей суммы произведенной добавленной стоимости товара или услуги. Этот вид налога считается наиболее справедливым, поскольку не делает различия между различными видами экономической деятельности и накладывается только на стоимость, добавленную обработкой, исключая тем самым возможность многократного налогообложения товара на различных этапах его производства. Используется большинством развитых стран, прежде всего в Западной Европе.

- *Акцизный налог (excise tax)* — вид косвенного налога, имеющий целью ограничение потребления отдельных видов продукции (алкоголь, топливо, ювелирные изделия и т.д.); обеспечение финансирования определенных проектов (налог на автотранспортные средства для финансирования строительства дорог) и пополнение бюджета. Этот вид налога накладывается как на национальные, так и на импортные товары.

- *Импортные пошлины (import duties)* — вид косвенного налога, накладываемого на ввозимые из-за рубежа товары и используемого для регулирования объемов и структуры импорта. Обычно активно используется развивающимися странами как средство пополнения бюджета и как средство защиты неокрепших отраслей от иностранной конкуренции. Прост в администрировании и легко собираем.

- *Экспортные налоги (export taxes)* — вид косвенного налога, накладываемого на вывозимые за рубеж товары и используемого для регулирования объемов и структуры экспорта. Применяется крайне редко, прежде всего в развивающихся странах и странах с переходной экономикой для пополнения бюджета, переориентации производства на местный рынок. Обычно вводится на ограниченный промежуток времени для оттягивания в бюджет части доходов предпринимателей, возникших в результате резкого роста цен на экспортную продукцию данной страны или из-за увеличения экспорта в результате девальвации национальной валюты.

- *Подходный налог (income tax)* — вид прямого налога, который выплачивается физическими лицами по законодательно определенным ставкам.

- *Корпоративный налог (corporate tax)* — вид прямого налога, выплачиваемого с прибыли предприятий по законодательно установленным ставкам.

Эти, так же как и многие другие, налоговые инструменты могут использоваться правительством не только как средство сбора денег в государственную казну, но и как механизм стимулиро-

вания отдельных отраслей или видов деятельности. Стимулирование в целях макроэкономической корректировки может осуществляться как за счет временного или постоянного снижения ставок определенных видов налогов, так и через предоставление налоговых льгот, налоговых кредитов и налоговых изъятий, нацеленных на улучшение условий хозяйствования в отдельных регионах, отраслях или сферах деятельности. Эффект роста бюджетных поступлений может быть достигнут за счет увеличения ставки налогов, увеличения числа налогов, расширения налоговой базы и снижения уровня неуплаты налогов. Во многих странах проблема собираемости налогов проистекает не только и не столько из-за отсутствия механизма принуждения к уплате налогов, сколько из-за недостатков самой налоговой системы и может быть решена только через ее коренную реформу.

@ *Политика расходов* (expenditure policy) — набор инструментов бюджетной политики, обеспечивающих целенаправленное распределение бюджетных средств и являющихся одним из инструментов макроэкономической корректировки.

Сокращение государственных расходов является одним из наиболее болезненных путей макроэкономической корректировки, ведущих к приемлемому уровню бюджетного дефицита. Расходы бюджета разделяются, как известно, на:

- *Текущие расходы* (current expenditures) — расходы государства на потребление (выплату зарплат госслужащим, закупку товаров и услуг, ликвидацию чрезвычайных ситуаций) и выплату процента по внутреннему и внешнему долгу и субсидии и переводы средств (в местные бюджеты, государственным предприятиям, частному сектору и пр.).

- *Капитальные расходы* (capital expenditures) — расходы государства на инвестиции в основные фонды и переводы капитального характера (государ-

ственным предприятиям, местным бюджетам и пр.).

Соответственно, государство может манипулировать любыми статьями расходов для достижения целей макроэкономической корректировки. Наиболее часто используются следующие инструменты:

- *Контроль за уровнем зарплат в государственном секторе* (control of public sector wages and salaries) — находящийся под прямым контролем правительства инструмент бюджетной политики, предусматривающий выполнение жестких инструкций относительно увеличения зарплаты государственным служащим. Правительство может принять решение о замораживании зарплат на определенный промежуток времени или о том, что их рост не должен превышать определенную величину. Во многих странах такие правительственные инструкции служат ориентиром и для частного сектора, который также заинтересован в сокращении издержек. Будучи эффективным инструментом в краткосрочной перспективе для резкого ограничения бюджетных расходов, контроль над уровнем доходов в государственном секторе может привести к оттоку квалифицированных кадров из государственного сектора в частный.

- *Контроль за выплатой процента* (control of interest payments) — снижение масштабов выплат по обслуживанию государственного долга, как внутреннего, так и внешнего, которые зависят от его размеров и уровня процентной ставки, по которой производились займы. Если по прошлым займам сократить выплаты практически невозможно, то текущее и будущее заимствование средств, особенно на внутреннем рынке, должно производиться под минимально возможный процент, чтобы сократить долю этой статьи в расходной части бюджета. В этих целях правительства, в том числе в России в конце 1996 — начале 1997 г., предпринимают ряд шагов по снижению доходности государственных долговых обязательств.

• *Контроль за прочими выплатами* (control of other expenses) — снижение объемов выплат по системе социального страхования, пенсий, пособий, переводов в местные бюджеты, субсидий, расходов на образование, здравоохранение и прочих расходов. Очевидно, что часть этих расходов социально очень значима, а посему возможности маневра государства в этой сфере весьма ограничены. С другой стороны, некоторые расходы, особенно связанные с вопросами безопасности, — военные расходы, расходы на разведку, полицию, пожарную охрану, внутреннюю безопасность и пр. — обычно поддерживаются сильнейшим политическим лобби в виде военных подрядчиков и финансируемых ими членов парламента, что также ограничивает возможности правительства по их снижению.

• *Контроль за инвестиционными расходами* (control of investment outlays) — сокращение государственных инвестиций. Поскольку в большинстве случаев главным приоритетом инвестиционной программы правительства является социальная инфраструктура (больницы, школы, детские сады и пр.), а также средства коммуникаций (дороги, метро, аэропорты и пр.), то любое снижение капитальных расходов бюджета может означать одновременное снижение социального уровня жизни в стране.

Финансирование дефицита бюджета происходит за счет внутренних или внешних займов. Соответственно в распоряжении правительства имеется еще несколько инструментов бюджетной политики:

• *Продажа государственных ценных бумаг* (sale of government securities) — финансирование дефицита бюджета за счет займов у частного — банковского и небанковского — сектора. В отличие от налогов, которых теоретически частный сектор избежать не может, покупка государственных ценных бумаг является сугубо добровольным делом и может состояться только тогда, когда государство предлагает весьма интересный для част-

ного сектора процент за свои долговые обязательства. Государство вынуждено конкурировать за сбережения частного сектора с негосударственными источниками вложения средств. Кроме того, эффективное использование этого инструмента бюджетной политики предполагает наличие развитого фондового рынка, который существует далеко не во всех странах.

• *Потолок заимствования из-за рубли* (ceiling on foreign borrowing) — введение законодательных ограничений на максимально допустимые объемы внешнего долга и ежегодных зарубежных займов в целях финансирования бюджета. В краткосрочной перспективе межгосударственные займы могут быть приемлемым средством финансирования дефицита бюджета. Однако по мере нарастания внешней задолженности страны растут текущие платежи в ее погашение, так же как и выплата процентов по долгам, которые включаются в текущие бюджетные расходы. В результате проблема дефицита бюджета не просто усугубляется, но может приобрести структурный характер.

• *Задержка платежей и неплатежи* (floating debt and arrears) — инструмент бюджетной политики, предусматривающий отсрочку платежей за товары и услуги, закупаемые правительством, или невыплату средств по статьям расходной части бюджета. Этот инструмент, хотя и может использоваться для временного балансирования бюджета, весьма чреват долгосрочными отрицательными последствиями для экономики в целом. Несвоевременная выплата зарплат, пенсий и пособий приводит к тяжелым социальным последствиям. Невыплата поставщикам может обернуться целой цепочкой банкротств как производителей, так и финансирующих их банков, которым производители не смогут вернуть взятые для производства кредиты. Поставщики начнут завышать цены на товары, продаваемые правительству как плата за задержку платежей. В результате расходы бюджета в долгосрочной перспективе возрастут.

Инструменты внешнеэкономической политики

Для обеспечения сокращения спроса в распоряжении правительства наряду с инструментами денежной и бюджетной политики имеется также ряд инструментов внешнеэкономической политики. Некоторые из них оказывают воздействие как на спрос, так и на предложение, однако здесь классифицированы как инструменты контроля за спросом. Условно их можно подразделить на инструменты управления валютным курсом, инструменты торговой политики и инструменты управления внешним долгом.

@ *Управление валютным курсом* (exchange rate management) — политика государства относительно выбора режима валютного курса и поддержания его уровня.

• *Варианты политики валютного курса* (options for exchange rate policy) — выбор государством механизма курсообразования, который считается наиболее подходящим для конкретной экономической ситуации в данной стране.

В главе, посвященной стоимости валюты и валютному курсу, было показано, что режимов валютного курса великое множество — начиная от фиксации курса к одной валюте или корзине валют и кончая полностью независимым плаванием под воздействием спроса и предложения. Фиксированный валютный курс облегчает торговлю со страной, к валюте которой привязан курс национальной валюты и которая обычно является главным торговым партнером, способствует взаимному движению капитала, что считается признаком взаимного доверия. Однако если курс национальной валюты, привязанный только к одной иностранной валюте, изменится в отношении других валют, то такая жесткая фиксация может оказаться препятствием на пути макроэкономической корректировки, поскольку номинальный и, возможно, даже реальный курс останется неизменным, а номинальный и

реальный эффективный валютный курс начнет качаться. Такого эффекта можно попытаться избежать путем фиксации курса к корзине иностранных валют, что позволит стабилизировать номинальный эффективный валютный курс и до некоторой степени избежать отрицательных последствий от колебания импортных цен. Недостатками такого режима являются сложности его технического осуществления, ибо кросс-курсы валют в корзине меняются по несколько раз в день вследствие нестабильности курса национальной валюты к курсам других валют, привязанным к другим корзинам или к одной валюте; и наконец, падение доверия инвесторов, связанное с тем, что власти могут манипулировать составом и весами валют в корзине, которые часто не разглашаются. Независимое плавание позволяет валютному курсу быстрее и проще адаптироваться к изменившимся макроэкономическим условиям, эффективнее изолировать национальную экономику от международных шоков. Однако при таком режиме возникает целый комплекс проблем, связанных с невозможностью сколько-нибудь точного прогнозирования валютного курса. Напомним, что от режима валютного курса в критической степени зависит то, какие еще инструменты макроэкономической политики находятся в руках государства. При фиксированном валютном курсе страна практически полностью лишается денежных инструментов, располагая только бюджетными; при плавающем, напротив, бюджетные инструменты полностью неэффективны, а денежные становятся главным макроэкономическим рычагом.

• *Корректировка валютного курса* (exchange rate adjustment) — изменение курса национальной валюты с целью изменения относительных внутренних цен торгуемых товаров.

В подавляющем большинстве случаев такая корректировка принимает форму девальвации (снижения) курса национальной валюты. Ее главная задача — добиться переключения расходов с иностранных на национальные товары, уве-

личить экспорт, сократить импорт и улучшить тем самым торговый баланс, приведя в результате в норму соотношения уровня сбережений и инвестиций в экономике. Девальвация увеличивает внутреннюю цену торгуемых товаров по отношению к неторгуемым, поднимает общий уровень цен и сокращает тем самым уровень доходов и расходов в реальном выражении. Поскольку торговый баланс может улучшиться только при падении расходов в реальном выражении, политика девальвации должна сопровождаться набором мер по ограничению бюджетных расходов и роста денежной массы, чтобы не позволить в результате их увеличения свести на нет положительный эффект девальвации. Расчет точного масштаба девальвации национальной валюты, которая могла бы сократить дефицит торгового баланса до управляемого уровня, чрезвычайно сложен и практически невозможен. Приблизительным ориентиром обычно является курс параллельного (черного) рынка с поправкой на ограниченность его размера и существенной премией за риск осуществления нелегальных операций, которая закладывается в цену иностранной валюты. Другим ориентиром может служить динамика индекса реального эффективного валютного курса, который считается "правильным" на том историческом отрезке, где внешняя платежная позиция государства считалась устойчивой. Индекс на этом промежутке принимается за 100, и вычисляется его динамика в последующие годы. Существенный рост индекса означает снижение международной конкурентоспособности данной страны и косвенно свидетельствует о завышенности ее валютного курса. Исходя из этого, масштаб девальвации валюты может быть равным росту реального эффективного валютного курса по сравнению с периодом, принятым за базовый.

@ *Инструменты торговой политики* (trade policy measures) — меры государственной торговой политики, на-

правленные на расширение участия страны в международном разделении труда и стимулирование экономического роста.

Теория международной торговли, подробно рассмотренная в томе I настоящего учебника, однозначно свидетельствует, что чем больше страна использует потенциал международного разделения труда, тем выше темпы ее экономического роста. Поэтому набор инструментов, которыми располагает государство в рамках политики либерализации внешнеэкономических связей, сводится к двум основным группам — инструменты стимулирования экспорта (export promotion) и инструменты импортозамещения (import substitution). Разумеется, обеспечить полностью свободный от ограничений торговый режим невозможно, поэтому в большинстве стран макроэкономическая корректировка направлена на последовательное устранение препятствий на пути свободной торговли. Инструменты валютного курса играют важную роль в стимулировании торговли. Соответственно, в целях стимулирования высоккачественного роста страна может использовать следующие инструменты внешнеторговой политики:

- *Тарифные ограничения* (tariff restrictions) — инструмент регулирования внешней торговли с помощью таможенных пошлин и тарифных квот. В целях либерализации внешней торговли страны обычно отменяют экспортный тариф, унифицируют и максимально упрощают структуру импортного тарифа. Экспортный тариф, который использовался в качестве источника средств в госбюджет, заменяется внутренними налогами, импортный тариф используется для защиты молодых отраслей национальной промышленности, стимулирования местного производства, пополнения бюджета.

- *Нетарифные ограничения* (non-tariff restrictions) — регулирование внешней торговли с помощью количественных (квотирование, лицензирование,

“добровольные ограничения”), скрытых (государственные закупки, требования о содержании местных компонентов, технические барьеры, налоги и сборы) или финансовых (субсидии, кредитование, демпинг) инструментов. В целях либерализации торговли роль нетарифных ограничений должна сокращаться и замещаться более явными тарифными ограничениями. Позитивные списки товаров, которые могут импортироваться или экспортироваться, могут заменяться на весьма ограниченные негативные списки товаров, не разрешенных к экспорту или импорту, при том что всеми остальными товарами можно свободно торговать. На последующих этапах либерализации негативные списки товаров, запрещенных к импорту, конвертируются в списки товаров, на импорт которых накладываются квоты. Затем устраняется и квотирование, которое заменяется лицензированием импорта, поскольку с точки зрения воздействия на мировую торговлю лицензирование считается предпочтительным методом нетарифных ограничений по сравнению с квотированием. Квотирование импорта, не конкурирующего с местным производством, обычно вводится в связи с ухудшением торгового баланса в целом и должно быть устранено, как только появятся признаки его оздоровления.

@ *Управление внешним долгом* (external debt management) — комплекс инструментов внешнеэкономической политики, обеспечивающих поддержание уровня и структуры внешней задолженности на приемлемом уровне, не ставящем под вопрос перспективу долгосрочного роста страны.

Практически все страны мира, даже очень богатые, на том или ином отрезке своего развития прибегают к внешним займам. Главные принципы управления долгом заключаются в определении потенциала заимствования (capacity to borrow) и способности обслуживать внешний долг (ability to service the debt). Считается, что страна располагает до-

статочным потенциалом заимствования, если предельный продукт капитала превосходит процент, выплачиваемый по иностранным кредитам. Из закона о сокращающейся предельной производительности капитала следует, что страна не может полагаться только на заимствования из-за рубежа как основной источник экономического роста: рано или поздно процент по таким займам превысит рост предельного продукта капитала и экономический рост окажется отрицательным. Считается, что страна располагает достаточным потенциалом обслуживания внешнего долга, если процентная ставка по внешнему долгу ниже темпа роста экспорта, который является главным источником получения иностранной валюты. На практике управление внешним долгом связано с большой макроэкономической неопределенностью, которая не позволяет точно установить потенциал заимствования и обслуживания внешнего долга страны. Неопределенность возникает в силу того, что экспорт стран-должников зависит от развития событий на мировом рынке, прежде всего от потенциала импортеров, процентная ставка по кредитам основывается на проценте, складывающемся на мировом рынке капиталов, прогнозировать который чрезвычайно сложно; процентные ставки по текущим долгам могут также изменяться.

Основные инструменты управления внешним долгом следующие:

- *Официальный потолок заимствования* (formal ceiling on borrowing) — устанавливаемый органами законодательной власти предельный абсолютный объем внешней задолженности в течение каждого финансового или календарного года, который исполнительные органы не имеют права превышать. Если такой потолок устанавливается только для заимствований по межгосударственным каналам, то, исчерпав лимиты, государство может начать во все больших масштабах заимствовать средства на внутреннем рынке, вытесняя тем самым частный сектор, который останется

без кредита. Поэтому предпочтительным является такой законодательный механизм, который устанавливает потолок заимствования как для государственного сектора, так и для страны в целом.

• *Ограничение платежей по обслуживанию долга* (debt service ceiling) — соотношение платежей по обслуживанию долга к доходам от экспорта, не превышающее определенного процента. Может устанавливаться органами исполнительной или законодательной власти в месячном, квартальном или годовом исчислении. Обычно приемлемым уровнем считаются платежи по обслуживанию долга, не превышающие 20–25% доходов от экспорта.

• *Управление композицией внешнего долга* (foreign debt composition management) — поддержание приемлемой для страны структуры внешней задолженности с точки зрения уровня процента, условий и сроков платежа, валютного состава. Приемлемый состав внешней задолженности будет различным для разных стран, поскольку он зависит от существующей структуры валютных резервов страны, предполагаемого нового притока кредитов из-за рубежа, общей экономической ситуации в стране. Общие принципы управления внешней задолженностью следующие: сначала максимально использовать концессионные (льготные) займы и только потом прибегать к займам на коммерческих условиях; сроки кредитов должны быть максимально приближены к срокам получения прибыли от инвестиций, которые с их помощью финансируются; при плавающей ставке процента по кредитам необходимо спрогнозировать будущие платежи по обслуживанию долга при различных сценариях развития ситуации с процентной ставкой; валютный состав задолженности должен быть таков, чтобы валюты с наиболее нестабильным курсом занимали в ней как можно меньшую долю; чем выше абсолютный уровень задолженности и чем меньше гарантии получения новых кредитов в будущем, тем большими валют-

ными резервами должно располагать правительство.

Итак, управление спросом может осуществляться через использование определенных инструментов экономической политики, которые условно можно разделить на инструменты денежной политики, инструменты бюджетной политики, инструменты внешнеэкономической политики. Денежные инструменты бывают косвенными, воздействующими на спрос и предложение денег и регулирующими преимущественно предложение денег центральным банком (операции на открытом рынке, резервные требования, кредитные операции ЦБ), и прямыми, непосредственно влияющими на цены (процентные ставки) или количества (размеры кредитов) и регулирующими предложение денег коммерческими банками (контроль над процентными ставками, потолки межбанковского кредитования, уставные коэффициенты ликвидности, целевые кредиты). Инструменты бюджетной политики регулируют либо политику доходов, обеспечивающую финансирование операций правительства (прямые и косвенные налоги), либо политику расходов, представляющую собой целенаправленное распределение бюджетных средств (текущие и капитальные расходы), а также политику финансирования дефицита бюджета. Внешнеэкономические инструменты контроля за спросом можно подразделить на инструменты управления валютным курсом (выбор режима и уровня валютного курса), инструменты торговой политики (тарифные и нетарифные инструменты) и инструменты управления внешним долгом (официальный потолок заимствования, ограничение платежей по обслуживанию внешнего долга, контроль за структурой внешнего долга). Данная классификация инструментов макроэкономической политики, с помощью которых правительство может контролировать спрос, весьма условна, поскольку большинство их оказывает воздействие как на спрос, так и на предложение в открытой экономике.

4. РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ В ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКЕ

Макроэкономическая сбалансированность в процессе целенаправленной или автоматической корректировки может быть достигнута либо путем регулирования спроса с помощью инструментов, рассмотренных в предыдущем параграфе, либо путем регулирования предложения, либо путем некоторой комбинации мер, регулирующих и спрос, и предложение. Многие инструменты, регулирующие спрос, одновременно могут быть отнесены к инструментам, регулирующим предложение, особенно в рамках политики переключения расходов.

Роль политики регулирования предложения

Рост объемов и качества реального производства является не только ключевой задачей любой страны и любого правительства, но и важнейшим механизмом выправления дисбалансов в платежном балансе, особенно дефицита текущего баланса, и сокращения бремени внешней задолженности. Если инструменты регулирования спроса хороши для быстрой краткосрочной макроэкономической корректировки и исправления проблем, решение которых откладывать нельзя, то в долгосрочной перспективе они в своей большей части малоэффективны для достижения высококачественного роста.

@ *Политика регулирования предложения (supply-side policy)* — государственная политика, направленная на усиление заинтересованности и способности реального сектора производить товары и услуги при существующем уровне номинального совокупного спроса.

Политика регулирования предложения может приобретать различные конкретные формы в зависимости от основных макроэкономических параметров страны, в которых она осуществляется,

стоящих перед ней проблем и может быть разделена на две основные категории:

- инструменты, использование которых направлено на увеличение текущего производства путем повышения эффективности использования и распределения факторов производства — труда, капитала, земли и технологии. Они обычно направлены на устранение таких искажений, как контроль за ценами в той или иной форме, несовершенная конкуренция, налоги и субсидии, внешнеторговые ограничения, которые порождают существенные различия между ценами и предельными издержками;

- инструменты стимулирования долгосрочного роста производства путем создания условий для увеличения внутренних сбережений и инвестиций, улучшения системы образования и подготовки кадров и развития новых технологий. Важную роль играет также привлечение и эффективное использование иностранных сбережений в форме прямых инвестиций, займов или помощи развитию.

Если первая группа инструментов ориентируется прежде всего на улучшение распределения и использование имеющихся ресурсов, то вторая — на их рост в средне- и долгосрочной перспективе. Очевидно, что эти две группы инструментов тесно связаны друг с другом и взаимопересекаются. Например, инструменты расширения текущего производства сами по себе ведут к увеличению сбережений и росту объемов производства. Чтобы быть эффективной, политика управления предложением должна сопровождаться набором мер по структурной реформе экономики, которые могут включать многие меры, относящиеся к инструментам контроля за предложением: изменение валютного курса, систему ценообразования, механизм установления процентной ставки и т.д. Кроме того, для обеспечения эффективной политики управления предложением обычно требуются реформа на-

логовой и правовой системы, устранение субсидий, жесткое регулирование зарплат.

Инструменты улучшения размещения ресурсов

Улучшить размещение ограниченных по объемам факторов производства возможно за счет устранения многочисленных препятствий и искажений в рыночном механизме, возникающих в результате недостатков государственной экономической политики, несовершенства рыночной конкуренции, внутренних и внешних макроэкономических шоков и по многим другим причинам.

- *Совершенствование финансового посредничества.* Поскольку финансовая система играет ключевую роль в мобилизации сбережений и канализации их в наиболее прибыльные инвестиционные проекты, она должна быть устроена таким образом, чтобы максимально способствовать инвестиционной активности. В идеале в процессе реформ должны быть устранены все скрытые или явные препятствия на пути аккумуляции сбережений и их последующих инвестиций, такие как контроль за процентными ставками, который нередко делает их отрицательными в реальном выражении, централизованный контроль за распределением кредита, предоставление кредитов на льготных нерыночных условиях, излишне высокие резервные требования и прочие ограничения, определяемые нерыночным путем. Во многих, если не в большинстве развивающихся стран совершенствование финансового посредничества требует глубокой реформы всей банковской системы, включая приватизацию и даже ликвидацию нерентабельных государственных или полугосударственных банков.

- *Реформа государственных предприятий.* Поскольку государственные предприятия зачастую являются главным производителем ключевых товаров (нефть), важнейшим источником базовых

услуг (здравоохранение), контролируют инфраструктуру (железные дороги), то от эффективности их функционирования в значительной степени зависит эффективность размещения ресурсов. Опыт показывает, что во многих случаях государственные предприятия весьма неэффективны: они требуют государственных субсидий, характеризуются разросшейся бюрократией, раздутыми и малоквалифицированными штатами, принимают неграмотные инвестиционные решения, завышают цены на свои товары и пр. Реформа государственных предприятий может принимать одну из следующих форм: реабилитация (rehabilitation) — сокращение участия государства в повседневном управлении и поддержке государственного предприятия, которое начинает конкурировать наравне с аналогичными предприятиями частного сектора; приватизация (privatization) — продажа предприятий частным акционерам в расчете на повышение эффективности его функционирования в результате принятия более ответственных инвестиционных и производственных решений частными владельцами; ликвидация (liquidation) — устранение путем законодательно оформленного банкротства нерентабельных предприятий из структуры экономики.

- *Устранение контроля за ценами.* Субсидируемые или контролируемые цены являются одним из самых серьезных источников искажений в любой экономике, даже развитой. Наиболее типичным примером может служить субсидирование цен сельскохозяйственных продуктов, применяемое многими странами мира. Выполняя важную социальную функцию, контроль за ценами далеко не гарантирует, что скудные ресурсы будут размещаться наиболее эффективным способом. Конечно, наиболее предпочтительным с точки зрения управления предложением инструментом является полное устранение контроля за ценами. Если это невозможно по социальным или политическим причинам, тогда власти могут использовать различные способы корректировки цен,

время от времени приводящие их в соответствие с текущими рыночными ценами (индексацию).

- *Совершенствование рынка труда.* Искажения на рынке труда возникают в результате соглашений о фиксации зарплат или их индексации, которые не позволяют определять зарплату на основе баланса спроса и предложения рабочей силы, из-за сегментации рынка труда (официальный/неофициальный рынок труда, квалифицированный/неквалифицированный труд, городские/сельские работники, работники государственного/частного сектора и т.д.). В результате реальная зарплата, которая должна играть ключевую роль в размещении трудовых ресурсов, перестает быть таким фактором и замещается различного рода двусторонними и многосторонними соглашениями о фиксации зарплат, которые неминуемо искажают соотношение спроса и предложения на рынке труда. Разумеется, устранить все возможные искажения нельзя, особенно в странах с крепким профсоюзным движением. Однако следующие инструменты могут быть использованы, чтобы свести их к минимуму: устранение искусственных барьеров на пути миграции рабочей силы, создание законодательной системы, обеспечивающей равенство возможностей в поиске работы, развитие системы образования и переподготовки кадров дефицитных специальностей, проведение сбалансированной с частным сектором политики зарплат и их индексации в государственном секторе.

- *Диверсификация внешней торговли.* Страна может обеспечить наиболее эффективное использование ресурсов, если она в состоянии черпать эти ресурсы как изнутри страны, так и из-за рубежа, в зависимости от того, где они лучше и дешевле. Открытый внешнеэкономический режим наряду с товарной и страновой диверсификацией внешней торговли обеспечивает прямое сопоставление цены различных факторов производства, разумеется в условиях валютного курса, определяемого на рыночной основе.

Инструменты расширения производственных возможностей

ВНП расходуется на потребление и инвестиции. Темпы экономического роста зависят от пропорции разделения расходов на эти два компонента и темпов и источников роста инвестиций. Экономический рост в долгосрочной перспективе может быть достигнут только в результате увеличения инвестиций, которые, в свою очередь, зависят от уровня сбережений.

- *Стимулирование инвестиций* (investment incentives) — обеспечение роста абсолютного объема инвестиций и их качества.

Исследования показывают, что рост инвестиций достигается, с одной стороны, за счет роста их физического объема, но с другой — за счет роста их качества при неизменном физическом объеме. Причем вклад обоих компонентов в инвестиционный рост примерно одинаков. Рост физического объема инвестиций может быть обеспечен за счет следующих инструментов:

- *Налоговые льготы.* Правительство может предоставлять налоговые льготы и изъятия для стимулирования инвестиций в приоритетные отрасли или в экономику в целом. Такой эффект достигается, например, в результате снижения ставки налога на прибыль, снижения норм амортизации, сокращения налога на добавленную стоимость или налога на продажу. Очевидно, что оборотная сторона стимулирования объема инвестиций таким путем заключается в сокращении доходной части бюджета, что должно быть компенсировано либо нахождением новых источников доходов, либо сокращением расходов, что не всегда возможно.

- *Ограничение потребления.* Рост объема инвестиций возможен также за счет ограничения роста как государственного, так и частного потребления, что увеличит сбережения. Следовательно, любые рассмотренные выше меры, направленные на ограничение государственного потребления (сокращение го-

сударственных расходов) и частного потребления (рост процентной ставки), должны в принципе привести к росту инвестиций.

- *Сокращение издержек производства.* Абсолютный размер ресурсов, который можно инвестировать в экономику, можно увеличить за счет роста прибыльности производителей. Наиболее эффективные инструменты сокращения издержек производства следующие: ограничение роста или замораживание реальной зарплаты; сокращение расходов на коммунальные услуги (электроэнергию, воду, транспорт) путем введения государственного контроля или субсидирования их цен; аналогичный контроль за ценами местного сырья и материалов; обеспечение тарифной защиты от наплыва более дешевого импорта, конкурирующего с местным производством, и снижение тарифов на импортные компоненты; регулирование уровня банковского кредита через ограничение максимальной ставки по кредитам или депозитам; снижение курса национальной валюты для обеспечения роста доходов от экспорта.

Инструменты улучшения качества инвестиций следующие:

- *Позитивная реальная процентная ставка.* Поддержание такой ставки на уровне несколько выше мировой должно улучшить распределение инвестиционных ресурсов, поскольку инвестиции будут направляться в те отрасли и на те проекты, которые потенциально могут обеспечить адекватную доходность на эти инвестиции.

- *Усовершенствование системы оценки проектов.* Главная задача такой оценки заключается в подтверждении того, что прибыльность проекта будет, как минимум, не ниже, чем стоимость капитала, инвестируемого для его реализации. Ошибки в оценке прибыльности проектов, допускаемые многими странами, особенно в отношении заемных инвестиционных ресурсов, резко снижают отдачу от инвестиций, даже несмотря на рост их абсолютного объема.

- *Направление доли инвестиций на развитие “человеческого капитала” и инфраструктуры.* Инвестирование в образование и здравоохранение, а также в развитие дорог и систем коммуникаций резко увеличивает отдачу от инвестиций во все другие отрасли.

@ *Стимулирование сбережений* (saving incentives) — создание благоприятного климата для увеличения сбережений резидентов и привлечения сбережений нерезидентов.

Рост физического объема инвестиций зависит от скорости накопления необходимых для инвестиций сбережений и наличия благоприятного инвестиционного климата внутри страны, который не только не вынуждал бы местных инвесторов размещать свои капиталы за рубежом, но был бы достаточно привлекательным для иностранных инвесторов. Ключевые элементы для роста сбережений следующие: политическая и правовая стабильность, стабильность валютного курса, позитивная реальная процентная ставка, низкая и хорошо контролируемая инфляция, выборочные налоговые меры, стимулирующие сбережения.

Итак, политика регулирования предложения заключается в стимулировании заинтересованности и способности реального сектора производить товары и услуги при существующем уровне номинального совокупного спроса. Она включает две основные группы макроэкономических инструментов: использование которых направлено на увеличение текущего производства путем повышения эффективности использования и распределения факторов производства — труда, капитала, земли и технологии, и инструменты стимулирования долгосрочного роста производства путем создания условий для увеличения внутренних сбережений и инвестиций, улучшения системы образования и подготовки кадров и развития новых технологий. Первая группа инструментов обеспечивает улучшение распределения

и использование имеющихся ресурсов за счет совершенствования финансового посредничества, реформирования государственных предприятий, устранения контроля за ценами, совершенствования рынка труда и диверсификации внешней торговли. Вторая группа инструментов нацелена на обеспечение роста реально-

го производства в средне- и долгосрочной перспективе за счет стимулирования объема и качества инвестиций и стимулирования сбережений как материальной базы всяких инвестиций. Многие инструменты регулирования предложения одновременно могут использоваться и для регулирования спроса.

5. РЕЗЮМЕ

1. Макроэкономическая программа — совокупность существующих экономических условий, поставленных экономических целей и инструментов их достижения. Главной целью макроэкономической программы является устойчивость платежного баланса — поддержание сбалансированности международных платежей на фоне приемлемых темпов долгосрочного неинфляционного роста. Другие цели включают подавление инфляции, снижение ее до уровня, совместимого с долгосрочным ростом; достижение стабильного уровня международной платежеспособности; гарантии приемлемого социального уровня жизни населения. Макроэкономическая программа обычно состоит из следующих ключевых элементов: цели, временные рамки, определение стратегии, инструменты ее реализации, последовательность их использования и надзор за исполнением. Макроэкономическая программа включает переменные, являющиеся ее целями, эндогенные и экзогенные переменные и переменные, являющиеся инструментами экономической политики. Процесс макроэкономического программирования заключается в определении размеров переменных, являющихся инструментами, которые обеспечивают достижение поставленных целей. Макроэкономическая корректировка — процесс приспособления экономики к изменившимся внешним и внутренним условиям в результате как автоматического действия законов открытой экономики, так и целенаправленного осуществления правительством поли-

тики управления спросом и предложением.

2. Базовая теоретическая модель макроэкономической программы для открытой экономики предполагает существование в стране, для которой она составляется, краткосрочной разбалансированности платежного баланса, фиксированного валютного курса и надежной оценки роста реального ВВП и уровня инфляции. В рамках базовой модели оценивается перспектива изменения чистого внутреннего кредита, которое может обеспечить достаточное для финансирования платежного баланса изменение чистых международных резервов при заданном функцией спроса на деньги росте широких денег в целом. Первое расширение базовой модели позволяет прогнозировать композицию платежного баланса путем оценки объемов платежей за импорт, согласующихся с планируемыми масштабами поступлений от экспорта, изменениями притока капитала и изменениями чистых международных резервов. Второе расширение базовой модели позволяет прогнозировать бюджетный баланс — размер дефицита бюджета, который может быть профинансирован за счет внутреннего кредита правительству и кредитования правительства из-за рубежа. Третье расширение базовой модели позволяет прогнозировать в рамках баланса центрального банка размер его кредита, который обеспечит изменение международных резервов, достаточное для финансирования платежного баланса. Если в стране существует плавающий валютный курс, то его изменения в течение года должны

быть учтены в процессе программирования. В целом модель макроэкономического программирования в условиях открытой экономики определяет три ключевые макроэкономические переменные — изменение чистых международных резервов, изменение чистого внутреннего кредита центрального банка и изменение чистого кредита правительству со стороны денежной системы в целом, которые позволяют осуществлять мониторинг реализации макроэкономической программы.

3. Управление спросом может осуществляться через использование определенных инструментов экономической политики, которые условно можно разделить на инструменты денежной политики, инструменты бюджетной политики, инструменты внешнеэкономической политики. Денежные инструменты бывают косвенными, воздействующими на спрос и предложение денег и регулируемыми преимущественно предложением денег центральным банком (операции на открытом рынке, резервные требования, кредитные операции ЦБ), и прямыми, непосредственно влияющими на цены (процентные ставки) или количества (размеры кредитов) и регулируемыми предложением денег коммерческими банками (контроль над процентными ставками, потолки межбанковского кредитования, уставные коэффициенты ликвидности, целевые кредиты). Инструменты бюджетной политики регулируют либо политику доходов, обеспечивающую финансирование операций правительства (прямые и косвенные налоги), либо политику расходов, представляющую собой целенаправленное распределение бюджетных средств (текущие и капитальные расходы), а также политику финансирования дефицита бюджета. Внешнеэкономические инструменты контроля за спросом можно подразделить на инструменты управления валютным курсом (выбор режима и уровня валютного курса), инструменты торговой политики (тарифные и нета-

рифные инструменты) и инструменты управления внешним долгом (официальный потолок заимствования, ограничение платежей по обслуживанию внешнего долга, контроль за структурой внешнего долга). Данная классификация инструментов макроэкономической политики, с помощью которых правительство может контролировать спрос, весьма условна, поскольку большинство их оказывает воздействие как на спрос, так и на предложение в открытой экономике.

4. Политика регулирования предложения заключается в стимулировании заинтересованности и способности реального сектора производить товары и услуги при существующем уровне номинального совокупного спроса. Она включает две основные группы макроэкономических инструментов: инструменты, использование которых направлено на увеличение текущего производства путем повышения эффективности использования и распределения факторов производства — труда, капитала, земли и технологии, и инструменты стимулирования долгосрочного роста производства путем создания условий для увеличения внутренних сбережений и инвестиций, улучшения системы образования и подготовки кадров и развития новых технологий. Первая группа инструментов обеспечивает улучшение распределения и использование имеющихся ресурсов за счет совершенствования финансового посредничества, реформирования государственных предприятий, устранения контроля за ценами, совершенствования рынка труда и диверсификации внешней торговли. Вторая группа инструментов нацелена на обеспечение роста реального производства в средне- и долгосрочной перспективе за счет стимулирования объема и качества инвестиций и стимулирования сбережений как материальной базы всяких инвестиций. Многие инструменты регулирования предложения одновременно могут использоваться и для регулирования спроса.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. В чем заключаются цели макроэкономических программ? Какова их приоритетная цель?

2. Как классифицируются макроэкономические программы по целям и по срокам их реализации?

3. Назовите основные компоненты макроэкономических программ и типы используемых в них переменных.

4. Дайте определения макроэкономической корректировки, управления спросом и управления предложением.

5. Каковы допущения модели базового баланса?

6. В соответствии с базовыми тождествами ответьте, из каких компонентов состоит денежная масса и как определяется изменение международных резервов.

7. На каком тождестве основывается "чикагская версия" монетаристского подхода к корректировке платежного баланса?

8. Каковы способы финансирования отрицательного сальдо текущего платежного баланса?

9. Назовите основные стадии программирования базового баланса.

10. Какими способами можно оценить стоимостные объемы импорта?

11. Назовите основные стадии программирования платежного баланса.

12. Каковы основные источники финансирования дефицита бюджета?

13. Назовите основные стадии программирования бюджетного баланса.

14. В каком случае требуется программирование баланса центрального банка?

15. Назовите основные стадии программирования баланса центрального банка.

16. Как учитываются изменения валютного курса при макроэкономическом программировании?

17. Назовите косвенные инструменты денежной политики, используемые для регулирования спроса.

18. Назовите прямые инструменты денежной политики, используемые для регулирования спроса.

19. Каковы основные инструменты регулирования спроса с помощью политики доходов?

20. В чем отличие прямых и косвенных налогов?

21. Каковы основные инструменты регулирования спроса с помощью политики доходов?

22. Назовите основные инструменты внешнеэкономической политики, используемые для регулирования спроса.

23. Каковы инструменты улучшения размещения ресурсов, используемые для регулирования предложения?

24. Каковы инструменты расширения производственных возможностей, используемые для регулирования предложения?

25. Почему стимулирование сбережений является важной предпосылкой роста предложения?

Проблемы для обсуждения

26. Всегда ли достижение внутреннего и внешнего баланса является необходимой предпосылкой для обеспечения высококачественного роста? Возможен ли рост в условиях дисбалансов?

27. Теория описывает базовые макроэкономические равенства, необходи-

мые для достижения общего баланса, однако игнорирует тот факт, что изменения в экзогенных переменных могут повлечь за собой изменения в эндогенных переменных только по прошествии определенного времени. Корректировка не может происходить немедленно. Каково ваше мнение?

28. Составление макроэкономического баланса открытой экономики предполагает определенную последовательность программирования. Насколько эта последовательность важна для точности получаемых результатов? Может ли, например, платежный баланс быть спрограммирован до программирования базового баланса?

29. Если финансовое программирование основано на денежных равенствах, означает ли это, что оно носит монетаристский характер? До какой

степени кейнсианская и неокейнсианская модели открытой экономики совместимы с моделью финансового программирования?

30. Совместима ли макроэкономическая корректировка, исходящая из принципов финансового программирования, с задачами долгосрочного роста и структурных реформ? На какие инструменты — регулирования спроса или предложения — должно ориентироваться правительство в процессе стратегического планирования развития страны?

Задачи

31. Чистые международные резервы России в 1994 г. (конец периода, трлн. руб.).

А. Рассчитайте изменение чистых валютных резервов и их компонентов на конец каждого квартала в рублях и в долларах.

Б. Изменение в каком компоненте чистых резервов повлияло сильнее всего на изменение резервов в целом?

В. Чему равна в рублях разность изменения денежной массы и внутреннего кредита России на конец года?

Г. Можно ли по имеющимся данным сделать вывод о том, что именно привело к падению резервов в третьем квартале?

32. Номинальный ВВП России по конечному использованию (Y) составил 630 трлн. руб. в 1994 г. и 2500 трлн. руб. в 1995 г. (в текущих ценах). Индекс потребительских цен (CPI) составил 128 в 1994 г. и 86 в 1995 г.

Рассчитайте спрос на деньги (M_2) в 1994 и 1995 гг., если:

а) широкие деньги на протяжении нескольких последних лет составляли примерно 15% ВВП;

б) установленная с помощью линейной регрессии бихевиористская зависимость между размером номинального ВВП и денежной массой следующая:
в 1994 г. $M_2 = -0,26259Y + 257$;
в 1995 г. $M_2 = 0,87341Y - 1797$;

в) установленная с помощью линейной регрессии бихевиористская зависимость между размером реального ВВП и денежной массой в 1994 г. следующая:
 $M_2 / CPI = 0,59967Y + 2,0572CPI - 340$.

33. В 1994 г. сальдо текущего баланса России составило 0,6 млрд. долл., международные резервы в конце 1993 г. — 7950 млрд. руб., а в конце 1994 г. — 8150 млрд. руб. при среднем обменном курсе 1 долл. = 2000 руб.

А. Каков объем движения иностранного капитала?

	Март	Июнь	Сентябрь	Декабрь
Чистые резервы,	8,9	12,6	6,6	8,1
в т.ч. золото	5,3	4,9	6,8	9,0
иностранная валюта в ЦБ	5,7	9,4	6,0	10,4
иностранная валюта в Минфине	-2,1	-1,7	-6,2	-11,3
Мемо: средний курс (руб. за долл.)	1577	1878	2175	3182

	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.
Широкие деньги	6,1	32,8	96,4	221,0
Резервные деньги	2,9	15,6	45,9	105,4

Б. Был ли приток или утечка капитала?

34. Учитывая информацию, содержащуюся в предыдущих задачах, рассчитайте размеры платежей за импорт России в 1994 г., если:

а) рост резервов составил 1 млрд. долл., экспорт — 51 млрд. долл. и отток капитала — 10 млрд. долл.;

б) импорт зависит от уровня дохода следующим образом:

$$IM = 0,85735Y + 307,8.$$

35. Исходя из следующих данных о размере денежной массы в России (трлн. руб.),

а) чему равен денежный мультипликатор?

б) свидетельствует ли его динамика о том, что ЦБ может контролировать денежную массу?

36. Рассчитайте изменение международных резервов России в 1994 г. в долларах, используя валютный курс:

а) на конец квартала для оценки запасов;

б) преобладавший в предыдущем квартале (курс на декабрь 1993 г. — 1 долл. = 1240 руб., резервы — 9 трлн. руб.) для оценки потоков;

в) среднегодовой валютный курс для оценки потоков.

Критически оцените полученные результаты.

Глава 10

ПРОГРАММИРОВАНИЕ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА

— Доход коммерческого предприятия от продажи товаров, — продолжал Кирсанов, — распадается на три главные части: одна идет на жалование рабочим; другая — на остальные расходы предприятия: наем помещения, освещение, материалы для работы; третья остается в прибыль хозяину.

Н. Чернышевский. "Что делать?"

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Баланс инвестиций и сбережений
Валовой внутренний продукт
Валовой национальный доход
Валовой национальный
располагаемый доход
Возрастающее соотношение
капитала/производства
Доход
Запасы
Индекс потребительских цен
Производство

Показатели
номинальные
реальные
Потоки
Скрытый дефлятор ВВП
Система национальных счетов
Цена
базовая
покупателя
производителя
рыночная

1. СТРУКТУРА РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА

Хотя современные статистики, наверное, спорили бы об определениях, Кирсанов в принципе правильно перечислил параметры, на основе которых можно оценить объем производства конкретного предприятия. Программирование реального сектора заключается в определении текущего уровня реального производства не одного, а всех предприятий страны и тенденции его развития в среднесрочной перспективе.

Измерение производства

Из огромного количества показателей, которые могут быть использованы для оценки развития событий в реальном секторе, необходимо выбрать тот, который может служить общим знаме-

нателем для практически любых межсекторальных и межстрановых сопоставлений. Таким показателем является валовой внутренний продукт, и все остальные показатели денежного, бюджетного и внешнего секторов в целях сопоставимости могут быть выражены как процент от ВВП. Валовой внутренний продукт, как наиболее базовый статистический показатель, рассчитывается на основе разработанной международными организациями системы национальных счетов (СНС).

@ Система национальных счетов, СНС (System of National Accounts, SNA) — статистическая система учета различных видов экономической деятельности, показывающая объем реального производства за определенный период времени, определяющая вклад

Пример 10.1

Казахстан: ВВП по секторам производства, 1993–1995 гг.

	1993 г.	1994 г.	1995 г.
(в млн. тенге)			
1. Промышленность	8 338	115 480	170 344
2. Сельское хозяйство	4 223	53 442	31 040
3. Строительство	2 478	40 732	32 398
4. Транспорт и связь	2 135	35 492	23 928
5. Торговля и общественное питание	1 306	37 197	35 996
6. Другие отрасли	13 101	167 658	196 505
7 = 1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 ВВП	33 573	451 994	492 205
(в процентах)			
1. Промышленность	25	26	35
2. Сельское хозяйство	15	12	6
3. Строительство	8	9	7
4. Транспорт и связь	6	8	5
5. Торговля и общественное питание	7	8	7
6. Другие отрасли	39	37	40
7 = 1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 ВВП	100	100	100
Меморандум: Рост реального ВВП (в процентах)	-12	-25	-11

Производство номинального ВВП Казахстана (в текущих ценах) сгруппировано в шесть основных секторов, из которых главным является промышленность. Из-за высокой инфляции реальный рост производства был резко отрицательным, т. е. производство падало.

основных секторов и факторов производства в совокупное производство¹.

СНС служит статистической основой анализа состояния экономики в конкретный момент времени, базой межвременных сопоставлений тенденций экономического развития страны, мерой сопоставления текущего состояния экономики с существующим в ней потенциалом, базой осуществления межстрановых сопоставлений. В соответствии с СНС экономика состоит из институциональных единиц — экономических агентов, имеющих активы, способных приобретать обязательства и вступающих в экономические сделки с другими эконо-

мическими единицами. СНС отличает национальную экономику от остального мира по принципу того, является ли экономический агент резидентом, а не по принципу его национальности или валюты, в которой он совершает сделки. Резидентом признается институциональная единица, имеющая центр экономических интересов на экономической территории данной страны, т.е. если она там физически расположена и осуществляет экономическую деятельность по меньшей мере в течение года. Экономической территорией страны считается географическая территория, руководимая правительством, в рамках которой люди, товары и капитал могут перемещаться без ограничений. Кроме того, в экономическую территорию включаются воздушное пространство, территориальные воды, континентальный

¹ *System of National Accounts, 1993. CEC, IMF, OECD, UN, World Bank.* — Brussels — N. Y. — Paris — Wash., D.C., 1993.

шельф, принадлежащие данной стране территориальные анклавы в других странах (посольства, консульства, военные базы и пр.), свободные экономические зоны и оффшорные компании.

Большинство стран с переходной экономикой, которые использовали вместо СНС концепцию чистого материального продукта (ЧМП), перешли на СНС. Основное различие между двумя концепциями измерения реального производства заключалось в том, что ЧМП исключал из ВВП большую часть стоимости, добавленной в секторе услуг (так называемые нематериальные услуги), и амортизацию.

@ *Валовой внутренний продукт* (gross domestic product, GDP) в рыночных ценах может быть определен:

• Со стороны реального производства как сумма валовой добавленной стоимости, произведенной резидентами во

всех секторах экономической деятельности (output, O_n), минус их промежуточные издержки (intermediate inputs, i_n):

$$GDP = (O_1 + O_2 + O_3 + \dots + O_n) - (i_1 + i_2 + i_3 + \dots + i_n). \quad (10.1)$$

Пример 10.1 показывает, как можно рассчитать ВВП по секторам производства, предполагая, что показатели каждого сектора уже являются разностью добавленной стоимости и издержек.

• Со стороны конечного использования ВВП рассчитывается как сумма расходов на потребление (C), инвестиции (I) и чистого экспорта товаров и нефакторных услуг [чистый экспорт равен экспорту товаров и нефакторных услуг (X) минус импорт товаров и нефакторных услуг (IM):

$$GDP = C + I + (X - IM). \quad (10.2)$$

• Со стороны доходов ВВП рассчитывается как сумма зарплаты (W), операционного избытка (operating surplus, OS)

Пример 10.2

Россия: номинальный ВВП по конечному использованию, 1991–1994 гг.

	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.
(в трлн. рублей)				
1 = 2 + 3 + 4 ВВП	1,3	18,4	169,7	612,8
2. Потребление	0,8	9,2	103,3	414,0
частное потребление	0,6	6,2	65,2	245,6
государственное потребление	0,2	3,0	38,1	168,4
3. Инвестиции	0,5	6,4	53,2	176,4
4. Чистый экспорт	0	2,8	13,2	22,4
(в процентах от ВВП)				
1 = 2 + 3 + 4 ВВП	100	100	100	100
2. Потребление	62	50	61	67
частное потребление	46	34	38	40
государственное потребление	15	16	22	27
3. Инвестиции	38	35	31	29
4. Чистый экспорт	0	15	8	4

ВВП России по конечному использованию значительно вырос в номинальном выражении вследствие высокой инфляции в 1991–1994 гг., тогда как реальный ВВП падал. Доля потребления, особенно государственного, в номинальном ВВП значительно возросла, что могло отражать растущие бюджетные расходы на текущее государственное потребление. Доля инвестиций, так же как и положительное сальдо торгового баланса (чистый экспорт товаров и нефакторных услуг), сократилась, что обычно является свидетельством кризисного состояния экономики.

Пример 10.3

Словения: ВВП по доходам, 1992–1995 гг. (в млрд. толарсов, в текущих ценах)				
	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.
1 = 2 + 3 + 4 – 5 ВВП	1018	1464	1846	2199
2. Зарплата занятых	653	892	1063	1263
3. Операционный избыток, в т.ч.	239	373	515	600
амортизация	203	245	314	376
чистая прибыль	-152	-61	-25	0
4. Косвенные налоги	151	229	304	376
5. Субсидии	25	30	36	40

(рента+процент+прибыль+амортизация) и косвенных налогов минус субсидии (*ITS*):

$$GDP = W + OS + ITS. \quad (10.3)$$

Пример 10.3 содержит расчет ВВП со стороны доходов на примере Словении.

В рамках данного измерения ВВП мож-

но выделить ВВП в ценах факторов производства ($GDP \text{ at factor cost} = W + OS$), который является измерителем доходов и показывает оставшуюся для распределения после уплаты налогов сумму. Только ВВП является измерителем объемов производства или выпуска товаров и услуг, будь то в текущих или постоянных

ТАБЛИЦА 10.1

Расчет показателей производства и дохода в СНС

Производство	Доходы	Расходы
Промышленность +	Зарплата +	Потребление +
сельское хозяйство +	рента +	инвестиции +
строительство +	процент +	экспорт –
услуги +	прибыль +	импорт =
другие отрасли =	амортизация =	
	=ВВП в ценах факторов производства	
	+ косвенные налоги	
	– субсидии	
=ВВП в рыночных ценах	=ВВП в рыночных ценах	=ВВП в рыночных ценах
	+ чистый факторный доход	+ чистый факторный доход
	= валовой национальный доход	= валовой национальный доход
	+ чистые трансферты	+ чистые трансферты
	= валовой национальный располагаемый доход	= валовой национальный располагаемый доход
		– потребление
		= сбережения

ценах. Все остальные показатели производства измеряют уровень доходов.

В агрегированной форме механизм расчета показателей производства и доходов представлен в таблице 10.1.

Измерение дохода

Получаемые на базе ВВП показатели измеряют как производство, так и доход от деятельности иной, чем реальное производство. В практических целях наиболее важными переменными являются следующие:

- *Валовой национальный доход*, ВНД (gross national income, GNI), который в более ранних изданиях СНС назывался валовым национальным продуктом (ВНП), исчисляется как сумма ВВП и чистого факторного дохода (*YF*) — получения и оплаты процентов по займам плюс разность получения от оплаты доходов от зарубежных инвестиций по платежному балансу:

$$GNI = GDP + YF. \quad (10.4)$$

Чистые факторные доходы представляют собой разность поступлений и платежей за использование факторов производства — капитала и рабочей силы. Если она положительна, то на эту сумму увеличивается доход страны, но не ее производство.

- *Валовой национальный располагаемый доход*, ВНРД (gross national disposable income, GNDI) исчисляется как сумма ВНП и чистых трансфертов (*TR*) — разность получения и выплаты частных и государственных переводов по платежному балансу:

$$GNDI = GNI + TR. \quad (10.5)$$

Трансферты включают международные платежи, по которым ничего не по-

лучается и не должно быть получено взамен. Это — переводы мигрантов, дары, чрезвычайная экономическая помощь от зарубежных правительств или других организаций. Если чистые трансферты положительны, то они являются добавкой к совокупному доходу страны, но не к ее производству.

Итак, в основе оценки тенденций развития реального сектора лежит система национальных счетов, представляющая собой статистическую систему учета различных видов экономической деятельности, которая показывает объем реального производства за определенный период времени и определяет вклад основных секторов и факторов производства в совокупное производство. Только показатель валового внутреннего продукта (ВВП) измеряет реальное производство товаров и услуг. Все остальные показатели добавляют к производству фактор доходов и измеряют поэтому совокупный доход от производственной, а также иной деятельности. ВВП может быть рассчитан по секторам экономической деятельности (промышленность, сельское хозяйство и пр.), по конечному использованию (потребление, инвестиции, чистый экспорт) и по доходам (зарплата, операционный избыток, косвенные налоги минус субсидии). Сумма зарплат и операционного избытка (рента+процент+прибыль+амортизация) называется ВВП в ценах факторов производства. Добавление к этому показателю косвенных налогов за вычетом субсидий дает ВВП в рыночных ценах. Измерителями дохода являются валовой национальный доход (ВНД) и валовой национальный располагаемый доход (ВНРД). ВНД представляет собой сумму ВВП и чистого факторного дохода из-за рубежа. ВНРД — сумма ВНД и чистых трансфертов из-за рубежа.

2. ПРЕДСТАВЛЕНИЕ АГРЕГАТОВ

Главная задача анализа реального сектора — достоверно измерить и спрогнозировать производство товаров и ус-

луг и динамику всех цен в экономике (общего уровня цен, зарплаты, ренты, прибыли).

Основные параметры

В этих целях основные макроэкономические агрегаты могут представляться разными способами, в зависимости от того, какой именно показатель или тренд прогнозируется. Основные различия следующие:

- *Производство (output) — доход (income)*. Наиболее точным измерителем объема производства добавленной стоимости в физическом (тонны, штуки, киловатт/часы, погонные метры и т.п.) или в стоимостном (миллионы долларов, триллионы рублей и т.п.) выражении является только ВВП. Все остальные вышеопределенные показатели (ВНП, ВНДР и многочисленные встречающиеся в СНС вариации на их темы) добавляются к производству компонент дохода и являются, следовательно, измерителями совокупного дохода, а не только производства. Тем самым ответ на вопрос, насколько выросло производство страны, содержится только в изменении ВВП; ответ на вопрос, насколько увеличился доход страны, содержится в изменении ВНП, ВНДР или других показателей доходов в зависимости от того, как определяются доходы. В результате ответ на вопрос, насколько выросла экономика страны в прошлом году, может быть разным, в зависимости от того, что — производство или доход, какой именно доход — имеется в виду.

- *Потоки (flows) — запасы (stocks)*. Реальный сектор оперирует понятием потоков, представляющих собой экономическую деятельность за определенный промежуток времени (например, производство за год, месяц, квартал), и запасов, являющихся состоянием сектора на определенный момент времени (например, количество занятых на конец года). Связь запасов с потоками заключается в том, что запасы на конец, скажем, 1996 г. плюс потоки за 1997 г. должны равняться запасам на конец 1997 г. Потоки, приводящие к изменению стоимости запасов, могут быть результатом совершаемых сделок, стоимостных колебаний в результате изменения валют-

ного курса или инфляции (рост стоимости валютных резервов), естественных причин (землетрясение, разрушившее завод, сокращает запас капитала, а открытие нового месторождения природных ископаемых его увеличивает).

- *Валовые (gross) — чистые (net) показатели*. В СНС основные макроэкономические агрегаты могут показываться как в валовом, так и в чистом выражении². Теоретически для точного измерения объема производства необходимо использовать только чистые показатели, представляющие собой валовой показатель производства за вычетом промежуточных производственных затрат. Например, для подсчета стоимости производства хлеба можно просто сложить стоимость производства зерна, стоимость производства муки из этого зерна и стоимость производства самой буханки хлеба. Но в этом случае производство зерна будет подсчитано как минимум трижды. Поэтому в СНС учитывается только стоимость производства конечного продукта каждой отрасли за вычетом промежуточных затрат. Для перехода от валового показателя к чистому вычитается и амортизация основного капитала, т.е. износ самих станков и оборудования в процессе производства. Однако, несмотря на то что реальное производство должно измеряться в чистом выражении как чистый внутренний продукт, СНС использует концепцию валового внутреннего продукта, просто поскольку его легче рассчитать.

- *Номинальные (nominal) и реальные (real) показатели*. Номинальные показатели выражены в ценах текущего года,

² Валовые и чистые показатели СНС важно не путать с валовыми и чистыми показателями других секторов. В реальном секторе валовой показатель больше чистого на размер амортизации и промежуточных затрат. В других секторах чистый показатель означает совершенно иное. Например, чистый кредит правительству в денежном секторе означает валовой кредит минус депозиты правительства; чистые трансферты в платежном балансе означают разность поступлений и платежей по трансфертам и т.п.

реальные — в ценах некоторого года, принятого за базовый. Поэтому, например, реальный ВВП в 1995 г. можно называть ВВП в ценах 1990 г., если этот год является базовым. Рост номинального ВВП отражает одновременно рост физического объема производства товаров и рост их цен. Рост реального ВВП отражает только рост физического производства.

• *Факторные (factor cost) и рыночные (market price) цены.* ВВП в ценах факторов производства измеряет реальное производство и должен быть равен сумме всех доходов, получаемых экономическими агентами на использование имеющихся у них факторов производства. СНС не рассматривает косвенные налоги, уплачиваемые правительству, и субсидии, выплачиваемые правительством, как перераспределение дохода. ВВП в ценах факторов производства плюс косвенные налоги минус субсидии называется ВВП в рыночных ценах. Тем самым ВВП в ценах факторов производства всегда будет отличаться от ВВП в рыночных ценах на величину чистых косвенных налогов, которая будет положительной, если налоги больше субсидий, и отрицательной в обратном случае.

Качество данных

В подавляющем большинстве стран СНС развита недостаточно. Чаще всего статистические органы ежегодно рассчитывают только номинальный ВВП в разбивке по секторам и экономической деятельности и по направлениям расходов. В редких случаях эти же данные составляются на ежеквартальной основе. Качество национальных счетов обычно весьма посредственное, что приводит к искажениям в оценке ВВП. Статистика реального сектора обычно ведется центральным статистическим органом страны либо министерством планирования или экономики. В некоторых странах отсутствует единый орган подготовки национальных счетов, которые составляются различными министерствами, в результате чего могут возникать различ-

ные оценки одного и того же показателя. СНС, разумеется, не улавливает производство в теневом секторе экономики, контрабанду, недооценивает производство ТНК, использующих трансфертные цены. Поэтому для анализа, исходя из здравого смысла и имеющихся данных о других секторах, необходимо выбрать ту статистику, которая кажется наиболее надежной, и пересмотреть оценки национальных счетов, сделанные статистическими органами.

Главные параметры, на которые надо обратить особое внимание, следующие:

- Соответствие данных СНС данным бюджета. Правительственное потребление и правительственные инвестиции в идеале должны быть одинаковыми в СНС и в бюджете. Расхождения могут возникать в связи с тем, что бюджет составляется на основе принципа наращивания (accrual basis), в соответствии с которым доходы и расходы признаются в момент их возникновения, хотя наличными они еще не получены или не выплачены, тогда как в национальные счета данные заносятся на основе наличного учета или саборот. Национальные счета могут содержать оценки их составителей расходов на потребление и инвестиции внебюджетных фондов, если таковые имеются.

- Соответствие данных СНС данным платежного баланса. Опять-таки показатели экспорта и импорта товаров и нефакторных услуг в обоих случаях должны быть одинаковыми. Различия могут возникать из-за использования различного валютного курса (среднего за период, на конец периода) для конверсии данных платежного баланса в национальную валюту, из-за использования различных методов оценок размера торговли нефакторными услугами, которые обычно плохо улавливаются статистикой.

При пересмотре данных СНС желательно пользоваться первоисточниками. Если анализировать ВВП со стороны расходов, то сначала необходимо установить точное соответствие между чистым экспортом в ВВП и соответствующими данными платежного баланса. В резуль-

тате весь внутренний спрос (сумму инвестиций и потребления) можно рассматривать как остаточную величину. В данных об инвестициях правительственные инвестиции должны точно соответствовать инвестициям бюджета, а частные могут считаться остаточной величиной. Аналогичным образом правительственное потребление в национальных счетах должно точно соответствовать потреблению правительства, рассчитанному по бюджету, тогда как частное потребление может считаться остаточной величиной. Общий объем ВВП может быть увеличен на оценку производства в нелегальном секторе экономики, хотя такие оценки обычно весьма неточны. Наконец, все данные ВВП, и особенно те, что получены как остаточные величины, необходимо сопоставить с данными других методов экономики. Например, темп роста номинального ВВП должен быть близок к темпу роста широких денег и кредита частному сектору. Потребление не может быть больше, чем доходы от косвенных налогов. Импорт чаще всего не может расти быстрее, чем номинальный ВВП.

Итак, основные макроэкономические агрегаты могут представляться разными

способами, в зависимости от того, какой именно показатель или тренд прогнозируется. Наиболее точным измерителем объема производства добавленной стоимости является только ВВП. Все остальные показатели (ВНП, ВНРД) добавляются к производству компонент дохода и являются тем самым измерителями совокупного дохода, а не только производства. Показатели потоков представляют экономическую деятельность за определенный промежуток времени, а запасы — состояние сектора на определенный момент времени. Чистые показатели производства представляют собой валовой показатель производства за вычетом промежуточных производственных затрат. Номинальные показатели выражены в ценах текущего года, реальные — в ценах некоторого года, принятого за базовый. ВВП в ценах факторов производства всегда будет отличаться от ВВП в рыночных ценах на величину чистых косвенных налогов. Для анализа, исходя из здравого смысла и имеющихся данных о других секторах, необходимо выбрать ту статистику, которая кажется наиболее надежной, обратив особое внимание на соответствие данных СНС данным бюджета и платежного баланса.

3. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ РЕАЛЬНОГО ПРОИЗВОДСТВА

Точно определить будущие объемы производства в открытой рыночной экономике крайне сложно, практически невозможно. Прогнозируя реальный сектор, можно стремиться только определить преобладающие тенденции производства, исходя из того, что они определяются как возможностями производства товаров, так и спросом на них. Причем как спрос, так и предложение могут исходить как изнутри страны, так и из-за рубежа.

Оценка объема производства

Соответственно, будущее производство может оцениваться как со стороны

предложения, так и со стороны спроса. В самом общем случае, если потенциальный объем производства может быть больше существующего, оценивается следующая функция:

$$y = f(K, L, T, A), \quad (10.6)$$

где y — избранный показатель производства или дохода в реальном выражении (ВВП, ВНП, ВНРД);

K — капитал;

L — труд;

T — технология;

A — все другие факторы, могущие влиять на объемы производства.

Оценка будущего производства со стороны предложения означает, что су-

ществуют неиспользованные производственные мощности, безработица, ждущие применения технологические новинки, задействование которых в процессе производства приведет к росту его объемов. Однако в рыночной экономике предложение всегда следует за спросом и им определяется. Если спрос недостаточен, предприятия сокращают производство и персонал. Поэтому прогноз производства на долгосрочную перспективу может более ориентироваться на рост предложения, чем на спрос, тогда как краткосрочный прогноз производства скорее всего сильнее связан со спросом, чем с предложением.

Очевидно, что оценить сколько-нибудь точно функцию 10.6 можно, только располагая полными статистическими данными о капитале, занятости, инвестициях, которые сами являются функциями многих переменных. Для этого строится эконометрическая модель, покрывающая 15–20 лет, что возможно сделать только для весьма стабильных развитых стран. В подавляющем большинстве стран ни статистических данных, ни теоретической модели их анализа на столь большом временном промежутке не существует. Поэтому прогнозирование осуществляется на экстраполяции прошлых трендов, либо по отраслям экономической деятельности, либо, для небольших стран, по экономике в целом. Если предположить, что темпы роста реального ВВП в следующем году будут такими же, как в среднем за несколько прошедших лет, тогда эти темпы можно оценить исходя из простой формулы кумулятивного роста:

$$y_t = y_0(1 + r)^t, \quad (10.7)$$

где y_t — реальный ВВП в году t ;
 y_0 — реальный ВВП в базовом году;
 r — темп роста реального ВВП;

откуда темп роста ВВП³:

$$r = (t \sqrt[t]{\frac{y_t}{y_0}}) - 1. \quad (10.8)$$

³ Если темп роста надо выразить в процентах, правую сторону уравнения умножают на 100.

Такая весьма грубая оценка темпа роста может быть скорректирована на базе аналогичных секторальных прогнозов, которые примут во внимание характерные особенности каждого сектора. Например, строительство отелей может быть связано с ростом притока туристов, плохие прогнозы погоды — с уменьшением сельскохозяйственного производства и т.п. Секторальные прогнозы особенно важны в периоды структурных изменений в экономике, когда удельный вес отраслей в ВВП меняется. Если секторальные прогнозы осуществляются в реальном выражении, то предполагаемый рост реального производства в натуральном выражении умножается на цену данного продукта в том году, который принят за базовый. Если цена на какой-либо продукт не известна, то его цена привязывается к цене наиболее близкого продукта, цена которого известна. Например, изменение цены на нефтепродукты может считаться параллельной изменению цены на нефть. Этот подход возможен для тех секторов, особенно добывающей промышленности, где набор конечных продуктов весьма ограничен: нефть и нефтепереработка, газодобывающая промышленность и пр. В странах, где нет одного лидирующего сектора, но общее число секторов весьма ограничено, наиболее точный прогноз роста реального ВВП в ценах факторов производства может быть сделан на основе простого опроса представителей этих секторов о планах их роста в среднесрочной перспективе. Обычно сотрудники соответствующих министерств имеют достаточно четкое представление о том, какая из отраслей будет развиваться в ближайшем будущем. Затем секторальные оценки просто взвешиваются по относительной доле каждого сектора в ВВП, в результате чего получается прогноз роста ВВП в ценах факторов производства. Если экономика страны диверсифицирована, то наиболее рациональный способ прогноза реального ВВП — бихевиористское уравнение, связывающее реальный ВВП, например, с государственными расхода-

ми, если таковые играют значительную роль в стимулировании экономического роста, и/или общим уровнем инвестиций в экономику.

Дефлирование

Смысл сбора информации об индексах цен с точки зрения макроэкономического программирования заключается в том, чтобы использовать один из них или какую-либо их комбинацию для перевода показателей из текущих в постоянные цены. Это позволит ответить на ключевой вопрос: насколько вырос реальный ВВП за прошлый год?

@ *Подразумеваемый дефлятор ВВП* (implicit GDP deflator) — один из измерителей инфляции, представляющий собой частное от деления номинального ВВП на реальный ВВП.

И дефлятор ВВП, и ИПЦ включают как национальные, так и импортные товары. Принципиальное различие ИПЦ и подразумеваемого дефлятора ВВП заключается в том, что дефлятор измеряет изменение цен товаров, *произведенных* в экономике в целом как для потребления внутри страны, так и на экспорт. В году, избранном за базовый для расчета реального ВВП, скрытый дефлятор ВВП равен 1. В то же время ИПЦ показывает изменение цены только на корзину ограниченного числа национальных и импортных товаров, *потребляемых* населением. Дефлятор ВВП находится более под влиянием экспортных цен, тогда как ИПЦ — более под влиянием импортных цен. Поэтому различия в движении дефлятора ВВП и ИПЦ могут отражать, в числе прочего, различия в изменении импортных и экспортных цен. Например, если импортные цены возросли больше, чем экспортные, то инфляция, измеряемая ИПЦ, обычно будет выше, чем инфляция, измеряемая дефлятором ВВП. Разумеется, эта зависимость не прямолинейна — рост импортных цен обычно вызывает, через определенный

промежуток времени, соответствующее увеличение внутренних цен; часть товаров, поставляемых на экспорт, потребляется также и внутри страны, и если изменение цен на них симметрично внутри страны и за рубежом, то она окажет влияние не только на дефлятор ВВП, но и на ИПЦ.

Дефлятор ВВП и ИПЦ можно точно вычислить только применительно к прошлому периоду, когда известны данные о ВВП в текущих и постоянных ценах и изменение цены соответствующей корзины товаров. В практических целях прогнозирования дефлятора можно пользоваться одним из следующих способов.

- Конвертировать номинальный ВВП, представленный как сумма количества и цены всех товаров, в реальный по компонентам с помощью индекса Пааше (Paasche index):

$$\frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{io} Q_{it} / \sum P_{io} Q_{io}} = \sum P_{io} Q_{it}, \quad (10.9)$$

где P_{it} — цена товара (i) в году (t);
 P_{io} — цена товара (i) в базовом году (o);
 Q_{it} — количества товара (i) в году (t);
 Q_{io} — количества товара (i) в базовом году (o);
 Σ — сумма.

Индекс Пааше требует использования текущих весов отдельных товаров в совокупном производстве, которые можно рассчитать только после того, как производство реально совершилось. Использование этого индекса приводит к некоторой недооценке реального ВВП.

- Экстраполировать имеющиеся данные о реальном ВВП с помощью индекса Ласпейреса (Laspeyres index), рассчитанного как индекс физического объема:

$$\sum P_{io} Q_{io} \times \frac{\sum P_{io} Q_{it}}{\sum P_{io} Q_{io}} = \sum P_{io} Q_{it}. \quad (10.10)$$

Результат, как видно, тот же самый. Разница заключается в том, что индекс Ласпейреса использует постоянные веса базового периода и поэтому более пригоден для прогнозирования. Использо-

ние этого индекса приводит к некоторой переоценке реального ВВП. Однако, если базовым избирается каждый раз предыдущий год и, соответственно, используются веса предыдущего года для оценки реального ВВП в последующем, эта переоценка не столь велика. В большинстве стран прогноз реального ВВП основывается именно на этом методе. Даже если индекс физического объема не рассчитывается для всех секторов, то чаще всего он имеется хотя бы для ключевых (например, нефтедобыча), чего бывает достаточно, чтобы спрогнозировать весьма существенную долю ВВП. Имея оценку реального ВВП, дефлятор ВВП вычисляется как простое частное номинального ВВП и реального ВВП.

В практических целях для перехода от реального ВВП к номинальному в ценах факторов производства просто делается предположение о размере дефлятора для каждого сектора. Применительно к нефтедобывающим отраслям это может быть просто прогнозируемый рост цен на нефть и нефтепродукты, который обычно прогнозируется на основе данных о фьючерсных контрактах. Если страна невелика и имеет открытый торговый режим, то вся инфляция может считаться импортированной и равной росту цен на импортные товары. В случае большой страны ситуация значительно сложнее и прогноз изменения цен должен основываться на оценке денежной и фискальной политики страны в целом и их влияния на инфляцию в среднесрочной перспективе. После определения индекса цен для каждого из основных секторов темп предполагаемого роста цен в каждом из секторов добавляется к росту реального производства, в результате чего получается прогноз роста ВВП в номинальном выражении в ценах факторов производства. Скрытый дефлятор ВВП в целом вычисляется как частное номинального и реального ВВП для каждого года. Этот дефлятор будет отличаться от дефляторов каждого из секторов, поскольку относительные веса производства секторов в

общем объеме производства различны. Если теперь добавить к номинальному ВВП в ценах факторов производства оценку косвенных налогов минус субсидии правительства на следующий год, рост которых можно просто экстраполировать, исходя из данных бюджета, можно получить приблизительную оценку номинального ВВП в рыночных ценах на следующий год и на среднесрочную перспективу (пример 10.4).

Если известна структура номинального ВВП по расходам, то дефляция каждого компонента расходов может осуществляться с помощью наиболее подходящего для этого индекса: потребление — с использованием индекса потребительских цен, инвестиции — индекса производственных цен, индекс импортных цен — для импорта, индекс экспортных цен — для экспорта. При более подробном подходе можно попытаться выделить государственное потребление и дефлировать текущие расходы по ИПЦ, а капитальные — по индексу производственных цен. Результатом также будет реальный ВВП. Наиболее простой подход — использование ИПЦ для дефлирования номинального ВВП — неприемлем, поскольку он не покрывает всю экономику, а только потребительские товары, включая импортные, и не отражает текущую структуру производства и спроса.

Итак, прогнозируя реальный сектор, можно стремиться только определить преобладающие тенденции производства, исходя как из возможностей производства товаров, так и спроса на них. В простейшем случае прогнозирование базируется на экстраполяции прошлых трендов либо по отраслям экономической деятельности, либо, для небольших стран, по экономике в целом. Таким образом, приблизительная последовательность прогноза ВВП следующая: собрать информацию об ожидаемом росте производства и цен на продукцию ключевых отраслей; взвесить темпы роста производства и цен по удельному весу каждой отрасли в ВВП в прошлые годы; перемножить полученный таким обра-

Пример 10.4

Непал: оценка дефлятора ВВП, 1995–1996 гг.

По статьям расходов				По секторам			
	1995 г.	1996 г.		1995 г.	1996 г.		
	Процент			Вес			
Индекс оптовых цен	2,3	2,9	Сельское хозяйство	0,01	0,01		
Индекс потребительских цен	2,7	1,8	Добывающая промышленность	0,00	0,00		
Индекс импортных цен	8,2	-2,3	Обработывающая промышленность	0,18	0,19		
	Доля в ВВП		Электроэнергетика	-0,01	0,00		
Правительственное потребление	0,30	0,27	Строительство	0,05	0,06		
Частное потребление	0,42	0,43	Торговля, гостиницы, рестораны	0,12	0,12		
Инвестиции	0,16	0,15	Транспорт и связь	0,08	0,08		
Сумма	0,88	0,85	Финансовые институты	0,05	0,06		
	Вес		Деловые услуги	0,13	0,12		
Правительственное потребление	0,343	0,320	Частные услуги	0,38	0,37		
Частное потребление	0,474	0,498	Сумма	1,00	1,00		
Инвестиции	0,183	0,182				Дефляторы	
Сумма	1,000	1,000	Сельское хозяйство	0,02	0,02		
	Дефляторы		Добывающая промышленность	0,00	0,00		
Правительственное потребление	0,788	0,929	Обработывающая промышленность	1,48	-0,43		
Частное потребление	1,281	0,897	Электроэнергетика	-0,01	0,00		
Инвестиции	1,500	-0,417	Строительство	0,41	-0,13		
Сумма — дефлятор ВВП	3,57	1,41	Торговля, гостиницы, рестораны	1,02	-0,28		
			Транспорт и связь	0,18	0,22		
			Финансовые институты	0,41	-0,13		
			Деловые услуги	0,30	0,36		
			Частные услуги	1,03	0,67		
			Сумма — дефлятор ВВП	4,84	0,31		

Для приблизительного расчета дефлятора ВВП по статьям расходов необходимо иметь хотя бы индексы оптовых, розничных и импортных цен в процентах, рассчитываемые обычно статистическими органами. Затем из таблицы номинального ВВП по статьям расходов вычисляется удельный вес правительственного и частного потребления, а также инвестиций в номинальном ВВП. Поскольку данные о чистом экспорте не учитываются, то сумма долей этих трех компонентов будет меньше 1 или меньше 100%, если выражать их в процентах (0,88 в 1995 г. в данном примере). Далее полученные доли нормализуются путем деления доли каждого типа расходов на сумму их долей в ВВП, в результате чего получается удельный вес каждого из них в ВВП ($0,30 / 0,88 = 0,343$; $0,42 / 0,88 = 0,474$ и т.д.). Сумма весов должна составлять 1. Затем вычисляются дефляторы секторов путем умножения веса каждого сектора на соответствующий индекс цен ($0,343 \times 2,3 = 0,788$; $0,474 \times 2,7 = 1,281$; $0,183 \times 8,2 = 1,500$). Для дефляции правительственного потребления используется индекс оптовых цен, частного потребления — ИПЦ, инвестиций — индекс импортных цен на том основании, что основная масса инвестиционных товаров в Непале импортируется. Сумма дефляторов по каждой статье расходов дает приблизительную оценку дефлятора ВВП для 1995 г. ($0,788 + 1,281 + 1,500 = 3,57$). Альтернативным является способ дефлирования по секторам экономической деятельности. Для этого сначала вычисляется удельный вес каждого сектора в номинальном ВВП. Например, вес обрабатывающей промышленности в ВВП Непала в 1995 г. составлял 18%, или 0,18. Мелкие секторы можно собрать в одну группу, но сумма всех групп должна составлять 1. Затем рассчитывается дефлятор для каждого сектора путем умножения веса сектора на наиболее соответствующий ему индекс цен. Например, для дефлирования обрабатывающей промышленности выбран индекс импортных цен ($0,18 \times 8,2 = 1,48$), транспорта и связи — индекс оптовых цен ($0,08 \times 2,3 = 0,18$) и т.д. Сумма секторальных дефляторов дает дефлятор ВВП (4,84 в 1995 г.). Результат, как видно, несколько различен в зависимости от того, какой метод использован.

зом реальный рост ВВП в ценах факторов производства и скрытый дефлятор ВВП и получить тем самым оценку роста номинального ВВП в ценах факторов производства; оценить по динамике бюджета рост косвенных налогов минус субсидии; добавить эту величину к оценке роста номинального ВВП в ценах фак-

торов производства и получить рост номинального ВВП в рыночных ценах. Принципиально возможна и обратная процедура — перейти от оценки роста номинального ВВП в рыночных ценах к оценке реального ВВП путем вычитания из первого оценки скрытого дефлятора ВВП.

4. СОСТАВЛЕНИЕ БАЛАНСА ИНВЕСТИЦИЙ-СБЕРЕЖЕНИЙ

Прогноз роста номинального ВВП должен быть перепроверен на основе баланса инвестиций-сбережений, концепция которого прямо вытекает из ключевых макроэкономических тождеств.

Концепция баланса

Валовые сбережения (S) определяются как разность ВНРД и потребления (C), т.е. это та часть совокупного дохода, которая не была потреблена:

$$S = GNDI - C. \quad (10.11)$$

Соответственно, внутренние сбережения определяются как разность ВВП и потребления.

Объединив уравнения 10.2 и 10.9, получаем ключевое уравнение⁴, связывающее реальный сектор с внешним и говорящее, что разность сбережения и инвестиций в экономике должна равняться сальдо текущего платежного баланса (current account balance, CAB):

$$S - I = (X - IM) + YF + TR = CAB. \quad (10.12)$$

В СНС уравнение 10.10 является жестким статистическим тождеством. Его несоблюдение может означать только ошибки и пропуски в статистике. Оно свидетельствует, что если в экономике инвестиции превышают сбережения, то текущее сальдо платежного баланса должно быть отрицательным ровно на величину этого превышения.

И напротив, если сальдо текущего платежного баланса положительное, в реальном секторе экономики имеет место превышение сбережений над инвестициями. Разложив баланс сбережений и инвестиций на сбережения и инвестиции правительства ($S - I$)_p и частного сектора ($S - I$)_g, можно нащупать связь реального сектора с бюджетным:

$$(S - I)_p + (S - I)_g = CAB. \quad (10.13)$$

Разность инвестиций и сбережений правительства ($S - I$)_p — практически несколько переклассифицированная разность доходов и расходов бюджета, т.е. дефицит государственного бюджета. Государственные сбережения (S)_g равны: всем доходам бюджета (total revenues) плюс дары (grants) минус только текущие расходы правительства (current expenditures) и минус капитальные трансферты (capital transfers). Тем самым государственные сбережения меньше доходов бюджета на размер текущих расходов и капитальных трансфертов, т.е. текущего потребления. Государственные инвестиции полностью совпадают с инвестиционными расходами центрального правительства (I)_p, которые могут называться капиталовложениями в основные фонды (government fixed investments), капитальными расходами (capital expenditures) или приобретением капитальных активов (acquisition of capital assets). Превышение государственными инвестициями государственных сбережений, что проявляется в превышении расходами доходов бюджета и в бюджетном дефиците, ведет к ухудшению текущего баланса.

⁴ $GNDI = C + I + (X - IM) + YF + TR$;
 $GNDI = S + C$; $CAB = (X - IM) + YF + TR$;
 $S + C = C + I + CAB$; $S - I = CAB$.

Поскольку оба уравнения (10.10 и 10.11) являются статистическими тождествами, они могут только показать наличие дисбаланса, но не могут указать на его причину, будь то, например, внутренний дисбаланс из-за роста дефицита бюджета или ухудшения текущего баланса из-за ухудшения условий торговли.

Конструкция баланса

На основе прогноза номинального ВВП строится таблица баланса сбережений и инвестиций страны на прогнозируемый период (пример 10.5).

@ *Баланс инвестиций и сбережений* (savings-investment balance) — разность

Пример 10.5

Украина: ВВП и баланс инвестиций-сбережений, 1990–1994 г.
(в млрд. рублей/карбованцев)

	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.
1. Производство	345	632	11 157	377 522	2 875 718
2. Промежуточные товары	178	333	6 124	229 249	1 737 924
3. ВВП (1 — 2 = 4 + 5 + 6 + 7)	167	299	5 033	148 273	1 137 794
4. Потребление	123	214	3 199	94 925	791 409
5. Инвестиции	38	60	1 366	36 017	207 672
6. Накопление запасов	8	19	368	17 795	120 653
7. Чистый экспорт	-2	6	100	-464	18 060
8. Чистый факторный доход	-20	-60	-1 100	-33 000	-300 000
9. ВНД (3 + 8)	147	238	3 933	115 273	837 794
10. Чистые трансферты	10	20	300	3 000	40 000
11. ВНРД (9 + 10)	157	259	4 233	118 273	877 794
12. Сбережения (11 — 4)	34	45	1 034	23 348	86 385
13. Сальдо текущего баланса (12 — 5)	-4	-15	-332	-12 669	-121 287

Источники: *Ukraine. Recent Economic Developments*. — IMF, 1996. — P. 33 (оценка автора).

С одной стороны, ВВП Украины рассчитан как разность производства товаров и услуг в текущих ценах, а с другой — показано его использование на потребление, инвестиции, накопление запасов и чистый экспорт. ВНД Украины был ниже ВВП в 1992–1994 гг. из-за отрицательного факторного дохода, возникшего в результате больших платежей процентов по внешнему долгу. Правда, ВНРД был несколько больше ВНД вследствие значительных чистых трансфертов, состоящих из притока зарубежной безвозмездной помощи. Сбережения, вычисленные как разность ВНРД и потребления, оказались меньше инвестиций, и сальдо текущего платежного баланса, рассчитанного по СНС как разность сбережений и инвестиций, — отрицательно. Это означает, что часть внутренних инвестиций — и весьма существенная — финансируется за счет зарубежных сбережений. Выраженное в процентах от ВВП сальдо текущего платежного баланса постоянно ухудшалось. Сальдо текущего платежного баланса, вычисленное таким образом, должно соответствовать сальдо текущего баланса, полученному из платежного баланса. Если равенство не соблюдается, значит, имеется ошибка либо в расчете ВВП по статье расходов, либо в платежном балансе.

валовых сбережений и инвестиций в экономике, которые определяют знак и размер сальдо текущего платежного баланса.

Тождество 10.2 может быть представлено несколькими способами, например как сумма внутреннего спроса, состоящего из суммы потребления и инвестиций $(C+I)$, и чистого внешнего спроса, состоящего из разности экспорта и импорта $(X-IM)$. Соответственно, как потребление, так и инвестиции можно разбить на потребление правительства (C_g) и потребление частного сектора (C_p) , инвестиции правительства (I_g) и инвестиции частного сектора (I_p) . При этом в целях упрощения под частным сектором понимается вся та часть экономики, которая не финансируется из государственного бюджета. В результате ВВП по статье расходов можно представить следующим образом:

$$GDP = (C_g + I_g) + (C_p + I_p) + (X - IM). \quad (10.14)$$

Прогнозирование потребления и инвестиций правительства основано на прогнозе бюджета, а прогнозирование чистого экспорта — на основе прогноза платежного баланса и будет рассмотрено в соответствующих главах. В рамках реального сектора необходимо спрогнозировать только частное потребление и инвестиции.

Вычисление частного потребления может быть основано на том, что располагаемый доход любой семьи состоит из разности зарплаты (W) и уплачиваемых налогов (T) и может быть либо использован на потребление (C_p) , либо сбережен на будущее (S_p) :

$$W - T = C_p + S_p. \quad (10.15)$$

В результате если известна сумма зарплат, уровень налогов и частные сбережения, то частное потребление можно вычислить просто как остаточную величину. Опять-таки в большинстве стран столь подробной статистики частного сектора нет. Тогда наиболее простой путь для оценки уровня частного потребления заключается в оценке следующего урав-

нения, связывающего располагаемый доход $(W - T)$ и уровень потребления (C_p) :

$$C_p = a_0 + a_1 (W - T), \quad (10.16)$$

где $a_0 > 0$ и $0 < a_1 < 1$.

Уравнение говорит, что предельная склонность к потреблению $[\Delta C_p / \Delta(W - T)]$ постоянна и равна a_1 , тогда как средняя склонность к потреблению $[C_p / (W - T)]$ падает по мере роста располагаемого дохода. Частные сбережения обычно увеличиваются в периоды экономического роста и сокращаются в периоды спада. По мере роста располагаемого дохода сбережения обычно увеличиваются.

Вычисление частных инвестиций и их прогнозирование — наиболее трудная проблема прогнозирования реального сектора. Для развитых стран частные инвестиции разделяют на инвестиции, связанные со строительством частного жилья, и все остальные частные инвестиции и моделируют их отдельно. Если подходить к инвестициям с точки зрения наличия средств для их финансирования, то бихевиористские уравнения могут учитывать такие показатели, как банковский кредит, приток иностранного капитала, чистая прибыль предприятий, уровень государственного финансирования через внутреннюю банковскую систему, ограничивающий кредит частному сектору, реальная процентная ставка.

Использование ICOR

Для приблизительной оценки частных инвестиций может быть также использован тот факт, что соотношение инвестиций к ВВП можно с высокой степенью условности признать стабильным.

@ *Возрастающее соотношение капитала/производства* (incremental capital/output ratio, ICOR) — аналитический инструмент, используемый для оценки общего уровня инвестиций, необходимого для обеспечения прогнозируемого уровня экономического роста.

Он может рассчитываться как:

- частное валовых инвестиций в реальном выражении (i) и изменения реального ВВП за определенный промежуток времени (Δy):

$$ICOR = \frac{i}{\Delta y}; \quad (10.17)$$

- частное, с одной стороны, соотношения валовых инвестиций и номинального ВВП и, с другой — темпа прироста реального ВВП:

$$ICOR = \frac{I_t / Y_t}{y_t / y_{t-1}}, \quad (10.18)$$

где I_t — инвестиции из таблицы ВВП по категории расходов СНС в году t ;

Y_t — номинальный валовой внутренний продукт в году t ;

y_t — реальный валовой внутренний продукт в году t ;

y_{t-1} — реальный валовой внутренний продукт в году $t-1$.

$ICOR$ может применяться как для прогноза совокупного уровня инвестиций на будущий период, исходя из того, что они должны составлять постоянную или возрастающую долю ВВП, так и для проверки логичности прогноза инвестиций, полученных эконометрическим путем или вычисленных как остаточная величина. Если страна планирует экономический рост, $ICOR$ должен возрастать. Если известна величина совокупных инвестиций, вычисленных на основе $ICOR$, а также уровень правительственных инвестиций, то частные инвестиции получают просто как остаточная величина.

Аналитическую ценность $ICOR$ не нужно переоценивать (пример 10.6). Слабость этого подхода оценки будущей инвестиционной активности заключается в том, что рост ВВП далеко не всегда пропорционален росту инвестиций — большие инвестиции могут быть сделаны в определенном году, тогда как со-

Пример 10.6

Катар: расчет $ICOR$ (в млн. риалов)

	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.
Инвестиции	5,159	4,849	6,575	6,850	14,153
Реальный ВВП	25,849	25,690	26,303	26,074	28,551
Номинальный ВВП	27,832	26,050	26,843	27,355	32,438
$ICOR$ (формула 10.15)	18,5	18,6	24,5	25,0	43,6
$ICOR$ (формула 10.16)	1,9	-30,3	10,3	-28,8	4,6
$ICOR$ (формула 10.16) ¹	-2,8	-11,0	-10,0	-9,6	-7,0

Источник: *Qatar. Statistical Appendix.* — IMF, 1997. — P. 8.

¹ Скользящее среднее за четыре года.

$ICOR$ как аналитический инструмент наиболее приемлем для стран со стабильной экономикой. Рассчитанный для Катара как простое соотношение общего объема инвестиций по СНС и номинального ВВП и выраженный в процентах, $ICOR$ имеет явную тенденцию роста. Если, например, требуется спрогнозировать объем инвестиций в 1997 г., то можно предположить, что в растущей экономике $ICOR$ будет увеличиваться примерно в темпе предыдущих лет. Тогда уже спрогнозированный ранее объем номинального ВВП надо просто поделить на несколько увеличенный $ICOR$. Тенденция $ICOR$, рассчитанного как соотношение к темпу роста реального ВВП, не столь очевидна, если только не сгладить тренд, взяв, например, скользящую среднюю за четыре предшествующих года или каким-либо другим путем. В результате получается та же общая тенденция роста $ICOR$.

ответствующий рост производства произойдет в течение нескольких лет. Другая слабость состоит в том, что сама концепция ICOR предполагает неизменность веса отдельных факторов в производстве ВВП. Хотя совершенно очевидно, что, например, малейшие изменения процентной ставки или скачок инфляции немедленно изменят соотношение между затратами труда и капитала в создании ВВП.

Таким образом, последовательность согласования данных прогноза ВВП по секторам экономической деятельности с балансом сбережений и инвестиций следующая: (1) из платежного баланса страны берется сальдо текущего баланса (СAB); (2) из расходной части бюджета — инвестиции центрального правительства (I_g), которые могут называться капиталовложениями в основные фонды (government fixed investments), капитальными расходами (capital expenditures) или приобретением капитальных активов (acquisition of capital assets); (3) по данным бюджета вычисляются государственные сбережения (S_g), равные: всем доходам бюджета (total revenues) плюс дары (grants) минус только текущие расходы правительства (current expenditures) и минус капитальные трансферты (capital transfers); (4) для вычисления частных инвестиций (I_p) из таблицы СНС номинального ВВП по категории расходов (потребление, инвестиции, экспорт минус импорт) берутся данные об общих инвестициях в экономику в данном году (I) и из них вычитаются государственные инвестиции $I_p = I - I_g$;

(5) частные сбережения (S_p) вычисляются как остаточная величина по формуле $СAB - (S_g - I_g) + I_g = S_p$.

Итак, валовые сбережения определяются как та часть ВНРД, которая не была потреблена. Если рассчитать ВНРД невозможно, используется показатель внутренних сбережений — та часть ВВП или ВНД, которая не была потреблена. Баланс инвестиций и сбережений представляет собой разность валовых сбережений и инвестиций в экономике, которые определяют знак и размер сальдо текущего платежного баланса. Если в экономике в целом инвестиции превышают сбережения, то текущее сальдо платежного баланса должно быть отрицательным ровно на величину этого превышения и наоборот. Государственные инвестиции и сбережения являются частью общего баланса инвестиций и сбережений. Превышение государственными инвестициями государственных сбережений, что проявляется в превышении расходами доходов бюджета и бюджетном дефиците, ведет к ухудшению текущего баланса. Разность инвестиций и сбережений может только показать наличие дисбаланса, но не может указать на его причину. Баланс государственных инвестиций и сбережений вычисляется по данным бюджета, частное потребление оценивается как функция от располагаемого дохода, а частные инвестиции — как остаточная величина в рамках ICOR — инструмента, используемого для оценки общего уровня инвестиций, необходимого для обеспечения прогнозируемого уровня экономического роста.

5. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ЦЕН

Прогноз параметров реального сектора обязательно включает прогноз динамики развития цен и рынка труда.

Индикаторы инфляции

В СНС все сделки фиксируются по рыночным ценам на день составления отчетности.

@ *Рыночная цена* (market price) — сумма, которую продавец добровольно принимает от покупателя, который добровольно ее отдает, в рамках конкретной сделки.

На практике в рамках СНС могут учитываться различные по составу рыночные цены:

- *базовая цена* (basic price) — цена, полученная производителем за вычетом налогов, накладываемых на единицу производства (НДС, налог на продажу, акцизный налог), транспортных расходов и полученных субсидий;

- *цена производителя* (producer's price) — цена, полученная производителем, включая налоги, накладываемые на единицу производства (НДС, налог на продажу, акцизный налог), но исключая транспортные расходы. Иногда называется “ценой у заводских ворот” (“factory gate price”);

- *цена покупателя* (purchaser's price) — цена, реально заплаченная потребителем, включая налоги и транспортные издержки.

Прогнозирование динамики цен на практике означает расчет одного или нескольких индексов цен, с помощью которых измеряется инфляция. Главными из них являются индекс потребительских цен и подразумеваемый дефлятор ВВП. Наиболее важные индексы цен, которые в принципе должны рассчитываться во всех странах, следующие:

- *Индекс потребительских цен, ИПЦ* (consumer price index, CPI) — один из измерителей инфляции, основанный на сравнении цены корзины основных товаров, потребляемых населением, взвешенных в соответствии с удельным весом этих товаров в совокупном потреблении. Показывает изменение цен покупателя. В корзину должны быть включены все потребительские расходы, включая расходы на жилье. Удельный вес отдельных типов расходов должен пересматриваться минимум раз в пять лет. Важно, чтобы ИПЦ охватывал все население страны, а не только городское.

- *Индекс производственных цен* (producer price index, PPI) — индекс, отражающий изменение базовых цен или цен производителя в рамках внутреннего промышленного производства. В большинстве стран он охватывает только обрабатывающую промышленность и общественные услуги, но может также включать добывающую промышленность, сельское хозяйство и транспорт.

- *Индекс импортных цен* (import price index) — индекс, фиксирующий изменение базовых цен на основные товары импорта, включая стоимость страховки и фрахта (сиф). Чаще всего рассчитывается только по товарам, хотя в принципе должен охватывать и импорт услуг.

- *Индекс экспортных цен* (export price index) — индекс, фиксирующий изменение базовых цен или цен фоб (“свободно на борту”) на основные товары экспорта. Также чаще всего рассчитывается только по товарам, хотя в принципе должен охватывать и экспорт услуг.

- *Индекс оптовых цен, ИОЦ* (wholesale price index, WPI) — индекс, отражающий изменение в ценах производителя, прибыли производителя и налогов, накладываемых при продаже товаров производителем оптовику. Охватывает оптовые продажи первичных, промежуточных и конечных товаров и услуг.

- *Индекс розничных цен, ИРЦ* (retail price index, RPI) — индекс, отражающий изменение в ценах покупателя на товары, продаваемые домашним хозяйствам и предприятиям. Охватывает розничные продажи первичных, промежуточных и конечных товаров и услуг. В Англии тождествен ИПЦ.

Индексы цен необходимо отличать от индексов единицы стоимости (unit value). Индексы цен рассчитываются на основе изменения стоимости корзины однородных товаров и услуг, т.е. одних и тех же по качеству и номенклатуре товаров в базовом и текущем периоде. Индексы единицы стоимости — результат простого деления стоимости на количество и могут отражать не только изменение цены товаров, но и изменение их качества, номенклатуры, комплектности. Например, индекс цен включает с некоторым весом цену автомобиля определенной марки и точно известной комплектации. Индекс единицы стоимости будет просто рассчитан как цена всех автомобилей, деленная на их количество, независимо от того, что они могут быть весьма разными.

Моделирование цен со стороны издержек

Чтобы спрогнозировать рост цен на перспективу, необходимо прежде всего установить природу инфляции. Если в стране имеет место инфляция предложения, то такое прогнозирование должно строиться на оценке роста издержек производства. Если же имеет место инфляция спроса, то прежде всего должны учитываться показатели, влияющие на совокупный спрос, такие как бюджет и денежная масса. Разумеется, в большинстве стран действуют обе группы факторов. В этом случае вес факторов спроса и предложения в прогнозируемом показателе инфляции устанавливается на основе экспертной оценки, исходящей, в свою очередь, из эконометрического моделирования инфляционных процессов.

Если установлено, что главным инфляционным фактором является рост издержек производства, то необходимо установить влияние на инфляцию как минимум следующих переменных:

- Изменение мировых цен. Рост мировых цен на товары импорта — сильнейший фактор внутренней инфляции. Рост мировых цен на нефть в 1973–1974 и 1979–1980 гг. привел к всплеску инфляции практически везде в мире. Оценивая инфляционное воздействие роста цен, необходимо учитывать, что внутренние цены на конкретный товар обычно возрастают несколько меньше, чем его мировая цена. Часть роста цены будет компенсирована снижением прибыли предприятий, которые не захотят терять рынки и будут стремиться остаться конкурентоспособными. Какая часть роста цены будет компенсирована снижением прибыли, во многом зависит от фазы цикла, в которой находится экономика. Если спрос устойчивый, то скорее всего фирмы просто увеличат внутренние цены на размер роста мировой цены. Если же правительство проводит политику ограничения совокупного спроса, то части фирм придется поступиться частью своей прибыли.

- Изменение номинального валютного курса. Падение валютного курса означает, что цена импорта, выраженного в национальной валюте, растет. Поэтому, если прогнозируется снижение валютного курса, в структуру инфляции должен быть добавлен компонент, связанный с ростом внутренних цен из-за обесценения валютного курса, взвешенных по доле импорта в ВВП.

- Изменение зарплаты. Этот показатель изменения издержек производства характеризуется тем, что практически везде он может только расти. Нигде зарплаты в номинальном выражении не понижаются. Прогноз может быть основан на данных о намерении правительства увеличить зарплаты в бюджетном секторе экономики, за которым обычно следует соизмеримый рост зарплат в других секторах. Индексирование зарплаты обычно происходит на базе ИПЦ за некоторый определенный законом прошлый период.

- Изменение косвенных налогов. Изменение величины налогов, накладываемых на товары и услуги, таких как импортные пошлины, налог на добавленную стоимость, акцизный налог, приводит к изменению стоимости конечного продукта и поэтому непосредственно влияет на рост инфляции. Поскольку налоговая система находится под непосредственным контролем государства, правительство обычно располагает информацией о планируемом изменении налоговых ставок, на базе которой можно приблизительно оценить последующий рост цен на соответствующие товары.

Последовательность моделирования инфляции с учетом этих параметров описана в примере 10.7.

Моделирование инфляции со стороны предложения, хотя и весьма просто, страдает существенными недостатками. Оно полностью игнорирует роль спроса в определении цен, так же как и временной лаг, который возникает между ростом издержек и последующим ростом цен и может составлять несколько лет.

Пример 10.7

В практических целях, когда надо составить приблизительное представление о динамике развития цен в ближайшие годы, возможен следующий подход, сочетающий элементы прогнозирования цен со стороны издержек производства и со стороны роста спроса. В условиях стабильной экономической системы и при отсутствии сколько-нибудь резких институциональных сдвигов возможно предположить, что уровень инфляции в следующем году останется примерно таким же, как в 3–6 последних месяцах текущего года. Если вероятность инфляции издержек высока, то воздействие роста издержек на инфляцию рассчитывается отдельно. Для этого разность темпа роста импортных цен в текущем и предшествующем году взвешивается по усредненному весу импорта в ВВП $(25 - 15) \times (40 + 30) / 2 / 100 = 3,5$, в результате чего получается оценка вклада роста импортных цен в инфляцию.

Прогнозирование инфляции (в процентах)

	1995 г.	1996 г.
Инфляция в 1995 г.	12	13,4
Рост импортных цен	15	25
Доля импорта в ВВП	30	40
Вклад в инфляцию		3,5
Рост реальной зарплаты	20	10
Доля зарплаты в издержках производства	40	50
Вклад в инфляцию		-4,5
Рост административно контролируемых цен	5	20
Доля товаров с контролируруемыми ценами в ВВП	20	12
Вклад в инфляцию		2,4
Изменение издержек в 1996 г.		1,4

Аналогичным образом вычисляется вклад других стоимостных факторов в рост инфляции, который может быть как положительным, так и отрицательным. Сумма вкладов в инфляцию от изменения цен на отдельные факторы $(3,5 - 4,5 + 2,4 = 1,4\%)$ добавляется к оценке инфляции в стране на основе тренда предшествующего года, в результате чего получается пусть и весьма приблизительная, но оценка типа инфляции в прогнозируемом году $(12 + 1,4 = 13,4\%)$.

Моделирование со стороны спроса

Для устранения этих недостатков прогноз инфляции на базе роста издержек дополняют прогнозом на основе оценки потенциального спроса. Если считается, что главной причиной инфляции является избыточный спрос, то для прогнозирования цен необходимо принять во внимание динамику развития следующих показателей, динамика каждого из которых должна моделироваться отдельно на базе эконометрических моделей:

- Динамика развития денежной массы. Если рост номинального ВВП отстает от роста широких денег, излишняя денежная масса (“денежный навес”) является сильнейшим инфляционным фактором, поскольку резиденты будут стремиться вложить излишние деньги в реальные товары.

- Уровень дефицита государственного бюджета. Причиной излишнего роста денежной массы в большинстве случаев является финансирование дефицита государственного бюджета за счет кредитов банковской системы, включая цент-

ральный банк. Поскольку во многих развивающихся странах источников финансирования дефицита бюджета из-за рубежа практически не существует, кредит от национальной банковской системы является единственным способом финансировать бюджет. Это, в свою очередь, становится причиной излишнего роста денежной массы.

- Ожидания людей относительно будущего роста цен. Инфляционные ожидания обычно означают сильный рост спроса на кредит и требования о повышении зарплаты, которые также по своей природе инфляционны. Смысл концепции ожиданий весьма прост — поведение людей сегодня зависит от того, как они видят свою перспективу.

- Существующий в стране режим цен и валютного курса. Если в стране существуют цены или зарплаты, регулируемые государством, то их динамика целиком зависит от директивных решений. Направление этих решений обычно известно заранее. Чем более либеральная политика проводится в отношении движения иностранного капитала и чем жестче регулируется валютный курс, тем в большей степени излишний внутренний спрос приводит к сокращению валютных резервов страны.

Прогнозирование ИПЦ на базе описанной выше методологии является основой прогноза дефлятора ВВП, который составляется также по компонентам формулы 10.12. Удельный вес каждого из них в совокупном ВВП является основой для взвешивания прогноза роста цен. В наиболее простом случае считается, что совокупное потребление растет в соответствии с ростом ИПЦ, инвестиции — в соответствии с ростом индекса оптовых цен, экспорт — в соответствии с ростом индекса экспортных цен, импорт — в соответствии с ростом индекса импортных цен. Если, как это чаще всего бывает, прогноз какого-либо из этих индексов отсутствует, то их можно заменить какой-либо комбинацией индексов, имеющихся в наличии. Например, индекс импортных цен данной страны должен приблизительно соот-

ветствовать индексу экспортных цен стран — ее основных торговых партнеров. Индекс оптовых цен может быть приблизительно представлен взвешенной комбинацией ИПЦ и индекса импортных цен, если импортный и потребительский компоненты инвестиций особенно велики, и т.п. Разумеется, совершенно необязательно, что использование имеющихся индексов для каждого компонента расходов даст разумный результат прогноза инфляции. В итоге любые расчеты должны быть приведены в соответствие со здравым смыслом.

Прогнозирование рынка труда может рассматриваться как составляющая прогноза цен, если уровень реальной зарплаты прогнозируется преимущественно или имеет самостоятельное значение. Рост реальной средней зарплаты зависит от роста номинальной зарплаты и темпа инфляции. Если рост номинальной зарплаты отстает от уровня инфляции, то реальная зарплата сокращается. Спрос на рабочую силу может оцениваться как функция от роста реального ВВП и государственных расходов, особенно в тех странах, где государство играет большую роль в экономике, ее предложение — как функция от роста населения и баланса оттока/притока рабочей силы из-за рубежа. Лаговые переменные, такие как размер населения или уровень иммиграции в предыдущем году, могут быть также введены в регрессионное уравнение. В случае, если в экономике явно имеются капиталоемкие и трудоемкие секторы, ВВП лучше разделить по этим секторам и оценить функцию спроса каждого из них на рабочую силу отдельно. Зависимость роста спроса на рабочую силу от роста ВВП должна быть выше в трудоемких отраслях и весьма незначительной — в капиталоемких.

Итак, прогнозирование динамики цен на практике означает расчет одного или нескольких индексов цен, с помощью которых измеряется инфляция. Главными из них являются индекс потребительских цен и подразумеваемый дефлятор ВВП. Подразумеваемый дефлятор ВВП измеряет изменение цен товаров, произ-

веденных в экономике в целом, как для потребления внутри страны, так и на экспорт. ИПЦ показывает изменение цены только на корзину ограниченного числа национальных и импортных товаров, потребляемых населением. Если основной причиной инфляции является рост издержек, то ее моделирование учитывает изменение мировых цен, номинального валютного курса, уровня зарплат и изменение косвенных нало-

гов. Если имеется инфляция спроса, то основными влияющими на нее переменными выступают динамика денежной массы, дефицита государственного бюджета, ожидания людей относительно роста цен и существующий в стране режим цен и валютного курса. Параметры рынка труда можно прогнозировать как функцию от ВВП, роста населения, размеров чистой миграции, темпов инфляции.

6. РЕЗЮМЕ

1. В основе оценки тенденций развития реального сектора лежит система национальных счетов, представляющая собой статистическую систему учета различных видов экономической деятельности, которая показывает объем реального производства за определенный период времени и определяет вклад основных секторов и факторов производства в совокупное производство. Только показатель валового внутреннего продукта (ВВП) измеряет реальное производство товаров и услуг. Все остальные показатели добавляю к производству фактор доходов и измеряют поэтому совокупный доход от производственной, а также и иной деятельности. ВВП может быть рассчитан по секторам экономической деятельности (промышленность, сельское хозяйство и пр.), по конечному использованию (потребление, инвестиции, чистый экспорт) и по доходам (зарплата, операционный избыток, косвенные налоги минус субсидии). Сумма зарплат и операционного избытка (рента+процент+прибыль+амортизация) называется ВВП в ценах факторов производства. Добавление к этому показателю косвенных налогов за вычетом субсидий дает ВВП в рыночных ценах. Измерителями дохода являются валовой национальный доход (ВНД) и валовой национальный располагаемый доход (ВНРД). ВНД представляет собой сумму ВВП и чистого факторного дохода из-за рубежа. ВНРД — сумма ВНД и чистых транс-

фертов из-за рубежа. Валовые сбережения определяются как та часть ВНРД, которая не была потреблена. Если рассчитать ВНРД невозможно, используется показатель внутренних сбережений — та часть ВВП или ВНД, которая не была потреблена.

2. Основные макроэкономические агрегаты могут представляться разными способами, в зависимости от того, какой именно показатель или тренд прогнозируется. Наиболее точным измерителем объема производства добавленной стоимости является только ВВП. Все остальные показатели (ВНП, ВНРД) добавляю к производству компонент дохода и являются тем самым измерителями совокупного дохода, а не только производства. Показатели потоков представляют экономическую деятельность за определенный промежуток времени, а запасов — состояние сектора на определенный момент времени. Чистые показатели производства представляют собой валовые показатели производства за вычетом промежуточных производственных затрат. Номинальные показатели выражены в ценах текущего года, реальные — в ценах некоторого года, принятого за базовый. ВВП в ценах факторов производства всегда будет отличаться от ВВП в рыночных ценах на величину чистых косвенных налогов. Для анализа, исходя из здравого смысла и имеющихся данных о других секторах, необходимо выбрать ту статистику, которая кажется наиболее надежной, об-

ратив особое внимание на соответствие данных СНС данным бюджета и платежного баланса.

3. Прогнозируя реальный сектор, можно стремиться только определить преобладающие тенденции производства, исходя как из возможностей производства товаров, так и спроса на них. В простейшем случае прогнозирование базируется на экстраполяции прошлых трендов, либо по отраслям экономической деятельности, либо, для небольших стран, по экономике в целом. Таким образом, приблизительная последовательность прогноза ВВП следующая: собрать информацию об ожидаемом росте производства и цен на продукцию ключевых отраслей; взвесить темпы роста производства и цен по удельному весу каждой отрасли в ВВП в прошлые годы; перемножить полученный таким образом реальный рост ВВП в ценах факторов производства и скрытый дефлятор ВВП и получить тем самым оценку роста номинального ВВП в ценах факторов производства; оценить по динамике бюджета рост косвенных налогов минус субсидии; добавить эту величину к оценке роста номинального ВВП в ценах факторов производства и получить рост номинального ВВП в рыночных ценах. Принципиально возможна и обратная процедура — перейти от оценки роста номинального ВВП в рыночных ценах к оценке реального ВВП путем вычитания из первого оценки скрытого дефлятора ВВП.

4. Валовые сбережения определяют как та часть ВНРД, которая не была потреблена. Если рассчитать ВНРД невозможно, используется показатель внутренних сбережений — та часть ВВП или ВНД, которая не была потреблена. Баланс инвестиций и сбережений представляет собой разность валовых сбережений и инвестиций в экономике, которые определяют знак и размер сальдо текущего платежного баланса. Если в экономике в целом инвестиции превышают сбережения, то текущее сальдо платежного баланса должно быть отрицательным ровно на величину этого пре-

вышения и наоборот. Государственные инвестиции и сбережения являются частью общего баланса инвестиций и сбережений. Превышение государственными инвестициями государственных сбережений, что проявляется в превышении расходами доходов бюджета и бюджетном дефиците, ведет к ухудшению текущего баланса. Разность инвестиций и сбережений может только показать наличие дисбаланса, но не может указать на его причину. Баланс государственных инвестиций и сбережений вычисляется по данным бюджета, частное потребление оценивается как функция от располагаемого дохода, а частные инвестиции — как остаточная величина в рамках ICOR — инструмента, используемого для оценки общего уровня инвестиций, необходимого для обеспечения прогнозируемого уровня экономического роста.

5. Прогнозирование динамики цен на практике означает расчет одного или нескольких индексов цен, с помощью которых измеряется инфляция. Главными из них являются индекс потребительских цен и подразумеваемый дефлятор ВВП. Подразумеваемый дефлятор ВВП измеряет изменение цен товаров, произведенных в экономике в целом как для потребления внутри страны, так и на экспорт. ИПЦ показывает изменение цены только на корзину ограниченного числа национальных и импортных товаров, потребляемых населением. Если основной причиной инфляции является рост издержек, то ее моделирование учитывает изменение мировых цен, номинального валютного курса, уровня зарплат и изменение косвенных налогов. Если имеется инфляция спроса, то основными влияющими на нее переменными выступают динамика денежной массы, дефицита государственного бюджета, ожидания людей относительно роста цен и существующий в стране режим цен и валютного курса. Параметры рынка труда могут прогнозироваться как функция от ВВП, роста населения, размеров чистой миграции, темпов инфляции.

7. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Что такое система национальных счетов?

2. Как определяется ВВП со стороны:

- а) секторов реального производства;
- б) по конечному использованию;
- в) со стороны доходов?

3. Какие показатели измеряют уровень производства и дохода и как они определяются?

4. В чем заключается различие:

- а) показателей производства и доходов;
- б) потоков и запасов;
- в) валовых и чистых показателей;
- г) показателей в номинальном и реальном выражении;
- д) факторных и рыночных цен?

5. Каким образом можно улучшить качество данных о реальном секторе?

6. Опишите возможную методику оценки потенциального объема производства с точки зрения его предположения.

7. Какова роль секторальных прогнозов в прогнозе совокупного ВВП?

8. Как спрогнозировать рост номинального ВВП на базе прогноза реального ВВП?

9. Чему равна разность сбережений и инвестиций и почему?

10. В чем проявляется аналитическая связь реального и бюджетного секторов?

11. Каковы принципы построения баланса инвестиций-сбережений?

12. Как прогнозируются частное потребление и инвестиции?

13. Как рассчитывается и для чего используется ICOR?

14. В чем различие ИПЦ и подразумеваемого дефлятора ВВП?

15. Какие параметры должны учитываться при моделировании изменения цен со стороны издержек производства?

16. Как моделируются цены со стороны спроса?

Проблемы для обсуждения

17. Номинальный ВВП Грузии в 1992–1996 гг. рос более высокими темпами, чем реальный ВВП, причем разрыв в темпах роста был выше в 1992 г., чем в 1996 г. Каковы могут быть причины этого явления и о чем оно свидетельствует?

18. При расчете реального ВВП на душу населения Саудовской Аравии, являющейся крупнейшим в мире экспортером нефти, произошел статистический казус: поскольку физический объем производства нефти, ограниченный квотой ОПЕК, остается постоянным, а население увеличивается на 4–5% в год, ВВП на душу населения в 1996 г. оказался ниже, чем в 1995 г. Но цены на нефть в 1996 г. возросли почти на 20%, увеличив на столько же доходы страны. Получается, что,

если посмотреть на ВВП на душу населения, страна стала беднее, но на самом деле она стала богаче из-за роста экспортных доходов. Как объяснить этот парадокс?

19. В некоторых странах мира, особенно в нефтедобывающих, инвестиционный доход правительства, получаемый им на государственные средства, вложенные в ценные бумаги за рубежом, составляет 20–30% доходной части бюджета. В экономических кругах идет дискуссия о правомерности использования ВВП как базового экономического показателя для таких стран, ведь инвестиционный доход — доход на принадлежащий стране фактор производства (капитал). Возможно, было бы правильнее измерять ВНД для этих стран. Ваше мнение?

20. Индия и Пакистан получают миллиарды долларов в виде переводов мигрантов из-за рубежа. Как в результате изменяются их ВВП, ВНД и ВНРД? Какой показатель в данном случае является лучшим измерителем дохода, а какой — производства?

21. При составлении баланса сбережений-инвестиций Кыргызстана выяснилось, что инвестиции значительно превосходят имеющиеся в стране сбережения. За счет каких источников они могут финансироваться и какой показатель определяет это финансирование количественно? При этом известно, что на протяжении нескольких последних лет ICOR сокращался.

22. Если в балансе инвестиций-сбережений частные сбережения меньше, чем частные инвестиции, а государственные сбережения больше, чем государственные инвестиции, о наличии какого макроэкономического дисбаланса это свидетельствует и от чего

будет зависеть знак сальдо платежного баланса?

23. В 1993 г. по сравнению с предыдущим годом в Польше произошли следующие изменения, воздействующие на цены: денежная масса незначительно выросла, реальная зарплата сократилась, дефицит государственного бюджета остался практически неизменным, индекс импортных цен значительно вырос, а экспортных упал, национальная валюта обесценилась, люди ожидают радикального улучшения экономической ситуации. Что в этих условиях скорее всего должно произойти с общим уровнем цен и какие именно факторы повлияют на его изменение в определенном вами направлении?

24. В Бурунди в 1991–1993 гг. номинальный ВВП рос, а реальный падал. Что скорее всего происходило на рынке труда с общим уровнем занятости и реальной зарплатой?

Задачи

25. Номинальный ВВП России в 1994 г. составил 1630,1 млрд. руб. Известно, что реальный ВВП в 1995 г. сократился на 12,6%, тогда как скрытый дефлятор ВВП составил 51%. Рассчитайте для 1995 г.:

а) изменение номинального ВВП в процентах;

б) размер номинального ВВП;

в) размер реального ВВП.

26. Национальные счета Шри-Ланки содержат следующие данные о номинальном и реальном ВВП в национальной валюте (в тыс. рупий):

	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1989 г.	1990 г.
(в ценах 1982 г.)					
Потребление	108 230	109 892	112 283	114 001	116 419
Инвестиции	36 548	36 365	33 856	31 604	32 119
Экспорт товаров и нефакторных услуг	31 728	31 892	34 171	36 457	40 357
Импорт товаров и нефакторных услуг	-56 722	-56 568	-55 436	-54 327	-53 240
ВВП по статьям расходов	119 784	121 581	124 874	127 735	135 655
(в текущих ценах)					
Потребление	157 850	171 487	195 306	221 090	273 640
Инвестиции	42 463	45 900	50 562	54 722	72 638
Экспорт товаров и нефакторных услуг	42 568	49 559	57 885	68 666	97 334
Импорт товаров и нефакторных услуг	-63 407	-70 223	-81 771	-92 587	-122 555
ВВП по статьям расходов	179 474	196 723	221 982	251 891	321 057
Чистый факторный доход	-3 861	-4 336	-5 266	-5 739	-5 942
Чистые трансферты	12 983	14 506	16 756	18 666	22 014

На основе этих данных рассчитайте:

- а) скрытый дефлятор ВВП в целом;
- б) скрытый дефлятор потребления, инвестиций, экспорта и импорта;
- в) скрытый дефлятор ВВП в целом на базе дефляторов потребления, инвестиций, экспорта и импорта.

Проанализируйте полученные результаты.

27. На основе данных предыдущего примера рассчитайте в текущих ценах:

- а) ВНД, как он отличается от ВВП;
- б) ВНРД, как он отличается от ВВП и ВНД;
- в) национальные сбережения;
- г) сальдо текущего баланса.

Проанализируйте полученные результаты и тенденции и объясните возможные причины несоответствий.

28. Развитие ценовой ситуации на Украине характеризовалось следующими данными (в процентах):

	1991 г.	1992 г.	1993 г.
Скрытый дефлятор ВВП	96,3	1 765	3 333
ИРЦ (на конец периода)	161	2 000	10 155
ИПЦ (средний за период)	91	1 210	4 735
Номинальный ВВП (млрд. карбованцев)	299	5 033	148 273

А. Дефлируйте номинальный ВВП с помощью различных индексов цен. Какой из них наиболее приемлем?

Б. Объясните различия в величине различных дефляторов.

В. Рассчитайте ежегодное изменение реального ВВП с использованием каждого из трех дефляторов. Результаты какого расчета наиболее близки к истине?

Глава 11

ПРОГРАММИРОВАНИЕ БЮДЖЕТНОГО СЕКТОРА

Только бешеные деньги не знают бюджета.

А.Н. Островский. "Бешеные деньги".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Бюджетная система	Дефицит
американская	операционный
британская	первичный
испано-латиноамериканская	Доходы бюджета
французская	Наличная основа учета
Бюджетные операции	Налоговая
возмещаемые-невозмещаемые	база
обеспеченные-необеспеченные	ставка
поступления-платежи	Правительственный сектор
текущие-капитальные	Принцип наращивания
в целях государственной	Расходы бюджета
политики	Эластичность
в целях управления	Эффекты
ликвидностью	автоматические
Государственный сектор	дискреционные

1. СТРУКТУРА БЮДЖЕТНОГО СЕКТОРА

Великий русский драматург прав: деньги текут как вода, если ими не распоряжаться трезво, и для любой экономической единицы, включая правительство, основной проблемой являются поддержание балансируемости бюджета и поиск средств для финансирования дефицита. Бюджетный сектор в целом представляет собой важнейший, а во многих странах и просто крупнейший сектор экономики и практически всегда является тем сектором, над которым правительство имеет наиболее полный контроль. Структура и механизм функционирования бюджетного сектора в критической степени зависят от того, какая бюджетная система применяется в той или иной стране. Наиболее четкие различия можно провести между британской, французской, американской и испано-латиноамериканской бюджетными системами.

Бюджетные системы

Практически во всех странах бюджет составляется и утверждается на год, во многих прогнозируется на несколько лет вперед. В редких случаях бюджет страны совпадает со сроком, на который избирается президент, но пересматривается и обновляется ежегодно. Бюджетный год может совпадать с календарным (январь–декабрь), но может и отличаться от него (июнь–июль, март–апрель). Со временем четкие различия между бюджетными системами стираются по мере того, как каждая страна развивает административную практику управления государственными финансами.

• *Британская бюджетная система.* Расходы фиксируются на основе реальных платежей. Различия между текущими и капитальными расходами отсутствуют: большая часть текущих платежей показывается "над чертой", а

капитальные расходы — “под чертой” и считаются финансирующими статьями. Некоторые бывшие британские колонии (Индия, Пакистан, Шри-Ланка, страны Карибского бассейна) делят расходы на текущие и капитальные. Бюджет представлен единым счетом, на который поступают доходы и с которого осуществляются расходы. Расходы, финансируемые за счет грантов, внешних и внутренних займов, включаются в бюджет. Бюджетные средства распределяются по министерствам по указанию министра финансов. Расходы фиксируются в момент выписки чека. Доходы фиксируются в момент депонирования чека на счет правительства в банке. Казначейство является частью правительства, но технические расчеты по его счетам ведутся центральным банком. Кредиты по овердрафту фиксируются как кредиты центрального банка правительству.

• *Французская бюджетная система.* Расход бюджетных средств может означать не только реальную выплату денег, но и выписку чека, деньги по которому будут выплачены позже. Различия между текущими и капитальными расходами отсутствуют: капитальные расходы включаются в самостоятельный бюджет развития. Этой практики придерживаются многие страны Африки, в которых он финансируется в основном за счет внешней помощи и грантов. Во многих странах определенные доходы бюджета непосредственно привязаны к определенной статье расходов. Расходы некоторых государственных предприятий могут быть включены в приложение к бюджету. Все операции бюджета осуществляются с единого счета казначейства. Бюджетные средства распределяются среди агентств, которым разрешено их использовать, на основании указов, определяющих в каждом конкретном случае сумму и главу бюджета, по которой они проходят. Расходы фиксируются как агентствами, расходующими средства, так и казначейством. Доходы фиксируются, когда чек получается правительством, до его депонирования в банк.

Некоторые страны фиксируют доходы в момент депонирования чека на счет правительства. Счета ведутся на основе календарного года и конвертируются в бюджетный год в тех странах, где бюджетный год не совпадает с календарным. Техническое управление бюджетными средствами осуществляется самим казначейством, которое, кроме того, может принимать депозиты и за их счет предоставлять кредиты по овердрафту правительству.

• *Американская бюджетная система.* Под расходом бюджетных средств обычно понимается подтвержденное законодательно обязательство совершить определенные платежи. Различия между текущими и капитальными расходами отсутствуют. Операции осуществляются с единого счета. Несколько специальных бюджетных счетов ведутся для оплаты крупных государственных проектов. Бюджетные средства выделяются министерствам поквартально. Расходы фиксируются в момент выписки чека. Доходы фиксируются в момент получения чека правительством. Счета ведутся на основе бюджетного года.

• *Испано-латиноамериканская бюджетная система.* Расход бюджетных средств может означать как реальный перевод денег из казначейства на счета министерств, так и выписку платежного поручения, деньги по которому могут быть выплачены позже. Некоторые доходы бюджетов могут быть непосредственно привязаны к определенным статьям расходов. Расходы, финансируемые за счет внешних грантов и займов, включаются в бюджет. Бюджетные операции могут осуществляться как с единого счета, так и с нескольких счетов. В некоторых латиноамериканских странах консолидированного государственного бюджета нет — каждое министерство имеет свой бюджет. Бюджетные средства чаще всего выделяются на основе указа президента непосредственно после утверждения бюджета парламентом. Расходы фиксируются всеми участвующими сторонами: на этапе выделения средств, выдачи платежного по-

ручения, перевода средств из казначейства в министерства, поставки товаров, оплаты чека. Доходы фиксируются в момент депонирования чека на счет правительства в банке. Техническое управление бюджетными средствами осуществляется либо центральным банком, либо уполномоченным на то коммерческим банком.

Как и в платежном балансе, каждая статья бюджета состоит из потоков средств, двигающихся в противоположных направлениях. Данные в бюджете могут представляться либо на наличной основе учета, либо на основе принципа наращивания.

- *Наличная основа учета* (cash basis) — метод бюджетного учета, признающий поступления при получении наличных денег и расходы при выплате наличных. На этой основе данные фиксируются в рамках государственного сектора.

- *Принцип наращивания* (accrual basis) — метод бюджетного учета, в соответствии с которым доходы и расходы признаются в момент возникновения обязательства, хотя наличными они еще не получены или не выплачены. На этой основе данные фиксируются в рамках реального сектора, системы национальных счетов и в бюджетах некоторых стран.

Состав правительственного сектора

Бюджет находится в распоряжении правительства, точнее говоря — правительственного сектора экономики.

@ *Правительственный сектор* (government sector) — все правительственные единицы, образованные в результате политического процесса, осуществляющие монопольную власть в стране в интересах экономического, социального и политического развития, направленную преимущественно на предоставление общественно-необходимых услуг.

Организационно правительственный сектор состоит из:

- центрального правительства, имеющего центральный государственный бюджет и осуществляющего юрисдикцию над всеми частями страны;

- региональных (областных, краевых и пр.) правительств, имеющих независимый от центрального правительства бюджет, пополняемый из иного источника, чем центральный бюджет;

- местных правительств (городских, районных), располагающих своим бюджетом, пополняемым из источников, иных чем центральный или региональные бюджеты;

- других наднациональных органов, осуществляющих функции сбора налогов и расходования государственных средств.

В состав правительственного сектора входят фонды социального страхования, финансируемые правительством, пенсионные фонды сотрудников правительственных учреждений, небольшие правительственные предприятия (правительственные издательства, столовые в правительственных учреждениях и т.п.). Государственные предприятия не входят в правительственный сектор, они считаются частью реального нефинансового сектора экономики. Примером может служить нефтедобывающая промышленность, которая в большинстве стран находится в государственной собственности, государственные средства коммуникаций (железные и шоссейные дороги, почта, связь и пр.). Государственные финансовые предприятия (банки, включая центральный банк), принимающие депозиты, относятся к денежному сектору экономики.

Итак, бюджетный сектор является тем сектором экономики, над которым правительство имеет наиболее полный контроль. Структура и механизм функционирования бюджетного сектора в критической степени зависят от того, какая — британская, французская, американская или испано-латиноамериканская — бюджетная система существует в той или иной стране. Бюджет составляется и утверждается на год и прогнозируется на несколько лет впе-

ред. Бюджетный год может совпадать с календарным, но может и отличаться от него. Данные в бюджете могут представляться либо на наличной основе учета, признающей поступления при получении наличных денег и расходы при выплате наличных, либо на основе принципа наращивания, в соответствии с которым доходы и расходы признаются в момент возникновения обязательства, хотя наличными они еще не получены или не выплачены. Бюджет находится в распоряжении правительственного сектора экономики, охватывающего все правительственные единицы, образо-

ванные в результате политического процесса, осуществляющие монопольную власть в стране в интересах экономического, социального и политического развития, направленную преимущественно на предоставление общественно-необходимых услуг. Организационно правительственный сектор состоит из центрального правительства, региональных (областных, краевых и пр.) правительств, местных (городских, районных) правительств и других наднациональных органов, осуществляющих функции сбора налогов и расходования государственных средств.

2. ПРЕДСТАВЛЕНИЕ АГРЕГАТОВ

В силу больших различий в композиции бюджетов да и в подходе к самому бюджетному процессу в большинстве стран, в целях его программирования и обеспечения межстрановой сопоставимости, прежде всего осуществляется его пересчет в стандартную форму, описанную в "Руководстве по правительственной финансовой статистике", опубликованному в 1986 г. МВФ¹.

Типы бюджетных операций

По характеру бюджетные операции разделяются на шесть основных групп, причем различия между первыми двумя из них относятся ко всем бюджетным операциям, последующие две — только к операциям, не предполагающим какого бы то ни было платежа, последние две относятся только к операциям, включающим правительственные финансовые активы.

- Поступления-платежи (receipts-payments). Это различие говорит, что бюджетные операции могут предполагать либо получение средств бюджетом, либо их выплату из бюджета. В бюджетах некоторых стран поступления фиксируют-

ся со знаком плюс, а платежи — со знаком минус.

- Возмещаемые-невозмещаемые (re-payable-nonre-payable) операции. Платеж или поступление платежа считаются возмещаемыми, если в результате возникает контрактное обязательство платежа. В противном случае они считаются невозмещаемыми.

- Обеспеченные-необеспеченные (requited-unrequited) операции. Неоплачиваемый платеж считается обеспеченным, если он предполагает поставку взамен товаров или услуг, и необеспеченным — в противном случае.

- Текущие-капитальные (current-capital) операции. В отличие от текущих, капитальные операции предполагают приобретение или продажу товаров, которые могут использоваться в процессе производства в течение более чем одного года.

- Финансовые активы — финансовые пассивы (financial assets — financial liabilities). Финансовые активы представляют собой чьи-либо обязательства перед правительством, пассивы — обязательства со стороны правительства кому-либо.

- Операции в целях государственной политики — операции в целях управления ликвидностью (public policy — liquidity management). В большинстве случа-

¹ A Manual on Government Finance Statistics. — Wash.: IMF, 1986.

ев государственные расходы осуществляются с целью достижения определенных целей государственной политики (обеспечение безопасности, поддержание здоровья населения, строительство дорог). Однако в определенных случаях они могут стать средством регулирования ликвидности. Например, когда государство выпускает казначейские векселя с целью финансирования государственного долга, денежная ликвидность сжимается; если казначейство покупает выпущенные им ранее векселя, ликвидность растет.

Композиция бюджета

В широком смысле слова бюджет — баланс, в одной стороне которого находятся все доходы, в другой — расходы. Представление бюджета в каждой стране различно, однако в соответствии с методологией, рекомендуемой МВФ, статьи любого бюджета можно переклассифицировать таким образом, чтобы все их можно было отнести к одной из следующих групп — доходы, гранты, расходы, кредиты минус субсидии, финансирование (табл. 11.1).

• *Доходы бюджета.* Все невозмещаемые поступления в бюджет, будь то обеспеченные или необеспеченные, за исключением поступлений, получаемых от других правительств и международных организаций. Показываются в валовом выражении. Доходы могут быть текущими и капитальными. Текущие доходы включают доходы от сбора налогов, а неналоговые поступления — доходы от собственности, штрафы, сборы, частные дары, доходы от государственных предприятий, таких как издательства, министерские столовые, парковка в правительственных зданиях и т.п. Налоги представляют собой принудительные неоплачиваемые и необеспеченные взносы, собираемые правительством для удовлетворения общественных нужд, и включают не только прямые и косвенные налоги, собираемые в государстве, но и штрафы за неуплату нало-

гов, переводимую в бюджет прибыль от государственных финансовых и иных монополий (на торговлю алкоголем, табаком и пр.), от купли-продажи иностранной валюты ЦБ. Налоги объединяются в семь групп. Всего международная статистика признает около 260 налогов.

Статья налога на доход, прибыль и прирост капитала включает все налоги, уплачиваемые на действительный или предполагаемый доход физических лиц, прибыль предприятий и рост курсовой стоимости акций, в чьем бы владении они ни находились, а также налог на доход от земли, недвижимости и другой налогооблагаемой собственности. Взносы на социальное страхование включают все обязательные отчисления, делаемые физическими лицами или их работодателями в государственные фонды социального страхования, что является условием сохранения доступа этих лиц к услугам социального страхования в случае болезни, производственной травмы, смерти при исполнении служебных обязанностей и т.п. Налог на фонд зарплаты может выплачиваться либо как процент от этого фонда, либо как фиксированная сумма за каждого занятого. Налоги на собственность включают периодически взимаемые налоги на недвижимую собственность (земля и строения), исходя из оценки их текущей стоимости, налоги на чистые материальные ценности, налоги на дарение и наследование, налоги на финансовые сделки и прочие налоги, такие как налоги на автомобили, оружие, драгоценности, живых животных. Внутренние налоги на товары и услуги взимаются на производство, добычу, перевозку, сдачу в аренду отдельных видов товаров, включая все налоги на продажу, налоги на добавленную стоимость, акцизные налоги на предметы роскоши, налог на прибыль естественных монополий — почтовые услуги, транспорт, связь и пр., налог на выдачу лицензий на занятие определенной индивидуальной трудовой деятельностью. Налоги на внешнюю торговлю и сделки состоят в основном из экспортных и импортных пошлин; прибыли экспортных государственных

Операции правительства/Government operations

1. Всего доходы и гранты	Total revenue and grants
Всего доходы Текущие доходы Доходы от налогов Налог на доход, прибыль и прирост капитала Взносы на социальное страхование Налоги на фонд зарплаты и рабочую силу Налоги на собственность Внутренние налоги на товары и услуги Налоги на внешнюю торговлю и сделки Прочие налоги Неналоговые доходы Доход от предпринимательства и собственности Административные сборы и взносы Пени и штрафы Взносы в правительственные пенсионные фонды Прочие неналоговые доходы Капитальные доходы Продажи основных фондов Продажи запасов Продажи земли и неосязаемых активов	Total revenue Current revenue Tax revenues Tax on income, profit, and capital gains Social security contributions Taxes on payroll and workforce Taxes on property Domestic taxes on goods and services Taxes on international trade and transactions Other taxes Non-tax revenue Entrepreneurial and property income Administrative fees and charges Fines and forfeits Contribution to government pension funds Other nontax revenues Capital revenue Sales of fixed capital assets Sales of stocks Sales of land and intangible assets
Гранты/дары Из-за границы От других уровней национального правительства От международных организаций странам-членам Международным организациям от их штаб-квартир	Grants From abroad From other levels of national government From supranational authorities to member countries To supranational authorities from their headquarters
2. Всего расходы и кредиты минус платежи	Total expenditure and lending minus repayments
Всего расходы Текущие расходы Расходы на товары и услуги Зарплата и жалование Взносы работодателя Платежи процентов Внутри страны За рубеж Субсидии и другие текущие переводы Капитальные расходы Приобретение основных фондов Покупка запасов Покупка земли и нематериальных активов Капитальные трансферты Внутри страны За рубеж	Total expenditure Current expenditure Expenditures on goods and services Wages and salaries Employer contributions Interest payments Domestic Abroad Subsidies and other current transfers Capital expenditure Acquisition of fixed capital assets Purchases of stock Purchases of land and intangible assets Capital transfer Domestic Abroad
Всего кредиты минус платежи Внутри страны За рубеж	Total lending minus repayment Domestic Abroad
3 = 1 — 2. Общий дефицит/избыток	Overall deficit/surplus
4 = 3. Всего финансирование Внутреннее финансирование От других уровней правительства От денежных властей От банков, принимающих депозиты Прочее внутреннее финансирование Внешнее финансирование Международными институтами развития Зарубежными правительствами Прочие займы из-за рубежа Изменение в запасах наличных, депозитов и ценных бумаг	Total financing Domestic financing From other general government From monetary authorities From deposit money banks Other domestic financing Financing abroad From international development institutions From foreign governments Other borrowing abroad Change in cash, deposits and securities

монополий, которые обязаны перечислять ее в бюджет (доход от экспорта нефти в большинстве нефтедобывающих стран), и налога на обмен валюты.

Неналоговые доходы бюджета включают прибыль от предпринимательской деятельности правительства, которая основана на том, что оно эксплуатирует принадлежащую ему собственность. За ее использование правительство может получать дивиденды на акции, ренту за аренду государственной земли, процент за вложение государственного капитала, роялти за правительственные публикации и другие виды доходов. Административные сборы и взносы включают установленные в государстве сборы за различные виды деятельности и единовременную продажу государственного имущества — леса из государственных заповедников, сувениров в государственных музеях и т.п. Все штрафы, выплачиваемые по причине иной, нежели несвоевременная уплата налога, включаются в статью штрафов и пени. В некоторых странах наибольший доход бюджет получает по этой статье от дорожной полиции. Взносы в центральный правительственный пенсионный фонд сотрудниками правительства или местными правительствами признаются доходами бюджета. Капитальные доходы включают продажу государственных основных фондов — зданий, сооружений, оборудования, запасов стратегических материалов, неприкасаемых запасов для чрезвычайных ситуаций, стабилизационных запасов, а также земли, лесов и подземных запасов природных ресурсов.

• *Гранты/дары.* Статья доходов. Все невозмещаемые необеспеченные поступления в бюджет, не носящие принудительного характера, от иностранных правительств или международных организаций. Подобные поступления от неправительственных организаций относятся к доходам. Гранты могут предоставляться либо для финансирования реализации определенного проекта, либо просто для поддержания бюджета дружественных государств, испытывающих трудности. Гранты не считаются

статьей финансирования бюджета и показываются в его доходной части, а не “под чертой”. Если грант предназначен для приобретения средств производства, он считается капитальным. Все остальные гранты относятся к текущим. Гранты отличаются от займов тем, что по грантам не наступает контрактного обязательства выплачивать полученные суммы. Однако прощенная задолженность грантом не считается, поскольку списание долга не позволяет увеличить текущие расходы правительства, так же как и гранты, полученные в натуре. Чаще всего гранты получаются из-за границы, от иностранных правительств или международных организаций либо в иностранной, либо в национальной валюте и могут быть текущими, если используются на финансирование текущих правительственных расходов, или капитальными, если финансируют капитальные расходы правительства. Центральное правительство может получать не подлежащие возврату переводы от местных правительств, которые также считаются грантами.

• *Расходы бюджета.* Все невозмещаемые необеспеченные платежи правительства из бюджета для финансирования текущих или капитальных расходов. Показываются в валовом выражении по секторам экономической деятельности правительства — государственное управление, оборона, правопорядок, образование, здравоохранение и т.д. Расходы на каждый сектор разбиваются на текущие и капитальные. К числу текущих расходов относятся расходы на выплату зарплат государственным служащим, взносы в социальные и пенсионные фонды, платежи процентов по внутреннему или внешнему долгу, субсидии и прочие трансферты. Капитальные расходы состоят из приобретения средств производства, ценных бумаг, земли, внутренних и внешних капитальных трансфертов. Правительственные расходы отличаются от правительственных кредитов тем, что расходы не подразумевают контрактного обязательства их последующего погашения.

Текущие расходы состоят из расходов на товары и услуги в форме выплаты зарплаты государственным служащим, которые показываются в бюджете до уплаты ими налогов с этих доходов. В понятие зарплаты включаются базовая зарплата, сверхурочные, доплата за жилье, бонусы, тринадцатая зарплата, оплата транспорта на работу и с работы и другие выплаты наличными. В текущие расходы бюджета также входят взносы, осуществляемые правительством за своих работников, в фонды социального страхования и пенсионные фонды, находящиеся как внутри правительства, так и вне его, а также закупки всех товаров правительственными органами, за исключением средств производства. Платежи процентов осуществляются правительством за использование средств, взятых в займы либо внутри страны, либо за рубежом (выплата основной части долга классифицируется как статья финансирования). Субсидии и другие текущие переводы являются крупной статьей текущих расходов, особенно в некоторых странах с переходной экономикой. В субсидии включаются все не подлежащие возврату и непокрытые переводы из бюджета частным и государственным предприятиям, как финансовым, так и нефинансовым. Переводы внутри страны осуществляются в целях перераспределения налоговых доходов центральным правительством местным общественным организациям, которые государство считает необходимым поддерживать, отдельным группам граждан, нуждающимся в государственной поддержке. Переводы за рубеж включают переводы иностранным правительствам, международным организациям (например, перевод взноса в уставный капитал или ежегодного членского взноса в ООН).

Капитальные расходы бюджета состоят из приобретения основных фондов, которые используются для производственных целей невоенного назначения, служат более одного года и имеют остаточную стоимость больше минимальной, определенной законодательством

страны. Государство за счет бюджета создает запасы стратегических материалов, продовольствия и топлива на случай непредвиденных обстоятельств, а также землю, леса, внутренние водоемы и запасы природных ископаемых, которые считаются капитальными расходами. Наконец, правительство может осуществлять капитальные трансферты как внутри страны, так и за рубеж, состоящие в основном из основных фондов или средств, передаваемых для закупки основных фондов. Например, правительство может осуществлять трансферты в местные бюджеты, которые будут считаться капитальными, если они предназначены для строительства дорог, мостов, больниц, школ и пр. В числе аналогичных капитальных трансфертов за рубеж выделяются трансферты Международной ассоциации развития — подразделению Мирового банка, занимающемуся финансированием наименее развитых стран.

• *Кредиты минус платежи.* Статья расходов. Состоит из валовых кредитов, предоставляемых правительственными органами, которые получают средства только из бюджета для достижения целей государственной политики, а не для управления ликвидностью, за вычетом платежей по подобным кредитам, предоставленным ранее. В понятие кредита включают как займы, предоставляемые правительством, так и приобретаемые им акции. В случае, если акции, олицетворяющие долю в собственности, генерируют доход, то он включается в статью прочих доходов в доходной части бюджета. Считается, что правительство предоставляет кредиты не для получения финансового дохода, а для решения определенных общественно-важных задач — строительства жилья, ликвидации последствий катастроф и войн, финансирования низкоприбыльных проектов (например, плотины), для финансирования которых частного капитала недостаточно. Если правительство выступает гарантом частной задолженности, то любые правительственные платежи за обанкротившихся должников также

включаются в данную статью. Кредиты могут предоставляться правительством, а платежи по кредитам получаться как внутри страны, так и из-за рубежа. Внутри страны они предоставляются как нефинансовым государственным предприятиям, так и финансовым институтам, за рубежом — правительствам и международным организациям.

• *Общий дефицит/избыток.* В любой системе учета доходы должны равняться расходам. Поэтому размер общего дефицита или избытка государственного бюджета в критической степени зависит от того, какие именно статьи включены в доходы и расходы, а точнее говоря, какие расходы считаются расходами, создающими дефицит, и какие статьи доходов считаются доходами, его финансирующими. В целом, аналогично платежному балансу, проблема заключается в том, где именно провести “черту”, оставив над ней все то, что приводит к созданию дефицита, а под ней — все источники его финансирования. Очень редко, лишь в отдельные годы, в немногих странах фиксируется положительное сальдо бюджета. В подавляющем большинстве стран существует его дефицит.

@ *Дефицит бюджета* (budget deficit) — часть расходов и предоставленных кредитов, которая превосходит поступления в бюджет от налогов, грантов и погашения прошлых кредитов и которая покрывается правительством за счет получения займов или сокращения резервов.

Как следует из определения, в стандартизированном представлении бюджета, используемом МВФ, дефицит/избыток = (доходы + гранты) — (расходы + кредиты — платежи) и выражаются отрицательным числом, если это дефицит, и положительным, если это избыток. Дефицит/избыток равны финансированию с противоположным знаком, что принимается как тождество по определению. Например, при дефиците бюджета в –200 млн. финансирование должно составлять +200 млн.

Практика определения дефицита сильно отличается в разных странах. Например, продажа государственных казначейских векселей может считаться кредитом правительству и включаться в статью “кредиты минус платежи” “над чертой” в бюджете и в финансирующей статье “под чертой” бюджета. Получение межправительственных кредитов из-за рубежа тоже в одних странах считается статьей доходов, сокращающей дефицит, а в других — статьей, финансирующей дефицит. Платежи процентов по кредитам могут относиться как к текущим, так и к капитальным операциям расходной части в зависимости от принятой в данной стране методологии. Поэтому для обеспечения аналитического анализа бюджета и его прогнозирования его сначала приводят в стандартную форму. Наибольшие различия между методологиями, принятыми в отдельных странах, возникают по поводу того, в какой раздел — доходов или финансирования — относить те или иные бюджетные поступления. Наиболее часто встречающиеся прочие концепции бюджетного дефицита следующие:

• *Операционный дефицит* (operational deficit) — дефицит, рассчитанный путем переноса платежей процента по правительственному долгу из расходов в раздел финансирования. Считается, что платежи процента должны быть в разделе финансирования, поскольку только сам факт их выплаты позволяет финансировать государственный бюджет за счет заемных средств. Иначе никто просто не стал бы покупать государственные ценные бумаги.

• *Первичный дефицит* (primary deficit) — дефицит, рассчитанный вообще, за исключением платежей процента по правительственному долгу, с целью исключить влияние на бюджет проблем, возникших в предыдущие годы, и оценить фискальную позицию только текущего года.

• *Внутренний/внешний дефицит* (domestic/external deficit) — дефицит, рассчитанный отдельно по операциям правительства внутри страны и в его

отношениях с зарубежными странами. Если правительство осуществляет крупные операции с зарубежными странами, получая или предоставляя кредиты, гранты или получая инвестиционный доход, то нередко в аналитических целях составляются отдельные бюджеты внутренних и международных операций правительства. Тогда только бюджет внутренних операций правительства используется для анализа спроса на внутренний кредит и воздействия на рост денежной массы. Для облегчения составления бюджета международных операций многие развитые страны регистрируют отдельно доходы и расходы, относящиеся к резидентам и нерезидентам. В самом простом случае такой бюджет рассчитывается по следующей схеме: доходы из-за рубежа + гранты из-за рубежа — платежи процента за рубеж — текущие переводы за рубеж — капитальные переводы за рубеж — иностранные займы минус платежи — прочие зарубежные расходы = внешний дефицит/избыток = финансирование из-за рубежа.

• *Финансирование дефицита бюджета.* Мобилизация правительствам ресурсов для покрытия дефицита бюджета или распределение ресурсов, возникших в результате его положительного сальдо. В отличие от всех находящихся “над чертой” статей бюджета финансирование включает изменение в государственных пассивах и активах, которые осуществляются в целях управления ликвидностью, а не в целях реализации государственных программ. Как указано выше, финансирование должно равняться дефициту/избытку бюджета с противоположным знаком. Финансирование равняется сумме займов, полученных правительством, минус его платежи по прошлым займам (амортизация), минус чистые кредиты, предоставляемые правительством в целях управления ликвидностью, плюс чистое сокращение запасов наличных в кассах правительства. Только амортизация основной части долга включается в финансирование, тогда как платежи процентов по долгам относятся к расходной части бюджета.

В некоторых странах правительство частично выполняет функцию банковского сектора, принимая депозиты. В этом случае такие депозиты могут использоваться для финансирования дефицита бюджета, однако статистически они показываются как займы правительства у банковской системы.

Финансирование происходит из источников внутри страны и из-за рубежа. В целях внутреннего финансирования займы могут получаться центральным правительством от других частей центрального правительства (перераспределение средств между министерствами) и от правительств более низкого уровня (областных и городских правительств). Поскольку правительство по закону ряда стран нередко имеет контроль над центральным банком, который может быть даже подчинен министерству финансов, бюджет может заимствовать средства у денежных властей (центрального банка), делая это за счет получения прямых займов или сокращения своих депозитов в ЦБ, сокращения запасов наличности, находящейся в распоряжении правительства. Переводы в государственный бюджет нерезидентов прибыли ЦБ, возникшей в связи с изменением цены золота или валютного курса валют, из которых состоят государственные резервы, также считаются займами у банковской системы, даже несмотря на то, что у правительства не возникает обязательства оплатить эти займы. Однако переводы в бюджет реализованной прибыли ЦБ, возникшей в результате его купли-продажи иностранной валюты или золота, классифицируются как доход бюджета, а не как его финансирующая статья. Чаще всего правительство занимает деньги у банковской системы путем выпуска государственных ценных бумаг, которые размещаются среди банков под привлекательный процент, либо путем сокращения правительственных депозитов в коммерческих банках, которые держатся там в целях регулирования ликвидности. Внутреннее финансирование дефицита бюджета может осуществляться и

из других источников, представляющих собой все те организации внутри страны, которые покупают и держат государственные долговые обязательства, — страховые компании, пенсионные фонды, промышленные предприятия, частные лица и пр.

К понятию внешнего финансирования дефицита бюджета относится любое чистое финансирование, определяемое как разность выдачи новых кредитов и их погашения, получаемое от нерезидентов. В их числе — международные институты развития (Мировой банк, Европейский банк реконструкции и развития, Межамериканский банк развития и пр.). Финансирование, полученное от МВФ, который является финансовой организацией, а не институтом развития, не включается в эту статью, относится на счета баланса ЦБ и показывается как внутренний кредит правительству со стороны денежных властей. Внешнее финансирование дефицита может также поступать от иностранных правительств и их агентств в виде межгосударственных займов. Статья прочих займов из-за рубежа включает чистые кредиты и авансы, получаемые национальным правительством от иностранных банков, кредиты иностранных поставщиков, связанные в основном с импортными закупками товаров и услуг. Наконец, внешним считается финансирование бюджета за счет сокращения государственных запасов иностранной валюты, депозитов в иностранных банках и запасов иностранных ценных бумаг, которые держатся правительством в целях обеспечения ликвидности своих операций. Эта последняя статья называется также правительственными резервами, которые нельзя путать с государственными резервами, чаще всего находящимися в распоряжении ЦБ и используемыми в целях финансирования дефицита платежного баланса.

Государственный долг

Государственный долг представляет собой своеобразный измеритель бюд-

жетных операций, однако, в отличие от них, измеряет не потоки, а запасы денежных средств.

@ *Государственный долг* (government debt) — совокупность прямых обязательств правительства перед остальной экономикой и внешним миром, аккумулированных в результате бюджетных операций в прошлом, которые должны быть покрыты им за счет бюджета в будущем.

Государственный долг выступает важнейшим компонентом национальной экономики, поскольку от его композиции, тенденций роста и политики погашения во многом зависит потенциал развития всех остальных секторов. Запас (stock) государственного долга является всегда объектом пристального внимания правительства, которое обязано обеспечивать достаточные бюджетные поступления для оплаты наступающих платежей по основной части долга и процентов. В понятие государственного долга включается только долг, признаваемый правительством и реально к нему относящийся. Если правительство гарантирует чей-либо долг, то его сумма не считается долгом правительства. Правительственным долгом считается только долг, накопленный теми частями правительства, расходы и доходы которых показаны в государственном бюджете. Соответственно, долг областных или городских правительств центральному правительству не считается государственным долгом.

Государственный долг может классифицироваться либо в зависимости от того, кто предоставляет займы правительству (табл. 11.2), либо по типу долгового инструмента, издаваемого правительством (табл. 11.3). Государственный долг может быть внутренним, если его держателями являются резиденты, и внешним, если его держателями являются нерезиденты. Внутри страны центральное правительство может занимать деньги у других частей правительства. Эти займы входят в состав долга только в том

**Государственный долг: классификация по типу держателя долга/
Government Debt by Type of Debt Holder**

Всего долг	Total debt
Внутренний долг Другим частям правительства Денежным властям Банкам, принимающим депозиты Прочий внутренний долг Другим финансовым институтам Нефинансовым государственным пред- приятиям Нефинансовому частному сектору Корректировка стоимостной оценки	Domestic debt Other general government Monetary authorities Deposit money banks Other domestic debt Other financial institutions Nonfinancial public enterprises Nonfinancial private sector Adjustment for valuation differences
Внешний долг Международным организациям развития Иностранным правительствам Прочий внешний долг Банковские займы и авансы Кредиты поставщиков Прочий внешний долг Корректировка стоимостной оценки	Foreign debt International development institutions Foreign governments Other foreign debt Bank loans and advances Supplier credits Other foreign debt Adjustment for valuation differences

случае, если они должны в последую-
щем погашаться. Правительство может
занимать деньги у центрального банка,
местных коммерческих банков, так же
как и у других финансовых и нефинан-
совых институтов, в форме получения
прямых кредитов или продажи им го-
сударственных долговых обязательств.
Например, помимо банков в зависи-
мости от правил, установленных в каж-
дой конкретной стране, государствен-
ные ценные бумаги могут приобретать
страховые компании, пенсионные фон-
ды, частные лица, предприятия, общест-
венные организации.

Внешний правительственный долг
может возникать в результате займов
в иностранной валюте, получаемых от
международных банков развития, таких
как Мировой банк, Европейский банк
реконструкции и развития, Межамери-
канский банк развития и пр. Долг МВФ
не включается в эту категорию, посколь-
ку его кредиты зачисляются на счета
ЦБ для пополнения валютных резервов
страны, а их использование правитель-
ством для платежного баланса показы-

вается как задолженность правительства
денежным властям. Внешний долг так-
же возникает в результате займов, полу-
чаемых от иностранных правительств и
банков, и как результат покупки прави-
тельством в кредит товаров и услуг за
рубежом. И внутренний, и внешний долг
может возникать в результате займов как
в национальной, так и в иностранной
валюте. Поскольку валютный курс на
момент приобретения долга может отли-
чаться от текущего, в общую сумму как
внутреннего, так и внешнего долга вно-
сят поправку на изменение валютного
курса.

Государственный долг — внутренний
и внешний — может быть представлен
несколькими типами долговых инстру-
ментов (табл. 11.3). Долгосрочные обли-
гации включают все ценные бумаги
со сроком платежа более одного года,
имеющие фиксированную процентную
ставку и погашаемые после истечения
срока, указанного при их размещении.
Краткосрочные облигации и обязатель-
ства включают все обращающиеся на
рынке ценные бумаги со сроком пога-

ТАБЛИЦА 11.3

**Государственный долг: классификация по типу долгового инструмента/
Government Debt by Type of Debt Instrument**

<p>Всего долг</p> <p>Внутренний долг Долгосрочные облигации Краткосрочные облигации и обязательства Долгосрочные займы, не классифициро- ванные где-либо Краткосрочные займы и авансы Другие внутренние обязательства</p>	<p>Total debt</p> <p>Domestic debt Long-term bonds Short-term bonds and bills Long-term loans not elsewhere classified Short-term loans and advances not else- where classified Other domestic liabilities</p>
<p>Внешний долг Долгосрочные облигации Краткосрочные облигации и обязательства Долгосрочные займы, не классифициро- ванные где-либо Краткосрочные займы и авансы Другие внешние обязательства</p>	<p>Foreign debt Long-term bonds Short-term bonds and bills Long-term loans not elsewhere classified Short-term loans and advances not else- where classified Other foreign liabilities</p>
<p>Изменение внутреннего долга в течение периода Чистые внутренние займы Чистые дисконты и премии на новые вы- пуски и погашения Любые чистые добавления накопленного процента к долгу Чистые безналичные сделки с долгом Переоценка в национальной валюте Изменения в охвате или классификации</p>	<p>Change in domestic debt during period Net domestic borrowing Discounts and premia on new issues and redemptions (net) Any addition of accrued interest to debt (net) Noncash debt transactions (net) Revaluation in national currency Coverage and classification changes</p>
<p>Изменение внешнего долга в течение периода Чистые внешние займы Чистые дисконты и премии на новые вы- пуски и погашения Любые чистые добавления накопленного процента к долгу Чистые безналичные сделки с долгом Переоценка в национальной валюте Изменения в охвате или классификации</p>	<p>Change in foreign debt during period Net foreign borrowing Discounts and premia on new issues and redemptions (net) Any addition of accrued interest to debt (net) Noncash debt transactions (net) Revaluation in national currency Coverage and classification changes</p>

шения менее одного года, процентной ставкой, фиксированной при размещении, и погашаемые по их номинальной стоимости в срок, установленный при их размещении. Если правительственная ценная бумага не предназначена для обращения на рынке, займы, осуществленные с ее помощью, относят к прочим долгосрочным или краткосрочным займам, в зависимости от срока платежа по ней. В другие обязательства включаются

такие нетрадиционные виды займов, как, например, овердрафт правительства по своим счетам в банках. Долг считается внутренним, если держателем долгового инструмента является резидент, и внешним, если его покупает нерезидент. Поскольку статистически накопленный долг представляет собой запасы денежных средств, их изменение в течение года показывают связанные с ростом долга потоки.

Итак, по характеру бюджетные операции разделяются на шесть основных групп: поступления-платежи; возмещаемые-невозмещаемые операции; обеспеченные-необеспеченные операции; текущие-капитальные операции; финансовые активы — финансовые пассивы; операции в целях государственной политики — операции в целях управления ликвидностью. Статьи любого бюджета можно переклассифицировать таким образом, чтобы все их можно было отнести к одной из следующих групп: доходы, гранты, расходы, кредиты минус субсидии, финансирование. Доходы представляют собой все невозмещаемые поступления в бюджет, будь то обеспеченные или необеспеченные, за исключением поступлений, получаемых от других правительств и международных организаций. Гранты состоят из невозмещаемых и необеспеченных поступлений в бюджет, не носящих принудительного характера, от иностранных правительств

или международных организаций. Расходы покрывают все невозмещаемые и необеспеченные платежи правительства из бюджета для финансирования текущих или капитальных расходов. Кредиты минус платежи состоят из валовых кредитов, предоставляемых правительственными органами для реализации государственных программ за вычетом платежей по подобным кредитам, предоставленным ранее. Дефицит бюджета — часть расходов и предоставленных кредитов, которая превосходит поступления в бюджет от налогов, грантов, которая финансируется правительством за счет мобилизации ресурсов внутри страны и за рубежом. В результате может возникать государственный долг — совокупность прямых обязательств правительства перед остальной экономикой и внешним миром, аккумулированных в результате бюджетных операций в прошлом, которые должны быть покрыты за счет бюджета в будущем.

3. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ БЮДЖЕТА

С макроэкономической точки зрения государственные расходы представляют собой государственный спрос, который является важнейшей составной частью совокупного спроса. Факт существования дефицита бюджета может означать чрезмерный объем государственного спроса, который поглощает крупную долю внутреннего кредита, вытесняя тем самым частный сектор. Аналогичным образом избыток бюджета может означать, что правительство оказывает сдерживающее влияние на экономику, ограничивая бюджетный спрос.

Статьи доходов и грантов

Для прогнозирования изменения доходов от налогов необходимо прежде всего составить представление о развитии в будущем главных показателей налоговой системы, которыми являются:

- *Налоговая база (tax base)* — стоимость или объем, на который накладывается налог. Наиболее часто налоговой базой является стоимостный объем продаж, прибыли, импорта или дохода. Важно провести различие между законодательно определенной налоговой базой и реально существующей налоговой базой. Даже если законодательно определено, что налоги должны взиматься со всех доходов, отдельными решениями могут быть предоставлены налоговые льготы и изъятия для отдельных предприятий, отраслей, регионов и т.п. Тогда реальная налоговая база окажется уже установленной законодательно.

- *Налоговая ставка (tax rate)* — определенный законом процент налоговой базы, изымаемый государством в бюджет в качестве налога. Если налог взимается с цены товара или услуги, то он считается адвалорным; если с объема — специфическим. Важно учитывать, что бюджетные поступления от специфических

налогов не изменяются с ростом инфляции, тогда как от адвалорных растут параллельно ей. Поэтому бюджетные доходы от адвалорных налогов обычно растут значительно быстрее, чем от специфических.

Изменение доходов бюджета в течение определенного периода может стать результатом разнообразных эффектов, в числе которых наиболее существенны следующие:

- *автоматические эффекты* (automatic effects) — не зависящие напрямую от правительства изменения в доходе вследствие изменения в налогооблагаемой базе, например рост стоимости импорта ведет к росту доходов от импортных пошлин;

- *дискреционные эффекты* (discretionary effects) — напрямую зависящие от решений правительства изменения в доходе вследствие изменений в самой налоговой системе — изменение ставки налога, введение новых налогов, изменение широты охвата налога, улучшение собираемости налогов.

Исходя из того, какие именно эффекты — автоматические или дискреционные или какая-либо их комбинация — преобладают в конкретной стране, прогноз доходов бюджета может основываться на концепции энергетичности или эластичности доходов.

@ *Энергетичность доходов* (revenue buoyancy, b) — отношение процентного роста налоговых поступлений (T) к процентному росту ВВП (Y)²:

$$b = \frac{\Delta T/T}{\Delta Y/Y} \quad (11.1)$$

Этот показатель определяет степень воздействия обоих — автоматических и дискреционных — эффектов на доходы бюджета. Если он больше единицы, то рост ВВП на единицу ведет к росту налоговых поступлений более чем на единицу, и, наоборот, если он меньше единицы, то рост ВВП на единицу ведет к

росту налоговых поступлений в бюджет менее чем на единицу. Рассчитывается на основе данных о реально собранных налогах и номинальном ВВП.

@ *Эластичность доходов* (revenue elasticity, e) — отношение процентного роста налоговых поступлений (T) к процентному росту ВВП (Y) при условии отсутствия дискреционных эффектов:

$$e = \frac{\Delta T_c/T_c}{\Delta Y/Y} \quad (11.2)$$

Показатель эластичности измеряет воздействие только автоматических эффектов на доходы бюджета. Он рассчитывается исходя из предположения о том, что правительство не принимало каких-либо решений об изменении ставок налогов, введении новых налогов, включении новых субъектов налогообложения в существующую налоговую структуру. Рассчитывается на основе данных о налогах, которые можно будет собрать, если правительство не предпринимает никаких шагов в налоговой сфере. Если эластичность принимается равной единице, то это означает, что бюджетные доходы должны расти тем же темпом, что и ВВП.

Чтобы определить, в какой степени доходы бюджета растут в результате роста налоговой базы (B), а в какой — из-за роста ставки налога, формула эластичности доходов должна быть представлена следующим образом:

$$e = \frac{\Delta T_c/T_c}{\Delta Y/Y} = \frac{\Delta T_c/T_c}{\Delta B/B} \times \frac{\Delta B/B}{\Delta Y/Y} \quad (11.3)$$

Данная формула оценивает изменение темпа роста собираемости налогов в зависимости от изменения налоговой базы и, с другой стороны, изменение самой налоговой базы в зависимости от изменения ВВП.

Концепция эластичности доходов бюджета близка известной из общей макроэкономической теории концепции эластичности цен на товары. Связь заключается в том, что чем менее эластичен спрос на конкретный товар, под-

² Иногда называется коэффициентом динамичности доходов.

лежащий налогообложению, тем больше можно собрать налогов при повышении ставки налога на этот товар, ибо потребители все равно будут покупать его, даже несмотря на возросшую цену. Например, одним из теоретических оснований увеличения налогов на алкоголь и табак является очень низкая эластичность спроса на них по цене: сколько ни увеличивай цены, люди продолжают пить и курить. Если дискреционные меры повышают доходы бюджета, то энергетичность будет выше эластичности, и напротив, когда действия правительства сокращают доходы, энергетичность ниже эластичности. Соответственно, концепция эластичности должна в основном использоваться для прогнозирования базового сценария бюджетного баланса, а энергетичности — для прогноза воздействия на него дискреционных мер, которые могло бы принять правительство.

Прогнозирование доходов от налогов заключается либо в эконометрической оценке функции зависимости налоговых поступлений от роста номинального ВВП, либо в максимальном дизайне регистрации налогов на отдельные их типы и прогнозировании дохода от каждого типа налога отдельно. Например, доходы от импортных пошлин напрямую связаны с размерами импорта, и можно считать, что они будут расти в той же степени, в какой вырастет импорт. Если количество лет, во время которых происходят дискреционные изменения в налоговой системе, относительно невелико, наиболее рациональна оценка на базе имеющихся данных следующей функции:

$$T = a_0 + (a_1 + a_2 \Theta)Y, \quad (11.4)$$

где $\Theta = 0$ в годы, когда дискреционных изменений не было, и $\Theta = 1$ в те годы, когда дискреционные изменения происходили. Если $\Theta = 0$, то коэффициент a_1 покажет степень эластичности налоговых поступлений по доходу, исключая любые изменения в налоговой системе, предпринимавшиеся правительством. Если $\Theta = 1$, то $(a_1 + a_2)$ — степень энергетичности налогов по доходу, включая

все изменения в налоговой системе, предпринятые правительством.

Если количество лет, во время которых происходят дискреционные изменения в налоговой системе, весьма велико, наиболее рациональной является оценка на базе имеющихся данных следующей функции:

$$T = a_0 + a_1Y. \quad (11.5)$$

В данном случае T представляет собой оценку налоговых поступлений, которые могли бы быть, если бы правительство не принимало никаких мер в налоговой сфере. Но поскольку дискреционные эффекты имели место, полученную на основе регрессии T необходимо скорректировать на стоимостную оценку этих эффектов.

Прогнозирование неналоговых поступлений обычно весьма трудно в связи с большой неизвестностью масштабов будущих поступлений от продаж основных фондов, штрафов и предпринимательской деятельности правительства. Обычно оно основывается на здравом смысле, информации о намерениях правительства по реализации своего имущества и его приблизительной рыночной оценке, оценке роста поступлений от штрафов в зависимости от общей правовой ситуации в стране. Другие простые способы прогнозирования заключаются в продлении прошлых трендов или предположении, что неналоговые поступления будут расти пропорционально росту номинального ВВП.

Прогнозирование получения и предоставления грантов может основываться только на информации правительства о его намерениях предоставить бюджетные гранты некоторым государствам или получить их от других стран. Конечно, в расчет должна приниматься как бюджетная ситуация стран-доноров, которые традиционно предоставляют гранты, так и страны, их получающей. Если в стране-доноре экономическая ситуация ухудшается, вполне вероятно, что в ближайшем будущем получаемые от нее гранты будут меньше или их предоставление будет вообще приостановлено.

С другой стороны, если получающая страна укрепляет свой бюджет, возможно, что иностранные гранты вовсе не потребуются.

Статьи расходов

При прогнозировании статей расходов, которое осуществляется по отдельным статьям, чаще всего используется не изолированная эконометрическая техника, а весьма простые и очевидные взаимосвязи. Так, расходы на зарплату обычно зависят от изменения количества государственных служащих, уровня оплаты труда каждой из их категорий и изменения (индексации) этого уровня по мере развития инфляции на основе существующего законодательства. Расходы на товары и услуги в целом зависят от темпа инфляции в стране, бюджетных механизмов ограничения роста расходов. Платежи процентов по долгам определяются размером внешнего и, соответственно, внутреннего долга и процентной ставкой. Субсидии и текущие переводы зависят от общей экономической ситуации в стране, уровня прибыльности предприятий и тенденций развития безработицы, поскольку одной из разновидностей текущих переводов является пособие по безработице. Необходимо учитывать и демографические факторы, ибо от них зависят размеры расходов на выплаты стипендий и пенсий. В большинстве случаев поставленный прогноз расходов необходимо скорректировать на те меры, которые собирается принять правительство для сдерживания расходов, например для подавления инфляции или, наоборот, их роста, чтобы, к примеру, стимулировать экономический рост.

Рост расходов должен быть соизмерим с ростом доходов. В противном случае правительство вынуждено принимать меры по их ограничению.

@ *Секвестирование расходов* (expenditure sequestering) — ограничение бюджетных расходов размерами поступле-

ний в бюджет от текущих доходов, внутреннего и внешнего финансирования.

Своеобразный способ секвестирования расходов заключается в наращивании задолженности бюджета перед получателями бюджетных средств, в аккумулировании бюджетных неплатежей, что было характерно для России в 1990-е гг.

В условиях высокой инфляции все статьи бюджета в целях обеспечения межвременной сопоставимости можно выразить как процент ВВП в текущих ценах (пример 11.1).

Как видно из примера 11.1, правильные прогнозы инфляции и валютного курса являются важнейшей предпосылкой получения разумного прогноза расходной части бюджета. В данных целях индекс потребительских цен считается наиболее подходящим индикатором инфляции. Валютный курс важен для правильной оценки стоимости грантов, которые фиксируются в бюджете в национальной валюте, но получаются и предоставляются чаще всего в иностранной, а также доходов от импортных пошлин, которые накладываются на стоимость товаров в национальной валюте, полученной в результате ее конверсии из иностранной валюты. Валютный курс критически влияет на правильность оценки централизованных закупок импортных товаров, осуществляемых за счет бюджета, таких как нефть, зерно и пр., и расходов на обслуживание внешнего долга. Нередко инвестиционные расходы правительства финансируются за счет внешних займов, которые получают в иностранной валюте, но должны включаться в доходы бюджета в национальной валюте.

Финансирующие статьи

Источниками прогноза внешнего финансирования бюджета являются правительственные планы получения иностранных кредитов и предполагаемые выплаты по обслуживанию долга, кото-

Пример 11.1

Россия: консолидированный бюджет, 1994–1995 гг.

	Трлн. руб.		В % ВВП		В %	
	1994 г.	1995 г.	1994 г.	1995 г.	1994 г.	1995 г.
Всего доходы и гранты	127,7	325,3	7,8	14,4	100,0	100,0
Всего доходы	127,3	322,6	7,8	14,3	99,7	99,2
Текущие доходы	127,3	300,9	7,8	13,3	99,7	92,5
Доходы от налогов	118,6	283,1	7,3	12,5	92,9	87,0
Неналоговые доходы	8,7	17,8	0,5	0,8	6,8	5,5
Капитальные доходы	0,0	21,7	0,0	1,0	0,0	6,7
Гранты	0,4	2,7	0,0	0,1	0,3	0,8
Всего расходы и кредиты минус платежи	194,0	397,0	11,9	17,6	100,0	100,0
Всего расходы	170,6	391,0	10,5	17,3	87,9	98,5
Текущие расходы	162,7	372,9	10,0	16,5	83,9	93,9
Капитальные расходы	7,9	18,1	0,5	0,8	4,1	4,6
Всего кредиты минус платежи	23,4	6,0	1,4	0,3	12,1	1,5
Общий дефицит	-66,3	-71,7	-4,1	-3,2	100,0	100,0
Всего финансирование	66,3	71,7	4,1	3,2	100,0	100,0
Внутреннее финансирование	5,8	24,0	0,4	1,1	8,7	33,5
Внешнее финансирование	60,5	47,7	3,7	2,1	91,3	66,5
Меморандум						
ВВП	1630,1	2256,1				

Источник: *Government Finance Statistics Yearbook*. — Wash.: IMF, 1996. — P. 331.

В целях международной сопоставимости российский бюджет представляется на консолидированной основе и объединяет бюджет центрального правительства, правительственные фонды социального страхования, внебюджетные правительственные фонды. Несмотря на то что в номинальном выражении дефицит бюджета вырос в 1996 г., как процент от ВВП он сократился с 4 до 3%. Основные доходы (93%) правительство получало в 1994 г. от сбора налогов и тратило их на текущее потребление. В 1995 г. эта доля несколько сократилась, но не за счет сокращения номинальных расходов (напротив, их доля в ВВП выросла с 8 до 13%), а просто за счет возникновения нового источника доходов — капитальных доходов, связанных с приватизацией. Аналогичная картина имела место с текущими расходами в 1994–1995 гг.: они расширились и как доля от ВВП с 10 до 17%. Одновременно доля текущих расходов возросла с 84% всех расходов в 1994 г. до 94% в 1995 г., что было связано прежде всего с сокращением правительственных кредитов. Структура финансирования также претерпела изменения: если в 1994 г. около 91% потребности во внешнем финансировании покрывалось за счет внешних кредитов, то в 1995 г. около 34% приходилось уже на внутренние источники, что было связано с развитием рынка государственных краткосрочных обязательств (ГКО).

рые обычно содержатся в кредитных соглашениях. Поступления и выплаты по кредитным соглашениям, отражаемые в национальной валюте в бюджете на основе бюджетного года, должны согласовываться со статьей поступлений и выплат по кредитам в платежном балансе, где они показываются в долларах на

основе календарного года. Та часть внешних займов, которая используется для финансирования бюджетных расходов на приобретение иностранных товаров, удовлетворяет часть внутреннего спроса и не приводит к росту денежной массы. Финансирование дефицита за счет внутренних займов зависит от способ-

ности правительства размещать свои долговые ценные бумаги на внутреннем банковском и внебанковском рынке и обслуживать платежи по внутреннему долгу. Если спрос на долговые инструменты правительства в силу их высокой надежности велик и процентная ставка по ним, следовательно, ниже, чем по внешним кредитам, приоритет будет отдан внутреннему финансированию бюджета. Если же процент внутри страны, скорректированный на транзакционные издержки и рыночную оценку потенциальных рисков, выше, чем за рубежом, то скорее всего открытая экономика будет искать финансирование для бюджета на мировом рынке. Особое внимание при прогнозировании источников и масштабов финансирования бюджета необходимо обратить на реальность правительственных планов по обслуживанию внешнего и внутреннего долга. Возможна ситуация, что он вырастет настолько, что новые займы будут полностью поглощаться платежами по прошлым займам и чистое финансирование для бюджета окажется нулевым или даже отрицательным.

Очевидно, что спрос бюджета на деньги для его финансирования неизбежно раздувает денежную массу и ведет к всплеску инфляции. Если этот спрос удовлетворяется за счет прямых кредитов центрального банка, который для этого просто создает резервные деньги, то с макроэкономической точки зрения это наихудший способ финансирования дефицита, имеющий неизбежные инфляционные последствия. Заимствование государством у банковской системы имеет несколько меньшее влияние на рост денежной массы, поскольку, отдавая деньги государству, банки тем самым ограничивают средства, за счет которых они смогли бы предоставлять кредиты. Займы государства могут быть настолько велики, что они вытеснят частный сектор с кредитного рынка, который не сможет конкурировать с бюджетом за ограниченную ликвидность, и подорвут тем самым потенциал экономического роста. Наименее болезненным способом

финансирования дефицита является заимствование средств у небанковской системы, что просто перераспределяет совокупный спрос от частного сектора к правительственному, но, по крайней мере, не увеличивает его. Поэтому приоритетным направлением политики в области финансирования дефицита бюджета является его финансирование за счет государственных займов из небанковских источников — пенсионных фондов, страховых компаний, промышленных предприятий, общественных организаций, частных лиц и пр.

Итак, для прогнозирования изменения доходов от налогов необходимо прежде всего оставить представление о развитии налоговой базы — стоимости или объема, на который накладывается налог, и налоговой ставки — процента налоговой базы, изымаемого государством в бюджет в качестве налога. Изменение доходов бюджета в течение определенного периода может стать результатом либо автоматических эффектов — не зависящих напрямую от правительства изменений в доходе вследствие изменения в налогооблагаемой базе, либо дискреционных эффектов — напрямую зависящих от решений правительства изменений в доходе вследствие изменений в самой налоговой системе. Исходя из того, какие именно эффекты — автоматические или дискреционные или какая-либо их комбинация — преобладают в конкретной стране, прогноз доходов бюджета может основываться на концепции энергетичности доходов, измеряющей воздействие как автоматических, так и дискреционных эффектов на доходы бюджета, или концепции эластичности доходов, измеряющей воздействие только автоматических эффектов на бюджет. Прогнозирование получения и предоставления грантов может основываться на информации о намерении правительства предоставить бюджетные гранты другим государствам или получить их от других стран. Прогноз расходов осуществляется по отдельным статьям, и его результаты корректируются с учетом тех мер, которые собираются

принять правительство для сдерживания расходов и подавления инфляции. Финансирование дефицита бюджета происходит из внутренних и внешних источников. Из внутреннего финансирования наиболее инфляционным спо-

собом является заимствование у центрального банка, менее инфляционным — заимствование у коммерческих банков, практически совсем неинфляционным — заимствование за пределами банковской сферы.

4. РЕЗЮМЕ

1. Бюджетный сектор является тем сектором экономики, над которым правительство имеет наиболее полный контроль. Структура и механизм функционирования бюджетного сектора в критической степени зависят от того, какая — британская, французская, американская или испано-латиноамериканская бюджетная система — существует в той или иной стране. Бюджет составляется и утверждается на год и прогнозируется на несколько лет вперед. Бюджетный год может совпадать с календарным, но может и отличаться от него. Данные в бюджете могут представляться либо на наличной основе учета, признающей поступления при получении наличных денег и расходы при выплате наличных, либо на основе принципа наращивания, в соответствии с которым доходы и расходы признаются в момент возникновения обязательства, хотя наличными они еще не получены или не выплачены. Бюджет находится в распоряжении правительственного сектора экономики, охватывающего все правительственные единицы, образованные в результате политического процесса, осуществляющие монопольную власть в стране в интересах экономического, социального и политического развития, направленную преимущественно на предоставление общественно-необходимых услуг. Организационно правительственный сектор состоит из центрального правительства, региональных (областных, краевых и пр.) правительств, местных (городских, районных) правительств и других наднациональных органов, осуществляющих функции сбора налогов и расходования государственных средств.

2. По характеру бюджетные операции разделяются на шесть основных групп: поступления-платежи; возмещаемые-невозмещаемые операции; обеспеченные-необеспеченные операции; текущие-капитальные операции; финансовые активы — финансовые пассивы; операции в целях государственной политики — операции в целях управления ликвидностью. Статьи любого бюджета можно переклассифицировать таким образом, чтобы все их можно было отнести к одной из следующих групп — доходы, гранты, расходы, кредиты минус субсидии, финансирование. Доходы представляют собой все невозмещаемые поступления в бюджет, будь то обеспеченные или необеспеченные, за исключением поступлений, получаемых от других правительств и международных организаций. Гранты состоят из невозмещаемых и необеспеченных поступлений в бюджет, не носящих принудительного характера, от иностранных правительств или международных организаций. Расходы покрывают все невозмещаемые и необеспеченные платежи правительства из бюджета для финансирования текущих или капитальных расходов. Кредиты минус платежи состоят из валовых кредитов, предоставляемых правительственными органами для реализации государственных программ за вычетом платежей по подобным кредитам, предоставленным ранее. Дефицит бюджета — часть расходов и предоставленных кредитов, которая превосходит поступления в бюджет от налогов, грантов и которая финансируется правительством за счет мобилизации ресурсов внутри страны и за рубежом. В результате может возникать государственный

долг — совокупность прямых обязательств правительства перед остальной экономикой и внешним миром, аккумулированных в результате бюджетных операций в прошлом, которые должны быть покрыты за счет бюджета в будущем.

3. Для прогнозирования изменения доходов от налогов необходимо прежде всего составить представление о развитии налоговой базы — стоимости или объема, на который накладывается налог, и налоговой ставки — процента налоговой базы, изымаемого государством в бюджет в качестве налога. Изменение доходов бюджета в течение определенного периода может стать результатом либо автоматических эффектов — не зависящих напрямую от правительства изменений в доходе вследствие изменения в налогооблагаемой базе, либо дискреционных эффектов — напрямую зависящих от решений правительства изменений в доходе вследствие изменений в самой налоговой системе. Исходя из того, какие именно эффекты — автоматические или дискреционные или какая-либо их комбинация — преобладают в кон-

кретной стране, прогноз доходов бюджета может основываться на концепции энергетичности доходов, измеряющей воздействие как автоматических, так и дискреционных эффектов на доходы бюджета, или концепции эластичности доходов, измеряющей воздействие только автоматических эффектов на бюджет. Прогнозирование получения и предоставления грантов может основываться на информации о намерении правительства предоставить бюджетные гранты другим государствам или получить их от других стран. Прогноз расходов осуществляется по отдельным статьям, и его результаты корректируются с учетом тех мер, которые собираются принять правительство для сдерживания расходов и подавления инфляции. Финансирование дефицита бюджета происходит из внутренних и внешних источников. Из внутреннего финансирования наиболее инфляционным способом является заимствование у центрального банка, менее инфляционным — заимствование у коммерческих банков, практически совсем неинфляционным — заимствование за пределами банковской сферы.

5. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Каковы характерные черты британской, французской, американской и испано-латиноамериканской бюджетных систем?

2. Чем наличная система бюджетного учета отличается от принципа наращивания?

3. Что такое правительственный сектор и какова его композиция?

4. Перечислите и дайте определения основных типов бюджетных операций.

5. Что такое бюджетные доходы и из чего они состоят?

6. Чем доходы от налогов отличаются от неналоговых поступлений?

Приведите примеры налоговых и неналоговых доходов.

7. Какие виды капитальных доходов вам известны?

8. Как определяются гранты и чем они отличаются от других видов доходов?

9. Дайте определения бюджетных расходов и их основных групп.

10. Чем капитальные расходы отличаются от текущих?

11. Какие именно расходы включаются в статью "кредит минус платежи"?

12. Что такое дефицит бюджета и какова практика его определения в разных странах?

13. Определите операционный, внутренний и внешний дефицит.

14. Что понимается под финансированием дефицита бюджета и каковы его внутренние и внешние источники?

15. Что такое государственный долг и как данные о нем могут быть представлены в аналитических целях?

16. Дайте определение налоговой ставки и налоговой базы.

17. Чем дискреционные бюджетные

эффекты отличаются от автоматических?

18. Как рассчитывается энергетичность и эластичность бюджетных доходов? Что общее и что различно в этих показателях?

19. Какова методика прогнозирования бюджетных расходов и финансируемых статей?

20. Какие источники бюджетного финансирования считаются более, а какие менее инфляционными?

Проблемы для обсуждения

21. В начальный период экономической реформы в России отсутствовал консолидированный государственный бюджет. Многие типично бюджетные операции проводились по статьям многочисленных внебюджетных фондов, таких как дорожный фонд, фонд социальной поддержки населения, фонд занятости, многочисленные отраслевые фонды, информация по которым практически отсутствовала. Обсудите преимущества и недостатки консолидации всех внебюджетных фондов в рамках государственного бюджета.

22. Характерной чертой доходной части российского бюджета является наличие многочисленных льгот и привилегий для отдельных категорий налогоплательщиков. Какие налоговые льготы могут, с вашей точки зрения, считаться оправданными и что выгоднее государству в этом случае — сократить налоговую ставку или ограничить налоговую базу?

23. Основные субсидии, заложенные в расходную часть российского бюджета, — на импорт, сельское хозяйство, конверсию военных предприятий, местным органам власти — увеличиваются в абсолютном выражении, но сокращаются как процент ВВП. Что это значит?

24. Доля внешних источников в финансировании дефицита государственного бюджета России постепенно

сокращается. Часть исследователей считают, что это результат переключения спроса на финансирование на национальный банковский сектор, что в принципе вредно, поскольку вытесняет частный сектор с кредитного рынка. Другие полагают, что это результат роста реального курса рубля. Оцените тенденции последних лет и определите, кто прав.

25. В 1991–1993 гг. внутренний государственный долг России сократился с 77 до 11% ВВП, хотя правительство продолжало активно финансировать дефицит бюджета за счет займов на внутреннем рынке и практически не погашало внутреннюю задолженность. Какое макроэкономическое явление лежало в основе этого сокращения?

26. Понятие бюджетного федерализма включает в России преимущественно трансферты из центрального в местные бюджеты, что является не чем иным, как субсидированием наименее развитых регионов за счет более развитых. На слушаниях в Государственной Думе высказывалось мнение о необходимости позволить наименее развитым регионам оставлять большую часть собираемых там налогов у себя и сократить тем самым их потребность в централизованном финансировании. Каковы “за” и “против” такого решения?

Задачи

27. Разделите следующие группы бюджетных операций на расходы, доходы и финансирование и укажите, в какую именно статью должны быть отнесены следующие операции: бюджетные переводы государственным предприятиям, выплата процента по внутреннему долгу, заем у коммерческого банка, поступления от продажи ГКО, выплата основной части займа у центрального банка, погашение ГКО, платежи предприятиями процента за централизованный кредит правительства, гранты на оказание чрезвычайной помощи в случае землетрясения, бюджетные переводы на нужды сельского хозяйства, премии сотрудникам государственных промышленных предприятий, перевод в бюджет прибыли центрального банка, приобретение аэробуса для государственной авиакомпании, получение резервного кредита от МВФ, сдача в аренду государственных помещений, пенсии бывшим сотрудникам министерства финансов, приватизационные поступления.

28. Зная, что потребительские цены возросли в 1994 г. на 307% и в 1995 г. на 107%, рассчитайте:

а) показатели бюджета России из примера 11.1 в реальном выражении. Проанализируйте основные тенденции;

б) энергетичность доходов бюджета по ВВП. О чем она свидетельствует? Какие дополнительные данные нужны для расчета эластичности?

в) первичный дефицит, зная, что платежи процентов по государственному долгу составили в 1994 г. 10,9 трлн. и в 1995 г. 51,1 трлн. руб. Проанализируйте полученные данные.

29. Зная, что ВВП России в 1996 г. в номинальном выражении составил 2265 млрд. руб., инфляция — 48%, энергетичность бюджетных доходов осталась неизменной, получение грантов возросло на 20%, текущие расходы сократились на 10%, капитальные — возросли на 10% и внешнее финансирование составило половину всего финансирования, спрогнозируйте и проанализируйте примерный бюджет России на 1996 г.

Глава 12

ПРОГРАММИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО СЕКТОРА

Митрич:

— Вот кто поглупей, али баба, да не может сам деньги в дело произвести, он и несет в банку, а они, в рот им ситного пирога с горохом, цапают да этими денежками да и облупляют народ-то. Штука умственная!

Л. Толстой. "Власть тьмы".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Баланс центрального банка	Обзор денежной сферы
Банки	Резервная позиция в МВФ
Валютные активы	Скорость обращения денег
развития	Соотношения
принимаящие депозиты	резервы/депозиты
специализированные	наличные/депозиты
Дифференциал процентных ставок	наличные/широкие деньги
Международные активы ЦБ	широкие деньги/ВВП
Монетарное золото	Специальные права заимствования
Мультипликатор	Факторы, влияющие
Небанковские финансовые институты	на ликвидность

1. СТРУКТУРА ДЕНЕЖНОГО СЕКТОРА

Практическое программирование денежного сектора начинается со сбора соответствующей фактической и статистической информации и ее первоначальной обработки. Денежный сектор, который, как уже упоминалось, может также называться банковской или финансовой системой, является главным связующим звеном всех остальных секторов экономики друг с другом, обычно лучше, чем другие сектора, он обеспечен статистической информацией и лучше поддается регулированию с помощью имеющихся в распоряжении правительства инструментов.

Уровни денежной системы

Начиная программирование, необходимо прежде всего понять, из каких элементов состоит денежная система в дан-

ной стране (табл. 12.1). В большинстве стран она двухуровневая — центральный банк и коммерческие банки. С институциональной точки зрения во главе ее обычно стоит центральный (государственный) банк или другой институт (например, валютное правление), исполняющий функцию денежных властей, главная функция которых заключается в регулировании денежного обращения. ЦБ может быть самостоятельным и не зависеть от правительства, а может быть интегрирован в правительственную систему и подчиняться его решениям, исходящим обычно от министерства финансов. Понять реальное место ЦБ в структуре власти в стране чрезвычайно важно, ибо от этого зависит вся логика поведения денежных властей и денежной системы в целом. Ясное представление об этом позволит четко ответить на три основополагающих для программи-

рования денежного сектора вопроса: кто и как контролирует валютный курс? Кто устанавливает ставку рефинансирования и регулирует процентные ставки? Кто определяет объемы денежной эмиссии?

На втором уровне находятся:

- *Банки, принимающие депозиты* (deposit money banks), — частные коммерческие банки, главная функция которых — привлекать деньги на депозиты и давать их займы под процент. По контролю за уставным капиталом коммерческие банки могут быть государственными, частными и смешанными. Государственных и смешанных КБ, в капитале которых государство играет весомую роль, обычно много в тех странах, где до недавнего времени ЦБ выполнял функции не только регулирования, но и торговли деньгами, присущую КБ, но потом в рамках проводимых реформ было решено передать эти функции КБ. По страновой принадлежности капитала коммерческие банки могут быть национальными, иностранными и

совместными. Эти классификации важны в силу того, что регулирование банковской деятельности может сильно отличаться для различного типа банков. В наиболее привилегированном положении находятся государственные банки, через которые нередко распределяются централизованные кредиты, а наиболее ущемлены в правах обычно иностранные банки, деятельность которых всячески ограничивается.

- *Специализированные банки* (specialized banks) — коммерческие банки, созданные обычно при участии правительства или полностью ему принадлежащие, деятельность которых направлена на кредитование определенных отраслей экономики. Обычно эти банки пользуются привилегированным правовым режимом, работают под жестким контролем правительства в лице министерства финансов и периодически получают прямые переводы из бюджета на пополнение ресурсов. Не удивительно поэтому, что кредитные портфели этих

ТАБЛИЦА 12.1

Институциональная структура денежного сектора

Регулирование	Финансовые институты		Принадлежность		
Денежные власти (центральный банк)	Банки, принимающие депозиты	Коммерческие банки	Государственные		
			Частные		
			Смешанные		
			Национальные		
			Иностранные		
			Совместные		
Соответствующие агентства правительства	Небанковские финансовые институты	Специализированные банки	Государственные		
		Банки развития	Смешанные		
			Государственные		
		Финансовые компании	Инвестиционные компании	Частные	
				Кредитные союзы	Частные
					Страховые компании
Пенсионные фонды	Частные				
		Государственные			

банков нередко начинены неоплаченными безнадежными долгами, которые никогда не будут погашены и должны быть просто списаны. Правительство зачастую не включает балансы этих банков в консолидированный баланс банковской системы, чтобы не ухудшать ее показатели в целом, что приводит к существенным искажениям отчетности денежного сектора.

• *Банки развития* (development banks) — находящиеся под жестким государственным контролем коммерческие банки, созданные с целью долгосрочного финансирования структурных реформ. Источником такого финансирования являются либо иностранные кредиты, либо переводы из государственного бюджета. Эти банки во многих странах являются потенциальным источником финансовых проблем, поскольку все их убытки в конечном счете покрываются за счет бюджета. Банки развития, так же как и специализированные банки, зачастую не включаются в отчетность по финансовой системе.

• *Небанковские финансовые институты* (non-bank financial institutions) — весьма значительная группа организаций, занимающихся финансовым бизнесом, но не являющихся банками и не подпадающих под банковское регулирование. Обычно регулированием деятельности этого типа организаций занимается само правительство через министерство финансов, и их отчетность, соответственно, не включается в консолидированную отчетность денежного сектора. Создание, например, финансовых компаний обычно связано с тем, что банки стремятся вывести часть своих операций — зачастую наиболее прибыльных — из-под жесткого банковского регулирования. В числе таких институтов также инвестиционные и страховые компании, кредитные союзы, всевозможные кредитные ассоциации и даже почтовые отделения, которые во многих развивающихся странах принимают депозиты населения. Отчетность этих организаций сильно различается, и, как показывает опыт, они могут быть источником

сильных финансовых потрясений в экономике в целом, поскольку тенденции их развития отследить крайне сложно.

В идеале данные по денежной системе должны охватывать все перечисленные группы финансовых организаций и аккумулироваться либо в центральном банке, либо в статистических органах. На практике ни в одной стране этого не происходит, и в целях микроэкономического программирования оперировать приходится только данными по консолидированной банковской системе, делая приблизительные оценки объемов финансовых операций вне банковской системы. Если возможно, делаются пересчеты с целью добавить, например, консолидированные балансы финансовых компаний к консолидированному балансу коммерческих банков. Расширить определение денежного сектора имеет смысл только за счет данных о тех финансовых организациях, за деятельностью которых в распоряжении правительства имеются хоть какие-нибудь инструменты наблюдения, регулирования и контроля.

Процентные ставки

Важной частью прогноза денежного сектора является определение тенденции развития национальных процентных ставок, а также дифференциала между национальными и международными процентными ставками.

@ *Дифференциал процентных ставок* (interest rate differential) — различия в уровне процентных ставок между данной страной и ее торговыми партнерами, которые могут повлиять на уровень валютного курса в соответствии с теорией паритета процентных ставок.

Обычно сравниваются процентные ставки по сберегательным депозитам одинаковой длительности, поскольку они в наибольшей степени связаны с населением и близки к индексу потребительских цен. Для оценки изменения

процентной ставки рассчитывается частное суммы процентной ставки внутри страны (i_h) и этой же процентной ставки, помноженной на изменение валютного курса (ΔE) (коэффициент), и процентной ставки за рубежом (i_f):

$$\frac{i_h(1 + \Delta E)}{i_f} = \Delta i. \quad (12.1)$$

Обычно берется соотношение национальной процентной ставки по 3-месячным депозитам или 6-месячным депозитам в национальной валюте и ставки ЛИБОР также по 3-месячным или 6-месячным депозитам в долларах. Теоретически в открытой экономике без ограничений на движение капитала национальная процентная ставка должна соответствовать мировой. Дифференциал процентных ставок, обычно выражающийся в превышении национальной ставки мировой, возникает в связи с политическими рисками, существующими в стране приложения капитала, различного рода препятствиями на пути репатриации капитала, рисками проектного финансирования.

На рисунке 12.1 а, б показана национальная процентная ставка по депозитам в национальной валюте (сплошная линия) и ставка по депозитам в долларах (ЛИБОР), предлагаемая на лондонском межбанковском рынке (штриховая линия). Если дифференциал увеличивается, это означает, что доверие инвесторов к данной стране падает: они хотят получить более высокую оплату в виде процента за вложенный капитал и включают стоимость риска в процент, под который они готовы вложить капитал (рис. 12.1 а). Обычно расширение дифференциала означает, что участники финансового рынка видят потенциальные проблемы в экономическом развитии страны. В подавляющем большинстве случаев в странах со стабильной экономикой и хорошими перспективами экономического развития дифференциал между национальными мировыми процентными ставками сокращается (рис. 12.1 б).

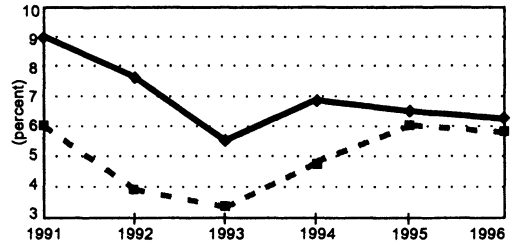


Рис. 12.1а. Сужающийся дифференциал процентных ставок (процент по 3-месячным депозитам)

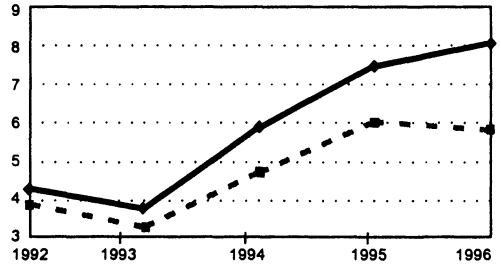


Рис. 12.1б. Расширяющийся дифференциал процентных ставок

— — — — — процентная ставка по депозитам в национальной валюте
 - - - - - процентная ставка LIBOR

Итак, в большинстве стран банковская система является двухуровневой и состоит из центрального банка и коммерческих банков. Главная функция ЦБ или другого института, исполняющего функцию денежных властей, заключается в регулировании денежного обращения. На втором уровне находятся банки, принимающие депозиты, — частные коммерческие банки, главная функция которых — привлекать деньги на депозиты и давать их займы под процент; специализированные банки — коммерческие банки, созданные обычно при участии правительства или полностью ему принадлежащие, деятельность которых направлена на кредитование определенных отраслей экономики; банки развития — находящиеся под жестким государственным контролем коммерческие банки, созданные с целью долгосрочного финансирования структурных

реформ; небанковские финансовые институты — организации, занимающиеся финансовым бизнесом, но не являющиеся банками и не подпадающие под банковское регулирование. Важной частью прогноза денежного сектора является определение тенденции развития национальных процентных ставок, а также

дифференциала между национальными и международными процентными ставками — различия в уровне процентных ставок между данной страной и ее торговыми партнерами, которые могут повлиять на уровень валютного курса в соответствии с теорией паритета процентных ставок.

2. ПРЕДСТАВЛЕНИЕ АГРЕГАТОВ

В целях макроэкономического программирования, для того чтобы избежать существенных искажений, используются исключительно первоисточники — баланс центрального банка и составляемый им консолидированный баланс коммерческих банков с поправкой на те финансовые институты, которые в него не включены. Данные двух балансов объединяются в обзор денежной сферы. Термины кредит (credit) и требования (claims) в большинстве случаев используются как синонимы. Однако в отдельных случаях может возникать требование без предоставления кредита, например когда правительство использует овердрафт своих счетов в ЦБ или КБ для финансирования текущих бюджетных расходов. Правительство просто снимает со своих счетов больше денег, чем на них имеется, что является вполне нормальной банковской операцией, платит банку за этот овердрафт повышенный процент. В результате у банка возникает требование к правительству без предоставления ему кредита. Таким образом, требование всегда является более широкой категорией, чем кредит.

Баланс центрального банка

Баланс центрального банка (central bank balance sheet) основывается на известном бухгалтерском тождестве, в соответствии с которым активы должны бы всегда равняться пассивам (табл. 12.2). Практически всегда каждая статья активов должна соответствовать какой-либо статье пассивов. ЦБ может располагать

двумя типами активов: международными активами и внутренними активами.

Международные активы ЦБ представляют собой сумму следующих активов:

- монетарное золото — золото пробы не ниже 995/1000, находящееся в хранилищах ЦБ, которое в любой момент может быть продано за иностранную валюту на мировом рынке или международным организациям;

- специальные права заимствования (СДР) — искусственный резервный актив, созданный МВФ, который страны получают от МВФ в соответствии с их квотами и который может быть использован для приобретения иностранной валюты, предоставления займов и осуществления платежей;

- резервная позиция в МВФ — сумма резервного транша страны в МВФ и долга со стороны МВФ этой стране. Резервный транш составляет 25% квоты страны в капитале МВФ и может быть получен страной назад практически без каких-либо условий;

- валютные активы — обычно наиболее значимая часть международных активов, состоящая из требований ЦБ к нерезидентам в форме иностранной валюты, банковских депозитов, правительственных ценных бумаг, других ценных бумаг, финансовых дериватов, акций частных предприятий и требований, возникающих в результате соглашений между национальным и иностранными ЦБ;

- прочие требования — остаточная категория, включающая все остальные требования в иностранной валюте или ценных бумагах, которые могут быть

ТАБЛИЦА 12.2

Баланс центрального банка

Активы	Пассивы
I. Иностранные (активы) резервы Монетарное золото Специальные права заимствования Резервная позиция в МВФ Валютные активы Прочие требования	III. Резервные деньги Наличные в обращении Резервы КБ наличные в банках депозиты банков в ЦБ ценные бумаги ЦБ Иностранные пассивы Депозиты правительства Прочие чистые статьи
II. Внутренние активы Кредит правительству Кредит коммерческим банкам учет частных ценных бумаг учет казначейских векселей кредитные аукционы продажа казначейских векселей депозиты в банках Неклассифицированные активы	
I + II = III	
Assets	Liabilities
I. Foreign assets (reserves) Monetary gold Special Drawing Rights Reserve position in the IMF Foreign exchange assets Other claims	III. Reserve money Currency outside banks Bank's reserves currency with banks banks deposits with CB central Bank bills Foreign liabilities Central government deposits Other items (net)
II. Domestic assets Claims on (credit to) central government Claims on (credit to) commercial banks rediscounted commercial paper rediscounted T-bills credit auctions sales of T-bills to banks deposits with banks Unclassified assets	

включены в определение международных активов ЦБ.

Внутренние активы ЦБ состоят из требований к правительству и требований к коммерческим банкам (КБ). Требования к правительству — это государственный внутренний долг правительства перед ЦБ. Эти требования могут состоять из правительственных облигаций и других ценных бумаг, приобретенных ЦБ, кредитов и авансов министерству финансов и овердрафта правительства по своим счетам в ЦБ.

В некоторых странах по закону правительство может держать свои счета только на счетах ЦБ. Требования к КБ являются окном для финансирования частного сектора за счет ресурсов ЦБ. Сюда относятся обычно переучет ценных бумаг коммерческих банков — ЦБ может их покупать по некоторому курсу, переучет казначейских векселей — покупка ЦБ долговых обязательств правительства, проведение кредитных аукционов по распределению централизованных кредитов, продажа коммерчес-

ким банкам казначейских векселей правительства и депозиты ЦБ в коммерческих банках. Нетрудно видеть, что все эти операции в той или иной степени являются инструментами денежной политики. В числе требований ЦБ к КБ отдельно показываются требования в иностранной валюте, т.е. практически валютные депозиты ЦБ в коммерческих банках. Этот параметр важен для правильной оценки чистых международных резервов ЦБ. В целом требования к КБ представляют собой заемные средства КБ. Неклассифицированные активы состоят из активов, которые не удалось однозначно отнести ни к одному из их вышеперечисленных видов.

В пассиве ЦБ находятся резервные деньги — исходный элемент создания денежной массы, возникающий в результате приобретения ЦБ своих активов. Резервные деньги состоят из наличных денег, выпущенных в обращение, и резервов КБ (наличные в кассах ком-

мерческих банков и депозиты КБ в ЦБ), а также ценных бумаг ЦБ, если таковые выпускаются. Резервные деньги можно считать наличным элементом денежной массы, который создается и непосредственно контролируется ЦБ. Хотя по определению резервные деньги должны равняться сумме иностранных и внутренних активов ЦБ, три компонента исключаются из резервных денег, поскольку не являются ни наличными деньгами, ни банковскими резервами. Это иностранные пассивы (все обязательства ЦБ перед нерезидентами, включая депозиты иностранных ЦБ, кредит МВФ и пр.); депозиты центрального правительства в ЦБ (рабочие балансы министерства финансов и других министерств в ЦБ); прочие чистые статьи, которые состоят из капитальных счетов — основных фондов ЦБ и его прибыли, счетов переоценки, возникающей в связи с изменением валютного курса, и неквалифицированных пассив-

Пример 12.1

Беларусь: баланс Центрального банка, 1993–1996 гг.
(млрд. руб., на конец периода)

	1993 г.	1994 г.	1995 г.	Март 1996 г.
Иностранные активы	26	1 071	4 336	4 889
монетарное золото	3	124	500	564
СДР	0	0	0	0
резервная позиция в МВФ	2	82	334	376
валютные активы	20	824	3 335	3 761
прочие требования	1	41	167	188
Внутренние активы	98	2 735	6 859	7 227
кредит правительству	10	1 300	4 530	4 585
кредит коммерческим банкам	88	1 435	2 329	2 642
Активы-пассивы	124	3 806	11 195	12 116
Резервные деньги	78	979	5 380	6 096
наличные в обращении	50	757	3 779	3 989
резервы КБ	28	222	1 601	2 107
Иностранные пассивы	65	1 179	3 316	3 699
Депозиты правительства	12	794	1 456	1 000
Прочие чистые статьи	-31	854	1 043	1 321
Меморандум				
Чистые иностранные активы	-39	-108	1 020	1 190
Чистые требования к правительству	-2	506	3 074	3 585

вов, включая статистические пропуски и ошибки.

Размер резервных денег является основным регулятором финансовой системы. Теоретически, изменяя свои активы, ЦБ может регулировать размер резервных денег, устанавливая резервные требования для коммерческих банков. Однако, поскольку в составе резервных денег есть компонент наличных денег вне банков, который в абсолютном выражении обычно превосходит резервы КБ, изменение активов ЦБ необязательно приведет к аналогичному изменению резервных денег.

В рамках баланса ЦБ (*пример 12.1*) можно выделить следующие аналитически важные показатели в чистом выражении:

- чистые иностранные активы = иностранные активы + требования ЦБ к КБ в иностранной валюте — иностранные пассивы $-/+$ счет переоценки, в зависимости от того, повысилась или понизилась курсовая стоимость иностранных активов;
- чистые требования к правительству = требования к правительству — депозиты правительства;
- валовой кредит коммерческим банкам.

Консолидированный баланс коммерческих банков

Консолидированный баланс коммерческих банков (consolidated balance sheet of commercial banks) является способом агрегированного представления балансов всех КБ страны (табл. 12.3). Так же как и баланс ЦБ, он состоит из активов, показывающих направления использования средств, и пассивов, показывающих их источники. Составляющие активов следующие:

- Резервы КБ — наличные деньги в кассах КБ и их депозиты в ЦБ, которые, в свою очередь, делятся на обязательные, размер которых определяется ЦБ директивно, и избыточные, которые КБ хранят в ЦБ по своему усмотрению.

- Иностраные активы — депозиты в иностранных банках, экспортные биллы, иностранные ценные бумаги, займы и авансы нерезидентам. Иностраные активы возникают в распоряжении КБ обычно в связи с тем, что они играют важную роль в финансировании и расчетах по международной торговле и инвестициям. Для КБ такие активы являются дополнительным источником ликвидности в той степени, в какой они могут быть проданы ЦБ в обмен на национальную валюту.

- Требования к государственному сектору состоят из требований к центральному правительству (государственные ценные бумаги, кредиты и авансы правительству) и требований к государственным предприятиям (кредитов и авансов нефинансовым предприятиям, находящимся в государственной собственности). Выделение кредита правительству отдельной строкой чрезвычайно важно для определения размеров финансирования банковской системой дефицита государственного бюджета.

- Требования к частному сектору включают все кредиты остальным экономическим нефинансовым институтам, за исключением государственных.

- Неклассифицированные активы — все остальные активы.

Составляющие пассивов консолидированного баланса КБ следующие:

- Кредит ЦБ — учетная единица должника строки требований к частному сектору в балансе ЦБ.

- Иностраные пассивы — все обязательства КБ перед нерезидентами, включая депозиты нерезидентов и обязательства перед иностранными банками-корреспондентами.

- Депозиты государственного сектора — депозиты в КБ центрального правительства и государственных предприятий.

- Депозиты частного сектора — обязательства КБ перед другими экономическими единицами, за исключением ЦБ и правительства, распределенные по степени ликвидности. Наиболее ликвидными и приравняваемыми поэтому к на-

Стилизованный консолидированный баланс коммерческих банков

Активы	Пассивы
1. Резервы наличные деньги депозиты в ЦБ	1. Кредит ЦБ
2. Иностранные активы	2. Иностранные пассивы
3. Требования к государственному сектору требования к правительству требования к госпредприятиям	3. Депозиты государственного сектора депозиты правительства депозиты госпредприятий
4. Требования к частному сектору	4. Депозиты частного сектора депозиты до востребования срочные депозиты сберегательные депозиты депозиты в иностранной валюте
5. Неклассифицированные активы	5. Неклассифицированные пассивы
Assets	Liabilities
1. Reserves (Vault) cash Deposits with Central Bank	1. Credit from Central Bank
2. Foreign assets	2. Foreign liabilities
3. Claims on public sector Claims on government Claims on public enterprises	3. Public sector deposits Government deposits Public enterprise deposits
4. Claims on private sector	4. Private sector deposits Demand (call) deposits Time deposits Savings deposits Foreign currency deposits
5. Unclassified assets	5. Unclassified liabilities

личным деньгам являются депозиты до востребования. С них оплачиваются персональные чеки и дорожные чеки, получаются наличные деньги в любое время. Срочные и сберегательные депозиты обычно имеют какие-либо ограничения на снятие денег — либо временем (депозит на три месяца), либо суммой (можно снимать не более 300 долл. в день, как, например, по дебетовым карточкам).

• Неклассифицированные пассивы включают счет капитала и другие пассивы.

Таким образом, пассивы КБ представ-

лены в основном депозитами резидентов, за счет которых КБ предоставляют кредиты (пример 12.2). В аналитических целях могут рассчитываться следующие показатели в чистом выражении:

• чистые иностранные активы = иностранные активы — иностранные пассивы;

• чистый кредит правительству = требования к правительству — правительственные депозиты;

• чистый кредит частному сектору = кредит частному сектору — депозиты частного сектора.

Пример 12.2

Беларусь: консолидированный баланс коммерческих банков, 1993–1996 гг.
(млрд. руб., на конец периода)

	1993 г.	1994 г.	1995 г.	Март 1996 г.
Резервы	123	235	3 636	3 371
наличные деньги	67	99	2 576	2 902
депозиты в ЦБ	56	136	1 060	469
Иностранные активы	172	3 223	3 010	2 255
Требования к госсектору	337	3 326	9 284	10 770
требования к правительству	20	211	2 001	4 004
требования к госпредприятиям	317	3 115	7 283	6 766
Требования к частному сектору	13	1 206	3 603	4 983
Неклассифицированные активы	5	50	100	150
Активы-пассивы	650	8 040	19 633	21 529
Кредит ЦБ	100	200	100	30
Иностранные пассивы	38	594	1 013	937
Депозиты госсектора	110	1 030	4 000	5 000
депозиты правительства	10	30	2 000	4 000
депозиты госпредприятий	100	1 000	2 000	1 000
Депозиты частного сектора	302	6 116	14 020	15 162
депозиты до востребования	129	1 877	6 132	5 778
срочные и сберегательные депозиты	30	485	2 403	4 324
депозиты в иностранной валюте	143	3 754	5 485	5 060
Неклассифицированные пассивы	100	100	500	400
Меморандум				
Чистые иностранные активы	134	2 629	1 997	1 318
Чистый кредит правительству	10	181	1	4
Чистый кредит частному сектору	-289	-4 910	-10 417	-10 179

Агрегированное представление

Баланс ЦБ и консолидированный баланс КБ сводятся в обзор денежной сферы.

• *Обзор денежной сферы* (monetary survey) — способ представления агрегатов денежной сферы, объединяющий балансы всех денежных институтов (табл. 12.4). Он показывает взаимосвязь денежного сектора, пассивы которого представляют собой денежную массу (предложение денег), с остальными секторами экономики. Он показывает также ресурсы, имеющиеся в денежной системе (чистые иностранные активы и чистые внутренние активы), и их использование (широкие деньги). Фактически это совокупность всех требований

нефинансовых институтов страны к ее финансовым институтам.

Чистые иностранные активы представляют собой сумму чистых международных активов центрального банка и чистых международных активов коммерческих банков, включая все остальные финансовые институты. Движение средств по этой статье показывает денежную составляющую взаимодействия национальной экономики с остальным миром. Состав чистых иностранных активов в разных странах различен. Главный компонент активов — международные резервы, в которые включаются только те резервы, которые находятся под контролем денежных властей. В отдельных странах коммерческим банкам вообще запрещено иметь акти-

Стилизованный обзор денежной сферы

Активы	Пассивы
I. Чистые иностранные активы Чистые международные резервы ЦБ активы пассивы Чистые международные резервы КБ активы пассивы	III. Широкие деньги Деньги наличные в обращении депозиты до востребования Квазиденьги срочные депозиты сберегательные депозиты депозиты в иностранной валюте
II. Чистые внутренние активы Чистый внутренний кредит Чистый кредит правительству кредит (требования к) правительству депозиты правительства Кредит (требования к) госпредприятиям Кредит (требования к) частному сектору Другие чистые статьи Капитальные счета Ревальвация Транзитные статьи Прибыли и убытки	
I + II = III	
Assets	Liabilities
I. Net foreign assets, NFA Net international reserves, NIR, central bank Assets Liabilities Net international reserves, NIR, commercial banks Assets Liabilities	III. Broad money Money Currency in circulation Demand deposits Quasi-money Time deposits Saving deposits Hard currency deposits
II. Net domestic assets, NDA Net domestic credit Credit to the government, net Credit to (claims on) the government Government's deposits Credit to (claims on) public enterprises Credit to (claims on) private sector Other items net Capital account Revaluation Items in transit Profit and loss	

вы в иностранной валюте. Тогда все резервы находятся только у центрального банка. Если же коммерческим банкам можно иметь активы в иностранной валюте, то отнесение их к разряду резервов зависит от того, до какой степе-

ни ЦБ может контролировать инвалютные активы КБ. Если законодательно установлено, что они могут быть использованы для покрытия межгосударственных обязательств страны, тогда такие активы относят к международным

резервам. В этом случае КБ выступают просто агентом ЦБ по хранению резервов.

Определение чистых иностранных активов в обзоре денежной сферы полностью совпадает с их определением в платежном балансе — разность краткосрочных (до 12 месяцев) активов и пассивов. К активам относятся запасы иностранной валюты; требования к иностранным ЦБ и КБ; иностранные казначейские векселя и облигации, включая облигации Мирового банка; требования по клиринговым и платежным соглашениям; запасы золота и СДР, все средства, полученные от МВФ, вне зависимости от их срока. На практике, однако, к резервам принято относить только те активы, которые достаточно ликвидны. Если по закону данной страны золото, например, разрешено продавать только по решению парламента, то ликвидность этого актива значительно ниже, чем в случае, когда золото можно продавать по решению правительства. Нередко требования в рамках клиринговых соглашений могут оказаться неликвидными, если расчеты по ним происходят с административными задержками. Ликвидность резервов ограничивается также и тем, что по закону некоторых стран национальная валюта должна быть полностью или частично обеспечена международными резервами. Значительные колебания в размерах чистых иностранных активов или чистых международных резервов могут быть вызваны продлением сроков погашения краткосрочных кредитов за пределы 12 месяцев в результате реструктуризации внешней задолженности или, напротив, в результате крупных платежей по долгам, срок погашения которых наступил.

Чистые внутренние активы состоят из чистого внутреннего кредита и других чистых статей. В чистый внутренний кредит включаются *чистые* кредиты правительству, *валовые* кредиты государственным предприятиям и *валовые* кредиты частному (неправительственному) сектору со стороны ЦБ и КБ. Иногда

чистые кредиты правительству и валовые кредиты государственным предприятиям объединяют в одну статью — чистый кредит нефинансовому государственному сектору. Тем не менее разделение на две категории весьма желательно, поскольку правительство в большинстве стран имеет дело только с ЦБ, тогда как государственные предприятия могут занимать деньги как у ЦБ, так и у КБ. Крайне важно, чтобы определение центрального правительства, используемое в денежном обзоре, точно совпадало с его определением в платежном балансе и в бюджетном секторе. Кредит правительству может предоставляться для финансирования дефицита бюджета, ЦБ может приобретать казначейские векселя или другие государственные долговые обязательства. Со своей стороны, правительство может держать депозиты в ЦБ. Важно знать, что во многих странах далеко не все кредиты правительству со стороны денежной системы показываются в денежном обзоре, с одной стороны, и в бюджете — с другой. Часть средств перетекает из денежного сектора в правительственный через всевозможные внебюджетные фонды, что нередко замаскировано в статье прочих активов и пассивов.

Валовой кредит частному сектору включает все кредиты, предоставленные финансовой системой негосударственным предприятиям, частным лицам и негосударственным финансовым институтам. Для лучшего понимания событий, происходящих в кредитовании частного сектора, необходимо изучить распределение кредита по отраслям, по сроку погашения и, самое главное, изменение доли просроченных кредитов в общем кредитном портфеле. Резкий рост, так же как и сокращение этой доли, является одинаково тревожным сигналом. Рост — поскольку он свидетельствует о нездоровой ситуации в банковской системе в целом, сокращение — поскольку оно может означать простой перенос сроков платежей по кредитам, которые вообще могут быть не возвращены никогда, или вы-

теснение частного сектора с кредитно-го рынка правительством.

Прочие чистые статьи полностью совпадают с суммой соответствующих строк в балансе ЦБ и КБ. Наиболее важной здесь является статья прибылей и убытков, которая покрывает прибыли и убытки ЦБ и принадлежащих правительству банков. Причины возникновения убытков обычно заключаются в квазифискальных потерях (например, на валютном курсе), которые связаны с деятельностью ЦБ по обслуживанию внешнего долга, которой на самом деле

должен заниматься бюджет. Еще один источник потерь ЦБ возникает в силу того, что во многих странах правительство не платит процента по своей задолженности ЦБ, хотя по закону оно обязано его платить, т.е. ЦБ предоставляет правительству беспроцентный кредит, но показывает в своем балансе якобы накопленную прибыль, получаемую от оплаты правительством процента. Когда дефицит бюджета усугубляется, правительство может изъять на его покрытие прибыль ЦБ, которая возникла на бумаге, но которой на самом деле не было,

Пример 12.3

Беларусь: обзор денежной сферы, 1993–1996 гг.
(млрд. руб., на конец периода)

	1993 г.	1994 г.	1995 г.	Март 1996 г.
Чистые иностранные активы	95	2 521	3 017	2 508
Чистые международные резервы ЦБ	-39	-108	1 020	1 190
активы	26	1 071	4 336	4 889
пассивы	65	1 179	3 316	3 699
Чистые международные резервы КБ	134	2 629	1 997	1 318
активы	172	3 223	3 010	2 255
пассивы	38	594	1 013	937
Чистые внутренние активы	386	6 229	20 914	22 421
Чистый внутренний кредит	426	6 443	16 290	17 980
Чистый кредит правительству	8	687	3 075	3 589
кредит правительству	30	1 511	6 531	8 589
депозиты правительства	22	824	3 456	5 000
Кредит госпредприятиям	317	3 115	7 283	6 766
Кредит частному сектору	101	2 641	5 932	7 625
Другие чистые статьи	-40	-214	4 624	4 441
Широкие деньги	481	8 750	23 931	24 929
Деньги	179	2 634	9 911	9 767
наличные в обращении	50	757	3 779	3 989
депозиты до востребования	129	1 877	6 132	5 778
Квазиденьги	302	6 116	14 020	15 162
срочные и сберегательные депозиты	30	485	2 403	4 324
депозиты в иностранной валюте	143	3 754	5 485	5 060
Меморандум				
валюта/депозиты	11,6	9,5	18,8	19,0
наличные/широкие деньги	10,4	8,7	15,8	16,0
резервы/депозиты	28,5	2,9	18,0	16,1
широкие деньги/ВВП	49,2	49,5	20,2	20,5
денежный мультипликатор	6,2	8,9	4,4	4,1
скорость обращения денег	2,0	2,0	5,0	4,9
Номинальный ВВП	978	17 661	118 522	121 522

ТАБЛИЦА 12.5

Факторы, влияющие на денежную ликвидность

поскольку фактически правительство процент не платило. Потери государственных банков возникают в результате выдачи ими кредитов по политическим мотивам неплатежеспособным предприятиям.

В рамках обзора денежной сферы активы должны, по определению, равняться пассивам, ее обязательствам. Обязательством выступает вся денежная масса, или широкие деньги, обычно М2. Широкие деньги, по определению, состоят из узких денег и квазиденег. К понятию узких денег относятся наиболее ликвидные наличные в обращении и депозиты до востребования, а к понятию квазиденег — менее ликвидные срочные и сберегательные депозиты, а также депозиты в иностранной валюте (пример 12.3).

@ *Факторы, влияющие на ликвидность* (factors affecting liquidity), — абсолютное и относительное изменение показателей обзора денежной сферы в течение года (табл. 12.5). Поскольку показатели денежной сферы являются показателями запасов (stocks) на конец периода (года, квартала, месяца), тогда как показатели остальных секторов — показателями потоков (flows), то для обеспечения межсекторальной сопоставимости запасы пересчитывают в потоки. Делается это путем простого вычитания из данных в обзоре денежной сферы о запасах на конец текущего года запасов на конец прошлого года, в результате чего получается поток на текущий год. Например, чтобы узнать изменения чистого внутреннего кредита за 1995 г., надо просто из данных о размерах кредита на конец 1995 г. вычесть данные о размере кредита на конец 1994 г. Полученные таким образом потоки по каждому из показателей в абсолютном выражении сравнивают, соотносят с общей базой. Обычно изменение основных показателей денежной сферы выражают как процент от широких денег на конец предшествующего периода или как простое процентное изменение данного показателя за год (пример 12.4).

Изменения в млн. единиц национальной валюты	
I. Чистые иностранные активы	Чистые международные резервы ЦБ
	Чистые международные резервы КБ
II. Чистые внутренние активы	Чистый внутренний кредит
	чистый кредит правительств
	кредит (требования к) госпредприятиям
	кредит (требования к) частному сектору
	Другие чистые статьи
III. Широкие деньги	Деньги
	Квазиденьги
Ежегодные изменения в процентах	
I. Чистые иностранные активы	Чистые международные резервы ЦБ
	Чистые международные резервы КБ
II. Чистые внутренние активы	Чистый внутренний кредит
	чистый кредит правительств
	кредит (требования к) госпредприятиям
	кредит (требования к) частному сектору
	Другие чистые статьи
III. Широкие деньги	Деньги
	Квазиденьги
Изменения в процентах от запасов широких денег предыдущего года	
I. Чистые иностранные активы	Чистые международные резервы ЦБ
	Чистые международные резервы КБ
II. Чистые внутренние активы	Чистый внутренний кредит
	чистый кредит правительств
	кредит (требования к) госпредприятиям
	кредит (требования к) частному сектору
	Другие чистые статьи
III. Широкие деньги	Деньги
	Квазиденьги

Аналитические соотношения

Для облегчения анализа в рамках денежного обзора иногда рассчитываются несколько аналитических показателей:

• *Соотношение “наличные/депозиты”* (“currency/deposit ratio”) — отношение денег в обращении ко всем депозитам (депозиты до востребования плюс квазиденьги). Рост этого соотношения свидетельствует о падении доверия к

Пример 12.4

Беларусь: факторы, влияющие на денежную ликвидность, 1994–1996 гг.
(млрд. руб., на конец периода)

	1994 г.	1995 г.	Март 1996 г.
Чистые иностранные активы	2 426	496	-509
Чистые международные резервы ЦБ	-69	1 128	170
активы	1 045	3 265	553
пассивы	1 114	2 137	383
Чистые международные резервы КБ	2 495	-632	-679
активы	3 051	-213	-755
пассивы	556	419	-76
Чистые внутренние активы	5 843	14 685	1 607
Чистый внутренний кредит	6 017	9 847	1 690
Чистый кредит правительству	679	2 388	514
кредит правительству	1 481	5 020	2 058
депозиты правительства	802	2 632	1 544
кредит госпредприятиям	2 798	4 168	-517
кредит частному сектору	2 540	3 291	1 693
Другие чистые статьи	-174	4 838	-183
Широкие деньги	8 269	15 181	998
Деньги	2 455	7 277	-144
наличные в обращении	707	3 022	210
депозиты до востребования	1 748	4 255	-354
Квазиденьги	5 814	7 904	1 142
срочные и сберегательные депозиты	455	1 918	1 921
депозиты в иностранной валюте	3 611	1 731	-425
<i>(в процентах от уровня широких денег в предыдущем году)</i>			
Чистые иностранные активы	504	6	-2
Чистые международные резервы ЦБ	-14	13	1
активы	217	37	2
пассивы	232	24	2
Чистые международные резервы КБ	519	-7	-3
активы	634	-2	-3
пассивы	116	5	0
Чистые внутренние активы	1 215	168	6
Чистый внутренний кредит	1 251	113	7
Чистый кредит правительству	141	27	2
кредит правительству	308	57	9

банковской системе, в результате чего люди предпочитают наличные деньги записям на их депозитных счетах, забирают свои депозиты из банков, как говорится, уходят в наличные деньги. Падение этого соотношения говорит об обратной тенденции — росте доверия к банковской системе, поскольку люди кладут все больше денег в банки и не

опасаются это делать. В этом случае неизбежно увеличивается кредитный мультипликатор, поскольку с ростом объемов депозитов у банков оказывается больше денег для выдачи кредитов. Разумным считается соотношение в пределах 6–8%.

• Соотношение “наличные/широкие деньги” (“currency/broad money ratio”)

рассчитывается как частное наличных денег в обращении (вне банков) и денежного агрегата M2 и показывает долю наиболее ликвидных наличных денег в общем объеме денег. По мере развития безналичных форм денег (кредитные, дебетовые карточки, чеки и пр.) это соотношение постепенно снижается, поскольку люди держат меньше наличных денег. Разумным считается постепенно снижающееся соотношение в пределах 5–8%.

- *Соотношение “резервы/депозиты”* (“reserve/deposit ratio”) рассчитывается как отношение резервов КБ (включают наличные деньги в КБ и их депозиты в ЦБ, не путать с международными резервами) и всех депозитов в КБ и показывает степень обеспеченности депозитов имеющимися у КБ резервами. Если соотношение растет, то это может означать как рост стабильности банковской системы, так и сокращение депозитов на фоне стабильного уровня резервов. При падении этого соотношения растет кредитный мультипликатор, поскольку увеличивается объем депозитов и у банков расширяются возможности выдачи кредитов. Разумным считается соотношение в пределах 4–6%.

- *Соотношение “широкие деньги/ВВП”* (“broad money/GDP ratio”) является величиной, обратной денежному мультипликатору, и показывает степень обеспеченности экономики деньгами. Его рост свидетельствует о замедлении скорости обращения денег и наоборот. Разумным считается соотношение в пределах 60–80%.

- *Мультипликатор* (multiplier) — отношение широких и резервных денег, показывающее, какое количество единиц широких денег создается в результате роста на единицу резервных денег, контролируемых ЦБ. Если наблюдается тенденция роста, возможен всплеск инфляции. В странах с низкой инфляцией это соотношение находится в пределах 7–15%.

- *Скорость обращения денег* (money velocity) — соотношение номинального ВВП и широких денег, показывающее

скорость обращения одной денежной единицы в течение года. Ускорение обращения денег обычно свидетельствует либо об отставании роста денежной массы от роста экономики, либо о раскручивании инфляции. В стабильных странах скорость обращения денег составляет 1,5–3%.

Итак, баланс центрального банка основывается на тождестве, в соответствии с которым активы должны всегда равняться пассивам. ЦБ может располагать двумя типами активов: международными активами (монетарное золото, СДР, резервная позиция в МВФ, валютные активы, прочие требования) и внутренними активами (кредит правительству, кредит коммерческим банкам и некласифицированные активы). В пассиве ЦБ находятся резервные деньги — исходный элемент создания денежной массы, возникающий в результате приобретения ЦБ своих активов. Консолидированный баланс коммерческих банков является способом агрегированного представления балансов всех КБ страны. Так же как и баланс ЦБ, он состоит из активов, показывающих направления использования средств (резервы, иностранные активы, требования к государственному и частному сектору, некласифицированные активы), и пассивов, показывающих их источники (кредит ЦБ, иностранные пассивы, депозиты государственного сектора, депозиты частного сектора, некласифицированные пассивы). Баланс ЦБ и консолидированный баланс КБ сводятся в обзор денежной сферы, который показывает взаимосвязь денежного сектора, пассивы которого представляют собой денежную массу (предложение денег), с остальными секторами экономики. Данные обзора денежной сферы представляют собой запасы (stocks) денег на конец периода. Поскольку данные во всех остальных отраслях представлены потоками (flows), данные денежного сектора можно в целях сопоставимости перевести в потоки путем расчета изменений показателя за год в рамках таблицы факторов, влияющих на ликвидность.

3. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ОБЗОРА ДЕНЕЖНОЙ СФЕРЫ

Поскольку денежная сфера является ключевой среди остальных отраслей, ее прогнозирование начинается обычно с прогнозирования обзора денежной сферы, которая представляет собой финансовые обязательства всех остальных секторов. При прогнозировании спроса и предложения денежных агрегатов необходимо четко определить различие между показателями в постоянных и текущих ценах. Каждый из элементов обзора денежной сферы прогнозируется последовательно, начиная с широких денег в целом, затем чистые иностранные активы и, наконец, чистые внутренние активы. Из сказанного выше наиболее важным является то, что размеры предложения денег зависят на первом этапе от факторов, влияющих на резервные деньги, создаваемые ЦБ, и на втором — от факторов, влияющих на кредитный мультипликатор, приводящий к их расширению.

Широкие деньги

Спрос на деньги прогнозируется только в постоянных ценах как реальный спрос на деньги или спрос на реальные денежные остатки, поскольку любых экономических агентов интересует прежде всего вопрос, сколько товаров он может купить за то или иное количество денег, какова их реальная покупательная способность. Например, если цены возросли вдвое, денежная масса должна также возрасти вдвое для того, чтобы обеспечивать обслуживание реального сектора. Однако противоречие заключается в том, что денежные власти, которые должны в принципе ориентироваться на реальный спрос на деньги, могут контролировать только их номинальное предложение. Если денежные власти выпускают на рынок больше/меньше денег, чем необходимо при данном уровне цен, то экономические агенты снизят/увеличат свои реальные денежные остатки, которые они держат для обес-

печения текущих платежей. Сделать они это могут следующими основными способами. Они могут купить/продать иностранную валюту за национальную валюту. В этом случае чистый объем национальной валюты сокращается/увеличивается. Они могут купить/продать товары за национальную валюту. Если экономические агенты чувствуют, что в экономике слишком много денег по сравнению с реальными товарами и услугами, спрос на товары возрастет, так же как и их цены. Они могут купить/продать другие внутренние активы (акции, облигации и пр.) в обмен на национальную валюту. В результате объем денежной массы сократится/увеличится. Поскольку все эти механизмы работают одновременно, избыток предложения денег ведет к общему росту цен, сокращению процентной ставки и ухудшению платежного баланса. Напротив, сокращение предложения денег, по крайней мере теоретически, ведет к общему падению цен, росту процентной ставки и улучшению платежного баланса.

Поскольку в основе спроса на деньги лежит спрос на реальные денежные остатки, их прогноз может основываться либо на оценке бихевиористского уравнения, если взаимосвязи в экономике достаточно стабильны с течением времени, либо на расчете скорости обращения денег по доходу. Простейшая функция спроса на деньги, которая может быть оценена на основе регрессии, следующая:

$$\frac{M_2}{P} = a_0 + a_1 \frac{Y}{P} + a_2 \pi, \quad (12.2)$$

где M_2 — любой, наиболее широкий денежный агрегат;

P — индекс цен;

Y — номинальный ВВП;

π — альтернативная стоимость хранения денег;

a_0 — константа, величина спроса на деньги, не зависящая от каких-либо других переменных;

$a_1 \geq 0, a_2 \geq$ или ≤ 0 — коэффициенты регрессии.

Формула говорит, что реальный спрос на деньги зависит от размера реального ВВП и от альтернативной стоимости хранения денег. Деньги определяются по возможности более широко, как минимум на уровне денежного агрегата М2. В странах, где статистика денежного сектора развита достаточно хорошо, и особенно в развитых странах, где существует множество небанковских финансовых компаний, весьма желательно использовать агрегат М3. Соответствующий агрегат представляется в реальном выражении с помощью наиболее подходящего для этого индекса цен. Реальный ВВП получается из номинального путем пересчета его с использованием того же индекса цен. (Использование разных индексов цен для пересчета в постоянные цены различных параметров в одном и том же уравнении крайне нежелательно!) В качестве показателя альтернативной стоимости денег можно выбрать несколько показателей, в зависимости от особенностей конкретного денежного агрегата и институциональных особенностей страны. Наиболее часто используются: номинальная процентная ставка — применительно к узким депозитам и проценту по другим финансовым активам, акциям, облигациям и пр.; реальная процентная ставка — в странах, где кредиты частному сектору представляют собой большую часть активов банковской системы; темп инфляции — в странах, где процентная ставка остается неизменной в течение длительного промежутка времени. Если реальная процентная ставка отрицательная, альтернативная стоимость денег отрицательная.

В основе расчета спроса на деньги лежит предположение, что он равен их предложению или что денежные власти могут немедленно увеличить предложение денег, если спрос на них возрос. Однако очевидно, что только резервные деньги находятся под полным контролем властей, которые могут ими манипулировать по собственному усмотрению. Для того чтобы сработал денежный мультипликатор, обычно нужно время.

Если принять это во внимание, лаговую модель спроса на деньги можно оценить из следующего уравнения:

$$\left(\frac{M_2}{P}\right)_t - \left(\frac{M_2}{P}\right)_{t-1} = \beta \left[\left(\frac{M_2^*}{P}\right)_t - \left(\frac{M_2}{P}\right)_{t-1} \right], \quad (12.3)$$

где M_2^* — номинальное предложение денег, которое необходимо достичь;

M_2 — номинальное текущее предложение денег;

$$0 \leq \beta \leq 1.$$

Если теперь объединить две формулы, обозначить $b_0 = \beta a_0$, $b_1 = \beta a_1$, $b_2 = \beta a_2$, $b_3 = 1 - \beta$ и сделать простейшие арифметические преобразования, функция предложения денег будет выглядеть следующим образом:

$$\left(\frac{M_2}{P}\right)_t = b_0 \left(\frac{Y}{P}\right)_t + b_1 \left(\frac{\pi}{P}\right)_t + b_2 \left(\frac{M_2}{P}\right)_{t-1}. \quad (12.4)$$

Оценив параметры этого уравнения и заметив, что $\beta = 1 - b_3$, возможно оценить коэффициенты в уравнении 12.3 и параметр β в уравнении 12.4, так же как и функцию спроса на деньги.

Для оценки спроса на деньги можно пойти и более простым путем — через расчет скорости обращения денег. Изменение скорости обращения денег соответствует изменению реального спроса на деньги.

@ *Скорость обращения денег* (money velocity) — количество раз, которое каждая денежная единица проходит полный денежный оборот в течение года, обслуживая экономическую деятельность:

$$V = \frac{Y}{M_2} = \frac{y}{M_2/P}, \quad (12.5)$$

где y — реальный ВВП.

Интерпретировать показатель скорости обращения надо с определенной осторожностью, поскольку эластичность спроса на деньги по доходу неизвестна. Если эластичность равна 1, т.е. рост ВВП, скажем, на 5% увеличивает спрос на деньги тоже на 5%, изменения в доходе, по определению, не могут оказать никакого влияния на скорость обраще-

ния денег. Но в то же время в условиях высокой инфляции, когда люди бегут от денег, вкладывая их в то, что сохраняет цену (недвижимость), спрос на деньги при неизменном уровне ВВП падает, в результате чего скорость их обращения растет. В результате интерпретировать изменение скорости обращения приходится на уровне здравого смысла, и если не удастся точно определить ее количественно, то крайне важно уловить хотя бы общую тенденцию. Если правительство страны недооценивает скорость обращения денег, то оно может нагнетать излишнюю денежную массу, что неминуемо выразится в росте инфляции и ухудшении платежного баланса. Если, напротив, правительство переоценивает скорость обращения денег, предложение денег может оказаться недостаточным, что рано или поздно приведет к стагнации производства и росту безработицы. Правильное определение тенденции изменения скорости обращения денег и по возможности вычисление ее количественного значения особенно важно при программировании денежного сектора в условиях высокой инфляции, когда власти ставят перед собой цель ее подавления.

В самом простом случае скорость обращения денег по доходу считается постоянной и прогноз широких денег основывается на двух прогнозируемых показателях развития реального сектора: рост реального ВВП (допустим, 5%) и темпа инфляции, CPI (10%). Прогноз зависит от того, каков уровень текущей инфляции и каковы намерения правительства по ее сокращению. При приемлемом уровне инфляции она считается неизменной в прогнозируемом году по сравнению с текущим. В этом случае показатель широких денег можно просто увеличить на сумму процентов прогнозируемого роста реального ВВП (10%) и прогнозируемой инфляции (5%) ($10 + 5 = 15\%$), т.е. номинального ВВП. Последовательность прогноза следующая: 1) широкие деньги растут пропорционально росту реального ВВП и прогнозируемой инфляции; 2) наличные в обращении растут также пропорцио-

нально росту ВВП и росту широких денег. Поэтому для прогноза их можно просто увеличить на тот же процент, что и широкие деньги; 3) депозиты до востребования либо принимаются равными предыдущему году, либо также увеличиваются пропорционально ВВП; 4) узкие деньги — сумма прогнозов наличных в обращении и депозитов до востребования ($2 + 3 = 4$); 5) квазиденьги — остаточная величина, определяемая как разность широких и узких денег ($1 - 4 = 5$); 6) компоненты квазиденег считаются пропорциональными предыдущему году.

При необходимости снижения инфляции, исходя из количественной теории, расширение широких денег должно быть меньшим, чем рост номинального (с учетом инфляции) ВВП. Например, если ожидается рост номинального ВВП на 15% (5% реального роста и 10% инфляции), то рост широких денег для сокращения инфляции должен быть ниже, например, только на 11%, т.е. так называемый фактор сокращения должен составить 4 процентных пункта. Для активного подавления инфляции в распоряжении ЦБ имеются следующие инструменты денежной политики, позволяющие сократить денежную массу: переучет векселей по высокому, привлекательному для КБ проценту; первичное размещение государственных казначейских обязательств; REPO (REPO — reverse purchase agreements) — продажа государственных ценных бумаг на вторичном открытом рынке; срочные депозиты для КБ в ЦБ под процент значительно выше, чем процент по однодневным кредитам на межбанковском рынке. Последний способ сокращения кредита и денежной массы очень дорог для ЦБ. В целях осуществления денежной политики подавления инфляции министерство финансов может поддерживать ЦБ, выпустить казначейские векселя и продать их на аукционе. Доходы от продажи этих векселей не должны использоваться для финансирования дефицита бюджета, а должны поступать на специальный блокированный счет министерства финансов в ЦБ.

В случае необходимости подавления инфляции основной акцент делается на сокращении наличных в обращении, поскольку только над этим компонентом денежной массы ЦБ имеет наиболее полный контроль. Последовательность прогнозирования широких денег следующая: 1) широкие деньги, как прежде, увеличиваются пропорционально росту реального ВВП и прогнозируемой инфляции; 2) наличные в обращении рассчитываются как пропорция от широких денег. Сначала определяется отношение наличные/широкие деньги для текущего года (допустим, оно составляет 0,39). Для сокращения наличных в обращении и обуздания инфляции это соотношение принимается меньшим для прогнозируемого года, например 0,35. Затем объем прогнозируемых наличных денег рассчитывается только как 35% от широких денег, а не 39%, как в текущем году; 3) депозиты до востребования принимаются равными предыдущему году; 4) узкие деньги определяются как сумма прогнозов наличных в обращении и депозитов до востребования ($2 + 3 = 4$); 5) квазиденьги — остаточная величина, определяемая как разность широких и узких денег ($1 - 4 = 5$); 6) компоненты квазиденег принимаются пропорциональными предыдущему году.

В целом рост широких денег зависит от роста резервных денег и денежного мультипликатора. Рост резервных денег, в свою очередь, зависит от роста чистых иностранных активов ЦБ, чистых требований ЦБ к правительству и чистых требований ЦБ к коммерческим банкам. Факторами, влияющими на размер денежного мультипликатора, являются размер резервных требований, общий уровень резервов коммерческих банков, соотношение наличные/депозиты.

Чистые иностранные активы

Прогноз чистых иностранных активов (net foreign assets, NFA) основывается на данных платежного баланса. Обычно при программировании развития эконо-

мики NFA рассматриваются как цель макроэкономической корректировки в среднесрочной перспективе, а не как ее результат. Поддержание NFA на уровне, определенном правительством (обычно не менее четырех месяцев импорта товаров и услуг), считается стратегической задачей. Количественно изменение той части NFA банковской системы, которая подпадает под определение резервов (т.е. находится под постоянным и эффективным контролем правительства и/или денежных властей), должно быть равно изменению резервов в финансирующей статье, т.е. находиться “под чертой”, в платежном балансе они показываются в долларах, а не в национальной валюте. Прогноз чистых иностранных активов зависит от того, каковы намерения правительства относительно валютного курса. Если режим курса фиксированный, то в широком смысле, как средство макроэкономической корректировки, денежная политика считается неэффективной.

При неизменности или падении курса национальной валюты, что положительно сказывается на платежном балансе, прогноз строится следующим образом: 1) чистые иностранные активы NFA рассчитываются как разность прогнозируемого и текущего значения NFA по платежному балансу, которая переводится из долларов в национальную валюту и добавляется к текущему значению NFA в денежном обзоре. Обычно используется значение валютного курса на конец периода; 2) к активам (предоставляемым кредитам) из таблицы потоков валюты добавляются прогнозируемые расходы на интервенции на внутреннем валютном рынке (interventions at domestic market) и валютные интервенции в целях стерилизации (interventions for sterilization). Эта сумма добавляется к цифре активов NIR ЦБ в текущем году для получения прогноза на следующий год; 3) пассивы (получаемые кредиты) из таблицы потоков наличной валюты добавляются к цифре пассивов NIR ЦБ в текущем году для получения прогноза на следующий год; 4) чистые междунаро-

ные активы ЦБ — разность активов и пассивов ($2 - 3 = 4$) — прогнозируются с использованием таблиц потоков наличной иностранной валюты (cash flows), составляемых ЦБ и показывающих прогнозируемое денежными властями предоставление и получение валютных кредитов из-за рубежа. Если в ЦБ отсутствует таблица потоков наличной валюты, то прогноз может основываться на опросе КБ об изменении их чистой валютной позиции (net position); 5) чистые международные активы КБ — остаточная величина, являющаяся разностью прогнозируемых NFA и прогнозируемых NFA ЦБ ($1 - 4 = 5$); 6) активы — пропорция от предыдущего года; 7) пассивы — остаточная величина ($5 - 6 = 7$).

Если курс плавающий и его динамика неприемлема, что обычно означает рост реального эффективного валютного курса, ведущий к падению конкурентоспособности на международном рынке, то денежная политика является эффективным средством макроэкономической корректировки. В условиях отсутствия крупных макроэкономических колебаний и резких сдвигов в структуре внешней торговли реальный эффективный валютный курс должен оставаться более или менее постоянным. Если в течение последних пяти лет курс постоянен или он обесценивается, то это означает рост конкурентоспособности экспорта страны и корректировки не требуется. Если же реальный эффективный валютный курс растет, это означает падение конкурентоспособности экспорта со всеми вытекающими негативными последствиями для платежного баланса. Сокращение реального эффективного валютного курса является крайне желательным, что достигается путем использования инструментов макроэкономической корректировки.

Величина, на которую надо уменьшить реальный валютный курс, определяется по его динамике за последние пять лет или начиная с того момента, когда считалось, что курс был близок к своему равновесному значению, например оставался относительно стабильным

на протяжении относительно длительного времени. Этот момент принимается за 100, и по индексу реального эффективного валютного курса делается вывод, на сколько за прошедшие годы он повысился по отношению к своему равновесному значению. В простейшем случае считается, что на столько же его надо сократить. Например, если реальный эффективный курс вырос на 20%, то реальная его девальвация (за минусом инфляции) в рамках макроэкономической корректировки также должна равняться 20%. Для обеспечения обесценения реального валютного курса необходимо убрать часть иностранной валюты с рынка, излишнее предложение которой приводит к нежелательному росту курса национальной валюты. Это можно сделать, если ЦБ станет покупать валюту на внутреннем валютном рынке, увеличивая свои валютные резервы.

Поскольку обесценение национальной валюты ведет к подорожанию импортных товаров и, как следствие, к общему росту внутренних цен (инфляции), то необходимо обеспечить не номинальное, а реальное обесценение национальной валюты. Иначе ее обесценение будет просто компенсировано ростом внутренних цен без какого-либо макроэкономического эффекта. Например, при номинальном обесценении валюты на 30% и инфляции в 10% ее реальное обесценение составит только 20%. Чтобы определить, какая доля номинального обесценения валюты перейдет в инфляцию, необходимо узнать долю импортных товаров в корзине товаров, по которой вычисляется индекс потребительских цен (CPI basket). Доля импортных товаров приблизительно покажет ту часть номинального обесценения, которая перейдет в инфляцию. Чем меньше страна и чем больше доля внешней торговли в ВВП, тем большая часть номинального обесценения курса перейдет в инфляцию. Например, если доля импортных товаров в товарной корзине для расчета индекса потребительских цен составляет 60%, то это значит, что 60% номинального обесценения национальной валю-

ты перейдет в инфляцию. Если при этом номинальное обесценение составило 20%, то реальное — только 40% от этих 20%, т.е. 8%. В соответствии с теорией монетаризма инфляцию, возникающую из-за обесценения национальной валюты, можно подавить за счет сокращения денежной массы. Считается, что в условиях дефицита у потребителей денег на покупку импортных товаров импортеры, вместо того чтобы увеличивать цены, будут сокращать свои прибыли.

Чтобы определить, сколько валюты должен ЦБ купить на внутреннем рынке для обеспечения реального обесценения валютного курса, необходимо сначала установить объем самого внутреннего валютного рынка. Если скорость обращения валюты равна единице, т.е. каждая валютная единица выходит на рынок только раз в год, и если курс надо обесценить на 20% за год, то ЦБ должен скупить за год же примерно 20% иностранной валюты в свои резервы. Если скорость обращения валюты отлична от единицы, т.е. каждая валютная единица попадает на рынок более чем один раз за год, то ее необходимо установить и разделить объем операций на валютном рынке на это число. Для этого можно объем платежей за импорт товаров и услуг поделить на объем продаж валюты на валютном рынке или выяснить у коммерческих банков долю импорта, оплачиваемую по аккредитивам (L/Cs) и телеграфными переводами (wire transfers). Поскольку аккредитивы в основном бывают трехмесячные, то, если основная доля импорта оплачивается с их помощью, условно можно принять скорость обращения валюты $12 / 3 = 4$. В результате объем валютного рынка надо разделить на 4 и эту сумму добавить к прогнозируемому на следующий год объему резервов.

В случае необходимости снижения реального эффективного валютного курса последовательность прогноза денежной сферы следующая: 1) разность прогнозируемого и текущего значения NFA по платежному балансу переводится из долларов в национальную валюту и добавляется к текущему значению NFA в

денежном обзоре; 2) к активам (предоставляемым кредитам) из таблицы потоков валюты добавляются прогнозируемые расходы на интервенции на внутреннем валютном рынке (interventions at domestic market), интервенции для увеличения валютных резервов с целью обесценения национальной валюты и валютные интервенции в целях стерилизации (interventions for sterilization). Сумма уменьшения валютного рынка (все равно, размеров купли или продаж, поскольку они должны быть одинаковы) добавляется к цифре активов NIR ЦБ в текущем году, в результате чего получается цифра их прогноза на следующий год; 3) пассивы (получаемые кредиты) из таблицы потоков наличной валюты добавляются к цифре пассивов NIR ЦБ в текущем году для получения прогноза на следующий год; 4) чистые международные резервы ЦБ (NIR) — разность активов и пассивов. Прогнозируется с использованием таблицы потоков наличной иностранной валюты (cash flows), составляемой ЦБ и показывающей прогнозируемое денежными властями предоставление и получение валютных кредитов из-за рубежа. Если в ЦБ отсутствует таблица потоков наличной валюты, то прогноз может основываться на опросе КБ об изменении их чистой валютной позиции (net position) ($2 - 3 = 4$); 5) чистые международные резервы КБ (NIR) — остаточная величина, являющаяся разностью прогнозируемых NFA и прогнозируемых NIR ЦБ ($1 - 4 = 5$); 6) активы вычисляются как пропорция от предыдущего года; 7) пассивы — остаточная величина ($5 - 6 = 7$).

Чистые внутренние активы

После того как определены прогноз широких денег и NFA, чистые внутренние активы (net domestic assets, NDA) определяются как остаточная величина в рамках обзора денежной сферы. Разумеется, этот процесс также не столько арифметическое упражнение, сколько расчет, основанный на здравом смысле.

Размер и динамика прогнозируемого внутреннего кредита должны соответствовать тенденции развития других секторов экономики. Например, NDA и особенно кредит частному сектору, за исключением редчайших случаев, не могут падать, если прогнозируется рост реального ВВП. Распределение внутреннего кредита между центральным правительством, государственными предприятиями и частным сектором диктуется текущей экономической политикой. Например, если существует бюджетный дефицит, то часть внутреннего кредита, соответствующая его финансированию за счет внутренних источников, неминуемо должна быть отдана правительству. Это может привести к эффекту вытеснения (crowding out effect) кредита частному сектору. В этом случае меры по сокращению бюджетного дефицита, позволяющие отдать большую часть кредита частному сектору, могут оказаться необходимыми для стимулирования роста.

Приблизительная последовательность прогноза следующая: 1) внутренние активы — разность прогнозируемых на следующий год широких денег и чистых иностранных активов (I – II = III); 2) прочие чистые статьи обычно принимаются равными текущему году, поскольку движение их составляющих как в рамках баланса ЦБ, так и КБ весьма сложно предсказать; 3) внутренний кредит вычисляется как разность NDA и прочих чистых статей; 4) чистый кредит центральному правительству — сумма кредита в предыдущем году и прогнозируемого бюджетного дефицита на будущий год. Если прогнозируется дефицит бюджета и считается, что он будет финансироваться за счет внутреннего кредита от банковской системы, то сумма дефицита добавляется к чистому кредиту центральному правительству, поскольку деньги забираются из денежной системы. Сумма чистого кредита правительству должна возрасти. Если прогнозируется положительное сальдо бюджета, т.е. деньги возвращаются в денежную систему, то оно отнимается от чистого кредита центральному правительству. Сумма чистого

кредита правительству должна уменьшиться. Дефицит государственного бюджета может финансироваться как за счет кредитов ЦБ, так и за счет заимствований на финансовом рынке путем продажи государственных долговых обязательств; 5) кредит государственным предприятиям — производство кредита государственным предприятиям в текущем году на прогнозируемый темп роста широких денег; 6) кредит частному сектору — простой остаток.

Темп роста кредита частному сектору должен быть примерно таким же, как и рост широких денег. Если прогнозируемый темп больше, то это источник инфляции. Поэтому необходимо стерилизовать рост денежной массы путем покупки национальной валюты на внутреннем рынке за счет продажи государственных ценных бумаг либо спрогнозировать приобретение национальной валюты за иностранную. Рост кредита частному сектору должен примерно соответствовать росту широких денег и быть сопоставим с прогнозируемым ростом инвестиций и номинального ВВП. Распределение внутреннего кредита между правительством и частным сектором — вопрос политических приоритетов. Поскольку из-за высокого дефицита бюджета правительство может забирать слишком большую долю внутреннего кредита и вытеснять частный сектор, сокращение дефицита государственного бюджета является политическим приоритетом и для денежно-кредитной сферы.

Баланс ЦБ

Прогнозирование баланса ЦБ важно как с точки зрения определения объема иностранных активов, которые будут в распоряжении правительства в среднесрочной перспективе, так и для определения путей подавления инфляции. Теоретически рост/сокращение иностранных или внутренних активов ЦБ ведут к росту/сокращению резервных денег. Например, дефицит платежного баланса, финансируемый за счет резер-

вов ЦБ, приводит к сокращению резервных денег. Рост кредита правительству, если ЦБ предоставляет такие кредиты, приводит к увеличению резервных денег. В результате иностранные активы ЦБ, движение которых зависит от состояния платежного баланса, и кредит правительству, зависимый от состояния бюджета, плохо поддаются контролю. Обычно наиболее контролируемой статьей баланса ЦБ является кредит коммерческим банкам.

Последовательность прогноза баланса ЦБ следующая: 1) иностранные активы. Если иностранные активы КБ не находятся под контролем ЦБ, то их прогноз полностью совпадает с NFA из обзора денежной сферы. Прогнозные значения (гросс) берутся из уже спрогнозированного обзора. Внутренняя раскладка пропорциональна предшествующему году; 2) для прогнозирования резервных денег рассчитывается денежный мультипликатор как отношение широких денег к резервным. Размер мультипликатора отражает поведение, во-первых, ЦБ, устанавливающего резервные требования для КБ; во-вторых, населения, которое предъявляет спрос на наличные и вносит депозиты, определяя тем самым композицию денежной массы; и коммерческих банков, которые решают, какой объем необязательных резервов они готовы держать в ЦБ. Для того чтобы получить более полную картину процесса мультипликации денег в экономике, из денежного обзора вычисляется соотношение наличные/депозиты текущего и прогнозируемого года, которое было рассчитано на основе сокращения соотношения наличные/широкие деньги в прогнозируемом году по сравнению с текущим. Если соотношение наличные/депозиты падает, это означает, что доверие к банковской системе растет, депозитов становится больше, а наличных меньше. Если депозитов больше, то у банков больше денег для выдачи кредитов и, следовательно, мультипликатор увеличивается. Изменение мультипликатора ведет к тому, что резервные деньги растут не в пропорции с

широкими деньгами. Чтобы сократить инфляцию, резервные деньги должны расти медленнее, чем широкие деньги. Затем рассчитывается процентное уменьшение соотношения наличные/депозиты и на эту же величину уменьшается мультипликатор прогнозируемого года по сравнению с текущим. Для получения прогноза резервных денег спрогнозированные широкие деньги из обзора денежной сферы делят на величину нового мультипликатора; 3) внутренние активы рассчитываются как разность уже спрогнозированных резервных денег и чистых иностранных активов; 4) прочие чистые статьи принимаются равными предыдущему году; 5) чистый кредит правительству от ЦБ рассчитывается на основе динамики за последние 5 лет, информации от ЦБ о их намерениях финансировать правительство и информации от правительства о намерении занимать деньги в ЦБ. Если все выглядит без изменений, то следует принять тот же процент роста, что и в последние годы; 6) кредит государственным предприятиям рассчитывается как остаточная величина, равная разности спрогнозированных чистых внутренних активов, чистого кредита правительству и прочих чистых статей.

Итак, в целях макроэкономического программирования используются исключительно первоисточники — баланс центрального банка и составляемый им консолидированный баланс коммерческих банков с поправкой на те финансовые институты, которые в него не включены. Поскольку в основе спроса на деньги лежит спрос на реальные денежные остатки, их прогноз может основываться либо на оценке бихевиористского уравнения, показывающего, что спрос на деньги зависит от размера реального ВВП и от альтернативной стоимости хранения денег, либо на расчете скорости обращения денег по доходу — количестве раз, которое каждая денежная единица проходит полный денежный оборот в течение года. Прогноз чистых иностранных активов основывается на данных платежного баланса. Чистые

внутренние активы определяются как остаточная величина, однако рост кредита частному сектору должен примерно соответствовать росту широких денег и быть сопоставимым с прогнозируемым ростом инвестиций и номинального ВВП. Распределение внутреннего кредита между правительством и частным сектором — вопрос политических приоритетов. При прогнозировании баланса ЦБ наиболее важным элементом является правильный расчет резервных

денег. Чтобы сократить инфляцию, резервные деньги должны расти медленнее, чем широкие деньги. Для этого рассчитывается процентное уменьшение соотношения наличные/депозиты и на эту же величину уменьшается мультипликатор прогнозируемого года по сравнению с текущим. Для получения прогноза резервных денег спрогнозированные широкие деньги из обзора денежной сферы делят на величину нового мультипликатора.

4. РЕЗЮМЕ

1. В большинстве стран банковская система является двухуровневой и состоит из центрального банка и коммерческих банков. Главная функция ЦБ или другого института, исполняющего функцию денежных властей, заключается в регулировании денежного обращения. На втором уровне находятся: банки, принимающие депозиты, — частные коммерческие банки, главная функция которых — привлекать деньги на депозиты и давать их займы под процент; специализированные банки — коммерческие банки, созданные обычно при участии правительства или полностью ему принадлежащие, деятельность которых направлена на кредитование определенных отраслей экономики; банки развития — находящиеся под жестким государственным контролем коммерческие банки, созданные с целью долгосрочного финансирования структурных реформ; и небанковские финансовые институты — организации, занимающиеся финансовым бизнесом, но не являющиеся банками и не подпадающие под банковское регулирование. Важной частью прогноза денежного сектора является определение тенденции развития национальных процентных ставок, а также дифференциала между национальными и международными процентными ставками — различия в уровне процентных ставок между данной страной и ее торговыми партнерами, которые могут повлиять на уровень валютного курса в соответ-

ствии с теорией паритета процентных ставок.

2. Баланс центрального банка основывается на тождестве, в соответствии с которым активы должны всегда равняться пассивам. ЦБ может располагать двумя типами активов: международными активами (монетарное золото, СДР, резервная позиция в МВФ, валютные активы, прочие требования) и внутренними активами (кредит правительству, кредит коммерческим банкам и некласифицированные активы). В пассиве ЦБ находятся резервные деньги — исходный элемент создания денежной массы, возникающий в результате приобретения ЦБ своих активов. Консолидированный баланс коммерческих банков является способом агрегированного представления балансов всех КБ страны. Так же как и баланс ЦБ, он состоит из активов, показывающих направления использования средств (резервы, иностранные активы, требования к государственному и частному сектору, некласифицированные активы), и пассивов, показывающих их источники (кредит ЦБ, иностранные пассивы, депозиты государственного сектора, депозиты частного сектора, некласифицированные пассивы). Баланс ЦБ и консолидированный баланс КБ сводятся в обзор денежной сферы, который показывает взаимосвязь денежного сектора, пассивы которого представляют собой денежную массу (предложение денег), с остальными

ми секторами экономики. Данные обзора денежной сферы представляют собой запасы (stocks) денег на конец периода. Поскольку данные во всех остальных отраслях представлены потоками (flows), данные денежного сектора можно в целях сопоставимости перевести в потоки путем расчета изменений показателя за год в рамках таблицы факторов, влияющих на ликвидность.

3. В целях макроэкономического программирования используются исключительно первоисточники — баланс центрального банка и составляемый им консолидированный баланс коммерческих банков с поправкой на те финансовые институты, которые в него не включены. Поскольку в основе спроса на деньги лежит спрос на реальные денежные остатки, их прогноз может основываться либо на оценке бихевиористского уравнения, показывающего, что спрос на деньги зависит от размера реального ВВП и от альтернативной стоимости хранения денег, или на расчете скорости обращения денег по доходу — количеству раз, которое каждая денежная едини-

ца проходит полный денежный оборот в течение года. Прогноз чистых иностранных активов основывается на данных платежного баланса. Чистые внутренние активы определяются как остаточная величина, однако рост кредита частному сектору должен примерно соответствовать росту широких денег и быть сопоставимым с прогнозируемым ростом инвестиций и номинального ВВП. Распределение внутреннего кредита между правительством и частным сектором — вопрос политических приоритетов. При прогнозировании баланса ЦБ наиболее важным элементом является правильный расчет резервных денег. Чтобы сократить инфляцию, резервные деньги должны расти медленнее, чем широкие деньги. Для этого рассчитывается процентное уменьшение соотношения наличные/депозиты и на эту же величину уменьшается мультипликатор прогнозируемого года по сравнению с текущим. Для получения прогноза резервных денег спрогнозированные широкие деньги из обзора денежной сферы делят на величину нового мультипликатора.

5. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Назовите основные уровни банковской системы.

2. Каковы основные функции центрального банка?

3. Дайте определения банков, принимающих депозиты, специализированных банков, банков развития и прочих финансовых институтов.

4. Что такое дифференциал процентных ставок и что он показывает?

5. Каковы компоненты международных активов в балансе ЦБ?

6. Из чего состоят внутренние активы баланса ЦБ?

7. Что находится в пассиве баланса ЦБ?

8. Назовите основные составляющие активов и пассивов консолидированного баланса КБ.

9. Какие аналитические соотношения рассчитываются для анализа балансов ЦБ и КБ?

10. В чем заключается аналитическая ценность обзора денежной сферы и как он составляется?

11. Что показывает таблица факторов, влияющих на ликвидность, и как она составляется?

12. О чем свидетельствует рост соотношения наличные/депозиты; наличные/широкие деньги; резервы/депозиты; широкие деньги/ВВП?

13. О чем говорит рост кредитного мультипликатора?

14. Почему может возрасти скорость обращения денег и как она вычисляется?

15. Как прогнозируется спрос на деньги на базе оценки его зависимости от ВВП и процентной ставки?

16. Как прогнозируется спрос на деньги на базе расчета скорости их обращения?

17. Как оцениваются объемы предложения денег в случае необходимости снижения инфляции?

18. Как строится прогноз чистых

иностранных активов при неизменном валютном курсе?

19. Как прогнозируются чистые иностранные активы при необходимости снижения реального эффективно-го валютного курса?

20. Какова последовательность прогноза чистых внутренних активов?

21. Как и в каких целях прогнозируется баланс ЦБ?

Проблемы для обсуждения

22. Каковы основные факторы, определяющие спрос на деньги в России в настоящее время? Мог ли при сокращающемся реальном ВВП середины 90-х гг. спрос на деньги расти? Какие показатели альтернативной стоимости хранения денег необходимо принимать во внимание в случае оценки функции спроса на деньги в России?

23. Считается, что в России до начала реформ существовал огромный “денежный навес” (“money overhang”), означающий, что денежная масса превышает уровень, необходимый для обслуживания потребности других секторов, проявляющийся в очередях, недостатке основных товаров, быстром реальном обесценении рубля. “Денежный навес” был ликвидирован путем либерализации цен. Какие еще пути сокращения денежной массы могли бы быть использованы?

24. Скорость обращения денег по доходу в России составляла 12 в 1994-м,

11 — в 1995-м и 10 — в 1996 г. Какие факторы могут лежать в основе этой тенденции? Как скорее всего вел себя денежный мультипликатор? Что происходило с инфляцией и реальным валютным курсом в эти годы?

25. В 1996 г. в России кредит частному сектору возрос на 17%, тогда как широкие деньги — на 33, а номинальный ВВП — на 38%. О чем скорее всего свидетельствуют эти тенденции? Как вероятно изменился кредит правительству?

26. Средняя ставка процента на российском межбанковском рынке составила 190% в 1995-м и 48% в 1996 г. В эти же годы потребительские цены возросли на 197 и 47% соответственно. Считая ставку ЛИБОР постоянной на уровне 5%, что можно сказать о тенденции дифференциала реальных процентных ставок? О чем свидетельствует эта тенденция?

Задачи

27. В 1995 г. ставка рефинансирования в Беларуси составила 66%, ставка по депозитам в национальной валюте — 101, а по кредитам — 175%. Зная, что инфляция составляла 709%, определите:

а) каковы размеры реальных процентных ставок;

б) какова была тенденция валютного курса;

в) что происходило с чистыми иностранными активами ЦБ и КБ;

г) какие тенденции наблюдались в текущих и капитальных операциях платежного баланса?

28. Используя данные примеров 12.1–4 и исходя из предположения о сокращении денежного мультипликатора на 20% в 1996-м и на 10% в 1997 г., скорости денежного обращения до четырех в конце

1996-го и трех в 1997 г. и росте ВВП до 179 820 млрд. руб. в 1996-м и до 220 000 млрд. руб. в 1997 г., спрогнозируйте на 1996 г. в целом и на конец 1997 г.:

- а) обзор денежной сферы;
- б) таблицу факторов, влияющих на денежную ликвидность;
- в) динамику основных аналитических соотношений.

29. Инфляция в Беларуси в 1995 г. составила 709%. Если считать, что инфляция имела чисто монетарный характер:

а) насколько примерно надо сократить предложение денег для снижения инфляции до уровня 20% в год;

б) насколько должен снизиться мультипликатор и за счет каких мер денежной политики это можно обеспечить;

в) каков должен быть потолок роста резервных денег;

г) каковы будут последствия подавления инфляции чисто монетарными инструментами для производства и занятости?

Глава 13

ПРОГРАММИРОВАНИЕ ВНЕШНЕГО СЕКТОРА

Когда продавец недвижимого имущества входит в сношения с покупателем, то советам первому не только не утаивать недостатков продаваемого имущества, но объяснить оные с полной откровенностью. Само собою, впрочем, разумеется, что умный продавец никогда не скажет, что имущество его ничего не стоит, но сошлется на недостаток капиталов или на собственные свои, владельца, невежество и нерадивость.

М. Салтыков-Щедрин. "FINIS MONREPO".

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Официальные резервы
Потоки
создающие долг
не создающие долг
Ценовая эластичность импорта

1. СТРУКТУРА И ПРЕДСТАВЛЕНИЕ АГРЕГАТОВ

Если даже при покупке имущества М. Салтыков-Щедрин советовал не утаивать его недостатков, поскольку они все равно видны, то опытный макроэкономист, взглянув на платежный баланс, ясно увидит если не все, то, по крайней мере, главные экономические проблемы и недостатки национальной экономики, которые проявятся в нем "с полной откровенностью". Грамотно составленный и проанализированный платежный баланс может дать больше информации об экономике, чем все остальные секторы, вместе взятые. Поэтому макроэкономическое программирование завершается программированием внешнего сектора, представляемого в виде платежного баланса.

Структура внешнего сектора

В практических целях макроэкономического анализа и программирования

платежный баланс представляется несколько иным образом по сравнению с его полной структурой, описанной в главе 4. Платежный баланс объединяет связи всех секторов и всех экономических единиц с внешним миром, поэтому прогноз его основных компонентов зависит от прогнозов этих компонентов в соответствующих секторах.

Платежный баланс состоит из нескольких основных структурных единиц:

- Экспорт товаров, который должен быть показан на базе фоб с разбивкой на основные экспортные товары и товарные группы. Для этого составляется таблица товарной структуры экспорта, показывающая стоимостный объем экспорта и долю в нем (в процентах) основных товаров. Экспорт, так же как и все данные платежного баланса, в целях межстрановой сопоставимости показывается в долларах.

- Импорт товаров, который также должен быть показан на базе фоб с раз-

бивкой на товары или товарные группы, занимающие в нем основную долю. Для этого также составляется таблица товарной структуры импорта, показывающая стоимостный объем импорта и долю в нем (в процентах) основных товаров. В большинстве стран таможенная статистика поставлена достаточно хорошо и данные об экспорте и импорте имеют примерно с полугодовым временным лагом. Если надежной национальной статистики экспорта и импорта нет или есть основания полагать, что она улавливает не все экспортные и импортные потоки, то можно воспользоваться данными стран — основных торговых партнеров или данными, собираемыми международными организациями (ОЭСР, ВТО, МВФ).

- Экспорт и импорт услуг, выплаты и получение платежей по трансфертам, данные о прямых и портфельных инвестициях обычно не обобщаются в одну рабочую таблицу, а сразу вносятся в соответствующие строки платежного баланса, исходя из данных, полученных в результате статистического опроса предприятий по соответствующей форме. В большинстве стран за составление платежного баланса отвечает исследовательское или макроэкономическое управление ЦБ, которое, иногда с участием статистических органов, проводит такие опросы. Данные об инвестиционном доходе получаются из бюджета.

- Внешняя задолженность страны в целом, состоящая из задолженности правительства и долга частного сектора, обычно представляется в качестве еще одной рабочей таблицы для составления платежного баланса. Эти данные обычно собираются министерством финансов или статистическими органами. В таблицу включаются данные об общем размере долга (*debt stock, total debt outstanding*) и чистых потоках (*net flows*), связанных с кредитами средств, представляющих собой разность получения новых кредитов (*disbursements*) и платежей по обслуживанию долга (*debt service payments*), которые, в свою очередь, являются суммой выплаты основной части

долга (*principal*) и процента (*interest*). Общий размер долга в текущем году равен сумме общего размера долга в предыдущем году и чистых потоков кредитных ресурсов. Если эти потоки положительны, т.е. получение новых кредитов превышает платежи по обслуживанию долга, общая сумма долга растет. Если эти потоки выражены отрицательным числом, т.е. получение новых кредитов меньше платежей по обслуживанию долга, общая сумма долга сокращается.

- Рабочая таблица движения чистых международных резервов представляет собой часть таблицы баланса ЦБ плюс данные о международных резервах правительства, если таковые имеются.

Разность экспорта и импорта товаров называется торговым балансом, разность экспорта и импорта товаров и услуг представляет собой баланс по текущим операциям, разность притока и оттока капитала — баланс движения капитала.

Сокращенный вариант

Представление платежного баланса может быть несколько различным для каждой страны в зависимости от того, какие именно типы внешних связей играют особенно важную роль. Например, если переводы мигрантов не имеют сколько-нибудь существенного значения, то эта статья опускается из платежного баланса. Сокращенный вариант платежного баланса, который чаще всего используется в аналитических целях, представлен в таблице 13.1. Другим способом представления платежного баланса является объединение всех поступлений от экспорта услуг и платежей по услугам в соответствующие группы вместо того, чтобы показывать поступления и платежи по каждой статье услуг отдельно. Если важным элементом международного движения капитала в данной стране являются поступления и платежи по правительственным или частным займам, то их также можно выделить в счете движения капитала. Наиболее важным является то, что в счете движения

Краткая форма платежного баланса Balance of Payments Summary
(Валюта в миллионах/currency in millions)

Series Title	Название серии данных
<i>Current account</i> Exports f.o.b. Imports f.o.b. Goods balance Services credit Services debit Services balance Income credit Income debit Income balance Transfers credit Transfers debit Transfers balance Current account balance	<i>Счет текущих операций</i> Экспорт фоб Импорт фоб Баланс товаров Услуги кредит Услуги дебет Баланс услуг Доходы кредит Доходы дебет Баланс доходов Переводы кредит Переводы дебет Баланс переводов Баланс текущих операций
<i>Capital account</i> Credits Debits Capital account balance	<i>Счет операций с капиталом</i> Кредит Дебет Баланс счета операций с капиталом
<i>Financial account</i> Direct investment Abroad In reporting country Portfolio investment Assets Liabilities Other investment Assets Liabilities Reserves Financial account balance	<i>Финансовый счет</i> Прямые инвестиции за границу во внутреннюю экономику Портфельные инвестиции активы пассивы Другие инвестиции активы пассивы Резервы Баланс финансового счета
Net errors and omissions	Чистые ошибки и пропуски
Memorandum items: Reserves at end of period Change in reserves during period Of which: nontransactions Transactions in liabilities constituting foreign authorities' reserves Exceptional financing transactions Exchange rates — unit of account to U.S. dollar: Period average Period end	Меморандум: резервы на конец периода изменение резервов в течение периода, из которых нетрансакционные

капитала надо как можно полнее уловить все финансирование, которое получается страной для осуществления те-

кущих операций. Большое количество пропусков и ошибок — яркое свидетельство недостаточно полной информации

о движении капитала. Для обеспечения межстрановых сопоставлений сальдо текущего баланса и сальдо платежного баланса в целом показываются как процент ВВП. Приемлемым считается дефицит текущего платежного баланса в размере до 10% ВВП (пример 13.1).

Аналитические соотношения

Для того чтобы проанализировать тенденции развития платежного баланса и выявить основные макроэкономические проблемы, на базе данных платежного баланса могут рассчитываться

Пример 13.1

Россия: платежный баланс, 1994–1995 гг. (млн. долл. США)		
	1994 г.	1995 г.
Счет текущих операций	11 381	11 288
Экспорт	67 716	81 453
Импорт	-48 005	-58 967
Баланс торговли товарами	19 711	22 486
Услуги кредит	8 951	12 445
Услуги дебет	-15 443	-20 538
Баланс торговли услугами	-6 492	-8 093
Доходы кредит	3 502	4 293
Доходы дебет	-5 282	-7 566
Баланс доходов	-1 780	-3 273
Переводы кредит	449	764
Переводы дебет	-507	-596
Баланс переводов	-58	168
Счет операций с капиталом	840	-348
Кредит	4 310	3 122
Дебет	-3 470	-3 470
Финансовый счет	-31 728	-12 589
Прямые инвестиции	636	1 955
за границу	-1	-62
в Россию	637	2 017
Портфельные инвестиции	87	-1 435
активы	113	-1 525
пассивы	-26	90
Другие инвестиции	-32 451	-13 109
активы	-17 167	5 315
пассивы	-15 284	-18 424
Чистые ошибки и пропуски	-2 152	-9 454
Баланс в целом	-21 659	-11 103
Резервы	21 659	11 103
резервные активы	1 934	-10 382
использование кредита МВФ	1 514	5 473
чрезвычайное финансирование	18 211	16 012
Меморандум (в процентах от ВВП)		
баланс торговли товарами	7,1	6,3
счет текущих операций	4,1	3,2
баланс в целом	-7,8	-3,1
ВВП (млн. долл.)	278 752	357 552

Источник: *Balance of Payments Yearbook*. — Wash., 1996. — P. 638.

некоторые из следующих аналитических соотношений:

- *Экспорт фоб/кредит счета текущих операций* (exports f.o.b./current account credits) — соотношение, показывающее долю доходов от экспорта во всех текущих доходах страны.

- *Импорт фоб/дебет счета текущих операций* (imports f.o.b./current account debits) — соотношение, показывающее долю расходов на импорт во всех текущих расходах страны.

- *Кредит товаров и услуг/валовой внутренний продукт* (goods and services credits/gross domestic product) — соотношение, показывающее текущие доходы страны в сравнении с ее ВВП, что позволяет делать межстрановые сопоставления.

- *Дебет товаров и услуг/валовые национальные расходы* (goods and services debits/gross national expenditure) — соотношение, показывающее текущие расходы страны в сравнении с расходами в ее ВВП, что позволяет делать межстрановые сопоставления.

- *Кредит инвестиционного дохода/кредит счета текущих операций* (investment income credits/current account credits) — соотношение, показывающее долю доходов от инвестиций за рубежом во всех текущих доходах страны.

- *Дебет инвестиционного дохода/дебет счета текущих операций* (investment income debits/current account debits) — соотношение, показывающее долю выплат на иностранные инвестиции внутри данной страны во всех текущих расходах страны.

- *Баланс счета текущих операций/валовой внутренний продукт* (current account balance/gross domestic product) — соотношение, показывающее относительный размер сальдо текущего баланса и позволяющее сравнивать его с сальдо других стран в аналитических целях. Обычно отрицательное сальдо в размере 10% ВВП считается очень тревожным показателем для экономики страны, означающим, что проблемы с финансированием платежного баланса либо уже существуют, либо возможны в ближайшей перспективе.

- *Резервы на конец периода/импорт товаров и услуг* (reserves at end of period/imports of goods and services) — соотношение, показывающее способность страны покрывать свои внешние обязательства. В качестве весьма приближительного числового ориентира для проведения сбалансированной внешнеэкономической политики используется следующее: валютные резервы страны не должны быть меньше стоимостного объема трех-четырёх месяцев импорта товаров и услуг. Для вычисления этого показателя резервы умножаются на 12 и делятся на размер импорта, в который необходимо включить не только импорт товаров, но и импорт услуг.

- *Валовой (чистый) внешний долг/валовой внутренний продукт* (gross (net) external debt/gross domestic product) — соотношение, показывающее относительное бремя внешней задолженности для экономики в целом, сравнивая долг с производством страны за год. По методологии Мирового банка уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение более 50%, и умеренным, если оно равняется 30%.

- *Валовой (чистый) внешний долг/экспорт товаров и услуг* (gross (net) external debt/exports of goods and services) — соотношение, показывающее относительное бремя внешней задолженности с точки зрения доходов от экспорта, которые потенциально пришлось бы затратить, чтобы выплатить внешний долг. Уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение более 275%, и умеренным, если оно более 165%.

- *Чистая международная инвестиционная позиция/валовой внутренний продукт* (net international investment position/gross domestic product) — соотношение, показывающее долю чистых иностранных активов страны в ее ВВП.

- *Обслуживание долга/экспорт товаров и услуг* (debt service/exports of goods and services) — соотношение, показывающее относительное бремя внешней задолженности с точки зрения доходов от экспорта, которые постоянно приходит-

ся тратить, чтобы покрывать текущие выплаты по внешнему долгу. Уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение более 30%, и умеренным, если оно более 18%.

Прогноз развития платежного баланса в целом зависит от множества факторов. Поскольку платежный баланс отражает взаимосвязи страны с остальным миром, развитие международной экономики и особенно экономики стран, являющихся основными партнерами данной страны по торговле товарами и услугами и движению капитала, являются важнейшим фактором, влияющим на его состояние. Поэтому перед началом прогнозирования необходимо установить прогноз динамики мировых цен на основные товары экспорта и импорта, динамику развития ВВП основных стран-партнеров, индексы их импортных и экспортных цен, динамику мировых процентных ставок. Наличие этой информации в модели позволит в дальнейшем осуществить анализ на чувствительность экономики страны к изменению мировых цен или процентных ставок. Для прогнозирования платежного баланса необходимо представлять перспективу развития внутренней экономики данной страны, особенно ее экспортных и импортных отраслей, которые во многом определяются состоянием бюджета и направлениями денежной политики. Выбор методологии прогнозирования во многом зависит от конкретной ситуации: если сколько-нибудь серьезных сдвигов в структуре экономики не предвидится, можно положиться на бихевиористские соотношения между имеющимися и прогнозируемыми переменными, оцененные с помощью регрессии. Однако если страна находится в процессе реформ, любые бихевиористские модели оказываются бесполезными, по-

скольку соотношение между переменными меняется слишком быстро.

Итак, структурно платежный баланс рассчитывается на основе нескольких рабочих таблиц, главными из которых являются таблица экспорта и импорта товаров и услуг, таблица выплаты и получения платежей по трансфертам и доходам от собственности, таблица внешней задолженности, обобщающая все движения капитала, и таблица движения чистых международных резервов. Представление платежного баланса может быть несколько различным для каждой страны в зависимости от того, какие именно типы внешних связей играют особенно важную роль. Счет текущих операций должен как можно полнее отразить движение товаров, услуг, платежей, связанных с доходом, и трансфертов. В счете движения капитала надо как можно полнее уловить все финансирование, которое получается страной для осуществления текущих операций. Высокий уровень пропусков и ошибок свидетельствует о недостаточно полной информации о движении капитала. Для обеспечения межстрановых сопоставлений сальдо текущего баланса и сальдо платежного баланса в целом показываются как процент ВВП. В аналитических целях по данным платежного баланса может рассчитываться ряд аналитических соотношений, из которых наиболее важными являются следующие: кредит товаров и услуг/валовой внутренний продукт, дебет инвестиционного дохода/дебет счета текущих операций, баланс счета текущих операций/валовой внутренний продукт, резервы на конец периода/импорт товаров и услуг, валовой (чистый) внешний долг/валовой внутренний продукт, валовой (чистый) внешний долг/экспорт товаров и услуг, обслуживание долга/экспорт товаров и услуг.

2. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ТЕКУЩЕГО БАЛАНСА

Представленный ниже механизм прогнозирования платежного баланса исходит из предпосылки о том, что экономи-

ка страны, для которой составляется прогноз, относительно невелика в масштабах международной экономики и

поэтому изменение спроса и предложения в ней на товары экспорта и импорта не влияет на мировые цены (так называемая “предпосылка малой страны”). Прогнозирование текущего баланса осуществляется по компонентам.

Экспорт

Прогнозирование объемов экспорта может быть основано на раздельном прогнозировании экспорта тех товаров, который зависит прежде всего от возможности их производства в нужном для экспорта объеме при предположении того, что спрос на них бесконечно эластичен и их экспорт зависит от спроса на них со стороны мирового рынка. Соответственно, прогноз строится со стороны спроса или со стороны предложения или какой-либо их эконометрической комбинации.

Предложение товаров на экспорт может быть оценено на основе следующей упрощенной функции:

$$\frac{X}{P_x} = a_0 + a_1 \frac{P_x}{P_d} + a_2 y_d, \quad (13.1)$$

где X — стоимость экспорта в текущих ценах;

P_x — индекс экспортных цен;

P_d — индекс внутренних цен;

y_d — реальный ВВП;

$a_0 > 0$ — константа в уравнении регрессии;

$a_1 > 0, a_2 < 0$ — коэффициенты в уравнении регрессии.

Формула говорит, что предложение товаров на экспорт в реальном выражении (X/P_x) зависит (со знаком плюс) от соотношения экспортных и внутренних цен на экспортные товары (P_x/P_d), и (со знаком минус) — от реального внутреннего спроса (y_d), а также от ряда других факторов, которые улавливаются коэффициентом a_0 . Например, опережающий рост экспортных цен по сравнению с внутренними является важным стимулом роста предложения товаров на экспорт национальными производителями.

Рост экспортных цен может произойти либо в результате увеличения цен на мировом рынке, либо в результате девальвации национальной валюты, которая увеличит экспортную цену, выраженную в национальной валюте, по сравнению с внутренними ценами. Уровень внутреннего спроса в виде реального ВВП вставлен в уравнение с отрицательным знаком на том основании, что часть экспортируемых товаров, и зачастую весьма существенная, может продаваться на внутреннем рынке. Падение внутреннего спроса обычно побуждает производителей активнее искать зарубежные рынки для своей продукции для поддержания прибыльности производства. В уравнение с положительным знаком можно добавить еще одну переменную — использование производственных возможностей экспортного сектора, если имеются данные о загрузке производственных мощностей предприятий, производить экспортную продукцию. Однако в большинстве стран таких данных нет, тогда можно использовать данные о динамике загрузки производственных мощностей в промышленности в целом.

К оценке потенциально возможных объемов экспорта можно подойти и с точки зрения спроса на него. Спрос на экспорт имеет смысл оценивать особенно для тех товарных групп, экспорт которых зависит более от спроса на них, нежели от способности произвести их (нефть). Функцию спроса на национальный экспорт со стороны мирового рынка можно оценить на основе следующего уравнения:

$$\frac{X}{P_x} = a_0 + a_1 y_w + a_2 \frac{P_x}{P_w}, \quad (13.2)$$

где X — стоимость экспорта в текущих ценах;

P_x — индекс экспортных цен;

y_w — реальный мировой ВВП;

P_w — средневзвешенный индекс экспортных цен основных конкурентов;

$a_0 > 0$ — константа в уравнении регрессии;

$a_1 > 0, a_2 < 0$ — коэффициенты в уравнении регрессии.

Формула говорит, что спрос на экспорт страны зависит (со знаком плюс) от размеров реального мирового ВВП, точнее говоря, от динамики реального ВВП основных торговых партнеров и (со знаком минус) от соотношения экспортных и мировых цен и некоторых других параметров. Рост мирового ВВП при прочих равных условиях означает увеличение дохода в зарубежных странах, который может быть истрачен на покупку экспортных товаров данной страны. Напротив, рост экспортных цен на товары данной страны, превышающий рост цен на те же товары, экспортируемые ближайшими конкурентами, неизбежно негативно скажется на спросе на экспорт. Опять предполагается, что коэффициент a_0 улавливает все остальные факторы, влияющие на спрос на экспорт.

В наиболее простом случае с небольшой страной, экспортный потенциал которой ограничен небольшим числом товаров, прогноз совокупного экспорта можно построить на основе прогноза экспорта этих товаров. Например, в нефтедобывающей стране экспорт в основном зависит от потенциала производства нефти, спроса на нее на мировом рынке и квоты, налагаемой на ее производство или экспорт в соответствии с правилами ОПЕК, а также от стоимости нефти из данной страны на мировом рынке. Экспорт некоторых других товаров, связанных с нефтью, может быть спрогнозирован подобным образом. Рост ненефтяного экспорта можно принять равным росту номинального ВВП в странах, являющихся основными торговыми партнерами данной страны.

Импорт

В самом простом случае прогноз спроса на импорт основан на предпосылке о том, что импортирующая страна невелика по размерам и сокращение или рост ее импорта не могут повлиять на уровень мировых цен (так называемая "предпосылка малой страны"). В этом

случае размер импорта определяется преимущественно внутренним спросом на него.

Спрос на импорт может быть также спрогнозирован на основе следующей упрощенной формулы:

$$\frac{IM}{P_{im}} = a_0 + a_1 y_d + a_2 \frac{P_{im}}{P_d}, \quad (13.3)$$

где IM — стоимость импорта в текущих ценах;

y_d — реальный внутренний ВВП;

P_{im} — индекс экспортных цен;

P_d^{im} — средневзвешенный индекс экспортных цен основных конкурентов;

$a_0 > 0$ — константа в уравнении регрессии;

$a_1 > 0, a_2 < 0$ — коэффициенты в уравнении регрессии.

Уравнение показывает, что импорт в реальном выражении положительно зависит от реального внутреннего ВВП, фактически от роста внутреннего спроса, и, разумеется, от соотношения внутренних и мировых цен на импортируемые товары, выраженных в национальной валюте, а также ряда других факторов. Чем выше уровень внутренних доходов, тем выше будет уровень импорта. Изменение относительных цен отражает одновременно и изменение соотношения внутренних и импортных цен, и изменение валютного курса. Чем выше импортные цены в национальной валюте по сравнению с внутренними ценами, тем меньше будет импорт, поскольку внутренний спрос переориентируется на национальные товары, которые дешевле. Необходимо учитывать, что на соотношение внутренних и импортных цен критическим образом может влиять изменение валютного курса — падение курса национальной валюты удорожит импортные товары в национальной валюте и сократит спрос на них. Напротив, рост курса национальной валюты сократит цену в национальной валюте на импортные товары и может сделать аналогичные местные товары неконкурентоспособными по сравнению с импортными.

Ценовую эластичность импорта (e), показывающую масштаб изменения объема импорта при изменении относительной цены импорта, можно определить на основе следующей формулы:

$$e = \frac{\Delta im/im}{\Delta P_{im}/P_d}, \quad (13.4)$$

где im — стоимость реального импорта;

Δ — изменение показателя за единицу времени.

@ *Ценовая эластичность импорта* (price elasticity of imports) — параметр, показывающий, насколько изменится объем импорта в реальном выражении при изменении относительных цен на 1%.

Обычно ценовая эластичность импорта низка для тех товаров, заменить которые другими невозможно или крайне сложно (нефть, газ, цветные металлы). Чем выше степень обработки товара, тем выше его ценовая эластичность, поскольку возможность заменить один вид оборудования на другой значительно выше.

Сильное влияние на соотношение внутренних и импортных цен могут оказать меры государственной торговой политики — импортные пошлины, квоты, лицензии и прочие ограничения, явно или косвенно приводящие к увеличению цены на импортные товары в национальной валюте. Среди многих прочих факторов, влияющих на спрос на импорт, наиболее существенным является наличие в финансовой системе страны достаточного потенциала для кредитования импорта, а также достаточного для импортеров объема иностранной валюты. В наиболее простом случае, если цены и валютный курс относительно стабильны, рост импорта можно принять равным росту номинального ВВП в среднесрочной перспективе.

Услуги, доходы и трансферты

Прогнозирование этой категории счета текущих операций платежного баланса затрудняется тем, что, с одной сторо-

ны, статистика этих статей в большинстве стран весьма неполная, а с другой — что сами услуги, доходы и трансферты являются весьма разношерстной комбинацией самых различных статей. Наиболее простые способы прогнозирования отдельных, наиболее крупных статей следующие:

- **Транспорт и страхование.** Поскольку поступления и платежи по этим двум статьям обычно тесно зависят от объемов экспорта и импорта, то их прогноз может основываться на прогнозе объемов экспорта и импорта, от которых данные статьи обычно составляют определенный процент (10% — транспорт и 1% — страхование). Зависимость, например, платежей за транспорт и страхование от размеров импорта может быть оценена на основе простой линейной регрессии. В тех странах, где статистика расходов на транспорт и страхование вообще не собирается, их примерный размер можно установить по так называемому cif/fob фактору — соотношению цены импорта, обычно исчисляемой на базе cif (цена товара плюс расходы на страхование и фрахт), и импортной цены того же товара на базе fob (исключающей расходы на страхование и фрахт). Обычно расходы и доходы от пассажирского транспорта тесно коррелируют с расходами и доходами от грузового транспорта, хотя в регрессионное уравнение в данном случае можно ввести еще одну переменную — уровень иностранного туризма. В условиях резкого колебания цен на нефть при прогнозировании статьи транспорта платежного баланса важно учитывать прогноз изменения цен на горючее.

- **Поездки.** Доходы и расходы по этой статье особенно важны в странах с высоким уровнем туристической индустрии. Их прогноз зависит от соотношения уровня дохода в данной стране и стран, откуда приезжают туристы, уровня цен и инфляции, динамики валютного курса, транспортных расходов, политической стабильности, уровня развития туристической инфраструктуры и т.д.

• Доходы от инвестиций. Чистые доходы от инвестиций являются разностью валовых доходов от инвестиций за рубежом и выплаты процентов по внешнему долгу в пользу иностранных государств. Валовые доходы от инвестиций прогнозируются на основе прогноза изменения их абсолютного размера и процентной ставки, под которую они размещаются на мировом финансовом рынке. В большинстве стран и тот и другой показатели являются конфиденциальными. Тогда для приблизительной оценки используются исторические данные о запасах иностранных инвестиций и прогноз развития процентной ставки ЛИБОР с премией в 1–2 процентных пункта, отражающей представление о примерных процентных ставках, по которым данная страна могла разместить свои сбережения на мировом рынке капиталов. Точное прогнозирование этой статьи является наиболее важным для нефтедобывающих стран, в которых доходы от продаж нефти на мировом рынке поступают в доходную часть бюджета и инвестируются в иностранные ценные бумаги. Доходы от этих инвестиций также направляются в доходы бюджета. Платежи процентов по внешнему долгу также прогнозируются исходя из изменения общего уровня внешней задолженности и процентной ставки по ней.

• Статьи оплаты труда (доходы работников, находящихся в стране менее одного года) и денежных переводов работающих (переводы за рубеж мигрантов, находящихся в стране более одного года) прогнозируются исходя из изменения численности мигрантов, размеров их доходов, налогового режима и валютного курса. В платежном балансе учитываются все доходы мигрантов, находящихся в стране менее одного года, на том основании, что в большинстве своем это сезонные рабочие, которые уедут менее чем через год и возьмут с собой все заработанные деньги. Но в нем учитывается только та часть расходов мигрантов, находящихся в стране более одного года, которые реально переводятся ими за рубеж, поскольку многие из них могут ос-

таваться в принимающей стране несколько лет.

• Статья официальных переводов состоит практически полностью из получаемых или предоставляемых грантов. Поэтому ее прогноз основывается в основном на данных правительства о его намерении предоставить грант зарубежной стране или его данных о потенциально возможном получении гранта от иностранного правительства. Разумеется, данные о грантах, отражаемых в долларах в платежном балансе, должны быть идентичными соответствующей статье доходной или расходной части государственного бюджета, но уже в национальной валюте.

• В платежном балансе некоторых стран есть статья “услуги правительства”, которая включает в основном расходы на содержание дипломатических представительств за рубежом. Однако иногда в нее включают весь военный экспорт и импорт, причем не только услуг (обучение военных специалистов, строительство военных объектов и пр.), но и товаров оборонного назначения (вооружения, униформа и пр.). Прогнозирование импорта по этой статье зависит от размеров государственных расходов на оборону и может приниматься равной определенной доле расходов бюджета на военные нужды.

Итак, прогнозирование объемов экспорта может быть основано на раздельном прогнозировании экспорта товаров, который зависит прежде всего от возможности произвести их в нужном для экспорта объеме, и экспорта товаров, который зависит от спроса на них со стороны мирового рынка. Оно может осуществляться путем оценки бихевиористских уравнений, показывающих зависимость размеров экспорта от реального ВВП, соотношения внутренних и международных цен, и ряда других параметров. Прогнозирование импорта основывается на том, что он положительно зависит от реального внутреннего ВВП и соотношения внутренних и мировых цен на импортируемые товары. В расчет принимается и ценовая эластичность

импорта, представляющая собой параметр, показывающий, насколько изменится объем импорта в реальном выражении при изменении относительных цен на 1%. Прогнозирование поступлений и платежей за транспорт и страхование обычно исходит из прогноза объемов экспорта и импорта, от которых

данные статьи обычно составляют определенный процент. Инвестиционный доход зависит от объема инвестиций за рубежом или внешнего долга и прогноза динамики процентной ставки. Частные трансферты за рубеж напрямую связаны с ростом рабочей силы и динамикой национальной инфляции.

3. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛА

Показатели счета движения капитала прогнозируются также по компонентам. При этом он разбивается на приток-отток прямых инвестиций, портфельных инвестиций, другого долгосрочного и краткосрочного капитала. Капитал может также разделяться на государственный и частный, на различные типы кредитов. Последнее особенно важно, поскольку движение капитала обычно связано с различными формами экономической деятельности. Например, торговые кредиты могут прогнозироваться исходя из прогноза развития экспорта или импорта, для финансирования которых они предоставляются, а проектное финансирование может быть напрямую связано с прогнозом развития инвестиционной деятельности страны в целом.

Счет движения капитала

- Прямые инвестиции. Прогноз обычно основан на экстраполяции тенденций последних лет с поправкой на новые факторы, которые могут повлиять на рост или сокращение притока движения капитала. В числе факторов, обеспечивающих увеличение притока прямых инвестиций, — рост политической стабильности, усовершенствование правовой базы, укрепление макроэкономической стабильности, благоприятные прогнозы роста, открытие новых залежей природных ресурсов и многие другие.

- Портфельные инвестиции. Прогноз основывается на данных о планах размещения государственных и частных облигаций и других заемных инструментов

на мировом рынке. Направление движения капитала в критической степени зависит от соотношения реальных процентных ставок внутри страны и за рубежом. Однако наличие и даже рост разрыва процентных ставок в пользу данной страны еще не означают, что она станет точкой притяжения портфельных инвестиций: завышенные по сравнению со среднемировыми процентные ставки могут отражать лишь рисковую премию, которую желает получить иностранный инвестор в качестве оплаты за повышенный политический риск инвестиций. В условиях плавающего валютного курса движение портфельных инвестиций, связанных с колебанием процентной ставки, зависит также и от ожиданий инвесторов относительно изменения валютного курса.

- Прочий долго- и среднесрочный капитал. Прогноз можно построить на данных о планах правительства по предоставлению и получению межгосударственных займов, а также на основе графика выплаты амортизации по прошлым займам, который обычно находится в распоряжении правительства. С другой стороны, намерения стран-партнеров по предоставлению межгосударственных кредитов и грантов могут быть важны для получения более полной картины движения долго- и среднесрочного капитала.

- Краткосрочный капитал. Прогноз его движения строится в основном на прогнозе развития экспорта и импорта, поскольку в основном это торговые кредиты, предоставляемые на срок от 3 до 12 месяцев.

В прогнозе счета движения капитала важно различать потоки капитала, создающие внешнюю задолженность (*debt creating flows*), и потоки капитала, не создающие внешней задолженности (*non-debt creating flows*). К потокам, создающим внешнюю задолженность, относятся все займы и кредиты, получаемые как правительством, так и частными компаниями. К потокам капитала, не создающим внешней задолженности, относятся прямые и портфельные инвестиции, движение иностранных активов коммерческих банков. Соответственно, чистые потоки, создающие внешнюю задолженность (получение кредитов минус выплаты по долгам), должны добавляться к сумме совокупного внешнего долга страны.

Финансирующие статьи

Финансирующие статьи платежного баланса, находящиеся “под чертой”, состоят из официальных резервных активов (резервов). Резервы могут находиться в распоряжении ЦБ и/или министерства финансов или некоторых других правительственных органов (инвестиционных агентств, комитетов по управлению государственным имуществом и т.п.). Критически важно различать валютные резервы ЦБ, которые в основном используются для поддержания курса национальной валюты, и валютные резервы правительства, которые могут использоваться для оплаты за правительственный импорт и для платежей по правительственным кредитам. В обзоре денежной сферы учитываются только иностранные активы ЦБ — монетарное золото, специальные права заимствования (СДР), резервная позиция в МВФ, иностранная валюта, которая может находиться в виде наличной валюты или депозитов в центральном или коммерческих банках, и иностранных ценных бумаг — акций, облигаций, инструментов денежного рынка, финансовых дериватов. Данные о валютных резервах правительства, под которыми должны

пониматься только высоколиквидные активы, такие как наличная валюта или ценные бумаги, обычно конфиденциальны. Для прогнозирования финансирующих статей платежного баланса важно правильно оценить резервы как правительства, так и ЦБ.

@ *Официальные резервы* (*official reserves*) — совокупность валовых иностранных активов ЦБ и ликвидных валютных резервов правительства, которые могут быть использованы властями страны для осуществления внешних платежей.

Прогноз резервов ЦБ осуществляется на основе прогноза каждого из его компонентов. Задача нередко облегчается тем, что во многих странах размеры валютных резервов ЦБ и их отдельных компонентов жестко регулируются законом.

Монетарное золото. В большинстве случаев правительство располагает довольно точным представлением о том, какие объемы золота оно намеревается использовать в монетарных целях. Эта статья в настоящее время в связи с большими колебаниями цен на золото и потерей золотом своих монетарных функций имеет не столь большое значение в составе резервов.

СДР. Распределение СДР — искусственно созданного международного резервного средства — осуществляет МВФ пропорционально квоте каждой страны-члена. Страна может также купить СДР у других стран, у которых они есть. О распределении СДР обычно известно заранее, оно происходит весьма редко, и, зная квоту страны в МВФ, можно примерно определить объем будущего получения ею СДР. Однако, учитывая, что СДР составляют всего 3% международных резервов, их величину в резервах страны в краткосрочной перспективе можно вполне принять постоянной.

Резервная позиция в МВФ. Использование кредитов МВФ предназначено для выправления временных перекосов в платежном балансе, поэтому все кредиты, получаемые от этой организации,

так же как и их погашение, записываются “под черту” в платежном балансе, т.е. показываются как изменение резервов. Прогнозирование этой статьи основано на информации о переговорах между страной и МВФ о предоставлении ей одного из кредитов. Если переговоры не ведутся, то показатели этой статьи резервов можно принять постоянными — равными взносу страны в капитал МВФ, если страна никогда не пользовалась его кредитами, и равными выплатам по прошлым кредитам, если таковые имелись. Особый случай, если страна ведет переговоры с МВФ о кредите. Его величина может быть весьма существенной и составлять весомую, а в некоторых развивающихся странах — практически единственную статью государственных резервов. Размер кредита устанавливается как процент от квоты страны в МВФ и зависит от типа предоставляемого кредита.

Иностранная валюта. Ее запасы в тех или иных формах являются главной составляющей резервов большинства стран. Поскольку именно иностранная валюта может использоваться для регулирования валютного курса, для финансирования платежных дисбалансов и для осуществления денежной политики в условиях системы валютного правления (сurgency board) нередко законодательные или исполнительные органы директивно устанавливают, что резервы иностранной валюты не могут быть меньше некоторой определенной величины, например быть меньше 100% наличных денег в обращении. Прогнозирование валютных резервов может быть основано на том, какой — положительный или отрицательный — знак имеет сальдо платежного баланса. Если платежный баланс отрицательный, логично предположить, что резервы будут сокращаться, если положительный — увеличиваться.

Прогнозирование резервов осложняется тем, что реально балансирующей статьей являются “чистые пропуски и ошибки”, находящиеся “над чертой”. Поэтому прогнозирование платежного баланса не столько арифметическое,

сколько логическое упражнение. Его логика для гипотетической, хотя и весьма типичной страны примерно следующая. Несмотря на то что торговый баланс положителен, сальдо текущего баланса находится в дефиците обычно из-за большого дефицита по статьям услуг и трансфертов. В идеале финансироваться этот дефицит должен за счет такого же (с обратным знаком) положительного сальдо по движению капитала. Однако в подавляющем большинстве случаев чистого притока капитала недостаточно и платежный баланс в целом все-таки оказывается отрицательным. По теории отрицательное сальдо платежного баланса должно финансироваться за счет сокращения резервов. Однако размер резервов, так же как и изменение, из года в год известен. Их изменение никогда не совпадет по величине с цифрой отрицательного сальдо платежного баланса, которое оно должно финансировать. Разность относится на счет “чистых пропусков и ошибок”.

Прогнозирование валютных резервов правительства, которые в большинстве случаев известны только высшим государственным чиновникам, — вопрос логики и догадки. Если платежный баланс в целом продолжает оставаться отрицательным на протяжении нескольких лет, то логично предположить, что правительство будет использовать имеющиеся у него резервы для покрытия этого сальдо. Поскольку резервы правительства будут использоваться преимущественно на платежи по долгам и импорту, важно оценить, на сколько этих резервов хватит, если платежный баланс будет продолжать оставаться отрицательным. Для этого объем всех официальных резервов соотносится с объемом импорта товаров и нефакторных услуг. Из счета услуг и трансфертов текущего баланса исключаются все платежи, связанные с факторами производства — капиталом и рабочей силой, а именно платежи процентов по долгам и частные трансферты. Затем размер официальных резервов выражается в количестве месяцев импорта товаров и нефакторных ус-

луг в соответствии со следующей формулой:

$$\varepsilon = \frac{FA_{cb} + FA_g}{IM} \times 12, \quad (13.5)$$

где ε — размер резервов в количестве месяцев импорта;

FA_{cb} — валовые иностранные активы ЦБ;

FA_g — валовые иностранные активы правительства;

IM — годовой импорт товаров и нефакторных услуг.

Ситуация с платежным балансом, даже если он находится в дефиците, считается нормальной, если страна располагает резервами в размере четырех и больше месяцев импорта товаров и нефакторных услуг. Падение этого соотношения — свидетельство надвигающихся проблем с оплатой внешних обязательств страны.

Внешняя задолженность

Прогноз развития внешней задолженности страны основывается на прогнозе движения капитала. С точки зрения воздействия на общий уровень внешней задолженности потоки капитала разделяются на те, что влияют, и те, что не влияют на него.

@ *Потоки, создающие долг* (debt creating flows), — международное движение ссудного капитала, приводящее к росту или сокращению внешней задолженности отдельных стран.

@ *Потоки, не создающие долга* (non-debt creating flows), — потоки капитала, связанные с прямыми и портфельными инвестициями, которые означают инвестирование в собственность предприятий и не приводят поэтому к созданию внешней задолженности страны.

Связь между платежным балансом и внешним долгом проявляется через следующее уравнение: прирост внешнего долга = дефицит текущего баланса —

потоки, не создающие долг, + прирост официальных резервов + приобретение зарубежных активов частным сектором. Как видно, прирост внешнего долга может иметь три основных источника: дефицит текущего баланса, который не удается профинансировать за счет притока капитала, не создающего внешнего долга, займы для увеличения государственных резервов и утечка частного капитала за рубеж.

При прогнозировании внешнего долга необходимо учитывать, что его накопление необязательно является отрицательным фактором. Рост внешнего долга может означать осуществление крупных инвестиционных проектов, финансируемых за счет зарубежных сбережений. В перспективе эта задолженность будет покрыта за счет части прибыли от функционирования этих проектов. Другое дело, когда внешний долг накапливается по причине невозможности финансировать текущее потребление за счет внутренних источников, когда заемные средства попросту проедаются. Тенденции развития внешней задолженности в будущем зависят от многих факторов: объема уже существующего внешнего долга, графика платежей по долгу, используемой процентной ставки, перспектив отсрочки платежей по соглашениям с кредиторами, условий возможной отсрочки. Возможность страны платить по своим внешним долгам в критической степени зависит от перспектив развития текущего баланса, уровня государственных резервов, тенденций цен на основные товары экспорта, возможностей получения ею кредитов на временную поддержку текущего баланса и пр. Большинство из этих параметров неизвестны или поддаются лишь весьма приблизительному прогнозу даже на среднесрочную перспективу, не говоря о долгосрочной.

Поэтому в простейшем случае для прогноза динамики внешней задолженности необходимо определиться относительно следующих данных:

- Текущая внешняя задолженность разделяется, с одной стороны, на долг правительства и долг, гарантируемый

правительством, и, с другой стороны, остальной долг, который может включать задолженность частного сектора, банков, государственных предприятий, по которой правительство не гарантирует платежа, короче, всех тех, кто не является правительством. Такое деление внешней задолженности чрезвычайно важно, поскольку правительство может

расплачиваться по своим долгам только за счет государственного бюджета, который должен для этого сводиться с положительным сальдо, тогда как неправительственные организации платят из своей прибыли, которая не связана с государственными финансами.

• Уровень процентной ставки, по которой начисляются платежи процента

Пример 13.2

Прогнозирование динамики внешнего долга (млн. долл.)

	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Внешний долг (2 + 3)	300	285	282	291	292	299	307	316	335
Государственный долг (2 + 4)	100	115	149	202	252	274	295	316	335
Чистые потоки (5 — 6 — 7)		15	34	53	50	22	21	20	19
Новые кредиты		20	40	60	60	60	60	60	60
Погашение основной суммы						25	25	25	25
Платежи процента		5	6	7	10	13	14	15	16
Негосударственный долг	200	170	133	90	41	25	11	0	0
Чистые потоки		-30	-37	-43	-49	-16	-13	-11	0
Новые кредиты		40	30	20	10				
Погашение основной суммы		50	50	50	50	12	11	10	0
Платежи процента		20	17	13	9	4	2	1	0

Пусть внешний долг некоторой страны составлял в 1995 г. 300 млн. долл. и состоял из долга правительства (100 млн. долл.) и долга неправительственного сектора (200 млн. долл.). Динамика государственного и частного долга различна. Правительство намеревается продолжать ежегодно заимствовать на мировом рынке капиталов суммы, необходимые для финансирования дефицита бюджета. Однако первые платежи основной суммы долга по старым долгам намечаются только на 2000 г. Правда, ежегодно правительство платит процент на общую сумму долга из расчета 5% годовых от суммы государственного долга в предыдущем году. Частный сектор, напротив, осуществляет крупномасштабные инвестиции в разработку недавно открытого месторождения природных ископаемых. Для этого ему нужны новые кредиты только до 1999 г. По старым долгам, возникшим из-за кредитов, полученных когда-то в прошлом, частный сектор уже платит основные суммы четырьмя ежегодными взносами. Процент начисляется на общую сумму долга в предыдущем году из расчета 10% годовых.

Для прогнозирования развития внешнего долга вычисляются чистые потоки средств в каждом году как разность притока новых кредитов и платежей основной суммы прошлых кредитов и процента текущего года. Затем чистые потоки, зафиксированные в текущем году, добавляются к сумме совокупного внешнего долга. Если чистые потоки положительные, внешний долг растет, если отрицательные — сокращается.

В данном примере государственный долг возрастает, поскольку чистый приток капитала положительный, а негосударственный сокращается, ибо платежи на протяжении каждого года превосходят получаемые новые кредиты. В результате к 2003 г. страна остается с возросшей по сравнению с серединой 1990-х гг. внешней задолженностью, которая, однако, полностью состоит из долга государства, при том что частная задолженность выплачивается полностью.

по долгам. В большинстве стран эта информация не разглашается, однако возможно с высокой степенью достоверности предположить, что она привязана к ставке ЛИБОР с добавлением некоторой премии, которая в основном отражает факторы риска.

- График платежей по задолженности. Любой кредит обычно предполагает наличие определенного льготного периода, в течение которого основная сумма долга не выплачивается (обычно 5–7 лет), точного срока погашения всей задолженности (обычно 10–15 лет), а также правил погашения (обычно ежегодные или полугодовые платежи). Если страна небольшая, то общее число кредитов, так же как и организаций, их получающих, невелико, и на базе информации о каждом из них можно составить примерный график погашения внешней задолженности (*пример 13.2*).

Внешний долг страны считается приемлемым (*sustainable*), если страна в состоянии осуществлять платежи по долгам, не прибегая к их переносу, не ведя переговоры о списании внешнего долга и не накапливая просроченные платежи. Критериями приемлемости внешнего долга для страны являются отношение платежей по обслуживанию долга к экспорту товаров и услуг, уровень дефицита платежного баланса и соотношение между чистой текущей стоимостью долга и экспортом. Уровень долга считается приемлемым, если платежи по государственному и гарантированному государством долгу не превышают 20–25% экспорта товаров и услуг, если сальдо платежного баланса положительно и отношение чистой текущей стоимости долга к экспорту менее 200–250%.

Итак, показатели счета движения капитала прогнозируются также по компо-

нентам — прямые и портфельные инвестиции, а также долгосрочный и краткосрочный капитал. Прогноз движения капитала основывается на экстраполяции тенденций последних лет с учетом факторов, которые могут оказать на него влияние в будущем, а также на данных о планах размещения государственных и частных облигаций и других заемных инструментов на мировом рынке. Официальные резервы представляют собой совокупность валовых иностранных активов ЦБ и ликвидных валютных резервов правительства, которые могут быть использованы властями страны для осуществления внешних платежей. Прогнозирование резервов зависит от того, находятся ли они в распоряжении ЦБ и/или министерства финансов, и от государственной политики их накопления и использования. Прогнозирование валютных резервов может быть основано на том, какой — положительный или отрицательный — знак имеет сальдо платежного баланса. Если платежный баланс отрицательный, логично предположить, что резервы будут сокращаться, если положительный — увеличиваться. Прогноз части резервов, зависящей от МВФ, исходит из информации о намерениях страны получить кредиты МВФ или долю в распределении СДР. Размер официальных резервов выражается в количестве месяцев импорта товаров и нефакторных услуг. Платежный баланс, даже если он находится в дефиците, считается в норме, если страна располагает резервами в размере четырех и больше месяцев импорта товаров и нефакторных услуг. Прогноз размеров внешнего долга основывается на расчете в рамках платежного баланса динамики потоков капитала, создающих внешнюю задолженность.

4. РЕЗЮМЕ

1. Структурно платежный баланс рассчитывается на основе нескольких рабочих таблиц, главными из которых являются таблица экспорта и импорта

товаров и услуг, таблица выплаты и получения платежей по трансфертам и доходам от собственности, таблица внешней задолженности, обобщающая все

движения капитала, и таблица движения чистых международных резервов. Представление платежного баланса может быть несколько различным для каждой страны в зависимости от того, какие именно типы внешних связей играют особенно важную роль. Счет текущих операций должен как можно полнее отразить движение товаров, услуг платежей, связанных с доходом, и трансфертов. В счете движения капитала надо как можно полнее уловить все финансирование, которое получается страной для осуществления текущих операций. Высокий уровень пропусков и ошибок свидетельствует о недостаточно полной информации о движении капитала. Для обеспечения межстрановых сопоставлений сальдо текущего баланса и сальдо платежного баланса в целом показываются как процент ВВП. В аналитических целях по данным платежного баланса может рассчитываться ряд аналитических соотношений, из которых наиболее важными являются следующие: кредит товаров и услуг/валовой внутренний продукт, дебет инвестиционного дохода/дебет счета текущих операций, баланс счета текущих операций/валовой внутренний продукт, резервы на конец периода/импорт товаров и услуг, валовой (чистый) внешний долг/валовой внутренний продукт, валовой (чистый) внешний долг/экспорт товаров и услуг, обслуживание долга/экспорт товаров и услуг.

2. Прогнозирование объемов экспорта может быть основано на раздельном прогнозировании экспорта товаров, который зависит прежде всего от возможности произвести их в нужном для экспорта объеме, и экспорта товаров, который зависит от спроса на них со стороны мирового рынка. Оно может осуществляться путем оценки бихевиористских уравнений, показывающих зависимость размеров экспорта от реального ВВП, соотношения внутренних и международных цен и ряда других параметров. Прогнозирование импорта основывается на том, что он положительно зависит от реального внутреннего ВВП

и соотношения внутренних и мировых цен на импортируемые товары. В расчет принимается и ценовая эластичность импорта, представляющая собой параметр, показывающий, насколько изменится объем импорта в реальном выражении при изменении относительных цен на 1%. Прогнозирование поступлений и платежей за транспорт и страхование обычно исходит из прогноза объемов экспорта и импорта, от которых данные статьи обычно составляют определенный процент. Инвестиционный доход зависит от объема инвестиций за рубежом или внешнего долга и прогноза динамики процентной ставки. Частные трансферты за рубеж напрямую связаны с ростом рабочей силы и динамикой национальной инфляции.

3. Показатели счета движения капитала прогнозируются также по компонентам: прямые и портфельные инвестиции и — долгосрочный и краткосрочный капитал. Прогноз движения капитала основывается на экстраполяции тенденций последних лет с учетом таких факторов, которые могут оказать на него влияние в будущем, а также на данных о планах размещения государственных и частных облигаций и других заемных инструментов на мировом рынке. Официальные резервы представляют собой совокупность валовых иностранных активов ЦБ и ликвидных валютных резервов правительства, которые могут быть использованы властями страны для осуществления внешних платежей. Прогнозирование резервов зависит от того, находятся ли они в распоряжении ЦБ и/или министерства финансов, и от государственной политики их накопления и использования. Прогнозирование валютных резервов может быть основано на том, какой — положительный или отрицательный — знак имеет сальдо платежного баланса. Если платежный баланс отрицательный, логично предположить, что резервы будут сокращаться, если положительный — увеличиваться. Прогноз части резервов, зависящей от МВФ, исходит из информации о намерениях

страны получить кредиты МВФ или долю в распределении СДР. Размер официальных резервов выражается в количестве месяцев импорта товаров и нефакторных услуг. Платежный баланс, даже если он находится в дефиците, считается в норме, если страна распо-

лагает резервами в размере четырех и больше месяцев импорта товаров и нефакторных услуг. Прогноз размеров внешнего долга основывается на расчете в рамках платежного баланса динамики потоков капитала, создающих внешнюю задолженность.

5. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы на повторение

1. Назовите основные структурные единицы внешнего сектора.

2. Каковы варианты сокращенного представления платежного баланса, используемые в аналитических целях?

3. Какие аналитические соотношения рассчитываются в целях анализа платежного баланса?

4. Как прогнозируется предложение товаров на экспорт и от каких параметров оно зависит?

5. Как прогнозируется спрос на экспортные товары и от каких параметров он зависит?

6. Как рассчитывается спрос на импорт?

7. Что показывает и как рассчитывается эластичность импорта?

8. От каких показателей зависит прогноз статей услуг и трансфертов?

9. Как осуществляется прогноз основных статей счета движения капитала?

10. Как прогнозируются тенденции развития финансирующих статей платежного баланса?

11. Через какой относительный показатель выражается размер валютных резервов страны и каков его оптимальный уровень?

Проблемы для обсуждения

12. Иногда в аналитических целях из счета текущего баланса в платежном балансе исключаются переводы. Считается, что текущий баланс, за исключением трансфертов, более точно показывает существующие дисбалансы в экономике. Почему? Каково ваше мнение? Какое это имеет значение в случае России?

13. В официальной публикации ЦБ России платежного баланса за 1995 г. говорится: "В отчетном году наметилась тенденция возвращения краткосрочных капиталов коммерческих структур из-за рубежа. Средства, размещенные резидентами на текущих счетах и в краткосрочных депозитах в иностранных банках, сокращались... По существу, этот процесс был обу-

словлен переливом иностранных активов из негосударственного сектора, в первую очередь банковского, в сектор органов денежно-кредитного регулирования через механизм внутреннего валютного рынка" (Экономика и жизнь. — 1996. — № 22). Прокомментируйте, как вы понимаете отмеченную тенденцию.

14. На протяжении 1995–1996 гг. происходил процесс дедолларизации экономики России. Согласны ли вы с этим утверждением и какие показатели платежного баланса могут подкрепить вашу точку зрения?

15. В 1994–1996 гг. в России произошла существенная либерализация экспортного режима, включая отмену института спецэкспортеров, количе-

ственных квот на экспорт, сокращение списка лицензируемых товаров и пр. Как политика либерализации экспорта влияет на сальдо текущих операций платежного баланса, если предположить, что торговля услугами не изменяется? Является ли эта тенденция положительной или отрицательной и почему?

16. Некоторая страна имеет большое положительное сальдо текущего баланса и еще большее отрицательное сальдо движения капитала, что приводит к необходимости его финансирования за счет государственных резервов. О чем говорят эти тенденции?

Что скорее всего происходит с реальным валютным курсом? Какой знак имеет сальдо государственного бюджета? Почему?

17. В российском платежном балансе статья чистых пропусков и ошибок увеличилась в 1994–1995 гг. с 2 до 9,5 млрд. долл. Если это свидетельствует о росте бегства капитала из страны, то какими косвенными признаками это можно подтвердить? Насколько характерна была утечка капитала в эти годы в России? Какова была тенденция дифференциала процентных ставок?

Украина: платежный баланс
(млн. долл.)

	1993 г.	1994 г.
Баланс текущих операций	-854	-1,395
Торговый баланс	-2,519	-2,359
экспорт	12,796	11,818
импорт	-15,315	-14,177
Услуги	1,614	1,028
поступления	3,054	2,602
платежи	-1,440	-1,573
Инвестиционный доход	-69	-264
поступления	26	7
платежи,	-95	-271
в том числе процент	-76	-271
Чистые официальные трансферты	120	200
Баланс операций с капиталом	-317	-238
Прямые иностранные инвестиции	200	91
Среднесрочные и долгосрочные кредиты,	709	-1,065
в том числе платежи по кредитам	-121	-1,516
Чистый краткосрочный капитал	-1,226	736
Пропуски и ошибки	14	60
Баланс в целом	-1,157	-1,572
Финансирование	1,157	1,572
Валовые официальные резервы	-37	-513
Чистое использование кредитов МВФ	—	373
Прочие денежные обязательства	-1,341	—
Чистое использование корреспондентских счетов	7	235
Чрезвычайное финансирование	2,528	1,477

Задачи

18. Как изменятся счет текущих операций и счет движения капитала платежного баланса в случае:

а) роста чистого внутреннего кредита;

б) одновременного роста внутренних инвестиций и потребления;

в) падения реального валютного курса;

г) роста процентных ставок в странах — торговых партнерах;

д) просрочки платежа по государственной задолженности одной из стран-должников;

е) падения мировых цен на основной товар импорта;

ж) сильного перерасхода средств государственного бюджета?

19. Таблица на стр. 448 показывает платежный баланс Украины в 1993–1994 гг.

На основе этих данных рассчитайте для 1993–1994 гг.:

а) сальдо текущего баланса, включая и исключая официальные переводы;

б) сальдо движения капитала, чистые пропуски и ошибки, общий баланс, исключая официальные переводы;

в) отношение текущего баланса и общего баланса к ВВП, если валютный курс составил 1 долл. = 25 317 карбованцам в 1993 г. и 1 долл. = 108 455 карбованцам в 1994 г. (см. также таблицу ниже);

г) уровень чистых иностранных резервов в количестве месяцев импорта товаров и нефакторных услуг;

д) отношение платежей по обслуживанию долга к экспорту товаров и услуг;

Украина: основные экономические показатели

	1993 г.	1994 г.	1995 г.
ВВП			
Номинальный ВВП (трлн. карбованцев)	5	148	1,138
Изменение реального ВВП (%)	-10	-14	-23
Инфляция	(изменение в процентах)		
ВВП дефлятор	18	33	9
ИПЦ	20	102	4
Правительственные финансы	(в процентах от ВВП)		
Доходы	36	44	46
Расходы	60	56	54
Дефицит	24	12	8
Внешнее финансирование	...	—	0
Внутреннее финансирование	28	12	8
Деньги и кредит	(изменение в процентах)		
Чистые иностранные активы	...	541	926
Чистый внутренний кредит,	...	93	480
в том числе кредит правительству	...	1,007	494
Широкие деньги	...	2,102	465
Внешний сектор	(в млн. долл.)		
Сальдо текущего баланса (включая гранты)	-621	-854	-1,395
Чистые иностранные резервы	-956	115	284
Платежи по внешнему долгу	16	197	1,787
Внешний долг	3,249	3,666	4,445

е) отношение общей суммы долга к экспорту товаров и услуг.

20. На основе данных предыдущей задачи и информации, приведенной в таблице на стр. 449, ответьте на следующие вопросы:

А. Каковы основные тенденции развития текущего баланса, баланса движения капитала и общего баланса в 1995 г. по сравнению с предыдущими годами?

Б. Каковы основные изменения в финансировании текущего баланса в 1994 г.?

В. Каковы источники финансирования дефицита текущего баланса и насколько они устойчивы и надежны?

Г. Насколько обременительна существующая внешняя задолженность для Украины и какие меры необходимо принять, чтобы сократить ее уровень?

ЗАКЛЮЧЕНИЕ. МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА НА РУБЕЖЕ СТОЛЕТИЙ

Завершая изучение части II курса международной экономики, посвященной принципам функционирования открытой экономики и макроэкономическому программированию, а также курса международной экономики в целом, сведем все рассмотренные темы в единую логическую схему. Международная микроэкономика изучает закономерности международного движения конкретных товаров, факторов их производства и их рыночные характеристики (спрос, предложение, цену и др.). Международная макроэкономика значительно раздвигает рамки анализа, доводя его до уровня открытых национальных хозяйств и макроэкономического программирования процессов развития в целом. В основе международной макроэкономики лежит сформировавшаяся годами международная валютно-финансовая система, с одной стороны, обслуживающая международное движение товаров, услуг и факторов производства, а с другой — играющая самостоятельную роль, которая проявляется через функционирование международных финансовых рынков. Ключевую роль в определении места стран в международной макроэкономике играют валютный курс и механизмы его образования, а также состояние их платежного баланса.

Под воздействием процессов, происходящих в международной экономике, открытая экономика каждой страны подвергается автоматической корректировке, приспособляющей ее к новым международным реальностям. Если автоматических рычагов недостаточно или если правительства считают, что вмешательство в экономические про-

цессы необходимо в целях стимулирования развития и исправления дисбалансов, они могут принять меры целенаправленной корректировки с помощью инструментов денежной, бюджетной, валютной или иной макроэкономической политики. С целью обобщения опыта экономического развития и решения возникающих проблем в мире создан ряд международных организаций, осуществляющих мониторинг и регулирование международной экономики. В практических целях макроэкономическая корректировка может осуществляться на основе составления корректировочных макроэкономических программ. Такие программы основываются на макроэкономической модели общего равновесия, учитывающей взаимосвязи между реальным, бюджетным, денежным и внешним секторами и показывающей имеющиеся дисбалансы и способы их устранения.

Все написанное в частях I и II этого учебника представляет собой динамическую картину международной экономики по состоянию на конец XX в. Взгляд в будущее всегда рискован, особенно по вопросам, которые еще не устоялись ни в теории, ни в практике. Никто не знает точно, с какими именно экономическими кризисами столкнется человечество, какие еще финансовые инновации появятся на мировом рынке, пойдет ли развитие по пути большего регулирования или дерегулирования международной экономики. Однако уже сегодня можно определить некоторые тенденции, которыми, вероятно, будет характеризоваться мир на рубеже столетий.

Во-первых, переход бывших социалистических стран к рыночной эконо-

мике в целом закончен. Они стали неотъемлемой частью международной экономики, но, учитывая, что их экономический вес незначителен, вынуждены функционировать по принятым в ней правилам. Эти правила, исходящие в основном из законов рынка, постоянно изменяются и совершенствуются. Те страны бывшего СССР, которые задержались на раннем этапе перехода, не осуществляют рыночные реформы достаточно быстро, не либерализуют экономику, подвергают себя большому риску остаться на обочине международной экономики, которая уйдет вперед, не дожидаясь их. Речь уже идет не о переходе к рынку, а о его совершенствовании, что неизбежно займет время.

Во-вторых, явно новой тенденцией конца века стала глобализация, дающая новые возможности и обнажающая новые риски. Вдумайтесь в цифры: в 1995 г. экспорт товаров составил 5 трлн. долл. *в год*, экспорт услуг — 1,2 трлн. долл. *в год*, прямые инвестиции — 300 млрд. долл. *в год*, портфельные инвестиции — 412 млрд. долл. *в год*, тогда как международная торговля валютой — 1 трлн. долл. *в день*, а финансовыми дериватами — 2 трлн. долл. *в день*. Сравните эти цифры с годовым ВВП России (который составил 357 млрд. долл.), США (6,3 трлн. долл.) и всех стран мира, вместе взятых (порядка 27,7 трлн. долл.). Несмотря на неизбежность двойного счета и иллюстративность сравнений, вывод очевиден: международная экономика, особенно ее финансовый элемент, стала играть самостоятельную роль, которую невозможно ни отследить, ни отрегулировать усилиями какого-либо одного правительства. Международные финансовые рынки, изначально вторичные по своей природе, превзошли на порядки рынки реальных товаров и услуг. Механизмы функционирования и движущие силы этих рынков пока плохо поняты экономической наукой, что равнозначно неспособности скольконибудь четко предвидеть развитие событий, охватывающих десятки стран и миллионы людей. Миллиарды долларов

под влиянием небольшого колебания процентной ставки могут в считанные дни покинуть страну и вызвать глубочайший финансовый кризис; небольшие перекосы в курсах валют дают возможность спекуляций, ведущих к прибыли или потерям в сотни миллионов долларов в течение нескольких часов; цены на полностью оторванные от экономических основ финансовые инструменты устанавливаются исходя не из традиционного соотношения спроса и предложения, а из преобладающих на рынке ожиданий. Экономические и политические риски, связанные с высокой автономностью международных финансов, нуждаются в серьезном осмыслении.

В-третьих, требованием времени становится открытость и транспарентность экономики, бизнеса, регулирования. Если страна, фирма или человек стремятся в той или иной форме участвовать в международной экономике, другие страны, фирмы и люди вправе знать, с кем они имеют дело, и ожидать от них всеобъемлющей информации о себе. Такая информация должна быть своевременной, доступной и достоверной. Ни одно правительство не предоставит сегодня межгосударственный кредит стране без предварительного досконального изучения ее экономической ситуации. Ни одна уважающая себя фирма не сделает инвестиции в предприятие, баланс которого ей непонятен или неизвестен. Об открытости экономики судят уже не только по доле экспорта в ВВП или другим статистическим соотношениям, но по тому, насколько данные об этой экономике доступны всем, кто в них нуждается, и насколько высоко качество этих данных. Международные организации играют неопределимую роль в обобщении опыта отдельных стран и стандартизации статистики, делая ее международно сопоставимой. Однако этих усилий уже явно недостаточно. Каждое правительство, фирма, человек должны добровольно установить для себя новый стандарт транспарентности, соизмеримый с требованиями, диктуемыми мировым рынком.

В-четвертых, тревожной тенденцией конца века стала растущая маргинализация развивающихся стран, в основном африканских. Несмотря на десятилетия усилий и обширную международную помощь развитию, большинство из них так и не смогли вырваться из порочного круга долгов и перейти к стабильному росту. В развитых странах наблюдается все большая усталость, временами переходящая в апатию, от многолетних, но малоплодородных обсуждений и попыток содействия решению проблем развивающихся стран. Становится все более очевидно, что, если развивающиеся страны сами не приведут свои экономики в порядок, сократив бюджетные дефициты, отрегулировав кредитную политику, упорядочив использование внешнего финансирования, никакая внешняя помощь — будь то деньгами или советом — не в состоянии вытянуть их из нынешнего бедственного положения: хотя бы элементарно обеспечить всех людей питьевой водой, медикаментами, продуктами питания. Серьезный капитал не пойдет в страны, где происходит гражданские конфликты, коррумпировано правительство, запутана правовая система, отсутствует инфраструктура. Развитие пройдет мимо, оставив их далеко на обочине международной экономики со всеми вытекающими из этого социальными и иными последствиями.

В-пятых, здоровье международной экономики все более зависит от степени совершенства системы государственного управления участвующих в ней стран. Правительства, не способные даже эффективно использовать внешнюю помощь, в течение многих лет являются серьезным препятствием для роста и развития не одного десятка государств. На правительствах лежит ответственность за поддержание стабильности и транспарентности экономической системы, что означает свободную систему ценообразования, открытый валютный и торговый режим, здоровый банковский механизм, ясную систему сбора налогов и распределения бюджетных средств.

Вовлеченность правительств в экономику должна ограничиваться отведенными для этого областями, что позволит свести к минимуму злоупотребления государственной властью, коррупцию, протекционизм. В условиях, когда влияние правительств на международную экономику становится все более ограниченным в связи с глобализацией финансовых рынков, особое значение приобретает их способность вести диалог друг с другом, поддерживать работоспособность созданных для этого международных форумов, закрывать или решительно реформировать те организации, которые полностью исчерпали свои функции, и в целом действовать сообща на благо своим странам и международной экономике в целом.

Наконец, учитывая возросшее значение финансового посредничества, прочность и надежность банковской системы каждой из стран и мира в целом приобретают особое значение. Пессимисты считают, что следующий мировой кризис будет порожден банковской сферой — слишком велики объемы операций и высоки риски, которые принимают на себя их участники. События середины 90-х гг. ясно показали, что банковские потрясения, нередко проявляющиеся в коллапсах финансовых пирамид, с легкостью могут привести к падению правительств и социальным беспорядкам. Международное регулирование банковского бизнеса, надзор за его практикой со стороны центральных банков, так же как и повседневная банковская практика, должны основываться на понимании исторической ответственности финансовой сферы за здоровье международной экономики в целом.

Список проблем, с которыми международная экономика войдет в следующее столетие, нетрудно продолжить. Но важно и другое: первый этап экономических реформ, нацеленных на недопущение мировых кризисов, в целом закончился. Они охватили весь послевоенный период и привели к возникновению многогранной международной экономики с богатыми и бедными полю-

сами, традиционными и новыми формами экономических отношений, широким плюрализмом национальных политик, валютных режимов и инструментов регулирования. Они разрешили одни противоречия, но и породили новые; они устранили одни риски, но и породили новые; они в основном не упустили представившихся возможностей и открыли новые. Начало XXI в. потребует осуществления второго этапа экономических реформ, которые будут направлены уже не столько на устранение дисбалансов и борьбу с кризисами, сколько на обеспечение сбалансированного, высококачественного и социально ориентированного роста.

“От кого же мог бы он об этом наслышаться?” — спросил сам себя в статье “Политико-экономические письма к президенту Американских Соединенных Штатов Г.К. Кэре” Николай Чернышевский в середине прошлого века.

И тут же ответил: “Вот тут-то и обрушивается великий грех на тех западных экономистов, по книжкам которых преподают нам мудрость наши знаменитые экономисты”. Учебник, который вы изучали, интернационален: в нем обобщено все то главное, что достигнуто российской и зарубежной экономической мыслью в конкретной, но очень широкой сфере экономической науки, называемой международной экономикой. И наши, и иностранные книги были одинаково полезны для его написания: иностранные — для методологии, наши — для подбора эмпирического материала. Русская классика вдыхала жизнь в тяжеловесный экономический текст. Пределы развития знания, как отмечали классики, безграничны. Экономисты, закончив изучение основ международной экономики, могут передохнуть и перейти к углубленному изучению... все той же международной экономики.

Глава 1

32. а) \$1373 млрд.;
 б) 774 млрд. в долл. США; 188 млрд. в марках и т.д.
 33. Да, стандартное отклонение составляет 2,2.
 34. а) Намек: долларовый эквивалент фунта стерлингов и ирландского фунта рассчитывается иначе, чем эквивалент остальных валют;
 б) $RCI1 = \$1,1269$.

Глава 4

30. Нет.
 31. Не обязательно, если приток капитала стабилен и достаточен для финансирования текущего баланса.
 32. с).
 33. г).
 34. с).
 35.

	Кредит	Дебет
Услуги пассажирского транспорта	100	
Поездки	25	
Финансовый счет	50	175

36.

	Кредит	Дебет
Доходы от прямых инвестиций		
Доходы на участие в капитале дивиденды	50	
реинвестированные доходы	50	
Доходы по долговым обязательствам	27	
Прямые инвестиции за границу		
Реинвестированные доходы		50
Финансовый счет		77

Доходы от прямых инвестиций отражают долю “Сургутнефтегаза” в доходах “Казахбензина”, которая пропорциональна участию в капитале. Доходы по долговым обязательствам состоят из процента, полученного по займу, предоставленному “Казахбензину”, минус процент, заплаченный ему “Сургутнефтегазом” $(50 - (15 + 8)) = 27$.

37.

	Кредит	Дебет
Товары		100
Доход		
Прямые инвестиции		
Доход на участие в капитале		
Дивиденды		25
Доходы по долговым обязательствам	15	-4
Прямые инвестиции в Россию		
В акционерный капитал-пассив	50	
Прочий капитал-пассив	50	
Требования к прямому инвестору		80
Прямые инвестиции за границу		
Прочий капитал		100
Финансовый счет	196	

Глава 5

31. б) \$0,001, или 10 пунктов;
 в) \$3000.
 32. б) $\$1 = DM1,6938$;
 в) 43 пункта;
 г) $\$1 \times (\Gamma145.4 / \$) \times (DM / \Gamma85.84) \times (\$ / DM1,6905) = \$1,001981$;
 д) \$5,943.
 33. а) Покупка спот 15 августа: $SF\ 450000 \times \$0,6021 = \270945 ; прибыль от фьючерсной сделки — (продажа четырех фьючерсных контрактов $SF500000$ по курсу 1SF = \$0,6029 и покупка $SF500000$ спот по курсу 1SF = \$0,5424)

* Ответы даны не на все задания.

$0,6029 - 0,5424 = 0,0605 \times SF500000 =$
 $= \$30250$; полная стоимость покупки
SF500000 при хеджировании через
фьючерс $\$270945 - \$30250 = \$240695$;
эффективный курс покупки $\$240695 /$
SF450000 = 0,5349 доллара за 1 франк;
б) $1SF = \$0,5475$.

34. а) $(Libor + 1\%) + (12\% - Libor) =$
 $= 13\%$;

б) $(11,5\% - 12\%) + Libor = Libor -$
 $- 0,5\%$;

в) 0,5% для банка и 1% для ком-
пании.

Глава 8

25. 1 СДР = \$1,456234.

26. СДР 353,8 млн.

Глава 10

25. а) 38,4%;

б) 2256,1 млрд. руб.;

в) 1424,7 млрд. руб.

26. а) Скрытый дефлятор ВВП в
1990 г. 39,4%.

27. В 1990 г.:

а) 315,115;

б) 337,129;

в) 63,489;

г) -9,149.

Глава 11

28. б) 2.2;

в) 1994 г. — 55,4 трлн. руб.,
1995 г. — 71,7 трлн. руб.

Глава 12

25. Кредит правительству рос.

26. Дифференциал сокращался.

27. а) -643, -608, -534.

Глава 13

17. а) -734 в 1993 г.;

г) 0,09 в 1994 г.;

д) 12% в 1994 г.;

е) 25% в 1994 г.

Автоматическая корректировка (automatic adjustment) — макроэкономическая корректировка в результате действий экономических законов.

Автоматические эффекты (automatic effects) — не зависящие напрямую от правительства изменения в доходе вследствие изменения в налогооблагаемой базе, например рост стоимости импорта ведет к росту доходов от импортных пошлин.

Активные программы (active programs) — набор мер, которые правительство обязуется принять для достижения поставленных целей.

Акцизный налог (excise tax) — вид косвенного налога, имеющий целью ограничение потребления отдельных видов продукции (алкоголь, топливо, ювелирные изделия и т.д.); обеспечение финансирования определенных проектов (налог на автотранспортные средства для финансирования строительства дорог) и пополнение бюджета.

Аннулирование долга (debt forgiveness) — добровольный отказ кредитора от части или всей суммы долга, зафиксированный в соответствующем соглашении между страной-кредитором и страной-должником.

Арбитраж (arbitrage) — операция, предполагающая покупку валюты или другого актива (товара, ценных бумаг) на одном рынке, ее немедленную продажу на другом рынке и получение прибыли в силу различия цены покупки и цены продажи.

Ассоциированные компании (associates) — предприятия, в которых доля ин-

вестора-нерезидента составляет менее 50% акций или голосов.

Базельский комитет по банковскому надзору (Basle Committee on Banking Supervision) — созданный в 1974 г. на основе соглашения между ЦБ Группы десяти периодически собирающийся орган, в задачу которого входит разработка минимальных принципов эффективного банковского надзора, которые рекомендуются для применения всеми центральными банками в целях избежание банковских кризисов.

Базельский комитет по системам платежей и расчетов (Basle Committee on Payment and Settlement Systems) — периодически собирающийся с 1989 г. под эгидой БМР комитет, осуществляющий наблюдение за международными расчетами, обобщающий статистику и разрабатывающий новые механизмы международных расчетов.

Базовая цена (basic price) — цена, полученная производителем за вычетом налогов, накладываемых на единицу производства (НДС, налог на продажу, акцизный налог), транспортных расходов и полученных субсидий.

Баланс инвестиций и сбережений (savings-investment balance) — разность валовых сбережений и инвестиций в экономике, которые определяют знак и размер сальдо текущего платежного баланса.

Баланс международных инвестиций (international investment balance) — производный от платежного баланса статистический отчет, показывающий накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств страны.

Банки, принимающие депозиты (deposit money banks) — частные коммерческие банки, главная функция которых — привлекать деньги, депозиты и давать их займы под процент.

Банки развития (development banks) — находящиеся под жестким государственным контролем коммерческие банки, созданные с целью долгосрочного финансирования структурных реформ.

Банковские займы (bank loans) — займы, выдаваемые банками частному бизнесу как внешний источник финансирования.

Валовой внутренний продукт, ВВП (gross domestic product, GDP) в рыночных ценах: сумма валовой добавленной стоимости, произведенной резидентами во всех секторах экономической деятельности (output, O), минус их промежуточные издержки (intermediate inputs, I); сумма расходов на потребление (C), инвестиции (I) и чистого экспорта товаров и нефакторных услуг (чистый экспорт равен экспорту товаров и нефакторных услуг (X) минус импорт товаров и нефакторных услуг (IM)); сумма зарплаты (W), операционного избытка (operating surplus, OS) (рента+процент+прибыль+амортизация) и косвенных налогов минус субсидии (ITS).

Валовой национальный доход, ВНД (gross national income, GNI), который в более ранних изданиях СНС назывался валовым национальным продуктом (ВНП), — сумма ВВП и чистого факторного дохода (YF) — получения и оплаты процентов по займам плюс разность получения от оплаты доходов от зарубежных инвестиций по платежному балансу.

Валовой национальный располагаемый доход, ВНРД (gross national disposable income, GNDI) исчисляется как сумма ВНП и чистых трансфертов (TR) — разность получения и выплаты частных и государственных переводов по платежному балансу.

Валюта (currency) — в широком смысле слова — любой товар, способ-

ный выполнять денежную функцию средства обмена на международной арене; в узком — наличная часть денежной массы, циркулирующая из рук в руки в форме денежных банкнот и монет.

Валютная котировка (currency quotation) — определение валютного курса на основе избранных рыночных механизмов.

Валютное правление (currency board) — фиксация курса национальной валюты к иностранной валюте, причем выпуск национальной валюты полностью обеспечен запасами иностранной (резервной) валюты.

Валютное замещение (currency substitution) — использование иностранной валюты только в качестве средства обращения.

Валютные активы (foreign exchange assets) — обычно наиболее значимая часть международных активов, состоящая из: требований к нерезидентам в форме иностранной валюты, банковских депозитов, правительственных ценных бумаг, других ценных бумаг, финансовых дериватов, акций частных предприятий и требований, возникающих в результате соглашений между национальным и иностранными ЦБ, а также правительственными органами.

Валютные риски (foreign exchange risks) — группа рисков, возникающих в связи с использованием нескольких валют в международных сделках.

Валютные свопы (currency swaps) — обмен определенным количеством двух валют с одинаковой чистой текущей стоимостью с последующим обратным обменом ими по согласованному курсу.

Валютный коридор (exchange rate band) — установленные пределы колебания валютного курса, которые государство обязуется поддерживать.

Валютный (обменный) курс (exchange rate) — цена единицы национальной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты.

Валютный курс на основе ППС (PPP exchange rate) — курс, который уравнивает цену корзины одинаковых товаров в двух странах.

Валютный опцион (currency option) — контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство, купить или продать определенное количество валюты или индекс валют по согласованной цене до наступления определенной даты.

Варианты политики валютного курса (options for exchange rate policy) — выбор государством механизма курсообразования, который считается наиболее подходящим для конкретной экономической ситуации в данной стране.

Варрант (warrant) — форма опциона, дающая право его держателю купить у продавца варранта определенное количество акций и облигаций на специально оговоренных условиях в течение определенного периода времени.

BP кривая (BP curve) — в модели внутреннего и внешнего баланса открытой экономики кривая, показывающая возможные комбинации уровня дохода и процентной ставки, при которых платежный баланс находится в равновесии.

Верхний уровень ставки по кредитам (ceiling lending rate) — предписываемый денежными властями максимальный уровень процента, под который КБ могут выдавать кредиты.

Внешний баланс (external balance, balance of payments, BP) — чистый приток капитала, обеспечивающий баланс национальных сбережений и инвестиций в среднесрочной перспективе.

Внешняя конвертируемость (external convertibility) — право резидентов совершать операции с иностранной валютой с нерезидентами.

Внутренний баланс (internal balance, Y) — такой уровень производства внутри страны, который обеспечивает полную занятость и устойчиво низкий уровень инфляции.

Внутренний/внешний дефицит (domestic/external) — дефицит, рассчитанный отдельно по операциям правительства внутри страны и в его отношениях с зарубежными странами.

Внутренняя конвертируемость (internal convertibility) — право резидентов покупать, иметь и совершать операции внутри страны с активами в форме валюты и банковских депозитов, деноминированные в иностранной валюте.

Возрастающее соотношение капитала/производства (incremental capital/output ratio, ICOR) — аналитический инструмент, используемый для оценки общего уровня инвестиций, необходимого для обеспечения прогнозируемого уровня экономического роста.

Всемирная торговая организация (World Trade Organization) — законодательная и институциональная основа международной торговой системы, механизм многостороннего согласования и регулирования политики стран-членов в области торговли товарами и услугами, урегулирования торговых споров и разработки стандартной внешнеторговой документации.

Высококачественный рост (high-quality growth) — долгосрочное и непрерывное экономическое развитие страны, обеспечивающее рост занятости, сокращение бедности, гарантирующий справедливое распределение доходов, не угрожающее окружающей среде и уважающее права человека.

Гарантированный государством долг (publicly guaranteed debt) — долг частных фирм, платежи по которым гарантируются правительством.

Гиперреакция валютного курса (exchange rate overshooting) — диспропорциональные резкие изменения значений валютного курса в краткосрочной перспективе по сравнению с его долгосрочными значениями, определяемыми основополагающими макроэкономическими факторами.

Государственный долг (government debt) — совокупность прямых обязательств правительства перед остальной экономикой и внешним миром, аккумулированных в результате бюджетных операций в прошлом, которые должны быть покрыты им за счет бюджета в будущем.

Государственный долг (public debt) — долг, который приобретает центральное или местное правительство и автономные правительственные учреждения.

Грязное плавание (dirty float) — курсообразование при активных интервенциях центрального банка на валютном рынке.

Девальвация валюты (currency devaluation) — законодательное снижение курса валюты или центрального паритета при режиме фиксированного валютного курса.

Денежная масса/предложение денег (money supply) — выпуск денег в обращение под контролем денежных властей.

Денежная теория валютного курса (monetary approach to the exchange rate) — валютный курс национальной валюты определяется относительным спросом и предложением денег между двумя странами.

Денежный мультипликатор (money multiplier, m) — коэффициент роста денежной массы за счет многократного использования коммерческими банками одних и тех же денег.

Денежный нейтралитет (money neutrality) — в долгосрочной перспективе рост/сокращение денежной массы на единицу должен сопровождаться ростом/сокращением на единицу всех цен, включая цену иностранной валюты, оставая неизменным реальное предложение денег, процентную ставку и другие макроэкономические переменные.

Депозитарные расписки (depository receipts) — ценные бумаги, выпускаемые национальным банком и подтверж-

дающие его владение акциями иностранных компаний.

Дефицит бюджета (budget deficit) — часть расходов и предоставленных кредитов, которая превосходит поступления в бюджет от налогов, грантов и погашения прошлых кредитов и которая покрывается правительством за счет получения займов или сокращения резервов.

Джей-кривая (J-curve) — временное ухудшение торгового баланса в результате снижения реального курса национальной валюты, ведущее к его последующему улучшению.

Дисконтное финансирование (пере) учетное окно (discount financing/window) — источник кредитования, предоставляемого центральным банком коммерческим по определяемой им ставке рефинансирования.

Дискреционные эффекты (discretionary effect) — напрямую зависящие от решений правительства изменения в доходе вследствие изменений в самой налоговой системе — изменения ставки налога, введения новых налогов, изменения широты охвата налога, улучшения собираемости налогов.

Дифференциал процентных ставок (Interest rate differential) — различия в уровне процентных ставок между данной страной и ее торговыми партнерами, которые могут повлиять на уровень валютного курса в соответствии с теорией паритета процентных ставок.

Долговая кривая Лаффера (debt Laffer curve) — кривая, показывающая оптимальный уровень внешней задолженности, позволяющий государству-должнику поддерживать приемлемые для кредиторов платежи по внешнему долгу.

Долгосрочная программа структурной корректировки/программа развития (long-term structural adjustment program/development program) — программа продолжительностью 3–4 года, направ-

ленная на исправление глубоких структурных диспропорций в экономике и обычно включающая такие меры, как приватизация, демонополизация, изменение механизмов регулирования экономики.

Долговые обязательства (debt securities) — облигации, инструменты денежного рынка и финансовые дериваты, которые подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника.

Долларизация (dollarization) — использование иностранной валюты в качестве средства обращения, единицы расчета и средства сбережения.

Дочерние компании (subsidiaries) — предприятия, в которых инвестор-нерезидент владеет более чем 50% акций или голосов.

Доходы (income) — группа статей счета текущих операций платежного баланса, включающая платежи между резидентами и нерезидентами, связанные с оплатой труда нерезидентов, и операции, связанные с доходами на инвестиции.

Европейская валютная система (European Monetary System) — созданная странами—членами ЕС зона скоординированного плавления по отношению к доллару курсов национальных валют с целью обеспечения их большей стабильности.

Европейский валютно-экономический союз (European Economic and Monetary Union) — стадия развития валютно-финансовой интеграции стран ЕС, предусматривающая переход к единой денежной политике, создание единого центрального банка и введение единой валюты.

Единство валютного курса (single exchange rate) — использование одного и того же эффективного курса для всех видов валютных операций всех участников этих операций и валют, в которых они осуществляются.

Задержка платежей и неплатежи (floating debt and arrears) — инструмент

бюджетной политики, предусматривающий отсрочку платежей за товары и услуги, закупаемые правительством, или невыплату средств по статьям расходной части бюджета.

Заемствование для урегулирования платежного баланса (credits for balance of payments needs) — займы, получаемые государственными органами и ЦБ от других стран с целью финансирования платежного баланса в исключительных ситуациях.

Закон одной цены (law of one price) — в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в различных странах имеет одинаковую цену, если она выражена в одной и той же валюте.

Защищенный процентный арбитраж (covered interest arbitrage) — покупка валюты на рынке спот для осуществления инвестиции и одновременная форвардная продажа иностранной валюты для хеджирования валютного риска.

Золотодевизный стандарт (gold-exchange standard) — международная валютная система, основанная на официально установленных фиксированных паритетах валют к доллару США, который, в свою очередь, был конвертируемым в золото по фиксированному курсу.

Золотой стандарт (gold standard) — международная валютная система, основанная на официальном закреплении странами золотого содержания в единице национальной валюты с обязательством центральных банков покупать и продавать национальную валюту в обмен на золото.

Зрелые рынки (mature markets) — рынки акций США, Японии и стран ЕС, характеризующиеся высокой удельной долей организованной торговли через биржи, высоким уровнем рыночной капитализации и отработанной системой организационного и правового обеспечения торговли акциями.

Импортные пошлины (import duties) — вид косвенного налога, накладываемого

на ввозимые из-за рубежа товары и используемого для регулирования объемов и структуры импорта.

Инвестиционная позиция (investment position) — баланс международных инвестиций на конец определенного периода, отражающий совокупность финансовых операций, стоимостных изменений и других корректировочных процедур, имевших место на протяжении рассматриваемого периода, и определяющий величину внешних активов и пассивов страны.

Индекс импортных цен (import price index) — индекс, фиксирующий изменение базовых цен на основные товары импорта, включая стоимость страховки и фрахта (СИФ). Чаще всего рассчитывается только по товарам, хотя в принципе должен охватывать и импорт услуг.

Индекс оптовых цен, ИОЦ (wholesale price index, WPI) — индекс, отражающий изменение в ценах производителя, прибыли производителя и налогов, накладываемых при продаже товаров производителем оптовику.

Индекс потребительских цен, ИПЦ (consumer price index, CPI) — один из измерителей инфляции, основанный на сравнении цены корзины основных товаров, потребляемых населением, взвешенных в соответствии с удельным весом этих товаров в совокупном потреблении.

Индекс производственных цен (producer price index, PPI) — индекс, отражающий изменение базовых цен или цен производителя в рамках внутреннего промышленного производства.

Индекс розничных цен, ИРЦ (retail price index, RPI) — индекс, отражающий изменение в ценах покупателя на товары, продаваемые домашним хозяйствам и предприятиям.

Индекс экспортных цен (import price index) — индекс, фиксирующий изменение базовых цен или цен FOB (свободно на борту) на основные товары экспорта.

Иностранная валюта (foreign currency) — платежное средство других стран, законно или незаконно используемое на территории данной страны.

Инструменты (экономической) политики (policy instruments) — переменные, размер которых необходимо определить, чтобы достичь поставленных целей.

Инструменты торговой политики (trade policy measures) — меры государственной торговой политики, направленные на расширение участия страны в международном разделении труда и стимулирование экономического роста.

Инструменты экономической политики (instruments of economic policy) — набор экономических рычагов, которые либо непосредственно находятся в распоряжении правительства, либо на которые оно может косвенно влиять.

Исключительное финансирование (exceptional financing) — операции, проводимые страной, испытывающей трудности с финансированием отрицательного сальдо платежного баланса, по согласованию и при поддержке ее зарубежных партнеров в целях снижения этого сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами.

IS кривая (IS curve) — в модели внутреннего и внешнего баланса открытой экономики кривая, показывающая возможные комбинации уровня дохода и процентной ставки, при которых реальный сектор находится в равновесии.

IS-LM-BP модель (IS-LM-BP model) — кейнсианская модель открытой экономики, показывающая такое соотношение уровня доходов и процентной ставки, при котором обеспечивается одновременное равновесие в трех секторах — реальном, денежном и внешнем, — которое может достигаться путем отдельного или одновременного использования инструментов государственной экономической политики — бюджетных расходов, регулирования денежной массы и валютного курса.

Капитальные расходы (capital expenditures) — расходы государства на инвестиции в основные фонды и переводы капитального характера (государственным предприятиям, местным бюджетам и пр.).

Капитальные трансферты (capital transfers) — трансферты, включающие передачу права собственности на основной капитал, связанные с приобретением или использованием основного капитала или предусматривающие аннулирование долга кредитором.

Коммерческие кредиты (commercial credits) — требования и обязательства, возникающие в результате предоставления поставщиком кредита покупателю товаров и услуг или предварительной оплаты покупателем еще не полученных товаров и услуг.

Конвертируемость валюты (currency convertibility) — способность резидентов и нерезидентов свободно, без всяких ограничений, обменивать национальную валюту на иностранную и использовать иностранную валюту в сделках с реальными и финансовыми активами.

Конвертируемость по капитальным операциям (capital account convertibility) — отсутствие ограничений на платежи и трансферты по международным операциям, связанным с движением капитала, таким как прямые и портфельные инвестиции, кредиты и капитальные гранты.

Конвертируемость по текущим операциям (current account convertibility) — отсутствие ограничений на платежи и трансферты по текущим международным операциям, связанным с торговлей товарами, услугами, межгосударственными переводами доходов и трансфертов.

Консультации по статье IV (Article IV consultations) — двусторонние консультации со странами-членами в рамках статьи IV Статей соглашений об МВФ, главная форма надзора за экономической политикой, в рамках которой

миссии МВФ ежегодно посещают страны-члены и проводят переговоры с министерством финансов, центральным банком, министерством экономики и другими экономическими ведомствами о развитии национальной экономики.

Контракты типа опционов (option-type contracts) — контракты, дающие покупателю за определенную плату право, которое не является его обязательством, купить или продать на основе стандартного контракта реальный или финансовый актив в период до определенной даты по зафиксированной цене.

Контракты типа форвардов (forward-type contracts) — контракты, в соответствии с которыми стороны договариваются обменяться реальным или финансовым активом в количестве, определенном в контракте, в определенную дату по согласованной цене.

Контроль за выплатой процента (control of interest payments) — снижение масштабов выплат по обслуживанию государственного долга, как внутреннего, так и внешнего, которые зависят от его размеров и уровня процентной ставки, по которой производились займы.

Контроль за инвестиционными расходами (control of investment outlays) — сокращение государственных инвестиций.

Контроль за прочими выплатами (control of other expenses) — снижение объемов выплат по системе социального страхования, пенсий, пособий, переводов в местные бюджеты, субсидий, расходов на образование, здравоохранение и прочих расходов.

Контроль за уровнем зарплат в государственном секторе (control of public sector wages and salaries) — находящийся под прямым контролем правительства инструмент бюджетной политики, предусматривающий выполнение жестких инструкций относительно увеличения зарплаты государственным служащим.

Контроль над процентными ставками (interest rate controls) — директив-

ное установление параметров процентных ставок.

Контроль над учетной ставкой (discount rate control) — установление процентной ставки рефинансирования центральным банком коммерческих, обычно на уровне выше рыночного и периодически пересматриваемого денежными властями.

Корпоративный налог (corporate tax) — вид прямого налога, выплачиваемого с прибыли предприятий по законодательно установленным ставкам.

Корректировка валютного курса (exchange rate adjustment) — изменение курса национальной валюты с целью изменения относительных внутренних цен торгуемых товаров.

Корректируемый валютный курс (adjusted exchange rate) — курс, автоматически изменяемый в соответствии с изменением определенного набора экономических показателей.

Косвенная котировка — выражение валютного курса единицы иностранной валюты через определенное количество единиц национальной валюты.

Косвенные инструменты (indirect instruments) — механизмы денежной политики, воздействующие на факторы, определяющие спрос и предложение денег и регулирующие преимущественно предложение денег центральным банком.

Косвенные налоги (indirect taxes) — регулярные налоговые отчисления, выплачиваемые производителями при производстве, продаже, покупке и конечном использовании товаров и услуг, относимых на производственные расходы.

Кредитные аукционы (credit auctions) — механизм установления цены на кредиты ЦБ, который позволяет приблизить ее к рыночной.

Кредитные операции ЦБ (Central Bank credit operations) — предоставление кредитов со стороны ЦБ по устанавливаемой им ставке централизованного финансирования.

Крест Самуэльсона (Samuelson cross) — графическое представление модели доходов-расходов, предложенное П. Самуэльсоном.

Кросс-котировка — выражение курсов двух валют друг к другу, через курс каждой из них по отношению к третьей валюте, обычно доллару США.

Лионские условия (Lyon terms) — согласованные в декабре 1996 г. условия реструктуризации внешнего долга наименее развитых стран с высоким уровнем задолженности, которые будут применяться наряду с Неапольскими условиями на втором этапе реструктуризации, предусматривающие сокращение чистой текущей стоимости долга на 80% с выплатой оставшейся части в течение 40 лет при восьмилетнем льготном периоде.

LM кривая (LM curve) — в модели внутреннего и внешнего баланса открытой экономики кривая, показывающая возможные комбинации уровня дохода и процентной ставки, при которых денежный сектор находится в равновесии.

Ломбардное финансирование (lombard financing) — выдача кредитов со стороны ЦБ под залог, в роли которого обычно выступают государственные или первоклассные частные ценные бумаги под процент выше рыночного.

Лондонские условия (London terms) — действовавшие в 1991–1994 гг. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран, в соответствии с которыми страны-кредиторы могли списать до 50% чистой текущей стоимости долга.

Лондонский клуб (London Club) — консультационный комитет крупнейших частных банков-кредиторов, заседающий в связи с их переговорами с правительствами стран-должников по вопросам реструктуризации их частной задолженности, которые обычно ведутся одним из банков от лица и по поручению других банков, участвующих в консультативном совете.

Макроэкономическая корректировка (macroeconomic adjustment) — приведение экономики в равновесное состояние или в состояние стабильности, когда имеющиеся дисбалансы надежно компенсируются гарантированными источниками финансирования.

Макроэкономическая корректировка (macroeconomic adjustment) — процесс приспособления экономики к изменившимся внешним и внутренним условиям в результате как автоматического действия законов открытой экономики, так и целенаправленного осуществления определенной экономической политики.

Макроэкономическая программа (macroeconomic program) — совокупность существующих экономических условий, поставленных экономических целей и инструментов их достижения.

Межбанковские льготные ставки (bank-to-bank discount rates) — низший предел процентной ставки, устанавливаемый ЦБ для кредитных операций на межбанковском рынке, способствующий поддержанию ее на высоком уровне.

Международная валютно-финансовая система (international monetary system) — закрепленная в международных соглашениях форма организации валютно-финансовых отношений, функционирующих самостоятельно или обслуживающих международное движение товаров и факторов производства.

Международная организация труда (International Labor Organization) — являющаяся с 1946 г. специализированным агентством ООН автономная международная организация, занимающаяся разработкой и согласованием международных стандартов в области рынка труда.

Международный центр по урегулированию инвестиционных споров, МЦУИС (International Center for Settlement of Investment Disputes, ICSID) — созданная в рамках группы Мирового банка в 1966 г. автономная организация для урегулиро-

вания споров между правительствами и иностранными инвесторами.

Многостороннее агентство по гарантии инвестиций (Multilateral Investment Guarantee Agency, MIGA) — автономная организация группы Мирового банка, осуществляющая страхование иностранных инвестиций.

Многосторонний надзор (multilateral surveillance) — осуществляемый советом директоров дважды в год анализ международной экономики на основе специально публикуемого доклада “Мировой экономической обзор/World Economic Outlook”.

Множественность валютных курсов (multiple exchange rate) — законодательно установленное использование различных эффективных курсов национальной валюты в зависимости от видов валютных операций, участников этих операций и валют, в которых они осуществляются.

Модель доходов-расходов (income-expenditure model) — разработанная Дж. Кейнсом модель автоматической корректировки доходов в односекторальной экономике через механизм мультипликации расходов в условиях неполной занятости, постоянства всех цен и отсутствия государственного сектора.

Модель Манделла—Флеминга (Mundell—Fleming Model) — модель целенаправленной корректировки открытой экономики, показывающая механизм одновременного достижения внутреннего и внешнего баланса путем использования инструментов денежной и бюджетной политики в условиях различной политики в отношении международного движения капитала.

Монетарное золото (monetary gold) — золото пробы не ниже 995/1000, находящееся в хранилищах ЦБ или правительства, которое в любой момент может быть продано за иностранную валюту на мировом рынке или международным организациям.

Мультипликатор (multiplier) — соотношение широких и резервных денег, показывающее, какое количество единиц широких денег создается в результате роста на единицу резервных денег, контролируемых ЦБ.

Мультипликатор большой открытой экономики (large open-economy multiplier, k') — коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода (ΔY) большой страны в условиях соответствующего роста доходов в странах — ее торговых партнерах.

Мультипликатор малой открытой экономики (small open-economy multiplier, k') — коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода (ΔY) в результате роста инвестиций (ΔI) или экспорта (ΔX).

Наблюдение (monitoring) — содействие с возможностью формулирования и обнародования официальной точки зрения организации на те или иные проблемы, что является способом создания общественного мнения и оказания тем самым воздействия на экономическую политику страны.

Надзор (surveillance) — функция МВФ, предусматривающая право МВФ в соответствии со статьей IV его Статей соглашений осуществлять жесткое наблюдение за политикой стран-членов в области установления валютных курсов и связанной с ней макроэкономической политики.

Наличная основа учета (cash basis) — метод бюджетного учета, признающий поступления при получении наличных денег и расходы при выплате наличных. На этой основе данные фиксируются в рамках государственного сектора.

Наличные деньги и депозиты (cash and deposits) — банкноты и монеты, находящиеся в обращении и используемые для производства платежей, депозиты до востребования, сберегательные, срочные и иные депозиты.

Налог на добавленную стоимость, НДС (value-added tax, VAT) — вид кос-

венного налога, взимаемого с общей суммы произведенной добавленной стоимости товара или услуги.

Налог на продажу (sales tax) — общий налог с унифицированной ставкой, взимаемый со стоимости товаров, продаваемых в розничной и оптовой торговле.

Налоговая база (tax base) — стоимость или объем, на который накладывается налог.

Налоговая ставка (tax rate) — определенный законом процент налоговой базы, изымаемый государством в бюджет в качестве налога.

Национальная валюта (national currency) — законное платежное средство на территории выпускающих ее стран.

Неапольские условия (Naples terms) — действующие с 1995 г. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран, в соответствии с которыми страны, получившие ранее льготы на основе Торонтских или Лондонских условий, могут получить дальнейшие льготы от кредиторов в виде списания 67% чистой текущей стоимости их долга.

Небанковские финансовые институты (non-bank financial institutions) — весьма значительная группа организаций, занимающихся финансовым бизнесом, но не являющихся банками и не подпадающих под банковское регулирование.

Независимо плавающий валютный курс (independently floating exchange rate) — курс, определяемый на основе соотношения спроса и предложения на валюту на валютном рынке при невмешательстве государства в этот процесс.

Незащищенный процентный арбитраж (uncovered interest arbitrage) — покупка валюты на рынке спот для осуществления инвестиции без использования механизмов хеджирования валютного риска.

Нетарифные ограничения (non-tariff restrictions) — регулирование внешней

торговли с помощью количественных (квотирование, лицензирование, “добровольные ограничения”), скрытых (государственные закупки, требования о содержании местных компонентов, технические барьеры, налоги и сборы) или финансовых барьеры (субсидии, кредитование, демпинг) инструментов.

Нижний уровень ставки по депозитам (floor deposit rate) — предписываемый денежными властями минимальный уровень процента, который КБ должны платить по депозитам.

Номинальный валютный курс (nominal exchange rate) — курс между двумя валютами, цена единицы национальной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты.

Номинальный эффективный валютный курс, НЭВК (nominal effective exchange rate, NEER) — индекс валютного курса, рассчитанный как соотношение между национальной валютой и валютами других стран, взвешенными в соответствии с удельным весом этих стран в валютных операциях данной страны.

Ноты и коммерческие бумаги (notes and commercial paper, CP) — средне- и краткосрочные негарантированные расписки на предъявителя, выпускаемые на свободный рынок со скидкой от объявленной стоимости.

Обзор денежной сферы (monetary survey) — способ представления агрегатов денежной сферы, объединяющий балансы всех денежных институтов.

Облигации (bonds) — способ заемного корпоративного финансирования путем продажи облигаций, являющихся ценными бумагами со средним сроком погашения в 3–10 лет, издающихся под залог корпоративного или личного имущества.

Обмен задолженности на акции (debt/equity swap) — обмен, обычно по цене ниже номинала, просроченных и иных долговых обязательств на акции компаний страны-должника.

Обусловленность финансирования (conditionality) — экономическая политика, которую страна-член обязуется осуществлять, с тем чтобы иметь доступ к финансированию со стороны МВФ.

Ограничение платежей по обслуживанию долга (debt service ceiling) — соотношение платежей по обслуживанию долга к доходам от экспорта, не превышающее определенного процента.

Ограниченно гибкий валютный курс (flexibility limited exchange rate) — официально установленное соотношение между национальными валютами, допускающее небольшие колебания валютного курса в соответствии с установленными правилами.

Ограниченно гибкий курс в рамках совместной политики (flexibility limited within cooperative arrangements) — совместное плавание национальных валют в пределах 2,25% от центрального расчетного курса.

Ограниченно гибкий курс к одной валюте (flexibility limited vis-a-vis single currency) — поддержание колебаний валютного курса в определенных пределах (7,25%) от официально зафиксированного паритета к какой-либо одной иностранной валюте.

Операции на открытом рынке (open market operations) — купля или продажа ценных бумаг или других финансовых инструментов центральным банком в целях регулирования общего уровня ликвидности.

Операционный дефицит (operational deficit) — дефицит, рассчитанный путем переноса платежей процента по правительственному долгу из расходов в раздел финансирования.

Оптимальное валютное пространство (optimum currency area) — поддержание фиксированного валютного курса между ограниченной группой стран и плавающего валютного курса с остальными странами.

Опцион (option) — контракт, дающий право покупателю опциона купить (опцион call) или продать (опцион put) определенное количество финансовых инструментов или товаров по заранее оговоренной цене в течение определенного срока.

Опционы (options) — контракты, дающие покупателю за определенную плату право, которое не является его обязательством, купить или продать на основе стандартного контракта валюту в определенный день по зафиксированной цене.

Опцион на акции (equity option) — контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство, купить или продать определенное количество индивидуальных акций, корзину акций или индекс акций по согласованной цене до наступления определенной даты.

Опционы американского стиля (American-style option) — опцион, который может быть исполнен в любой день до его истечения или непосредственно в день истечения.

Опционы европейского стиля (European-style option) — опцион, который может быть исполнен только в день его истечения.

Отделения (branches) — некорпорированные предприятия, находящиеся в полном или совместном владении инвесторов и непосредственно или косвенно принадлежащие прямому инвестору.

Официальные резервы (official reserves) — совокупность валовых иностранных активов ЦБ и ликвидных валютных резервов правительства, которые могут быть использованы властями страны для осуществления внешних платежей.

Официальный потолок заимствования (formal ceiling on borrowing) — устанавливаемый органами законодательной власти предельный абсолютный объем внешней задолженности в течение каждого финансового или календарного

года, который исполнительные органы не имеют права превышать.

Параллельное обращение валют (currency co-circulation) — использование одной или нескольких иностранных валют в денежной системе государства наряду с национальной валютой, признаваемой законным платежным средством.

Парижский клуб (Paris Club) — созданная в 1956 г. неформальная организация правительств стран-кредиторов, занимающаяся наблюдением за государственной задолженностью и проведением со странами-должниками многосторонних переговоров по проблемам реструктуризации государственных долгов.

Паритет покупательной способности, ППС (purchasing power parity, PPP) — равенство покупательной способности различных валют при неизменном уровне цен в каждой из стран.

Паритет процентных ставок (interest rate parity) — такой уровень процентных ставок внутри страны и за рубежом, при котором равные по размеру депозиты в каждой из них дают одинаковый доход при переводе в одну валюту.

Пассивные программы (passive programs) — оценка возможных последствий текущей и планируемой экономической политики и тенденций развития макроэкономических переменных, которые были бы желательными для достижения поставленных целей.

Первичный дефицит (primary deficit) — дефицит, рассчитанный вообще, за исключением платежей процента по правительственному долгу, с целью исключить влияние на бюджет проблем, возникших в предыдущие годы, и оценить фискальную позицию только текущего года.

Перенос платежей (debt rescheduling) — перенос сроков платежей основной части долга, процентов по долгу или всех платежей по обслуживанию долга

на более поздний срок по сравнению с изначально согласованным.

Переоформление задолженности (debt rescheduling) — изменение условий существующего договора или заключение нового соглашения, предусматривающего замену первоначально согласованных сроков платежей на новые.

Переоцененная/недооцененная валюта (overvalued/undervalued currency), реальный валютный курс которой растет быстрее/медленнее, чем ее курс, рассчитываемый на основе ППС.

Плавающий валютный курс (flexible/floating exchange rate) — свободно изменяющийся под воздействием спроса и предложения курс, на который государство может при определенных условиях оказывать воздействие путем валютных интервенций.

Платежный баланс (balance of payments) — статистический отчет, в котором в систематическом виде приводятся суммарные данные о внешнеэкономических операциях данной страны с другими странами мира за определенный период времени.

Подорожание валюты (currency appreciation) — увеличение стоимости валюты при режиме плавающего валютного курса.

Подходный налог (income tax) — вид прямого налога, который выплачивается физическими лицами по законодательно определенным ставкам.

Подразумеваемый дефлятор ВВП (implicit GDP deflator) — один из измерителей инфляции, представляющий собой частное от деления номинального ВВП на реальный ВВП.

Подход платежного баланса (balance of payments approach) — валютный курс определяется совокупным спросом и предложением валюты.

Подход с точки зрения активов (assets approach) — валютный курс определяется соотношением доходности

вложений денег в различные активы внутри страны и за рубежом, приносящих доход, прежде всего в банковские депозиты и ценные бумаги.

Ползущая фиксация (crawling peg) — механизм установления валютного курса как процента колебаний вокруг центрального паритета, предусматривающий регулярное его изменение на определенную величину.

Политика доходов/налоговая политика (revenue/tax policy) — набор инструментов бюджетной политики, обеспечивающих финансирование операций правительства и являющихся одним из инструментов макроэкономической корректировки.

Политика изменения расходов (expenditure-changing policies) — экономическая политика управления спросом, предусматривающая маневрирование инструментами денежной и бюджетной политики в целях достижения макроэкономического баланса.

Политика переключения расходов (expenditure-switching policies) — экономическая политика управления спросом, предусматривающая маневрирование валютным курсом для переключения расходов между иностранными и национальными товарами с целью достижения макроэкономического баланса.

Политика расходов (expenditure policy) — набор инструментов бюджетной политики, обеспечивающих целенаправленное распределение бюджетных средств и являющихся одним из инструментов макроэкономической корректировки.

Политика регулирования предложения (supply-side policies) — государственная политика, направленная на усиление заинтересованности и способности реального сектора производить товары и услуги при существующем уровне номинального совокупного спроса.

Полная конвертируемость (full convertibility) — отсутствие какого бы то ни

было контроля и каких-либо ограничений и по текущим, и по капитальным операциям. Полная конвертируемость предполагает также отсутствие ограничений на экспорт или импорт товаров и услуг, которые могут повлиять на их цену.

Портфельные инвестиции (portfolio investment) — группа статей платежного баланса, показывающая взаимоотношения между резидентами и нерезидентами по поводу торговли финансовыми инструментами, не дающими права контроля над объектом инвестиций.

Постоянный комитет по евровалютам (Euro-currency Standing Committee) — постоянно действующий с 1971 г. комитет Группы десяти, который изучает и выносит рекомендации по усершенствованию банковского регулирования рынка евровалюта.

Потенциальное активное сальдо (incipient surplus) — такое сочетание дохода и процентной ставки, которое привело бы к положительному сальдо платежного баланса при фиксированном валютном курсе, а при плавающем курсе заставляет его снижаться.

Потенциальный дефицит (incipient deficit) — такое сочетание дохода и процентной ставки, которое привело бы к дефициту платежного баланса при фиксированном валютном курсе, а при плавающем курсе заставляет его снижаться.

Потоки, не создающие долга (non-debt creating flows) — потоки капитала, связанные с прямыми и портфельными инвестициями, которые означают инвестирование в собственность предприятий и не приводят поэтому к созданию внешней задолженности страны.

Потоки, создающие долг (debt creating flows) — международное движение ссудного капитала, приводящее к росту или сокращению внешней задолженности отдельных стран.

Потолки межбанковского кредитования (bank-by-bank credit ceilings) —

применяются для сдерживания роста денежной массы через сокращение физического объема межбанковских кредитов. Кредитные квоты устанавливаются как доля от капитала, существующих кредитов или объемов депозитов. Использовались в западноевропейских странах до конца 80-х гг. Применяются в некоторых странах с переходной экономикой. Сдерживают рост денежной массы.

Потолок заимствования из-за руближа (ceiling on foreign borrowing) — введение законодательных ограничений на максимально допустимые объемы внешнего долга и ежегодных зарубежных займов в целях финансирования бюджета.

Правило иностранных инвестиций (foreign investment rule) — доход на иностранные инвестиции в национальной валюте равен сумме/разности процентной ставки за рубежом и процента обесценения/роста курса национальной валюты.

Правило Тимбергена (Timbergen's Rule) — для достижения определенного количества экономических целей необходимо использовать такое же или большее количество инструментов макроэкономической политики.

Правительственный сектор (government sector) — все правительственные единицы, образованные в результате политического процесса, осуществляющие монопольную власть в стране в интересах экономического, социального и политического развития, направленную преимущественно на предоставление общественно необходимых услуг.

Предельная склонность к импорту (marginal propensity to import, im) — изменение в уровне импорта (Δim) в результате получения дополнительной единицы дохода (ΔY).

Предельная склонность к потреблению (marginal propensity to consume, c) — изменение в уровне потребления (ΔC) в результате получения дополнительной единицы дохода (ΔY).

Предельная склонность к сбережению (marginal propensity to save, s) — изменение в уровне сбережений (ΔS) в результате получения дополнительной единицы дохода (ΔY).

Предложение денег (money supply) — экзогенная переменная, регулируемая денежными властями и показывающая выпуск денег в обращение/денежную массу.

Принцип наращивания (accrual basis) — метод бюджетного учета, в соответствии с которым доходы и расходы признаются в момент возникновения обязательства, хотя наличными они еще не получены или не выплачены.

Принцип эффективной рыночной классификации (principle of effective market classification) — каждый инструмент экономической политики должен быть максимально задействован в решении тех задач макроэкономической корректировки, где его использование наиболее эффективно.

Проблема выбора политики (policy assignment problem) — в теории открытой макроэкономики определение набора экономических инструментов, которые правительство должно и готово использовать, и набора целей, для достижения которых они предназначены.

Прогноз (projection) — расчет и предсказание будущих экономических тенденций на основе анализа исторической и текущей информации.

Продажа государственных ценных бумаг (sale of government securities) — финансирование дефицита бюджета за счет займов у частного — банковского и небанковского — сектора.

Просрочка платежей по задолженности (arrears) — способ чрезвычайного финансирования платежного баланса, в рамках которого страны — с согласия кредитора или без него — просто не платят причитающиеся суммы по внешним обязательствам.

Процентные свопы (interest rate swaps) — обмен поступлениями процентов по номинальной инвестиции в одной валюте с процентной ставкой, рассчитанной по разным правилам.

Процентный опцион (interest rate option) — контракт на поставку или получение определенного процентного дохода на обусловленную сумму в будущем на условиях опциона.

Прямые инвестиции (direct investment) — группа статей финансового счета платежного баланса, отражающих устойчивое влияние со стороны институциональной единицы-резидента одной экономики (прямого инвестора) на институциональную единицу-резидент другой экономики (предприятие прямого инвестирования).

Прямые инструменты (direct instruments) — механизмы денежной политики, непосредственно влияющие на цены (процентные ставки) или количества (размеры кредитов) и регулирующие предложение денег коммерческими банками.

Прямые налоги (direct taxes) — регулярные налоговые отчисления, выплачиваемые центральным или местным органам государственной власти физическими и юридическими лицами со всех видов получаемых доходов, включая прибыль и доходы от собственности.

Прямые форварды (outright forward) — структурно близкие к сделкам спот сделки по обмену двумя валютами на основе контрактов, предусматривающих расчеты спустя более чем два рабочих дня.

Равновесный валютный курс (equilibrium exchange rate) — курс валюты, обеспечивающий достижение равновесия платежного баланса при условии отсутствия ограничений на международную торговлю, специальных мотивов для притока или оттока капитала и чрезмерной безработицы.

Развивающиеся рынки (emerging markets) — рынки акций развивающихся стран и стран с переходной экономикой, характеризующиеся высокими темпами роста, повышенным риском, низким уровнем рыночной капитализации и формирующимся механизмом правового регулирования.

Расчетные риски (settlement risks) — риски, возникающие в связи со сбоями в системе международных расчетов по валютным операциям.

Реальная девальвация (real devaluation) — снижение реального курса национальной валюты при режиме фиксированного валютного курса, происшедшее с учетом изменения уровня цен в своей стране и в той стране, к валюте которой котируется национальная валюта.

Реальный валютный курс (real exchange rate) — номинальный валютный курс, пересчитанный с учетом изменения уровня цен в своей стране и в той стране, к валюте которой котируется национальная валюта.

Реальный эффективный валютный курс (real effective exchange rate, REER) — номинальный эффективный валютный курс с поправкой на изменение уровня цен или других показателей издержек производства, показывающий динамику реального валютного курса данной страны к валютам стран — основных торговых партнеров.

Ревальвация валюты (currency revaluation) — законодательное повышение курса валюты или центрального паритета при режиме фиксированного валютного курса.

Регулирование (regulation) — надзор, опирающийся на принуждение стран к выполнению рекомендаций международного сообщества через разработку соответствующих международных норм и механизмов принуждения к их исполнению.

Резервная валюта (reserve currency) — валюта(ы), в которой(ых) страны держат свои ликвидные международные

резервные активы, используемые для покрытия отрицательного сальдо платежного баланса.

Резервная позиция в МВФ (reserve position in the IMF) — сумма резервной транши (доли) страны в МВФ и долга со стороны МВФ этой стране.

Резервные активы (reserve assets) — международные высоколиквидные активы страны, находящиеся под контролем ее денежных властей или правительства, в любой момент они могут быть использованы ими для финансирования дефицита платежного баланса и регулирования курса национальной валюты.

Резервные требования (reserve requirements) — устанавливаемый ЦБ уровень денежных резервов, который КБ должны поддерживать на счетах в ЦБ и наличными в своей кассе.

Рекапитализация (recapitalization) — обмен долгов на облигации должников или предоставление новых кредитов с целевым назначением оплаты прошлых долгов.

Реструктуризация долга (debt restructuring) — принимаемые по согласию должников и кредиторов меры, направленные на поддержание платежеспособности должников в средне- и долгосрочной перспективе.

Рыночная цена (market price) — сумма, которую продавец добровольно принимает от покупателя, который добровольно ее отдает, в рамках конкретной сделки.

Свободно используемая валюта (freely usable currency) — валюта, которая широко используется для осуществления платежей по международным сделкам и активно продается и покупается на главных валютных рынках.

Своп (swap) — соглашение, по которому участники обмениваются платежами по одинаковой сумме задолженности на заранее согласованных условиях.

Свопы (swaps) — контракты, типа форварда, в рамках которых стороны

договариваются обменяться активами на основе согласованных правил.

Свопы на акции (equity swaps) — обмен потенциальной прибылью от инвестиций в акции на потенциальную прибыль от инвестиций в другие акции или в неакционерные активы, такие как процентная ставка по депозитам или ценным бумагам.

Сделки спот (spot transactions) — обмен двумя валютами на основе простых стандартизированных контрактов с расчетами по ним в течение до двух рабочих дней.

Секвестирование расходов (expenditure sequestering) — ограничение бюджетных расходов размерами поступлений в бюджет от текущих доходов, внутреннего и внешнего финансирования.

Система национальных счетов, СНС (System of National Accounts, SNA) — статистическая система учета различных видов экономической деятельности, показывающая объем реального производства за определенный период времени, определяющая вклад основных секторов и факторов производства в совокупное производство.

Скорость обращения денег (money velocity) — количество раз, которое каждая денежная единица проходит полный денежный оборот в течение года, обслуживая экономическую деятельность.

Скорость обращения денег (money velocity) — соотношение номинального ВВП и широких денег, показывающее скорость обращения одной денежной единицы в течение года.

Смесь политик (policy mix) — в теории открытой макроэкономики последовательность использования имеющихся в распоряжении правительства инструментов для достижения макроэкономического баланса.

Совокупное предложение в долгосрочной перспективе (long-run aggregate supply, AS^{lr}) — не зависящее от общего уровня цен потенциальное предложение

товаров, которые можно было бы произвести при максимальном использовании находящихся в распоряжении страны факторов производства (трудовых и природных ресурсов, капитала и технологии).

Совокупное предложение в краткосрочной перспективе (short-run aggregate supply, AS^{sr}) — текущее предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен.

Совокупный спрос (aggregate demand, AD) — спрос, предъявляемый на все товары, находящиеся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен.

Содействие (facilitation) — организация международных конференций, сбор и анализ статистических и фактических материалов, публикация и распространение статистики и исследований, предоставление помещений и секретариата для проведения многосторонних и двусторонних переговоров.

Сокращение суммы долга (debt stock reduction) — снижение суммы невыплаченной задолженности путем либо прямого прощения (списания) части долга, либо продажи со скидкой на вторичном рынке, либо конверсии в какие-либо национальные активы страны-должника.

Соотношение “наличные/депозиты” (currency/deposit ratio) — отношение денег в обращении ко всем депозитам (депозиты до востребования плюс квазиденьги).

Соотношение “наличные/широкие деньги” (currency/broad money ratio) — рассчитывается как частное наличных денег в обращении (вне банков) и денежного агрегата M2 и показывает долю наиболее ликвидных наличных денег в общем объеме денег.

Соотношение “резервы/депозиты” (reserve/deposit ratio) — рассчитывается как отношение резервов КБ (включают наличные деньги в КБ и их депозиты в ЦБ, не путать с международными резер-

вами) и всех депозитов в КБ и показывает степень обеспеченности депозитов имеющимися у КБ резервами.

Соотношение "широкие деньги/ВВП" (broad money/GDP ratio) — является величиной, обратной денежному мультипликатору, и показывает степень обеспеченности экономики деньгами.

Спекулятивная атака (speculative attack) — резкий рост предложения валюты на рынке в период ослабления ее курса, приводящий к потере валютных резервов страны в случае попыток подержать слабеющий валютный курс.

Специализированные банки (specialized banks) — коммерческие банки, созданные обычно при участии правительства или полностью ему принадлежащие, деятельность которых направлена на кредитование определенных отраслей экономики.

Специальные права заимствования, СДР (special drawing rights, SDR) — международный резервный актив, созданный МВФ в 1969 г. и периодически распределяемый между странами-членами пропорционально их квотам в МВФ.

Специальные права заимствования, СДР (special drawing rights, SDR) — выпускаемый МВФ искусственный резервный актив, который распределяется между странами-членами в соответствии с их квотами и который может быть использован для приобретения иностранной валюты, предоставления займов и осуществления платежей.

Спот-курс (spot rate) — курс, по которому обмениваются валюты в течение не более чем двух рабочих дней с момента достижения соглашения о курсе.

Спрос на деньги (money demand, M^d) — эндогенная переменная, пропорциональная уровню цен, зависящая от номинальной процентной ставки и реальных доходов и показывающая потребность в реальных денежных остатках.

Ссуды (loans) — финансовые активы, возникающие вследствие того, что кре-

дитор напрямую предоставляет заемщику определенную сумму денежных средств.

Стабилизационная/краткосрочная корректировочная программа (stabilization /short-term adjustment program) — программы продолжительностью до 1–1,5 года, направленные на единовременное исправление дисбалансов, не связанных с глубокими структурными проблемами экономики.

Стимулирование инвестиций (investment incentives) — обеспечение роста абсолютного объема инвестиций и их качества.

Счет операций с капиталом и финансовых операций (capital and financial account balance) — группа статей платежного баланса, фиксирующих международное движение капитала, с помощью которого финансируются экспорт и импорт товаров и услуг.

Счет текущих операций (current account balance) — ключевое понятие международной экономики, показывающее, с одной стороны, результат взаимодействия страны с остальным миром за определенный промежуток времени, а с другой — баланс внутренних инвестиций и сбережений.

Тарифные ограничения (tariff restrictions) — инструмент регулирования внешней торговли с помощью таможенных пошлин и тарифных квот.

Твердая валюта (hard currency) — валюта, которая характеризуется стабильным валютным курсом, движения которого следуют в основном фундаментальным макроэкономическим закономерностям.

Текущая/финансовая программа (current/financial program) — программа среднесрочного планирования или прогнозирования макроэкономического развития стран.

Текущие расходы (current expenditures) — расходы государства на потребление (выплату зарплат госслужащим,

закупку товаров и услуг, ликвидацию чрезвычайных ситуаций) и выплату процента по внутреннему и внешнему долгу и субсидии и переводы средств (в местные бюджеты, государственным предприятиям, частному сектору и пр.).

Текущие трансферты (current transfers) — трансферты, не включающие передачу права собственности на основной капитал, не связанные с приобретением или использованием основного капитала и не предусматривающие аннулирование долга кредитором.

Теория абсолютного ППС (absolute PPP theory) — обменный курс между валютами двух стран равен соотношению уровней цен в этих странах.

Теория относительного ППС (relative PPP theory) — изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах.

Товарные свопы (commodity swaps) — обмен двумя платежами за один товар, один из которых представляет его оплату по текущей цене спот, а второй — согласованную цену на этот товар в будущем.

Товарный опцион (commodity option) — контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство, купить или продать определенное количество товара по согласованной цене до наступления определенной даты.

Товары (goods) — группа статей платежного баланса, суммирующая на базе фоб по рыночным ценам экспорт и импорт обычных товаров, товаров для дальнейшей обработки, ремонт товаров, приобретение товаров в портах транспортными организациями и немонетарного золота.

Торонтские условия (Toronto terms) — действовавшие в 1988–1991 гг. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран.

Углубленный надзор (enhanced surveillance) — механизм надзора за эконо-

мической политикой стран — членов МВФ, осуществляемый по запросу правительства со стороны МВФ с целью гарантировать устойчивое экономическое развитие для исправления макроэкономических дисбалансов.

Управление валютным курсом (exchange rate management) — политика государства относительно выбора режима валютного курса и поддержания его уровня.

Управление внешним долгом (external debt management) — комплекс инструментов внешнеэкономической политики, обеспечивающих поддержание уровня и структуры внешней задолженности на приемлемом уровне, не ставящем под вопрос перспективы долгосрочного роста страны.

Управление композицией внешнего долга (foreign debt composition management) — поддержание приемлемой для страны структуры внешней задолженности с точки зрения уровня процента, условий и сроков платежа, валютного состава.

Управление предложением (supply management) — политика правительства, направленная на увеличение объемов реального производства.

Управляемо плавающий валютный курс (managed floating exchange rate) — курс, устанавливаемый центральным банком, а не валютным рынком, но с частым его изменением.

Управляемое плавание (managed floating) — политика управления валютным курсом с помощью валютных интервенций, предусматривающая скупку или продажу иностранной валюты.

Управление спросом (demand management) — политика правительства по сокращению размеров частного и государственного потребления (абсорбции).

Условие Маршалла—Лернера (Marshall—Lerner condition) — снижение стоимости национальной валюты (девальвация) приводит к улучшению тор-

гового баланса, если сумма абсолютных значений эластичности национального спроса на импорт и иностранного спроса на национальный экспорт больше единицы.

Услуги (services) — группа статей счета текущих операций платежного баланса, включающая транспортные услуги, поездки и ряд других услуг (связь, строительство, страхование, финансовые, компьютерные и личные услуги и пр.), оказываемые резидентами нерезидентам и наоборот.

Уставные коэффициенты ликвидности (statutory liquidity ratios) — устанавливаемые ЦБ соотношения размеров активов и капитала для коммерческих банков с целью сокращения риска банковских операций или стоимости займа для заемщика, которым обычно в этом случае бывает правительство.

Устойчивость платежного баланса (balance of payments viability) — поддержание сбалансированности международных платежей на фоне приемлемых темпов долгосрочного неинфляционного роста.

Факторы, влияющие на ликвидность (factors affecting liquidity) — абсолютное и относительное изменение показателей обзора денежной сферы в течение года.

Фиксация курса к валютному комплексу (currency composite peg) — привязка курса национальной валюты к курсам коллективных денежных единиц, таким как СДР, или к различным корзинам валют стран — основных торговых партнеров.

Фиксация курса к одной валюте (single currency peg) — привязка курса национальной валюты к курсу наиболее значимых валют международных расчетов.

Фиксированный валютный курс (pegged/fixed exchange rate) — официально установленное соотношение между национальными валютами, допускающее временное отклонение от него в одну

или другую сторону не более чем на 2,25%.

Финансирование овердрафта (overdraft financing) — покрытие ЦБ краткосрочного перерасхода банками собственных средств сверх остатков на их счетах под процент выше рыночного.

Финансовая помощь (financial assistance) — использование финансовых ресурсов МВФ странами-членами, испытывающими сложности с финансированием платежного баланса и представившими в МВФ программу реформ, показывающую намерения правительства по преодолению этих трудностей.

Финансовые дериваты (financial derivatives) — инструменты торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу.

Форвард (forward) — соглашение, заключаемое с целью страхования от потерь в случае изменений процентных ставок, в рамках которого стороны договариваются о ставке процента по некоторой условной сумме задолженности, которая должна быть выплачена в установленные сроки.

Форвардный курс (forward rate) — согласованный курс, по которому обмениваются валюты в определенный момент в будущем, более чем через три дня после достижения соглашения о курсе.

Фьючерс (futures) — соглашение, предусматривающее обмен реальным активом, принадлежащего одной из сторон, на финансовый актив, принадлежащий другой стороне, либо обмен двумя финансовыми активами в установленный в соглашении срок и по заранее оговоренному курсу.

Фьючерсы (futures) — стандартизированные форвардные контракты на валюту, торговля которыми происходит на биржах.

Хеджирование (hedging) — компенсационные действия, предпринимаемые покупателем или продавцом на валют-

ном рынке, чтобы предохранить свой доход в будущем от изменения валютного курса.

Целевые зоны (target zones) — параметры валютного курса, к которым страна считает необходимым стремиться.

Целевые кредиты (directed credits) — кредиты, предоставляемые центральным банком коммерческим банкам для финансирования определенных проектов в соответствии с государственными приоритетами, преимущественно на государственных предприятиях.

Целенаправленная корректировка (discretionary adjustment) — макроэкономическая корректировка путем использования правительством инструментов экономической политики.

Цели (targets) — переменные, размер которых устанавливается по усмотрению правительства в соответствии с приоритетами его экономической политики. Например, будущая инфляция обычно считается целью, поскольку ее желаемый уровень задается решением правительства или парламента.

Цена покупателя (purchaser's price) — цена, реально заплаченная потребителем, включая налоги и транспортные издержки.

Цена производителя (producer's price) — цена, полученная производителем, включая налоги, накладываемые на единицу производства (НДС, налог на продажу, акцизный налог), но исключая транспортные расходы. Иногда называется "ценой у заводских ворот" ("factory gate price").

Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале (equity securities) — акции, паи, АДР (американские депозитарные расписки — расписки на иностранные акции, депонированные в банках США), подтверждающие участие в капитале предприятий.

Ценовая эластичность импорта (price elasticity of imports) — параметр, показывающий, насколько изменится

объем импорта в реальном выражении при изменении относительных цен на 1%.

Частный негарантированный долг (private nonguaranteed debt) — долг частных фирм, платежи по которым не гарантируются государством.

Чистая инвестиционная позиция (net investment position) — соотношение между международными финансовыми ресурсами, которыми располагает страна, и ее задолженностью перед другими странами.

Чистая текущая стоимость, ЧТС (net present value, NPV) — разность текущей стоимости будущих поступлений и текущей стоимости будущих платежей, связанных с определенным финансовым инструментом, показывающая стоимость будущих чистых поступлений по их сегодняшней стоимости.

Чистое плавание (clean float) — курсообразование без вмешательства центрального банка в валютный рынок.

Чистые пропуски и ошибки (net errors and omissions) — статья платежного баланса, отражающая пропуски платежей, которые по каким-либо причинам не были записаны в других статьях платежного баланса, и ошибки, закрывшиеся в записи отдельных платежей.

Шок от внутренних цен (domestic price shock) — корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между международными и национальными ценами из-за роста или падения последних.

Шок от зарубежной процентной ставки (foreign interest rate shock) — корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между национальными и международными процентными ставками из-за роста или падения последних.

Шок от зарубежных цен (foreign price shock) — корректировка в открытой

экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между национальными и международными ценами из-за роста или падения последних.

Шок от национальной процентной ставки (domestic interest rate shock) — корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между международными и национальными процентными ставками из-за роста или падения последних.

Экзогенные переменные (exogenous variables) — макроэкономические показатели, которые считаются независимыми от процессов, описанных моделью.

Экспортные налоги (export taxes) — вид косвенного налога, накладываемого на вывозимые за рубеж товары и используемого для регулирования объемов и структуры экспорта.

Эластичность доходов (revenue elasticity, e) — отношение процентного роста налоговых поступлений (T) к процентному росту ВВП (Y) в усло-

виях отсутствия дискреционных эффектов.

Эластичность спроса и предложения валюты (elasticity of currency demand and supply) — соотношение изменения в объемах спроса и предложения валюты с процентным изменением валютного курса.

Эндогенные переменные (endogenous variables) — макроэкономические показатели, размер которых определяется путем использования модели.

Энергичность доходов (revenue buoyancy, b) — отношение процентного роста налоговых поступлений (T) к процентному росту ВВП (Y).

Эффект “липких” цен (sticky price effect) — временная задержка в изменении цен при изменении макроэкономических условий их формирования.

Эффект Фишера (the Fisher effect) — в долгосрочной перспективе изменение уровня валютного курса равно разности процентных ставок между двумя странами и разности прогнозируемых в них темпов инфляции.

Книги

Appleyard, Dennis R.; Field Alfred J. Jr. International Economics. Trade theory and policy. — 3rd ed. — Chi., Irwin, 1998.

Argy, Victor E. International Macroeconomics: Theory and Policy. — N. Y., Routledge, 1994.

Dunn, Robert M. Jr., Ingram, James C. International Economics. — 4th ed. — N. Y., Wiley, 1996.

Ethier, Wilfred. Modern International Economics. — 3rd ed. — N. Y., W.W. Norton, 1995.

Grabbe, J. Orlin. International Financial Markets. — 3rd ed. — Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1996.

Handbook of International Economics. — In 3 volumes. — Amsterdam,

N. Y., North-Holland. — Vol. I and II — 1984, vol. III — 1995.

Krugman, Paul R.; Obstfeld, Maurice. International Economics: Theory and Policy. — 4th ed. — Reading, Mass., Addison-Wesley, 1997.

Lindert, Peter; Pugel, Thomas A. H. International Economics. — 10th ed. — Chi., Ill., Irwin, 1996.

Obstfeld, Maurice; Rogoff Kenneth. Foundations of International Macroeconomics. — Cambr., Mass., MIT Press, 1996.

Salvatore, Dominick. International Economics. — 6th ed. — Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1998.

The Handbook of International Macroeconomics. — Oxford, UK; Cambr., Mass., Blackwell, 1994.

Периодические издания

Вопросы экономики.

Деньги и кредит.

Мировая экономика и международные отношения.

Эксперт.

American Economic Review.

International Economic Review.

Journal of International Economics.

Journal of Political Economy.

Journal of International Money and Finance.

Quarterly Journal of Economics.

Материалы международных организаций

Balance of Payments Manual. — 5th edition. — Wash., IMF, 1993 (на русском языке — Руководство по платежному балансу).

Balance of Payments Compilation Guide. — Wash., IMF, 1995.

Balance of Payments Textbook. — Wash., IMF, 1996.

A Manual on Government Finance Statistics. — Wash., IMF, 1986.

World Economic Outlook. — Wash., IMF (дважды в год).

World Development Report. — Wash., World Bank (ежегодно).

Annual Reports: OECD, ICC, IBRD, IMF, IFC, EC и др.

Адреса Интернет

Мировой банк — <http://www.world-bank.org>

Департамент торговли США — <http://www.ita.doc.gov>

Банк международных расчетов — <http://www.bis.org>

Международная организация труда — <http://www.ilo.org>

Всемирная торговая организация — <http://www.wto.org>

Конференция ООН по торговле и развитию — <http://www.unicc.org/unctad>

Международная торговая палата — <http://www.iccwbo.org>

Европейский Союз — <http://europa.eu.int>

Встречи “восьмерки” — <http://www.summit8.gov>

Организация экономического сотрудничества и развития — <http://www.oecd.org>

Международный валютный фонд — <http://www.imf.org>

Институт международной экономики, Вашингтон — <http://www.iie.com/>

- Автономные организации ООН — 276
Акцизный налог — 337
- Базельские комитеты
по банковскому надзору — 305
по евровалютам — 307
по системам платежей и расчетов — 307
- Баланс
внешний — 81, 234
внутренний — 81, 234
инвестиций и сбережений — 366
международных инвестиций — 150
центрального банка — 406
- Банки
принимające депозиты — 403
развития — 404
специализированные — 403
- Банковские займы — 168
Бюджетная политика — 235
- Валовой внутренний продукт — 355
Валовой национальный доход — 357
Валовой национальный располагаемый доход — 357
- Валюта
иностранная — 18
конвертируемая — 18
национальная — 18
резервная — 18
свободно используемая — 18
твердая — 18
- Валютная котировка
косвенная — 41
кросс-котировка — 41
прямая — 41
- Валютная политика — 251
Валютное замещение — 24
Валютные активы — 406
Валютные риски — 163
Валютный коридор — 53
Валютный (обменный) курс
независимо плавающий — 51
номинальный — 42
номинальный эффективный — 44
ограниченно гибкий — 51
плавающий — 51
реальный — 43
реальный эффективный — 44
спот-курс — 42
фиксированный — 49
форвардный курс — 42
- Валютный курс на основе ППС — 87
Возрастающее соотношение капитала/
производства — 367
Время регистрации — 128
Всемирная торговая организация
(ВТО) — 281
Высокая немобильность капитала — 250
Высококачественный рост — 268
- Генеральное соглашение по торговле
услугами (ГТУ) — 288
Гиперреакция валютного курса — 119
- Девальвация валюты — 62
Денежная масса/предложение денег — 102
Денежная политика — 249
Денежная теория валютного курса — 109
Денежный мультипликатор — 103
Денежный нейтралитет — 118
Депозитарная расписка — 177
- Дериват
продаваемый вне бирж — 186
продаваемый на биржах — 184
- Дериваты
варрант — 144
опцион — 144
своп — 144
форвард — 144
фьючерс — 144
- Джей-кривая — 74
Дисконтное финансирование — 334
Дифференциал процентных ставок — 404
- Долг
гарантированный государством — 168
государственный — 167
частный негарантированный — 168
- Долговая кривая Лаффера — 173
Долларизация — 23

- Еврокоммерческая бумага — 168
 Евронота — 168
 Европейская валютная система — 32
 Европейский валютно-экономический союз — 33
 Единство валютного курса — 45
- Задержка платежей и неплатежи — 339
 Закон одной цены — 86
 Защитные меры — 284
 Золотодевизный стандарт — 30
 Золотой стандарт — 27
- Инвестиции**
 портфельные — 143
 прямые — 141
 другие — 145
 Инвестиционная политика — 150
 Индекс потребительских цен — 370
 Инструменты
 денежной политики — 332
 косвенные — 333
 прямые — 335
 торговой политики — 341
 Исключительное финансирование — 148
- Капитальные расходы — 338
 Капитальные трансферты — 140
 Коммерческие кредиты — 145
 Компенсационные пошлины — 285
 Конвертируемость
 внешняя — 22
 внутренняя — 22
 по капитальным операциям — 20
 по текущим операциям — 19
 товарная — 22
 Консультации по статье IV — 299
 Контроль за
 выплатой процента и другими переводами — 335
 инвестиционными расходами — 339
 прочими выплатами — 339
 уровнем зарплат в государственном секторе — 338
 Корпоративный налог — 337
 Корректировка валютного курса — 340
 Косвенные налоги — 336
 Кредитные аукционы — 334
 Кредитные операции ЦБ — 334
 Крест Самуэльсона — 196
 Кривая AD — 221
 Кривая AS — 222
 Кривая IS — 196
 Кривая LM — 211
- Ломбардное финансирование — 334
 Лондонский клуб — 304
- Макроэкономическая корректировка
 автоматическая — 193
 целенаправленная — 193
 Макроэкономическая программа
 активная — 318
 корректировочная — 317
 пассивная — 318
 стабилизационная — 317
 текущая — 317
 финансовая — 317
 Международная валютно-финансовая система — 17
 Международная организация по интеллектуальной собственности (МАИС) — 296
 Международная организация труда (МОТ) — 294
 Международные активы ЦБ — 406
 Международные организации
 банковские — 279
 консультативные — 278
 отраслевые — 278
 универсальные — 278
 Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС) — 293
 Механизм
 проверки торговой политики — 285
 урегулирования торговых споров — 287
 Многостороннее агентство по гарантии инвестиций (МАГИ) — 291
 Множественность валютных курсов — 45
 Модель AS-AD — 222
 Модель IS-LM-BP — 208
 Модель доходов-расходов — 198
 Модель Манделла—Флеминга — 240
 Монетарное золото — 406
 Мультипликатор — 417
 Мультипликатор
 закрытой экономики — 198
 открытой экономики — 201
- Наблюдение — 279
 Надзор — 279
 Наличные деньги и депозиты — 145
 Налог на добавленную стоимость — 337
 Налог на продажу — 337
 Национальный режим — 284
 Небанковские финансовые институты — 404
 Неполная мобильность капитала — 247
- Обзор денежной сферы — 411
 Облигации
 бульдог-облигации — 169
 матадоры — 169
 самурай-облигации — 169
 янки-облигации — 169
 Обусловленность кредитов — 300
 Операции на открытом рынке — 333

- Оптимальные валютные зоны — 53
 Опцион
 валютный — 183
 на акции — 183
 процентный — 183
 товарный — 183
 Официальные резервы — 441
 Официальный потолок заимствования — 342
- Парижский клуб — 303
 Паритет
 покупательной способности — 85
 процентных ставок — 93
 Перенос платежей — 174
 Переоцененная/недооцененная валюты — 89
 Платежный баланс — 127
 Подход платежного баланса
 с точки зрения активов — 91
 с точки зрения платежного баланса — 83
 Показатели
 номинальные — 358
 реальные — 359
 Ползущая фиксация — 54
 Политика
 изменения расходов — 235
 переклечения расходов — 235
 Полная мобильность капитала — 248
 Полная немобильность капитала — 247
 Помощь
 техническая — 301
 финансовая — 300
 Потоки
 не создающие долг — 443
 создающие долг — 443
 Правило иностранных инвестиций — 92
 Правило Тинбергена — 238
 Предельная склонность
 к импорту — 199
 к потреблению — 196
 к сбережению — 196
 Предложение денег — 102
 Принцип эффективной рыночной
 классификации — 244
 Проблема выбора политики — 244
 Программа развития ООН (ПРООН) — 296
 Производство — 358
 Процентный арбитраж
 защищенный — 165
 незащищенный — 164
 Прямые налоги — 336
 Прямые форварды — 158
- Развернутый надзор — 299
 Расчетная единица — 129
 Расчетные риски — 165
- Реальная девальвация — 63
 Ревальвация валюты — 62
 Режим наибольшего благоприятствования
 (РНБ) — 284
 Резервная позиция в МВФ — 406
 Резервные активы
 валютные активы — 148
 монетарное золото — 147
 резервная позиция в МВФ — 148
 специальные права заимствования — 147
 Резиденты—нерезиденты — 127
 Рекапитализация — 174
 Реструктуризация долга — 173
 Рынки развивающиеся — 178
 Рынок
 драконовых долгов — 169
 евродолгов — 169
 зрелый — 177
- Своп
 валютный — 182
 на акции — 182
 процентный — 182
 товарный — 182
 Связывание тарифов — 285
 Сделки спот — 158
 Система двойной записи — 127
 Система национальных счетов — 354
 Скорость обращения денег — 417
 Скрытый дефлятор ВВП — 362
 Смешанная политика — 254
 Совокупное предложение
 в долгосрочной перспективе — 221
 в краткосрочной перспективе — 221
 Совокупный спрос — 218
 Соглашение ВТО о связанных с торговлей
 аспектах прав на интеллектуальную собствен-
 ность — 295
 Соотношения
 наличные/депозиты — 415
 наличные/широкие деньги — 416
 резервы/депозиты — 417
 широкие деньги/ВВП — 417
 Спекулятивная атака — 62
 Специализированные агентства ООН — 276
 Специальные права заимствования — 147,
 302, 406
 Спрос на деньги — 106
 Счет текущих операций — 13
- Теория абсолютного ППС — 86
 Теория относительного ППС — 87
 Трансферты
 капитальные — 140
 текущие — 139

Управляемое плавание — 56

Условие Маршалла—Лернера — 71

Условия

 лионские — 304

 лондонские — 304

 неапольские — 304

 торонтские — 303

Факторы, влияющие на ликвидность — 415

Финансовые дериваты — 180

Фьючерсы — 160

Хеджирование — 163

Целевые зоны — 53

Цена

 базовая — 370

 покупателя — 370

 производителя — 370

 рыночная — 369

Ценовая эластичность импорта — 438

Чистая инвестиционная позиция — 150

Чистая текущая стоимость — 182

Чистые пропуски и ошибки — 130

Шок

 от внутренних цен — 225

 от зарубежной процентной ставки — 227

 от зарубежных цен — 225

Экономическая территория страны — 127

Эластичность спроса на валюту — 67

Эффект “липких” цен — 266

Эффект Фишера — 97

Учебное пособие

Алексей Павлович Киреев

МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА

ЧАСТЬ II

**МЕЖДУНАРОДНАЯ МАКРОЭКОНОМИКА:
открытая экономика
и макроэкономическое программирование**

Редактор Б.М. Маклярский

Оформление художника А.Ф. Быкова

Художественный редактор А.С. Скороход

Технический редактор З.Д. Гусева

Корректор Л.Ф. Крылова

Компьютерная верстка Н.М. Коршуновой, Е.В. Мельниковой

**Лицензия серии ЛР № 010170 от 7 октября 1997 г.
выдана Госкомпечатью РФ**

**Налоговая льгота — общероссийский классификатор
продукции ОК-005-93, том 2; 953000 — книги, брошюры**

Подписано в печать 22.11.99.
Формат 70×100¹/₁₆. Бумага офсетная.
Гарнитура «Таймс». Печать офсетная.
Усл. печ. л. 39,65. Уч.-изд. л. 42,66.
Изд. № 12-э/2001. Тираж 4000 экз.
Цена договорная. Заказ № 874.

**Издательство “Международные отношения”
107078, Москва, Садовая-Спаская, 20
Телефон отдела реализации: 975-30-09**

**Отпечатано с готовых диапозитивов
издательства “Международные отношения”
на Саратовском полиграфическом комбинате
410004, Саратов, ул. Чернышевского, 59**

Киреев А. П.
К43 Международная экономика. В 2-х ч.— Ч. II. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. Учебное пособие для вузов.— М.: Междунар. отношения, 2001.— 488 с.

ISBN 5-7133-1028-0

После базовых курсов экономической теории (микро- и макроэкономики) многие вузы предлагают курс международной экономики или международных экономических отношений, раскрывающий закономерности функционирования национальной экономики в условиях ее сложных взаимодействий с остальным миром.

Настоящее издание представляет собой оригинальный учебник по международной экономике, делающий особый акцент на реальности России и других стран с переходной экономикой. Данное издание является второй частью учебника "Международная экономика".

Для студентов и преподавателей экономических факультетов, университетов и других высших учебных заведений, слушателей бизнес-школ, сотрудников государственных экономических ведомств, всех, кто интересуется проблемами международной экономики.

УДК 339(075.8)
ББК 65.5Я73